



300059.SZ

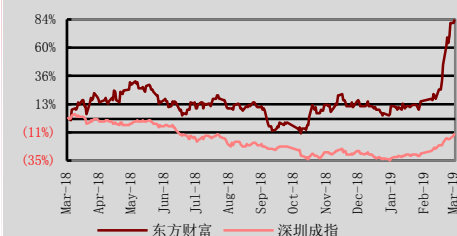
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 21.28

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	79.6	60.	61.	84.2
相对深证成指	45.4	35.	39.	96.0

发行股数(百万)	5,168
流通股(%)	80
流通股市值(人民币 百万)	88,387
3个月日均交易额(人民币 百万)	2,625
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
其实	24

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际证券
以2019年3月5日收市价为标准

相关研究报告

《东方财富》 20190130

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

非银金融: 证券

王维逸

021-20328591

weiyi.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518050001

*孙嘉康为本报告重要贡献者

东方财富

2018 逆势增长 51%，2019 业绩弹性潜力巨大

公司发布 2018 年年报，2018 年实现营业总收入 31.23 亿元，同比增长 22.64%；实现归属上市公司股东的净利润为 9.59 亿元，同比增长 50.52%；EPS0.19 元，BVPS3.04 元。

- **证券业务占比继续增加，ROE 逆势提升。**1) 证券服务、基金销售、金融数据、广告服务收入占比分别为 58%、34%、5%、2%，证券服务占比持续提升。2) 净利润率 30.69%，ROE6.31%，分别同比逆势提升 5.7 个百分点和 1.7 个百分点（证券行业整体分别下滑 9 个和 3 个百分点）。
- **经纪、两融市占率稳定上升。**2018 年证券服务收入 18.14 亿元，同比增长 26.46%。其中经纪业务、信用业务收入占比分别为 62.35%、34.07%。股基成交额市占率稳步上升，我们预计全年平均约为 2.26%（17 年为 1.45%）；18 年末两融余额 81.86 亿元，市占率为 1.08%，较 17 年末提升 0.12 个百分点。经纪、两融业务保持份额稳定提升，收入增速明显高于传统券商。
- **基金销售逆势增长，平台流量稳定。**1) 公司 2018 年基金销售额为 5252 亿元，同比增长 27.34%，货币基金销售额为 3287 亿元，占比 62.60%；实现基金销售收入 10.65 亿元，同比增长 26.20%。2) 公司的流量平台天天基金网 2018 年日均页面浏览量为 562 万次，与 17 年基本持平；较上半年的日均 691 万次的浏览量下滑 19%。
- **Q1 预告较为谨慎，市场活跃度提升 19 年业绩弹性有望释放。**19Q1 公司预计实现净利润 3.01-3.91 亿元，同比增长 0-30%。一季度业绩预告一方面受到去年 Q1 高基数的影响，另一方面我们认为公司业绩预告较为谨慎，未充分考虑市场活跃度持续提升的乐观预期。2 月以来市场情绪的快速回暖，市场成交活跃度大幅提升，两融规模逐渐上升，若市场保持活跃度继续提升，公司业绩弹性巨大，有望实现高增长。在中性、乐观假设下，我们预计 19 年净利润为 15.12/31.50 亿元，同比增速 57.64%/228.42%。

主要风险

- 政策出台对行业的影响超预期；市场波动对行业业绩、估值的双重影响。

估值

- 鉴于 2019 年 Q1 市场活跃提升，将公司 19 年、20 年盈利预测由 13.88、16.93 亿元上调至 15.12、18.72 亿元，新增 21 年盈利预测 22.59 亿元，对应 EPS 分别为 0.29/0.36/0.44 元。维持公司 **买入** 评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入 (人民币, 百万)	2,547	3,123	4,047	4,912	5,862
变动幅度 (%)	8.29	22.64	29.57	21.38	19.34
归母净利润 (人民币, 百万)	637	959	1,512	1,872	2,259
变动幅度 (%)	(10.77)	50.52	57.64	23.78	20.66
每股收益 (元/股)	0.12	0.19	0.29	0.36	0.44
每股收益 (元/股, 原先预测)			0.27	0.33	
调整幅度 (%)			8.97	10.58	
每股净资产 (元/股)	2.84	3.04	3.30	3.63	4.03
市净率 (倍)	7.49	7.01	6.44	5.86	5.29
市盈率 (倍)	172.68	114.72	72.72	58.75	48.69

资料来源: 公司数据, 中银国际证券

2019 年业绩弹性预测

我们分别对 2019 年两市日均股基成交额及公司市占率、市场两融平均余额及市占率、基金销售规模等数据进行了预测，在中性、乐观的假设下，我们预计公司 19 年净利润为 15.12/31.50 亿元，同比增速 57.64%/228.42%。

图表 1. 公司 2019 年业绩弹性预测

东方财富业绩弹性预测		2018	2019	
单位：亿元		实际	中性	乐观
证券业务	两市日均成交额	4116	6000	9000
	市占率(%)	2.26	2.50	3.00
	两融平均规模	9030	10000	15000
	市占率(%)	1.08	1.20	1.50
	经纪业务收入	11.31	18.30	32.94
	两融业务收入	6.18	6.84	12.825
	证券业务合计收入	18.14	25.14	45.77
基金销售业务	货币基金销售规模	3287	3616	4339
	非货币基金销售规模	1964	2553	3574
	总基金销售规模	5252	6169	7913
	基金销售收入	10.65	12.65	17.23
营业总收入		31.23	37.79	62.99
净利润率(%)		30.71	40.00	50.00
归母净利润		9.59	15.12	31.50
预计净利润增速(%)			57.64	228.42

资料来源：公司公告，中银国际证券

估值

我们通过对国元证券与东方财富的两融业务以及方正证券与东方财富的经纪业务，分别测算出证券业务单元的估值；通过互联网金融指数的平均 PE 测算出基金销售业务单元的估值。最后将加总的估值乘以溢价系数，计算出公司的估值约为 1327 亿元。

图表 2. 公司分部估值法

东方财富分部估值模型			
证券业务			
两融业务 (亿元) :	国元证券	东财证券	
两融业务市场份额 (2018 年 6 月)	1.12%	1.07%	
两融业务收入占信用业务比重 (2018 年 6 月)	64%	90%	
信用业务占营收比重 (2018 年 6 月)	26.00%	34.50%	
两融业务收入占营收比重 (2018 年 6 月)	16.64%	31.05%	
国元证券估值 (2019 年 3 月 4 日)		399.41	
业务规模系数		2	
两融业务估值 (亿元)		132.92	
经纪业务:	方正证券	东财证券	
股基成交额市场份额 (2018 年 3 月)	1.87%	1.94%	
经纪业务占营收比重 (2018 年 6 月)	47%	58.70%	
方正证券估值 (2019 年 3 月 4 日, 亿元)		735.58	
业务规模系数		1.5	
经纪业务估值 (亿元)		518.58	
证券业务估值 (亿元)		651.51	
金融电子商务业务			
金融电子商务 (亿元)		东方财富	
基金销售收入 (2019E, 亿元)		12.50	
净利率		40%	
对应净利润 (亿元)		5.00	
互联网金融指数平均 PE		59.28	
金融电子商务业务估值 (亿元)		296.42	
总估值			
证券业务+金融电子商务业务总估值 (亿元)		947.92	
互联网+流量平台+高成长溢价系数		40%	
公司总估值 (亿元)		1327.09	
股本 (亿股)		51.68	
目标价格		25.68	

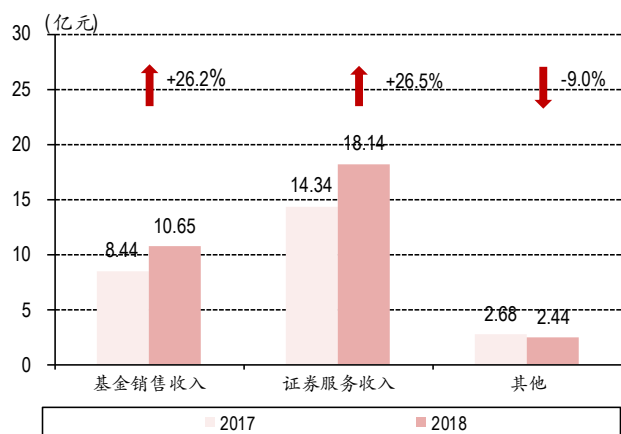
资料来源: 公司公告, 中银国际证券

图表 3. 2018 年业绩摘要

单位: 百万元	2017	2018	同比 (%)
一、营业总收入	2,547	3,123	22.6
其中: 营业收入	1,112	1,310	17.7
利息净收入	416	618	48.8
手续费及佣金净收入	1,019	1,196	17.3
二、营业总成本	2,072	2,272	9.7
其中: 营业成本	397	371	(6.5)
税金及附加	27	31	15.4
销售费用	316	260	(17.7)
管理费用	1,283	1,192	(7.1)
研发费用	0	250	-
财务费用	(32)	156	-
资产减值损失	81	12	(85.4)
投资收益	201	211	5.3
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	84	61	(27.8)
公允价值变动收益	(22)	49	-
三、营业利润	676	1,131	67.2
加: 营业外收入	6	0	(97.3)
减: 营业外支出	3	10	185.5
四、利润总额 (亏损总额以“-”号填列)	679	1,121	65.1
减: 所得税费用	44	163	267.6
五、净利润 (净亏损以“-”号填列)	635	958	50.9
归属于母公司所有者的净利润	637	959	50.5
少数股东损益	(2)	(0)	-

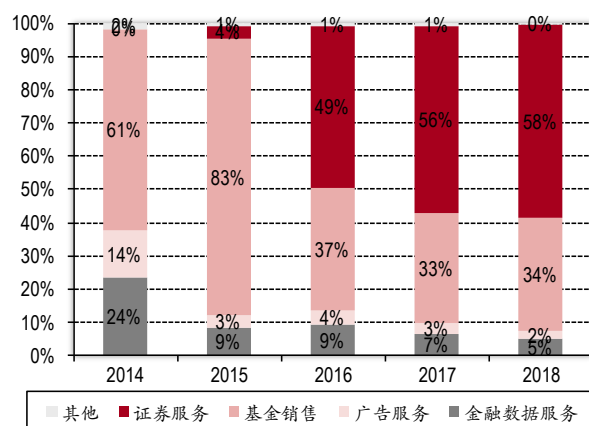
资料来源: 公司公告, 中银国际证券

图表 4. 2018 年分业务收入及同比增速



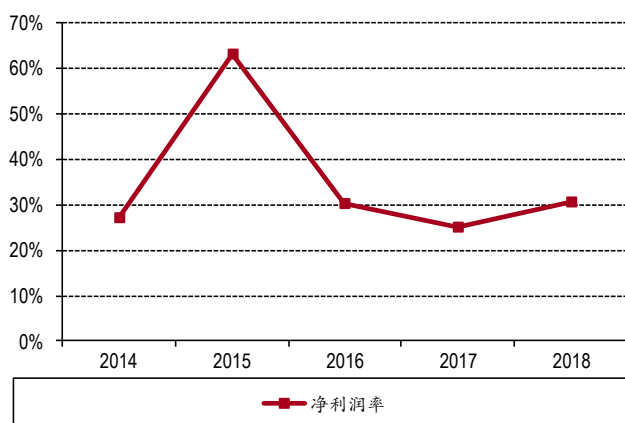
资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 5. 2014-2018 公司分业务收入结构



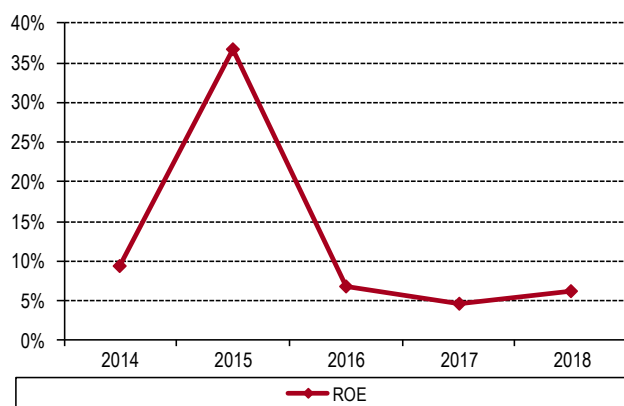
资料来源：万得，中银国际证券

图表 6. 2014-2018 公司净利润率



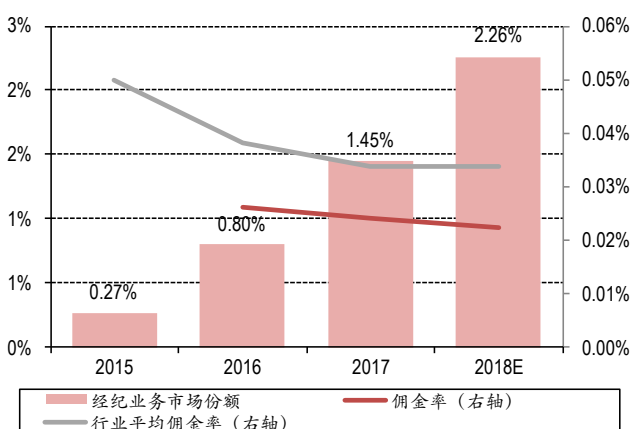
资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 7. 2014-2018 公司 ROE



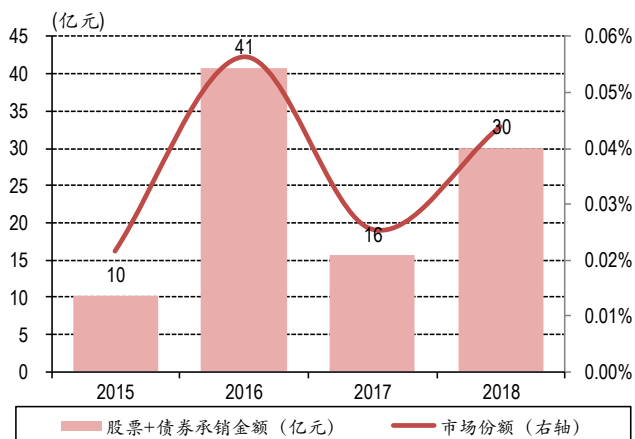
资料来源：万得，中银国际证券

图表 8. 2015-2018 经纪业务市场份额以及佣金率



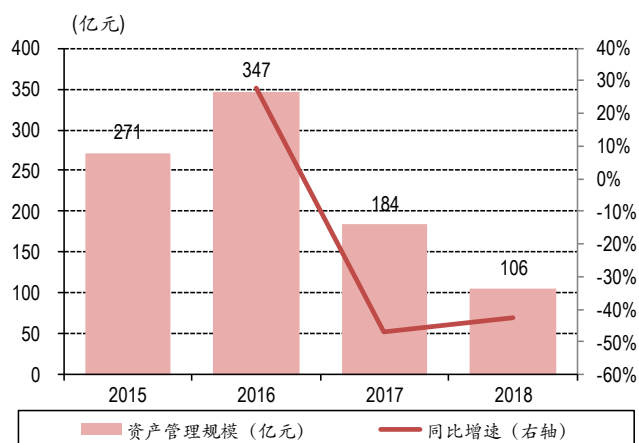
资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 9. 2015-2018 公司股债承销金额及市场份额



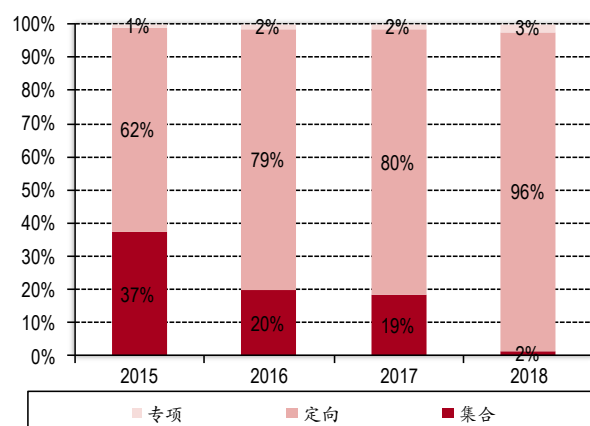
资料来源：万得，中银国际证券

图表 10. 2015-2018 公司资管规模及增速



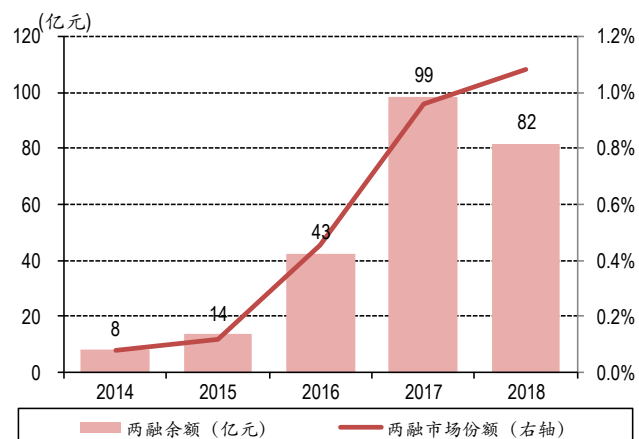
资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 11. 2015-2018 公司资管结构



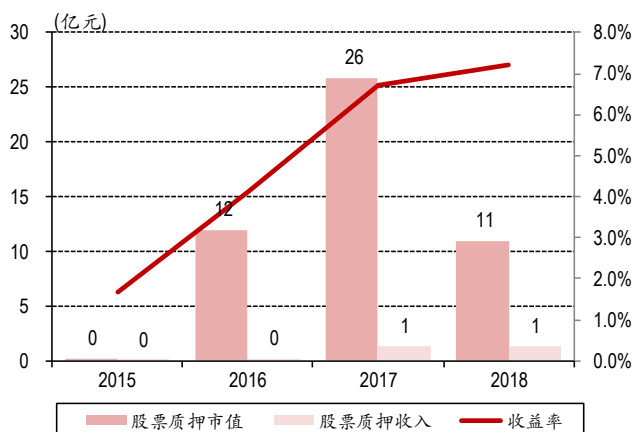
资料来源：万得，中银国际证券

图表 12. 2014-2018 两融余额及市场份额



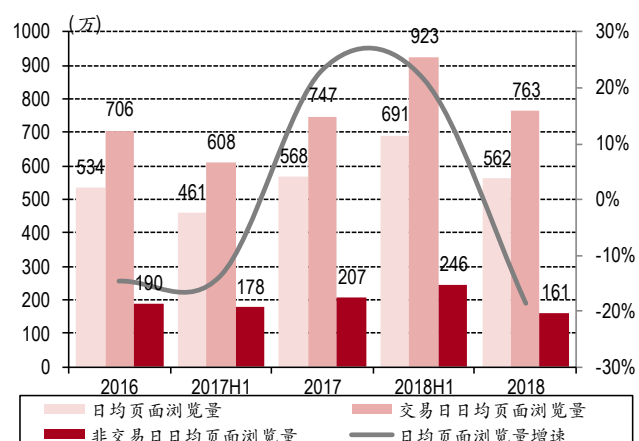
资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 13. 2015-2018 股票质押规模及收入



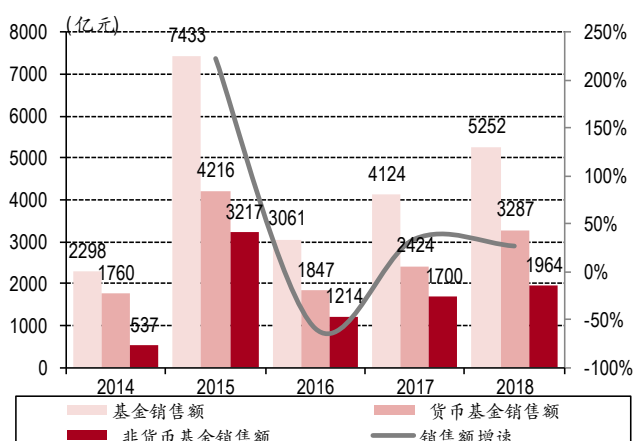
资料来源：万得，中银国际证券

图表 14. 2016-2018 天天基金平台浏览量及增速



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 15. 2014-2018 基金销售额以及增速



资料来源：万得，中银国际证券

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
一、营业总收入	2,547	3,123	4,047	4,912	5,862
营业收入	1,112	1,310	1,511	1,855	2,310
利息净收入	416	618	657	913	1,121
手续费及佣金净收入	1,019	1,196	1,879	2,145	2,431
二、营业总成本	2,072	2,272	2,569	3,111	3,737
营业成本	397	371	340	371	414
营业税金及附加	27	31	59	71	85
销售费用	316	260	394	478	571
管理费用	1,283	1,192	1,511	1,834	2,189
财务费用	(32)	156	215	295	405
资产减值损失	81	12	50	61	72
三、其他经营收益	178	261	281	374	497
公允价值变动净收益	(22)	49	-	-	-
投资净收益	201	211	281	374	497
其中: 对联营企业和合	84	61	-	-	-
汇兑净收益	(1)	0	-	-	-
四、营业利润	676	1,131	1,759	2,175	2,623
加: 营业外收入	6	0	0	0	0
减: 营业外支出	(3)	(10)	(10)	(10)	(10)
五、利润总额	679	1,121	1,750	2,165	2,613
减: 所得税	44	163	236	292	353
六、净利润	635	958	1,513	1,873	2,260
归属于母公司所有者的净	637	959	1,512	1,872	2,259

资料来源: 公司公告, 中银国际证券

主要比率 (%)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主要比率					
收入构成					
手续费及佣金收入 (%)	40	38	46	44	41
利息净收入 (%)	16	20	16	19	19
金融数据净收入 (%)	7	5	4	3	3
广告服务净收入 (%)	3	2	2	2	1
基金销售净收入 (%)	33	34	31	32	34
其它 (%)	1	0	0	0	1
成长性					
营业总收入增长率 (%)	8	23	30	21	19
营业收入增长率 (%)	-8	18	15	23	25
营业利润增长率 (%)	1	67	56	24	21
归母净利润增长率 (%)	-11	51	58	24	21
每股指标					
EPS (元)	0.12	0.19	0.29	0.36	0.44
BVPS (元)	2.84	3.04	3.30	3.63	4.03
盈利能力					
经营利润率 (%)	27	36	43	44	45
净资产收益率(ROE) (%)	4	6	9	10	11
总资产收益率(ROA) (%)	2	2	4	4	5
估值比率					
PB	7.49	7.01	6.44	5.86	5.29
PE	172.68	114.72	72.72	58.75	48.69

资料来源: 公司公告, 中银国际证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371