

固收点评 20210406

2021 年 04 月 06 日

东财转 3：助力互联网券商龙头再创佳绩

事件

- **东财转 3 (123111.SZ) 于 4 月 7 日开始网上申购：**总发行规模为 158.00 亿元，所募集资金扣除相关发行费用的资金净额后将用于信用交易业务，扩融资融券业务规模和扩大证券投资业务规模。
- **当前债底估值为 87.00 元，YTM 为 1.70%。**东财转 3 存续期为 6 年，联合评级为 AA+/AA+，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.20%、0.30%、0.40%、0.80%、1.80%、2.00%，到期赎回价格为票面面值的 107%（含最后一期利息），以 6 年 AA 中债企业债到期收益率 4.11%（4/2）计算，纯债价值为 87.00 元，纯债对应的 YTM 为 1.70%，债底保护性较强。
- **当前转换平价为 102.81 元，平价溢价率为-2.74%。**转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止，即 2021 年 10 月 13 日至 2027 年 4 月 6 日。初始转股价 28.08 元/股，正股东方财富 4 月 2 日的收盘价为 28.87 元，对应的转换平价为 102.81 元，平价溢价率为-2.74%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为 6.13%。**下修条款为“15/30、85%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。总股本稀释率为 6.13%。按初始转股价 28.08 元计算，转债发行 158.00 亿对总股本和流通盘的稀释率分别为 6.13%和 7.31%，会对股本造成一定的摊薄压力。
- **预计上市价格在 124.66~134.49 元区间，预计网上中签率为 0.095%。**综合可比标的，考虑到东财转 3 的债底保护性较强且评级和规模吸引力较大，预计上市首日转股溢价率在 26%左右，对应的上市价格在 124.66~134.49 元区间。预计网上中签率为 0.095%，建议积极申购。

观点

- **东方财富公司是我国互联网券商龙头。**公司以“东方财富网”为核心展开，基于流量、数据、场景和牌照四大要素打造的互联网服务平台。公司倡导一站式互联网服务大平台战略，自 2015 年通过并购拿到券商牌照后，近年来发展迅速，已成为我国国内用户访问量最大，用户粘性最高的互联网服务平台之一。
- **主要业务发展迅速，业务发展可期。**公司主要业务包括证券业务、金融电子商务服务、金融数据服务等。证券业务营收比例逐年增加，得利于公司将互联网金融平台优势融合进东方财富证券传统业务，相比于传统券商，有较低的营业成本。天天基金是独立的第三方销售机构，截至 2020 第三季度，天天基金共有 140 家公募基金管理人 9,105 只基金产品，基金销售额达 9,950.68 亿元。天天基金也是公司金融电子商务服务的主要收入来源。总体上看，经纪业务发展稳定且迅速，远期具备提升逻辑；融资融券方面提升空间较大，基金代销市占率也具有潜力，具备提升空间。同传统券商相比，东方财富具备互联网券商属性，其成本低，客户转化率更高。同互联网公司比，东方财富基金品种更为丰富，专业度更强。
- **营业总收入和归母净利润近年来大幅增长。**截至 2020 年第三季度，公司营业总收入达 59.46 亿元，较上年增长 41%，归母净利润为 33.98 亿元，较上年增长 85.5%。融资融券业务合计 261.78 亿元，担保比例为 263.07%，担保比例较高，业务安全系数较好。
- **风险提示：**市场成交量萎缩风险、政策法律及监管趋严风险。

证券分析师 李勇

执业证号：S0600519040001

010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

相关研究

- 1、《固收周报 20210404：周观：4 月流动性前瞻，美债各期限迈入“徘徊期”（2021 年第 11 期）》2021-04-05
- 2、《固收周报 20210402：转债保护力由谁决定？》2021-04-04
- 3、《固收深度报告 20210330：市场出清与否决定通胀压力强弱》2021-03-30
- 4、《固收点评 20210328：杭银转债：业绩表现亮眼，资产质量向好》2021-03-28
- 5、《固收周报 20210327：周观：央行一季度例会，美债期限利差复盘（2021 年第 10 期）》2021-03-28

内容目录

1. 转债基本信息	3
2. 投资申购建议	5
3. 正股基本面分析	7
4. 风险提示	10

图表目录

图 1: 财经类移动 APP 活跃用户数 (单位: 万人)	7
图 2: 东方财富主营业务占比 (单位: %)	7
图 3: 2016-2020Q1-3 营业总收入及同比增速 (单位: 亿元)	8
图 4: 2016-2020Q1-3 归母净利润及同比增速 (单位: 亿元)	8
图 5: 2017-2020Q1-3 东方财富与信息技术服务业毛利率比较 (单位: %)	9
图 6: 2016-2020Q1-3 三费率水平 (单位: %)	9

表 1: 东财转 3 发行认购时间表	3
表 2: 东财转 3 基本条款	4
表 3: 募集资金用途 (单位: 万元)	4
表 4: 债性和股性指标	5
表 5: 相对价值法预测东财转 3 上市价格 (单位: 元)	6

1. 转债基本信息

表 1: 东财转 3 发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2021 年 4 月 2 日 (周五)	刊登募集说明书及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	2021 年 4 月 6 日 (周二)	原股东优先配售股权登记日 网上路演
T	2021 年 4 月 7 日 (周三)	发行首日 刊登《可转债发行提示性公告》 原股东优先配售认购日 (缴付足额资金) 网上申购 (无需缴付申购资金) 确定网上申购中签率
T+1	2021 年 4 月 8 日 (周四)	刊登《网上中签率及优先配售结果公告》 网上申购摇号抽签
T+2	2021 年 4 月 9 日 (周五)	刊登《网上中签结果公告》 网上投资者根据中签号码确认认购数量并缴纳认购款 (投资者确保资金账户在 T+2 日日终有足额的转债认购资金)
T+3	2021 年 4 月 12 日 (周一)	联席主承销商根据网上资金到账情况确定最终配售结果和包销金额
T+4	2021 年 4 月 13 日 (周二)	刊登《发行结果公告》

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表 2：东财转 3 基本条款

转债名称	东财转 3	正股名称	东方财富
转债代码	123111.SZ	正股代码	300059.SZ
发行规模	158.00 亿元	正股行业	非银金融-证券 II-证券 III
存续期	6 年（2021/04/07-2027/04/06）	主体评级/债项评级	AA+/AA+
转股价	28.08 元/股	转股期	6 个月（2021/10/13-2027/4/6）
票面利率	0.20%、0.30%、0.40%、0.80%、1.80%、2.00%		
向下修正条款	存续期，15/30，85%		
赎回条款	（1）到期赎回：到期后五个交易日内，以票面价值的 107%（含最后一期利息）全部赎回 （2）提前赎回：转股期内，15/30，130%；未转股余额不足 3000 万元		
回售条款	（1）有条件回售：最后两个计息年度，连续 30 个交易日收盘价低于转股价 70% （2）附加回售：投资项目实施情况出现重大变化，且被证监会认定为改变募集资金用途		

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 3：募集资金用途（单位：万元）

项目名称	项目总投资	拟投入募集资金
不超过 140 亿元投入信用交易业务， 扩大融资融券业务规模	1,400,000.00	1,400,000.00
不超过 18 亿元用于扩大证券投资业 务规模	180,000.00	180,000.00
合计	1,580,000.00	1,580,000.00

数据来源：募集说明书，东吴证券研究所整理

表 4: 债性和股性指标

债性指标	数值	股性指标	数值
纯债价值	87.00 元	转换平价 (以 2/4 收盘价)	102.81 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	14.94%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	-2.74%
纯债到期收益率 YTM	1.70%		

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

当前债底估值为 87.00 元, YTM 为 1.70%。东财转 3 存续期为 6 年, 联合评级为 AA+/AA+, 票面面值为 100 元, 票面利率第一年至第六年分别为: 0.20%、0.30%、0.40%、0.80%、1.80%、2.00%, 到期赎回价格为票面面值的 107% (含最后一期利息), 以 6 年 AA+ 中债企业债到期收益率 4.11% (4/2) 计算, 纯债价值为 87.00 元, 纯债对应的 YTM 为 1.70%, 债底保护较强。

当前转换平价为 102.81 元, 平价溢价率为 -2.74%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止, 即 2021 年 10 月 13 日至 2027 年 4 月 6 日。初始转股价 28.08 元/股, 正股东方财富 4 月 2 日的收盘价为 28.87 元, 对应的转换平价为 102.81 元, 平价溢价率为 -2.74%。

转债条款中规中矩。下修条款为“15/30、85%”, 有条件赎回条款为“15/30、130%”, 有条件回售条款为“30、70%”, 条款中规中矩。

总股本稀释率为 6.13%。按初始转股价 28.08 元计算, 转债发行 158.00 亿对总股本和流通盘的稀释率分别为 6.13% 和 7.31%, 会对股本造成一定的摊薄压力。

2. 投资申购建议

我们预计东财转 3 上市首日价格在 124.66~134.49 之间。

正股方面: 按东方财富最新收盘价测算, 当前转债平价为 102.81 元。

转股溢价率方面:

1) 我们参照平价、评级和规模可比标的健 20 转债、紫银转债和南航转债, 当前转股溢价率分别为 20.24%、26.91% 和 17.82%;

2) 我们参照同属非银金融的国君转债、财通转债和国投转债，当前转股溢价率分别为 30.49%、28.91%和 26.78%；

3) 我们参考近期上市的卫宁转债、傲农转债和震安转债，上市首日转股溢价率分别为 27.71%、9.30%和 9.98%；

4) 我们参考东方财富历史发行转债，东财转 2 和东财转债，其上市首日转股溢价率分别为 33.36%和 3.57%，上市首日价格为 121.65 元和 129.30 元。

综合可比标的，我们考虑到东财转 3 的债底保护较强，评级和规模吸引力较大，结合前两期转债均具有极佳表现，我们预计上市首日转股溢价率在 26%左右，对应的上市价格在 124.66~134.49 元区间。

表 5: 相对价值法预测东财转 3 上市价格 (单位: 元)

转股溢价率/正股价		24.00%	25.00%	26.00%	27.00%	28.00%
-5%	27.43	121.11	122.09	123.07	124.04	125.02
-3%	28.00	123.66	124.66	125.66	126.66	127.65
4/2 收盘价	28.87	127.49	128.52	129.54	130.57	131.60
3%	29.74	131.31	132.37	133.43	134.49	135.55
5%	30.31	133.86	134.94	136.02	137.10	138.18

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

我们预计原股东优先配售比例为 55%。东方财富的第一大股东为东方财富实际控制人其实，最新持股比例为 20.57%，前十大股东合计持股比例为 34.56%，股权结构较清晰。截至目前，暂无股东承诺参与此次优先配售，按照东财转 2 配售占比 64%估计，结合目前市场交易情况呈缩量回撤背景下，估计配售占比约为 55%，剩余投资者可申购金额约为 71.1 亿元。

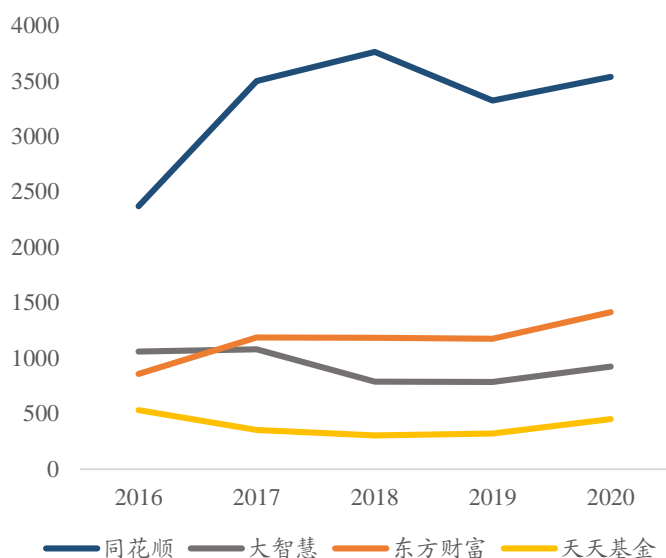
我们预计中签率为 0.095%。东财转 3 发行总额为 158.00 亿元，预计原股东优先配售比例为 55%，剩余网上投资者可申购金额为 71.1 亿元。东财转 3 仅设置网上发行，近期发行的杭银转债 (评级 AAA，规模 150 亿元) 网上申购数约 716 万户，温氏股份 (评级 AAA，规模 92.97 亿元) 网上申购数约 709 万户。预计东财转 3 网上有效申购户数为 710 万户，平均单户申购金额 100 万元，预计网上中签率为 0.095%。

3. 正股基本面分析

东方财富公司是以“东方财富网”为核心的互联网服务大平台，目前已成为我国用户访问量最大、用户黏合性最高的互联网服务平台之一。东方财富成立于 2005 年，2010 年于深交所上市。公司倡导一站式互联网服务大平台战略，一直加强战略投入与扩展平台业务范围，在保证服务质量的前提下，近年来成功的提升访问量指标和加强用户黏性优势，使公司成为垂直财经领域的绝对领跑地位。移动 APP 方面，自 2017 年以来，财经类移动 APP 用户使用量呈上升趋势，东方财富活跃用户数月平均人数可达 1,163 万人次，稳居行业第二。

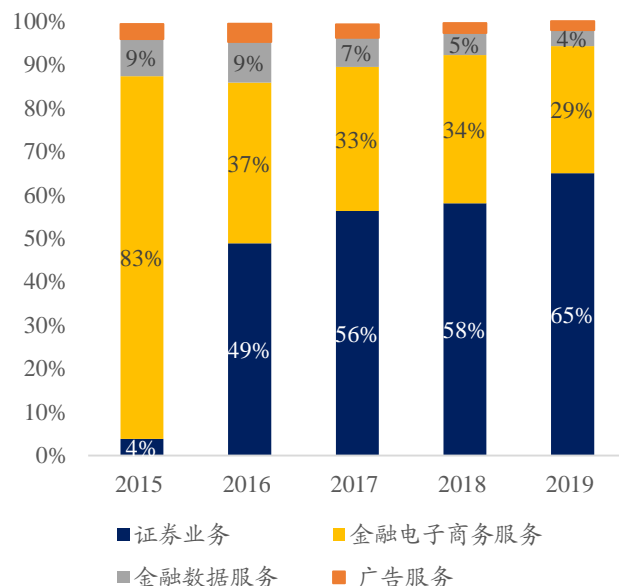
证券业务营收比例逐年增加，得利于公司将互联网金融平台优势融合进东方财富证券传统业务，相比于传统券商，有较低的营业成本。公司目前主营业务为证券业务和金融电子商务服务业务。自 2015 年通过并购拿到券商牌照后，基于流量、数据、场景、牌照四大要素的互联网服务生态圈，将互联网金融平台优势融合进东方财富证券传统业务，证券业务营收比例激增。2019 年末，证券业务占主营业务的 65%，营收可达 27 亿元，金融电子商务服务业务占主营业务的 29%，营收达 12 亿元。

图 1：财经类移动 APP 活跃用户数（单位：万人）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：东方财富主营业务占比（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

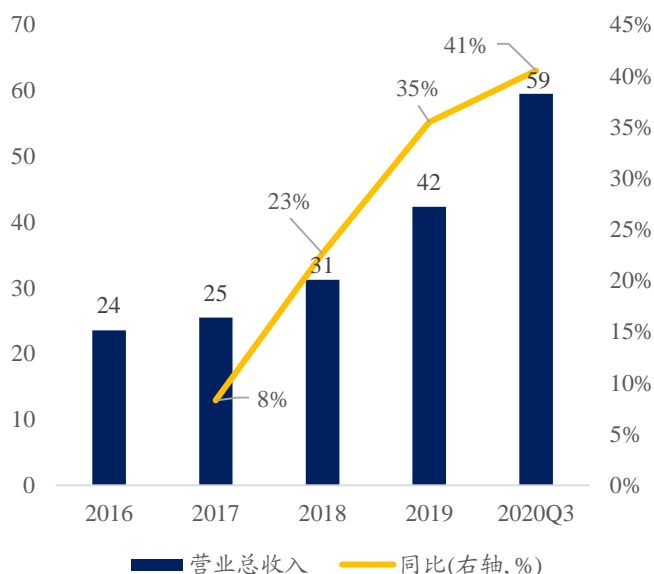
天天基金是独立第三方基金销售机构，是东方财富金融电子商务服务收入的主要来

源。天天基金依靠“东方财富网”积累了海量的客户资源，树立良好的品牌形象，通过天天基金网及移动 APP 终端向客户提供一站式互联网自助基金交易服务。根据公司转债发行公告数据表明，截至 2020 年 3 季度，公司共上线 140 家公募基金经理人 9,105 只基金产品，公司互联网金融电子商务平台共计实现基金认（申）购（含定投）交易 142,822,963 笔，基金销售额为 9,950.68 亿元。

近年来，公司营业收入和归母净利润大幅增长。2020 我国抗疫效果十分显著，经济率先恢复增长，国内证券市场较为活跃，股票交易等证券业务大幅增长。截至 2020 年 Q3，公司营业总收入达 59.46 亿元，较 2019 年增长 41%。自 2015 年取得券商牌照后，连续五年高速增长。归母净利润方面，截至 2020 年 Q3，公司归母净利润为 33.98 亿元，较 2019 年上涨 85.5%。大幅增长得利于东方财富融资融券业务的快速发展，截至 2020 年 Q3，融资余额 260.06 亿元，融券余额 1.72 亿元，融资融券业务合计 261.78 亿元，较 2018 年上升 218.62%，担保比例为 263.07%，业务安全系数较高。

证券业务和金融电子商务服务业务为公司主要创营毛利业务。截至 2020 年 Q3，公司证券业务营业毛利为 251,089.24 万元，较 2019 年上涨 50.71%；金融电子商务服务营业毛利为 189,775.80 万元，较 2019 年上涨 67.94%。报告期内，证券业务和金融电子商务服务业务毛利率均维持在较高水平。在信息技术服务业毛利率对比中，2020Q3 行业平均毛利率为 73.08%，发行方东方财富毛利率为 80.71%，高于行业平均水平。近年来毛利率均维持在 70%左右，呈明显上升趋势，与行业第一同花顺差距逐步缩小。

图 3：2016-2020Q1-3 营业总收入及同比增速（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：2016-2020Q1-3 归母净利润及同比增速（单位：亿元）

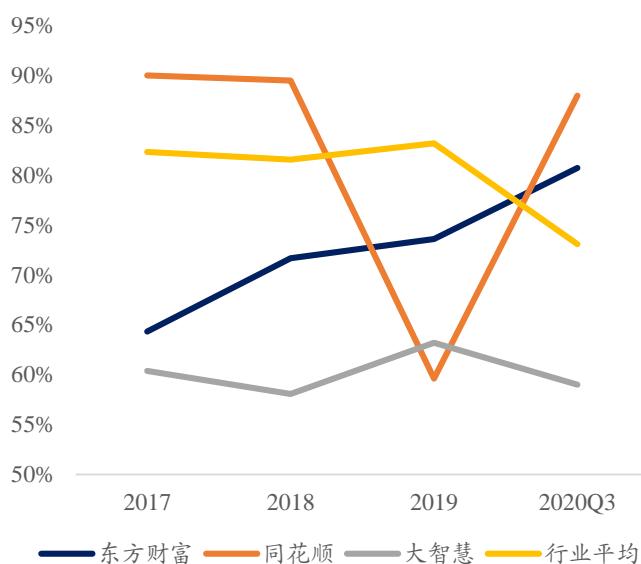


数据来源：Wind，东吴证券研究所

期间费用近年来呈下降趋势。近年来，东方财富业务规模不断扩大及研发投入能力的增强，期间费用合计总金额逐年增加。与此同时，报告期内随着公司营业总收入的大幅增长，公司期间费用占总营收比例的 61.52%，59.49%，46.00%和 27.56%。期间费用总体呈下降趋势。销售费用方面：截至 2020Q3，销售费用从 2016 年 11.31% 下降至 5.94%，其主要原因为营业总收入增长较快所致。管理费用方面：管理费用率从 2016 年 47.4% 下降至 17.1%。总体上看，公司营业总收入增长较为迅速，管理费用相对刚性，下降趋势较为明显。财务费用方面：财务费用主要为利息费用，以及银行存款所获得的利息收入，还存在少量的汇兑损益以及银行手续费等财务费用。报告期内，2018 年财务费用大幅增长的原因是有“东财转债”产生的利息费用所致。2019 年财务费用下降是由于“东财转债”转股及赎回导致的利息费用减少。长期来看，随着业务规模的扩大，销售及财务费用率水平将保持稳定，管理费用率会随着营收的快速增长而逐渐减少。

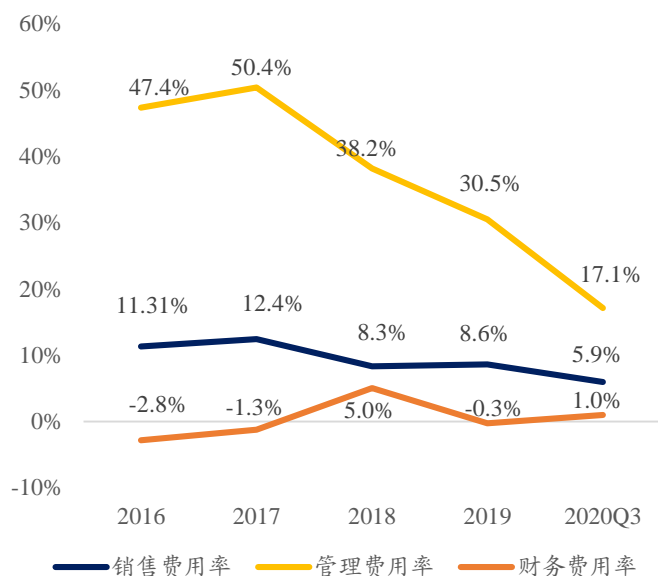
相关政策利好证券公司进一步补充资本金，提升综合竞争实力。2020 年 3 月，中国证监会发布了《证券公司风险控制指标管理办法》，其中要求证券公司增加资本补充，防范流动性风险。近年来，全球经济金融形势复杂多变，资本市场波动性加剧。东方财富证券拟利用本次募集资金提高优质流动性资产规模、增强风险抵御能力。

图 5: 2017-2020Q1-3 东方财富与信息技术服务业毛利率比较 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 6: 2016-2020Q1-3 三费率水平 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4. 风险提示

市场成交量萎缩风险、政策法律及监管趋严风险。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

