

东方财富(300059)/互联网

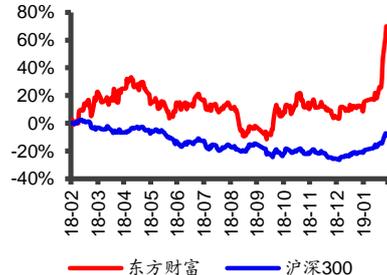
18Q4 基金销售业务环比分析

评级: 买入(维持)
市场价格: 18.96
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)	18.96
市值(亿元)	980
流通市值(亿元)	788

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	3,123.5	4,475.5	6,209.1
增长率(%)	-19.6%	8.3%	22.6%	43.3%	38.7%
净利润(百万元)	713.8	636.9	959.1	1,528.9	2,150.3
增长率(%)	-61.4%	-10.8%	50.6%	59.4%	40.6%
每股收益(元)	0.14	0.12	0.19	0.30	0.42
每股现金流量	-0.37	0.52	0.21	-0.28	0.44
净资产收益率	5.6%	4.3%	6.3%	9.3%	11.8%
P/E	137.3	153.9	102.2	64.1	45.6
PEG	4.8	3.1	-5.2	2.2	0.9
P/B	7.6	6.7	6.5	6.0	5.4

备注:

投资要点

- 2018 年公司营业收入为 31.23 亿元, 同比增长 22.6%, 归母净利润为 9.59 亿元, 同比增长 50.5%。公司业绩的主要影响因素包括: 1) 2018 年证券业务实现同比较大增长。2) 基金销售业务收入同比实现较大增长。3) 可转换公司债券相关财务费用大幅增长。

由于此前公司披露了东方财富证券子公司的未审计非合并报表, 当时我们对东财的证券业务进行了详细分析。本篇报告中, 我们主要对东财的基金销售业务做相关分析。

收入端分析

根据此前公司披露的东方财富证券子公司未审计非合并报表, 2018 年东方财富证券子公司营业收入为 16.86 亿元。可以得出, 除了东方财富证券子公司之外, 其他业务主体收入合计为 14.37 亿元。

为了估算母公司的收入体量, 我们先大概估算 2017 年母公司收入在除了东方财富证券子公司之外的业务主体中的比例。2017 年东方财富整体收入为 25.47 亿元, 东方财富证券子公司未审计非合并报表收入为 14.49 亿元, 两者之差为 10.98 亿元。而 2017 年东财母公司收入为 9.22 亿元, 可知, 东财母公司在除了证券子公司之外的其他业务主体合计收入中的比例为 84.0%。

假设 2018 年母公司所占收入比例仍然为 84.0%, 则 2018 年母公司收入为 12.07 亿元。可以看出, 相比 2017 年, 2018 年母公司收入增速为 30.9%。

利润端分析

2018 年东财整体归母净利润为 9.59 亿元, 同比增长 50.5%。根据此前公司披露的东方财富证券子公司未审计非合并报表数据, 2018 年东方财富证券子公司净利润 6.06 亿元。可知, 除了东方财富证券子公司之外, 其他业务主体合计净利润为 3.53 亿元。

18H1 公司整体归母净利润为 5.586 亿元, 18H1 未审计非合并报表中东财证券子公司净利润为 2.695 亿元, 则剔除证券子公司之外, 18H1 其他业务主体合计净利润为 2.89 亿元。则根据以上数据, 我们大致可以得出, 除了东财证券子公司, 18H2 其他业务主体净利润合计为 0.64 亿元。可以看出, 18H2 环比 18H1 下降较大, 我们认为, 这主要是可转债财务费用所致。

18Q4 环比分析。

2018 年公司整体收入为 31.23 亿元, 2018 年 Q1-Q3 公司收入合计为 23.79 亿元, 则 18Q4 公司营业收入为 7.44 亿元, 18Q3 公司收入 7.44 亿元, 可以看出 18Q4 环比 18Q3 收入持平。

而根据我们此前对东财证券子公司未审计非合并报表的分析, 证券子公司 18Q4 收入或将环比 18Q3 收入微降。可以看出, 除了东财证券子公司之外, 其他业务主体的整体收入在 18Q4 仍保持了增长。

2018 年公司整体营业利润为 11.31 亿元，18Q1-Q3 公司营业利润合计为 9.67 亿元，则 18Q4 公司营业利润为 1.64 亿元。18Q3 营业利润为 3.00 亿元。可以看出，环比 18Q3，18Q4 营业利润环比下降 45.3%。

2018 年公司整体归母净利润为 9.59 亿元，2018 年 Q1-Q3 公司合计净利润为 8.01 亿元，则 18Q4 公司归母净利润为 1.58 亿元。18Q3 公司整体净利润为 2.42 亿元。相比 18Q3，18Q4 东财净利润环比下降 34.7%。我们认为，这主要是因为可转债的利息成本导致。

■ 基金销售业务分析

我们预计 2018 年东财基金销售业务有望实现快速增长。根据以上数据，2018 年东财整体收入为 31.23 亿元，根据此前证券子公司未审计非合并报表，2018 年证券子公司收入为 16.86 亿元。除了东方财富证券子公司之外，其他业务主体收入合计为 14.37 亿元

2017 年东方财富整体收入为 25.47 亿元，东方财富证券子公司未审计非合并报表收入为 14.49 亿元，两者之差为 10.98 亿元。2017 年东财基金销售业务收入为 8.44 亿元，占剔除证券子公司业务主体合计收入的 76.9%。

假设 2018 年基金销售业务占据同样的比例，则 2018 年基金销售业务收入为 $14.37 \times 76.9\% = 11.05$ 亿元。则 2018 年基金销售业务收入同比增长 30.8%。可以看出，在 2018 年市场行情走弱的环境下，东财的基金销售业务仍然保持了快速增长。

18H1 基金销售业务收入为 5.84 亿元，可以推算 18H2 基金销售业务收入为 5.21 亿元。18H2 环比 18H1，基金销售业务只是下降 10.8%。而我们无论是从指数走势还是从交易量角度，18H2 的市场表现相比 18Q1 都较差。即使在这种背景下，东财在 18H2 的基金销售收入下降幅度并不明显。

- **盈利预测与投资建议。**通过以上业务数据分析，我们可以看出，即使在 2018 年市场环境进一步走弱的环境下，东财的基金销售业务仍保持了快速增长，平台优势更加突显。我们预计，公司 2018-2020 年归母净利润分别为 9.59 亿元/15.29 亿元/21.50 亿元，EPS 分别为 0.19 元/0.30 元/0.42 元，目前股价对应的 PE 分别为 102 倍、64 倍、45 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)					现金流量表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,546.8	3,123.5	4,475.5	6,209.1	净利润	634.8	959.1	1,528.9	2,150.3
减:营业成本	397.0	344.4	449.2	619.9	加:折旧和摊销	216.1	201.2	201.2	197.9
营业税费	26.9	50.2	72.6	88.7	资产减值准备	81.4	-	-	-
销售费用	315.8	339.1	426.2	585.3	公允价值变动损失	21.8	-82.5	-43.8	56.7
管理费用	1,283.3	1,459.3	2,061.2	2,880.3	财务费用	202.0	-55.7	-75.5	-77.8
财务费用	-32.3	-55.7	-75.5	-77.8	投资收益	-85.8	-94.9	-113.6	-136.4
资产减值损失	81.4	38.9	45.9	55.4	少数股东损益	-2.1	-1.6	-3.5	-5.2
加:公允价值变动收益	-21.8	-82.5	-43.8	56.7	营运资金的变动	-12,336.6	5,784.8	-3,890.4	-842.5
投资和汇兑收益	200.0	94.9	113.6	136.2	经营活动产生现金流量	-6,159.9	6,710.2	-2,396.6	1,343.0
营业利润	676.4	959.6	1,565.7	2,250.2	投资活动产生现金流量	-69.6	257.1	201.8	23.5
加:营业外净收支	2.7	64.5	66.0	44.4	融资活动产生现金流量	8,894.3	-5,870.3	724.2	887.3
利润总额	679.1	1,024.1	1,631.7	2,294.7	现金净流量	2,667.2	1,098.7	-1,468.0	2,256.0
减:所得税	44.2	66.7	106.3	149.5					
净利润	636.9	959.1	1,528.9	2,150.3					

资产负债表 (百万元)					财务指标				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	12,080.3	13,177.3	11,706.7	13,960.4	成长性				
交易性金融资产	2,668.8	2,586.3	2,542.5	2,599.2	营业收入增长率	8.3%	22.6%	43.3%	38.7%
应收账款	2,624.8	2,126.2	5,196.0	5,061.0	营业利润增长率	1.4%	41.9%	63.2%	43.7%
应收票据	-	-	-	-	净利润增长率	-10.8%	50.6%	59.4%	40.6%
预付账款	56.7	52.7	100.5	100.2	EBITDA增长率	13.3%	34.7%	53.1%	40.1%
存货	142.2	128.1	94.7	228.9	EBIT增长率	3.3%	45.7%	64.9%	45.8%
其他流动资产	18,767.3	10,359.0	12,582.5	13,903.0	净资产增长率	14.4%	3.4%	8.4%	11.1%
可供出售金融资产	90.0	94.8	93.8	92.9	利润率				
持有至到期投资	-	-	-	-	毛利率	84.4%	89.0%	90.0%	90.0%
长期股权投资	410.4	410.4	410.4	410.4	营业利润率	26.6%	30.7%	35.0%	36.2%
投资性房地产	-	-	-	-	净利率	25.0%	30.7%	34.2%	34.6%
固定资产	1,761.3	1,584.3	1,407.3	1,230.3	EBITDA/营业收入	32.2%	35.4%	37.8%	38.2%
在建工程	43.8	43.8	43.8	43.8	EBIT/营业收入	24.4%	28.9%	33.3%	35.0%
无形资产	69.2	45.0	20.9	-	运营效率				
其他非流动资产	3,127.1	3,074.8	3,064.4	3,045.7	固定资产周转天数	250	193	120	76
资产总额	41,844.8	33,683.7	37,264.9	40,677.5	流动资产周转天数	4,098	3,733	2,439	1,973
短期债务	298.0	-	-	-	应收账款周转天数	324	274	294	297
应付账款	969.2	501.5	1,643.9	1,194.6	存货周转天数	20	16	9	9
应付票据	-	-	-	-	总资产周转天数	4,865	4,353	2,853	2,260
其他流动负债	20,477.1	15,923.4	16,560.5	17,829.1	投资资本周转天数	792	636	354	382
长期借款	-	-	-	-	投资回报率				
其他非流动负债	5,420.0	2,086.1	2,607.4	3,371.2	ROE	4.3%	6.3%	9.3%	11.8%
负债总额	27,164.3	18,510.9	20,811.7	22,394.9	ROA	1.5%	2.8%	4.1%	5.3%
少数股东权益	2.6	0.9	-2.5	-7.7	ROIC	22.2%	10.0%	54.6%	32.5%
股本	4,288.8	5,168.2	5,168.2	5,168.2	费用率				
留存收益	9,178.6	10,003.7	11,287.5	13,122.2	销售费用率	12.4%	10.9%	9.5%	9.4%
股东权益	14,680.4	15,172.8	16,453.2	18,282.7	管理费用率	50.4%	46.7%	46.1%	46.4%
负债和股东权益合计	41,844.8	33,683.7	37,264.9	40,677.5	财务费用率	-1.3%	-1.8%	-1.7%	-1.3%
					三费/营业收入	61.5%	55.8%	53.9%	54.6%

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。