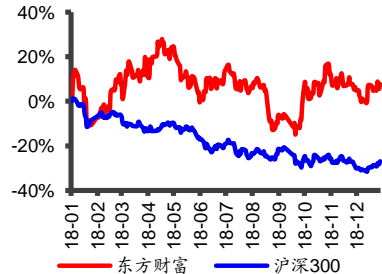


东方财富(300059)/互联网

证券子公司四季度环比分析

评级: 买入(维持)
市场价格: 12.88
分析师: 谢春生
执业证书编号: S0740518010002
Email: xiecs@r.qizq.com.cn
基本状况

总股本(百万股)	5168
流通股本(百万股)	4153
市价(元)	12.88
市值(亿元)	666
流通市值(亿元)	535

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 公募牌照获批, 开启财富管理之路
- 2 各项指标好于预期
- 3 18H1 净利增长 100%-127%, 收入环比或将持平

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,351.8	2,546.8	3,355.2	4,743.2	6,531.8
增长率(%)	-19.6%	8.3%	31.7%	41.4%	37.7%
净利润(百万元)	713.8	636.9	1,164.9	1,691.8	2,403.6
增长率(%)	-61.4%	-10.8%	82.9%	45.2%	42.1%
每股收益(元)	0.14	0.12	0.23	0.33	0.47
每股现金流量	-0.37	0.52	0.20	-0.22	0.43
净资产收益率	5.6%	4.3%	7.6%	10.1%	12.8%
P/E	93.3	104.5	57.1	39.3	27.7
PEG	2.8	1.9	-4.0	1.2	0.5
P/B	5.2	4.5	4.3	4.0	3.5

备注:

投资要点

- 公司披露证券子公司(西藏东方财富证券股份有限公司)2018年未审计非合并报表, 1)2018年东财证券子公司营业收入为**16.86亿元, 同比增长16.4%**, 净利润为**6.06亿元, 同比减少3.8%**。2)2018年, 手续费及佣金净收入为**10.97亿元, 同比增长14.5%**, 利息净收入为**3.87亿元, 同比持平**。3)2018年业务及管理费为**9.60亿元, 同比增长42.1%**。营业利润为**7.08亿元, 同比增长2.5%**, 利润总额为**7.02亿元, 同比增长1.8%**, 所得税费用为**0.95亿元, 同比增长61.8%**。

从以上年度同比数据来看, 东财证券子公司2018年收入端仍保持了一定的增长, 相比其它券商而言, 已经表现出一定的抗周期性。净利润的同比下滑主要是业务管理费以及所得税费用的明显增加导致。

下面我们根据证券子公司未审计非合并报表数据, 对东财的证券业务进行18Q4的环比分析。

- **分析的前提。**由于我们这次分析的基础是以证券子公司的“未审计非合并报表”, 如果简单直接地以未审计非合并报表的全年数据, 去扣除合并报表前三季度数据, 来大致估算18Q4数据的话, 可能会存在数据口径不同的问题。因为合并报表中的“手续费及佣金收入”不只包括东方财富证券业务主体, 还包括东方财富国际期货、东方财富国际证券等。因此, 我们利用同口径数据的“2018年上半年”和“2018年全年”的“未审计非合并报表”数据作为分析的基础。
- **收入端分析: 18Q4 环比或将微降。**根据公司2018年上半年和2018年全年的未审计非合并报表, 18H1证券子公司收入为8.60亿元, 18H2收入为8.26亿元, 环比18H1下降4.0%。

由于东财证券子公司只是东方财富的其中一个子公司, 其他相关的证券子公司还包括东方财富国际期货、东方财富国际证券等业务主体, 而东财证券子公司(西藏东方财富证券股份有限公司)的收入占绝大部分。18H1东财证券子公司未审计非合并报表的收入为8.60亿元, 而根据东财2018年中报, 除了母公司之外的子公司收入合计为8.95亿元, 18H1东方财富证券子公司的收入占到所有子公司收入的96.2%。

因此, 我们可以结合18Q3季报中子公司收入, 来对18Q4证券子公司的收入进行估算分析。18Q3东财各子公司收入合计为4.35亿元(合并报表收入为7.44亿元, 母公司收入为3.09亿元), 环比增长0.2%。假设18Q3东财证券子公司在所有子公司收入占比为96.2%(18H1的数据), 那么18Q3东财证券子公司收入为4.19亿元(4.35亿元乘以96.2%)。由此, 18Q4东财证券子公司收入为4.07亿元(18H2收入8.26亿元与18Q3收入4.19亿元之差), 那么, 18Q4证券子公司收入环比下降2.6%。因此, 我们认为, 18Q4东财证券子公司收入或将环比微降, 好于同行业其他券商业务增速。

- **利润端分析。**根据东财证券子公司2018年未审计非合并报表, 2018年东财证券子公司净利润为6.06亿元, 18H1净利润为2.69亿元, 可知18H2净利润为3.37亿元, 环比18H1增长25.0%。可见, 东财证券子公司下半年利润好于上半年。

我们再利用18Q3数据来进一步分析18Q4的数据。18H1, 除了母公司之外

的子公司净利润合计为 2.89 亿元；而根据未审计非合并报表数据，18H1 东财证券子公司净利润为 2.69 亿元，占有子公司净利润的 93.4%。

假设 18Q3 东财证券子公司净利润占比与 18H1 相同，则 18Q3 东财证券子公司净利润为 1.75 亿元（18Q3 合并报表净利润为 2.42 亿元，母公司净利润为 0.55 亿元，可得到，子公司净利润合计为 1.87 亿元）。因此 18Q4 东财证券子公司净利润约为 1.62 亿元（18H2 证券子公司净利润为 3.37 亿元），环比 18Q3 下降 13.2%。因此，我们判断，东财证券子公司 18Q4 净利润环比降幅在 10%-15%之间。

但我们需要注意的是：1) 18Q3 子公司合计净利润的高基数，18Q3 子公司合计净利润为 1.87 亿元，是前三季度中的最高值，环比 18Q2 增长 50.1%。2) 18H2 东财证券子公司净利润环比 18H1 增长 19%，2018 年下半年整体好于预期。

- **费用端分析。**根据东财证券子公司 2018 年未审计非合并报表，2018 年东财证券子公司业务及管理费用为 9.60 亿元，18H1 该费用为 5.20 亿元。可以得到，18H2 业务及管理费用为 4.39 亿元，环比 18H1 下降 15.6%。

可见 18H2 东财证券子公司净利润的环比增长，其中部分原因来自于费用的减少。在证券子公司的业务及管理费用中，值得关注的是，东财证券子公司线下营业网点运营费用的增加。根据证监会数据，2018 年全年东财获批的新设分支机构数量为 33 家，其中 18H1 为 23 家，18H2 为 10 家。

- **业务分拆一：经纪业务。**我们以手续费及佣金收入来分析东财的经纪业务，该收入覆盖的业务包括证券经纪业务、投资银行业务、资产管理业务等。但该收入以证券经纪业务收入为主，其他两个业务收入占比较小。

根据 2018 年上半年和 2018 年全年的未审计非合并报表数据，18H1 手续费及佣金收入为 5.62 亿元，18 年全年该业务收入为 10.97 亿元，可以得出，18H2 东财证券子公司的手续费及佣金收入为 5.35 亿元，环比下降 4.7%。而从市场数据来看，18H1Wind 全 A 指数的交易金额为 52.19 亿元，18H2 为 37.45 亿元，环比下降 28.2%。从以上数据可以看出，东财证券子公司的经纪业务收入在 18H2 的环比下降幅度，远小于市场交易量的降幅。

我们同样以 18H1 的数据，来估算东财证券子公司手续费及佣金收入占比情况。根据 2018 年上半年未审计非合并报表，18H1 东财证券子公司手续费及佣金收入为 5.62 亿元，占上半年公司整体手续费及佣金收入的 94.1%。

假设 18Q3 东财证券子公司的手续费及佣金收入占比与 18H1 相同，则 18Q3 东财证券子公司手续费及佣金收入为 2.64 亿元。而根据未审计非合并报表数据，18H2 东财证券子公司手续费及佣金收入为 5.35 亿元，因此 18Q4 该业务收入约为 2.71 亿元，环比 18Q3 增长 2.5%。

可见，东财证券子公司的经纪业务在 18Q4 可能不但没有出现环比下降，反而环比上升。我们认为，这主要还是得益于东财经纪业务市占率的快速提升。我们预计，2018 年底，东财经纪业务市占率大约在 2.8%-2.9%。

- **业务分拆二：两融业务（利息收入）。**根据 2018 年上半年和 2018 年全年的未审计非合并报表数据，18H1 利息净收入为 2.13 亿元，18 年全年利息净收入为 3.87 亿元，则 18H2 利息净收入为 1.74 亿元，环比下降 18.5%。我们认为，18H2 利息净收入的环比下降，主要相关的因素包括：

1) 与市场两融余额规模同步下降。2018 年两市两融余额季度环比持续下降，18Q1 市场两融余额为 10010 亿元，18Q2 为 9194 亿元，18Q3 为 8227 亿元，18Q4 为 7557 亿元，18Q4 相比 18Q1 下降 24.5%。18Q3 东财融出资金规模为 87.85 亿元。我们预计，18Q4 东财融出资金余额或将在 80 亿元左右，环比或将继续降低。

2) 利息净收入除了来自两融业务产生的利息收入之外，还包括买入返售资产的利息收入，以及客户保证金利息收入等。18Q3 买入返售金融资产的规模出现环比下降。

综合以上，我们认为 18Q4 东财证券子公司利息净收入环比下降。

- **盈利预测与投资建议。**通过东财证券子公司业务数据可以看出，即使在 2018 年下半年市场环境进一步走弱的情况下，东财证券子公司收入仍保持了一定的增长，说明东财的业务对市场的负面波动表现出较强的“免疫性”。我们预计，公司 2018-2020 年归母净利润分别为 11.65 亿元/16.92 亿元/24.04 亿元，EPS 分别为 0.23 元/0.33 元/0.47 元，目前股价对应的 PE 分别为 57 倍、39 倍、28 倍。维持“买入”评级。
- **风险提示。**市场交易量下滑的风险；两融余额下降幅度超过预期的风险。

图表 1: 公司主要财务数据

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,546.8	3,355.2	4,743.2	6,531.8
减:营业成本	397.0	364.9	477.9	662.3
营业税费	26.9	53.9	76.9	93.3
销售费用	315.8	297.2	420.1	557.7
管理费用	1,283.3	1,488.8	2,128.8	2,914.9
财务费用	-32.3	-55.5	-76.1	-79.4
资产减值损失	81.4	38.9	45.9	55.4
加:公允价值变动收益	-21.8	-82.5	-43.8	56.7
投资和汇兑收益	200.0	94.9	113.6	136.2
营业利润	676.4	1,179.4	1,739.5	2,520.5
加:营业外净收支	2.7	64.5	66.0	44.4
利润总额	679.1	1,243.9	1,805.6	2,564.9
减:所得税	44.2	81.0	117.6	167.1
净利润	636.9	1,164.9	1,691.8	2,403.6

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	12,080.3	13,100.6	11,977.6	14,190.8
交易性金融资产	2,668.8	2,586.3	2,542.5	2,599.2
应收账款	2,624.8	2,478.7	5,281.6	5,508.5
应收票据	-	-	-	-
预付账款	56.7	59.2	103.8	110.6
存货	142.2	135.7	101.3	244.4
其他流动资产	18,767.3	10,359.0	12,582.5	13,903.0
可供出售金融资产	90.0	94.8	93.8	92.9
持有至到期投资	-	-	-	-
长期股权投资	410.4	410.4	410.4	410.4
投资性房地产	-	-	-	-
固定资产	1,761.3	1,584.3	1,407.3	1,230.3
在建工程	43.8	43.8	43.8	43.8
无形资产	69.2	45.0	20.9	-
其他非流动资产	3,127.1	3,074.8	3,064.4	3,045.7
资产总额	41,844.8	33,973.7	37,631.2	41,381.3
短期债务	298.0	-	-	-
应付账款	969.2	589.0	1,693.4	1,339.1
应付票据	-	-	-	-
其他流动负债	20,477.1	15,950.1	16,565.1	17,860.6
长期借款	-	-	-	-
其他非流动负债	5,420.0	2,086.1	2,607.4	3,371.2
负债总额	27,164.3	18,625.2	20,865.9	22,570.8
少数股东权益	2.6	0.6	-3.3	-9.0
股本	4,288.8	5,168.2	5,168.2	5,168.2
留存收益	9,178.6	10,179.7	11,600.4	13,651.3
股东权益	14,680.4	15,348.5	16,765.3	18,810.4
负债和股东权益合计	41,844.8	33,973.7	37,631.2	41,381.3

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	634.8	1,164.9	1,691.8	2,403.6
加:折旧和摊销	216.1	201.2	201.2	197.9
资产减值准备	81.4	-	-	-
公允价值变动损失	21.8	-82.5	-43.8	56.7
财务费用	202.0	-55.5	-76.1	-79.4
投资收益	-85.8	-94.9	-113.6	-136.4
少数股东损益	-2.1	-2.0	-3.8	-5.8
营运资金的变动	-12,336.6	5,532.4	-3,679.4	-1,098.7
经营活动产生现金流量	-6,159.9	6,663.6	-2,023.7	1,338.0
投资活动产生现金流量	-69.6	257.1	201.8	23.5
融资活动产生现金流量	8,894.3	-5,900.3	698.8	851.7
现金净流量	2,667.2	1,022.1	-1,120.5	2,215.5

财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长性				
营业收入增长率	8.3%	31.7%	41.4%	37.7%
营业利润增长率	1.4%	74.4%	47.5%	44.9%
净利润增长率	-10.8%	82.9%	45.2%	42.1%
EBITDA增长率	13.3%	61.5%	40.7%	41.5%
EBIT增长率	3.3%	81.1%	48.0%	46.7%
净资产增长率	14.4%	4.6%	9.2%	12.2%
利润率				
毛利率	84.4%	89.1%	89.9%	89.9%
营业利润率	26.6%	35.2%	36.7%	38.6%
净利率	25.0%	34.7%	35.7%	36.8%
EBITDA/营业收入	32.2%	39.5%	39.3%	40.4%
EBIT/营业收入	24.4%	33.5%	35.1%	37.4%
运营效率				
固定资产周转天数	250	179	114	73
流动资产周转天数	4,098	3,490	2,327	1,905
应收账款周转天数	324	274	294	297
存货周转天数	20	15	9	10
总资产周转天数	4,865	4,068	2,717	2,177
投资资本周转天数	792	606	345	372
投资回报率				
ROE	4.3%	7.6%	10.1%	12.8%
ROA	1.5%	3.4%	4.5%	5.8%
ROIC	22.2%	12.4%	55.4%	36.3%
费用率				
销售费用率	12.4%	8.9%	8.9%	8.5%
管理费用率	50.4%	44.4%	44.9%	44.6%
财务费用率	-1.3%	-1.7%	-1.6%	-1.2%
三费/营业收入	61.5%	51.6%	52.1%	51.9%

来源: Wind、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。