

东方证券 (600958.SH)

中报超预期上修盈利, 大财富管理利润贡献行业领先

2021年07月25日

——东方证券 2021H1 业绩快报点评

投资评级: 买入 (维持)

高超 (分析师)

龚思匀 (联系人)

gaochao1@kysec.cn

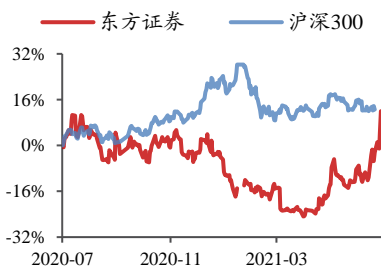
gongsiyun@kysec.cn

证书编号: S0790520050001

证书编号: S0790120110033

日期	2021/7/23
当前股价(元)	12.41
一年最高最低(元)	13.06/8.52
总市值(亿元)	867.91
流通市值(亿元)	711.91
总股本(亿股)	69.94
流通股本(亿股)	57.37
近3个月换手率(%)	84.36

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《东方证券 2021H1 业绩预告点评-中报大幅预增, 资管和财富管理有望持续高增》-2021.7.1

《东方证券首次覆盖报告-财富管理转型被低估, 资管优势带来高重估溢价》-2021.6.16

● 中报超预期上修盈利, 大财富管理利润贡献行业领先, 维持“买入”评级

公司发布业绩快报, 2021H1 公司营业收入和归母净利润分别为 132.77/27.00 亿元, 同比+37.94%/+76.95%, 年化 ROE 提升至 9.2%, 较 2020 年提升 4.43pct, Q2 实现净利润 15.24 亿元, 环比+30%, 业绩超出我们预期。公司资管、经纪、投行等手续费净收入及联营企业投资收益同比增加, 同时信用减值计提较少, 股票质押风险出清。基于中报业绩超预期, 我们上调公司 2021-2023 年归母净利润预测至 54.3/68.0/81.4 亿元, 调前 (51.21/64.09/76.95 亿元), 同比分别 +99%/+25%/+20%, 对应 EPS 分别为 0.78/0.97/1.16 元。公司是券商中大财富管理利润贡献最高的标的, 旗下汇添富和东证资管主动管理能力行业领先, 市占率持续上行, 同时差异化带来估值溢价。预计当前股价对应 2021/2022/2023 年 PE 分别为 16.0/12.8/10.7 倍, 对应 2021 年 PB 为 1.3 倍, 维持“买入”评级。

● 公募市场规模持续扩张, 公司财富管理转型被低估

(1) Q2 全市场非货基认申购额 4.0 万亿元, 同比+59%, 环比-11%, 上半年非货基认申购额 8.6 万亿元, 同比+53%, 5 月末全市场非货基保有量 13.3 万亿元, 同比+44%, 较年初+12%, 公募基金规模保持持续上行。2021H1 末东证资管和汇添富非货基规模分别为 2083/5962 亿元, 较年初+11%/+8%, 同比+66%/70%, 公募市场不断扩容下, 公司旗下东证资管和汇添富非货基规模持续上行, 财富管理进入转型加速期和利润兑现期。(2) 公司 Q1 末代销权益类公募基金保有规模 348 亿元, 行业排名第十, 公司以 AUM 为核心的财富管理转型被市场所低估, 我们预计 2021 年公司代销及公募净利贡献有望达到 55%。

● 股票质押出清, 差异化发展带来估值溢价

(1) 2020 年公司计提信用减值 39 亿元, 股票质押规模压缩至 113 亿元 (净值), 股票质押拨贷比 31%, 高于同业可比公司, 我们预计公司股票质押的风险基本出清, 轻装上阵有望带来业绩高弹性。(2) 公司公募基金利润贡献超 50%, 具有一定稀缺性和远期想象空间, 差异化发展带来估值溢价。5 月上海首提支持基金公司上市, 有望带来估值重塑。

● 风险提示: 市场波动风险; 公募基金市场扩容不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	19,052	23,134	26,026	28,602	31,881
YOY(%)	84.9	21.4	12.5	9.9	11.5
归母净利润(百万元)	2,435	2,723	5,431	6,795	8,136
YOY(%)	97.8	11.8	99.5	25.1	19.7
毛利率(%)	14.4	11.7	23.0	26.8	29.0
净利率(%)	12.8	11.8	20.9	23.8	25.5
ROE(%)	4.6	4.8	8.7	10.1	11.2
EPS(摊薄/元)	0.35	0.39	0.78	0.97	1.16
P/E(倍)	35.6	31.9	16.0	12.8	10.7
P/B(倍)	1.6	1.4	1.3	1.2	1.1

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	152,351	190,072	230,199	256,514	289,071
现金	48,941	65,640	112,368	124,137	136,960
应收票据及应收账款	1,020	874	1,407	1,100	1,520
其他应收款	-0	-0	-0	-0	-0
预付账款	-0	-0	-0	-0	-0
存货	-0	-0	-0	-0	-0
其他流动资产	102,390	123,557	116,424	131,277	150,591
非流动资产	110,621	101,046	100,189	103,275	107,394
长期投资	4,454	5,771	7,551	9,661	12,171
固定资产	2,040	2,020	2,040	2,055	2,070
无形资产	169	215	235	255	275
其他非流动资产	103,958	93,040	90,362	91,304	92,878
资产总计	262,971	291,117	330,388	359,789	396,465
流动负债	136,630	162,012	190,450	210,840	233,990
短期借款	640	580	638	638	638
应付票据及应付账款	480	577	577	677	777
其他流动负债	135,509	160,856	189,235	209,525	232,575
非流动负债	72,330	68,874	75,065	79,152	86,957
长期借款	-0	-0	-0	-0	-0
其他非流动负债	72,330	68,874	75,065	79,152	86,957
负债合计	208,960	230,886	265,515	289,991	320,947
少数股东权益	46	28	28	30	33
股本	6,994	6,994	6,994	6,994	6,994
资本公积	28,255	28,311	28,311	28,311	28,311
留存收益	10,219	11,171	20,768	25,691	31,409
归属母公司股东权益	53,966	60,203	64,845	69,767	75,485
负债和股东权益	262,971	291,117	330,388	359,789	396,465

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	10385	16128	24335	31198	38038
净利润	2479	2722	5429	6792	8132
折旧摊销	281	381	481	581	681
财务费用	8	0	0	0	0
投资损失	-2303	-2403	-2503	-2603	-2703
营运资金变动	11049	16049	21049	26049	31049
其他经营现金流	-1121	-621	-121	379	879
投资活动现金流	-4725	-4625	-4525	-4425	-4325
资本支出	3	3	3	3	3
长期投资	540	640	740	840	940
其他投资现金流	4634	4734	4834	4934	5034
筹资活动现金流	10069	-12994	-19810	-26773	-33713
短期借款	3375	3475	3575	3675	3775
长期借款	66746	66846	66946	67046	67146
普通股增加	8	0	0	0	0
资本公积增加	2	2	2	2	2
其他筹资现金流	0	0	0	0	0
现金净增加额	15861	-1491	0	0	0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	19,052	23,134	26,026	28,602	31,881
营业成本	16,301	20,437	20,039	20,951	22,624
营业税金及附加	71	97	113	128	146
营业费用	-0	-0	-0	-0	-0
管理费用	5,941	7,805	9,319	10,486	11,590
研发费用	-0	-0	-0	-0	-0
财务费用	-0	-0	-0	-0	-0
资产减值损失	1,044	3,885	1,525	801	875
其他收益	-0	-0	-0	-0	-0
公允价值变动收益	937	1,376	-0	-0	-0
投资净收益	3,415	5,012	6,173	6,768	7,854
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	2,751	2,697	5,986	7,651	9,257
营业外收入	159	134	186	210	241
营业外支出	56	44	68	76	87
利润总额	2,855	2,786	6,105	7,785	9,410
所得税	376	65	676	993	1,278
净利润	2,479	2,722	5,429	6,792	8,132
少数股东损益	44	(1)	(2)	(3)	(4)
归母净利润	2,435	2,723	5,431	6,795	8,136
EBITDA	3136	3167	6586	8366	10091
EPS(元)	0.35	0.39	0.78	0.97	1.16

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	84.9	21.4	12.5	9.9	11.5
营业利润(%)	118.8	-2.0	122.0	27.8	21.0
归属于母公司净利润(%)	97.8	11.8	99.5	25.1	19.7
获利能力					
毛利率(%)	14.4	11.7	23.0	26.8	29.0
净利率(%)	12.8	11.8	20.9	23.8	25.5
ROE(%)	4.6	4.8	8.7	10.1	11.2
ROIC(%)	4.5	4.5	8.3	9.6	10.7
偿债能力					
资产负债率(%)	79.5	79.3	80.4	80.6	81.0
净负债比率(%)	2.5	2.7	2.4	2.5	2.6
流动比率	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
营运能力					
总资产周转率	7.8	8.4	8.4	8.3	8.4
应收账款周转率	2256.9	2442.4	2281.3	2281.3	2433.3
应付账款周转率	3656.0	3868.2	3475.6	3343.7	3113.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.39	0.78	0.97	1.16
每股经营现金流(最新摊薄)	1.48	2.31	3.48	4.46	5.44
每股净资产(最新摊薄)	7.72	8.61	9.27	9.98	10.79
估值比率					
P/E	35.6	31.9	16.0	12.8	10.7
P/B	1.6	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	87.3	93.8	48.1	40.3	36.0

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn