

2019年07月26日

东方财富 (300059.SZ)

经纪业务增速显著，净资本保障两融业务发展

事件：公司发布2019年半年报，报告期内实现营业收入19.98亿元，同比增长22.2%；归母净利润8.71亿元，同比增长55.88%；扣非后归母净利润8.37亿元，同比增长52%。

■**经纪业务增速高于两市成交额，全年增速有保障：**报告期内，公司证券业务实现收入13.19亿元，同比增长42.97%；其中经纪业务收入同比增速超过60%。2019年二季度A股市场成交额为35.37万亿元，相比去年同期的24.07万亿元，同比增长46.94%；相比一季度的33.94万亿元，环比增长4.21%。公司证券经纪业务收入同比增速显著高于市场成交额增速，表明其市占率进一步提升。截至二季度末，公司代理买卖证券收到的现金净额为109亿元，相比一季度末的181.57亿元，环比减少40%，然而相比去年同期的20.18亿元同比增长超过4倍。代理买卖证券款是指公司接受客户委托，代理客户买卖股票、债券和基金等证券而收到的款项，现金净额的增加代表投资者对于后市行情的相对乐观态度。以此为基础，公司证券业务的高增速有望持续。

■**金融电子商务平稳发展，渠道助力基金管理：**上半年公司金融电子商务业务实现收入5.65亿元，同比略减3.20%；天天基金网实现基金销售额3090亿元，与去年同期基本持平。报告期内天天基金网日均活跃用户数为123.85万人，与一季度末的125.70万人基本相同。天天基金网作为国内领先的第三方基金销售平台，是公司重要的流量变现平台，随着公司基金管理业务的蓄势待发，天天基金将发挥其成熟的销售渠道作用，推动公司基金业务的快速成长。

■**大幅提升净资本，加速两融业务发展：**公司前期发布可转换公司债券预案，拟发行总额不超过73亿元，其中不超过65亿元用于信用交易业务及扩大融资融券业务规模。随着公司证券业务的持续发展，其对于A股市场的需求响应能力仍需提升，特别是资本消耗型的两融业务，其规模的扩大需要配套资金的支持。2019年上半年东方财富证券净资本由期初的71.4亿元提升至132.18亿元，而此次资金的投入或成为继2017年40亿元投入后针对两融业务更大规模的资金注入，有望显著提升其净资本能力，加速两融业务的发展。

■**投资建议：**公司是国内领先的互联网金融企业，证券业务边际、深度不断拓展，拥有突出的数据优势、技术优势以及客户优势。依靠更

公司快报

证券研究报告

互联网

投资评级 买入-A

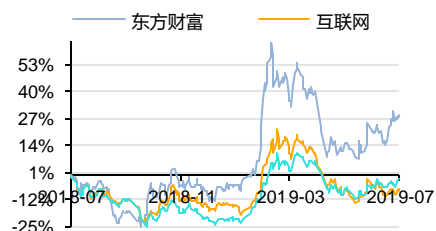
维持评级

6个月目标价：18元
 股价(2019-07-26) 14.37元

交易数据

总市值(百万元)	96,503.30
流通市值(百万元)	78,815.90
总股本(百万股)	6,715.61
流通股本(百万股)	5,484.75
12个月价格区间	10.16/22.22元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.93	1.14	26.65
绝对收益	6.44	-5.08	24.22

胡又文

分析师
 SAC 执业证书编号：S1450511050001
 huyw@essence.com.cn
 021-35082010

陈冠呈

分析师
 SAC 执业证书编号：S1450518080004
 chengc@essence.com.cn

相关报告

东方财富：业绩增速高于两市成交额，公募业务蓄势待发/胡又文	2019-07-13
东方财富：拟发行73亿元可转债，聚焦两融业务发展/胡又文	2019-05-30
东方财富：业绩贴上限完成，发展后力充沛（更新版）/胡又文	2019-04-28
东方财富：业绩贴上限完成，发展后力充沛/胡又文	2019-04-27
东方财富：增速符合预期，交易量提升带动业绩增长/胡又文	2019-03-06

低廉成本及更优质服务，公司互联网券商优势已现；依托强客户运营能力，致力打造互联网金融生态圈，边际效应明显改善。预计 2019、2020 年 EPS 为 0.24、0.31 元，维持买入-A 评级，6 个月目标价 18 元。

■风险提示：(1) 市场成交额不达预期，(2) 公司产品付费情况不达预期。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	2,546.8	3,123.4	4,950.4	6,156.1	7,471.0
净利润	636.9	958.7	1,596.8	2,050.3	2,580.7
每股收益(元)	0.09	0.14	0.24	0.31	0.38
每股净资产(元)	2.19	2.34	2.59	2.85	3.19
盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	151.5	100.7	60.4	47.1	37.4
市净率(倍)	6.6	6.1	5.6	5.0	4.5
净利润率	25.0%	30.7%	32.3%	33.3%	34.5%
净资产收益率	4.3%	6.1%	9.2%	10.7%	12.1%
股息收益率	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%
ROIC	22.2%	13.0%	25.9%	23.6%	32.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,546.8	3,123.4	4,950.4	6,156.1	7,471.0	成长性					
减:营业成本	397.0	371.3	588.5	731.9	888.2	营业收入增长率	8.3%	22.6%	58.5%	24.4%	21.4%
营业税费	26.9	31.0	49.2	61.2	74.2	营业利润增长率	1.4%	67.2%	54.2%	30.7%	27.8%
销售费用	315.8	259.8	528.5	644.2	733.6	净利润增长率	-10.8%	50.5%	66.6%	28.4%	25.9%
管理费用	1,283.3	1,191.6	2,242.4	2,746.4	3,189.2	EBITDA 增长率	13.3%	111.7%	14.3%	21.6%	25.5%
财务费用	-32.3	156.5	17.2	-91.3	-99.6	EBIT 增长率	3.3%	144.7%	15.9%	24.2%	28.6%
资产减值损失	81.4	11.9	36.8	43.4	30.7	NOPLAT 增长率	12.3%	82.7%	43.0%	24.3%	26.7%
加:公允价值变动收益	-21.8	49.2	49.2	49.2	49.2	投资资本增长率	212.6%	-28.3%	36.1%	-7.3%	22.3%
投资和汇兑收益	200.0	211.6	206.0	208.6	207.4	净资产增长率	14.4%	6.9%	10.8%	10.2%	11.7%
营业利润	676.4	1,130.6	1,742.9	2,278.1	2,911.4	利润率					
加:营业外净收支	2.7	-9.8	41.3	11.4	14.3	毛利率	84.4%	88.1%	88.1%	88.1%	88.1%
利润总额	679.1	1,120.8	1,784.2	2,289.5	2,925.7	营业利润率	26.6%	36.2%	35.2%	37.0%	39.0%
减:所得税	44.2	162.6	188.9	241.2	347.5	净利润率	25.0%	30.7%	32.3%	33.3%	34.5%
净利润	636.9	958.7	1,596.8	2,050.3	2,580.7	EBITDA/营业收入	32.2%	55.6%	40.1%	39.2%	40.5%
						EBIT/营业收入	24.4%	48.6%	35.6%	35.5%	37.6%
资产负债表						运营效率					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	250	200	118	84	60
货币资金	12,080.3	11,334.3	12,574.5	14,328.5	15,037.7	流动营业资本周转天数	63	242	155	184	189
交易性金融资产	2,668.8	5,562.8	4,115.8	4,839.3	4,477.5	流动资产周转天数	4,098	4,075	2,588	2,260	2,008
应收账款	2,624.8	3,098.9	5,888.9	5,339.9	8,255.8	应收账款周转天数	324	330	327	328	328
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	20	17	13	15	15
预付账款	56.7	64.1	138.1	101.4	193.5	总资产周转天数	4,865	4,706	2,975	2,557	2,240
存货	142.2	145.7	225.3	288.0	335.9	投资资本周转天数	792	840	522	467	411
其他流动资产	18,767.3	14,166.0	13,851.5	15,594.9	14,537.5	投资回报率					
可供出售金融资产	90.0	89.0	91.9	90.3	90.4	ROE	4.3%	6.1%	9.2%	10.7%	12.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	1.5%	2.4%	3.8%	4.5%	5.4%
长期股权投资	410.4	444.8	444.8	444.8	444.8	ROIC	22.2%	13.0%	25.9%	23.6%	32.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	1,761.3	1,716.4	1,524.6	1,332.4	1,139.9	销售费用率	12.4%	8.3%	10.7%	10.5%	9.8%
在建工程	43.8	9.9	8.5	7.2	6.1	管理费用率	50.4%	38.2%	45.3%	44.6%	42.7%
无形资产	69.2	77.3	51.3	23.4	4.3	财务费用率	-1.3%	5.0%	0.3%	-1.5%	-1.3%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	61.5%	51.5%	56.3%	53.6%	51.2%
资产总额	41,844.8	39,811.0	42,002.0	45,447.1	47,546.0	偿债能力					
短期债务	298.0	213.1	-	-	-	资产负债率	64.9%	60.6%	58.6%	57.8%	55.0%
应付账款	969.2	1,701.9	1,682.3	2,619.7	2,952.7	负债权益比	185.0%	153.6%	141.6%	137.2%	122.3%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	1.67	1.78	1.89	1.91	2.03
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	1.66	1.77	1.88	1.90	2.01
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-19.21	9.71	102.22	-23.96	-28.22
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	27,164.3	24,115.7	24,619.5	26,290.9	26,156.5	DPS(元)	0.01	0.02	0.04	0.04	0.05
少数股东权益	2.6	-	-1.6	-3.6	-6.2	分红比率	13.5%	11.7%	15.0%	13.4%	13.4%
股本	4,288.8	5,168.3	6,715.6	6,715.6	6,715.6	股息收益率	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%
留存收益	9,178.6	9,311.7	10,668.6	12,444.3	14,680.2						
股东权益	14,680.4	15,695.2	17,382.6	19,156.3	21,389.5						
						现金流量表					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E						
净利润	634.8	958.2	1,596.8	2,050.3	2,580.7	业绩和估值指标					
加:折旧和摊销	216.1	247.1	224.3	226.4	217.6	EPS(元)	0.09	0.14	0.24	0.31	0.38
资产减值准备	81.4	11.9	-	-	-	BVPS(元)	2.19	2.34	2.59	2.85	3.19
公允价值变动损失	21.8	-49.2	49.2	49.2	49.2	PE(X)	151.5	100.7	60.4	47.1	37.4
财务费用	202.0	496.4	17.2	-91.3	-99.6	PB(X)	6.6	6.1	5.6	5.0	4.5
投资损失	-85.8	-66.2	-205.9	-208.6	-207.3	P/FCF	35.3	46.7	-312.1	35.4	146.1
少数股东损益	-2.1	-0.5	-1.6	-2.0	-2.6	P/S	37.9	30.9	19.5	15.7	12.9
营运资金的变动	-12,336.6	3,140.8	-2,405.5	413.5	-1,884.1	EV/EBITDA	56.3	29.4	42.8	34.2	27.1
经营活动产生现金流量	-6,159.9	2,667.3	-725.4	2,437.4	654.0	CAGR(%)	47.8%	39.1%	30.8%	47.8%	39.1%
投资活动产生现金流量	-69.6	-1,175.9	1,601.8	-567.5	512.7	PEG	3.2	2.6	2.0	1.0	1.0
融资活动产生现金流量	8,894.3	-1,805.6	363.8	-115.9	-457.5	REP	4.6	12.2	7.5	8.6	5.1

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

胡又文、陈冠呈声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵		
	王银银		
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣			niexin1@essence.com.cn
杨萍			
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
王红彦		0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034