

**公司点评**
**东方证券 (600958)**
**非银金融 | 证券**
**立足上海区位优势明显，资管公募化时代受益者**

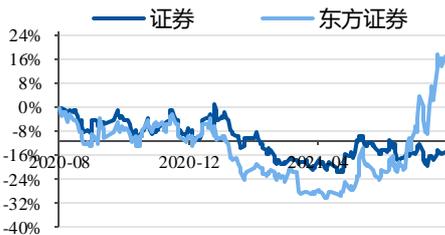
2021年08月17日

**评级 推荐**

评级变动 首次

**合理区间 16-19元**
**交易数据**

当前价格 (元)	14.00
52周价格区间 (元)	8.52-14.68
总市值 (百万)	97911.18
流通市值 (百万)	80312.06
总股本 (万股)	699365.58
流通股 (万股)	676365.58

**涨跌幅比较**


%	1M	3M	12M
东方证券	31.46	54.95	21.11
证券	0.14	0.36	-12.79

**刘敏 分析师**

 执业证书编号: S0530520010001  
 liumin@cfzq.com

**相关报告**

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入 (亿元)	190.52	231.34	269.73	299.13	331.98
净利润 (亿元)	24.35	27.23	56.97	67.51	86.24
每股收益 (元)	0.35	0.38	0.81	0.86	0.98
每股净资产 (元)	7.72	8.61	8.97	10.72	10.38
P/E	30.74	30.61	17.19	16.36	14.26
P/B	1.39	1.35	1.56	1.31	1.35

资料来源: wind, 财信证券

**投资要点:**

- 立足上海区位优势明显，受益于上海国际金融中心建设。**公司立足于上海，上海人均 GDP、居民人均可支配收入在国内均处于较高水平，民众参与资本市场意愿较强，投资者数量庞大。良好的区位优势和政策支持环境有利于公司未来各项业务特别是高净值客户服务业务的提升，有利于公司资产管理业务继续做大做强。上海正在努力打造扩大金融开放的新高地，上海国际金融中心的建设将有利于公司各项业务发展。今年，针对上海全球资产管理中心建设，上海市人民政府办公厅提出 19 条举措，将利于公司资管人才建设，有利于公司资管业务继续做大做强。
- 资产管理行业的领跑者，资管公募化时代受益者。**公司为资产管理行业的领跑者，在打造上海全球资管中心背景下，公司资管业务面临较大发展机遇。券商资管逐步进入公募化时代，公司资管业务处于发展较为成熟阶段，且公司始终立足资产管理行业本源，主动管理比例接近 100%，公司资管业务基本无转型压力，公募基金业务将成为公司资产管理业务新的增长点。
- 投资建议：**公司立足上海，凭借区位优势及上海打造国际金融中心、全球资管中心政策支持下，公司各项业务有望较快发展，公司资管业务将成为业绩增长重要发力点，若配股顺利实施将进一步夯实公司资本实力，提升公司核心竞争力，2020 年公司信用减值准备大幅计提风险得到释放，也将有利于公司未来业绩稳健增长。根据公司未来三年（2020-2022）股东回报规划，假设 2021-2022 年分红比例 30%，并假设公司 2022 年配股按计划实施，总股本 2022 年增至 87.84 亿股、配股募集资金 168 亿元情况下，我们对公司进行了盈利预测，预计 2021/2022/2023 年营业收入 269.73/299.13/331.98 亿元，归母净利润分别为 56.97/67.51/86.24 亿元，对应增速分别为 110.09%/18.23%/27.78%，2021/2022/2023 年 EPS 分别为 0.81/0.86/0.98 元/股，每股净资产分别为 8.97/10.72/10.38 元/股。我们测算 2021-2023 年公司 ROE 水平将较 2020 年提升 2 倍左右，预计 2021/2022/2023 年 ROE 水平将达 9.27%/9.17%/9.81%，考虑到公司未来业绩成长空间可期，且预计 ROE 水平将显著提升，我们给予公司 2022 年 1.5-1.8 倍 PB，对应股价目标区间为 16.08-19.30 元，对应目标市值为 1412.63-1695.16 亿元，首次覆盖给予公司“推荐”评级。
- 风险提示：**市场交投活跃度下降拖累经纪业务；政策收紧导致投行业务发展不及预期；市场波动加剧拖累资管、自营投资业务；资本市场改革不及预期；金融监管趋严；配股进度不及预期。

## 1 公司基本简介

东方证券成立于 1997 年 12 月，前身为东方证券有限责任公司，公司主要经营所在地上海是全国的金融中心，是全国综合经济实力最强的区域之一。公司具备上海市国资委背景，第一大股东为申能（集团）有限公司，最新持股比例为 25.27%，自成立以来，公司股东一直比较稳定。

公司业务收入结构来看，根据 2020 年公司年报数据，公司自营业务为第一大收入来源，收入占比 34.56%，其次为经纪、资管业务，收入占比分别为 17.50%、16.46%，投行、资本中介业务收入占比分别为 10.56%、5.20%，其他中联合营企业投资收益占比为 8.10%。

公司资本实力居于行业第 12 位，盈利能力基本位于第 12 位左右。根据中证协公布的 2020 年证券公司排名表及历年排名表数据，公司总资产、净资产均位于行业第 12 位，营业收入位于行业第 12 位，且从 2016 年以来数据来看，除 2016 年营业收入位于第 18 位外，其余年份位于 10-13 位，2020 年公司净利润位于行业第 16 位，2016 年以来位于 11-16 位。各项业务市场地位来看，公司资管业务龙头地位稳固、居行业第一，投行业务、自营业务相对占优，但自营业务 2018 年权益类资产价格大幅下挫情况下曾出现亏损，经纪、两融业务相对落后。资产管理业务收入 2017 年以来连续 4 年保持行业第一，2020 年公司投行业务收入位于行业第 12 位，2017 年由 2016 年的第 21 位上升至第 13 位之后，基本稳定在行业第 12 位左右，自营业务较为不稳定，2018 年公司自营业务出现大幅亏损，2015 年至 2020 年公司自营业务收入行业排名分别为第 2、第 6、第 4、第 96、第 14、第 9，公司经纪业务、两融业务均稳定在行业第 20 位左右。

公司盈利能力分析来看，2020 年公司 ROE 为 4.85%，低于 2020 年行业平均水平 7.28%，杜邦分析各项因素来看，主要是因为公司净利率 26.03% 低于行业平均水平（35.13%），公司资产周转率及权益乘数均高于行业平均值。公司净利率低的原因，主要是公司 2020 年大额计提减值准备高于行业计提比例造成。

公司严守风控底线，2021 年证券公司分类评级中获评 A 类 AA 级，公司连续 13 年获得 A 类 AA 级或 A 级券商评级。

图 1：公司历年营业收入及排名（亿元）



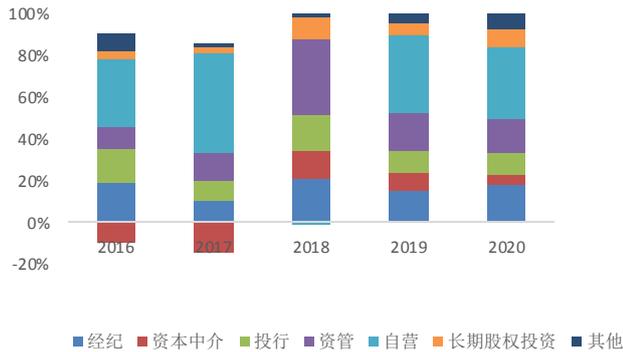
资料来源：中证协，财信证券

图 2：公司历年归母净利润及排名（亿元）



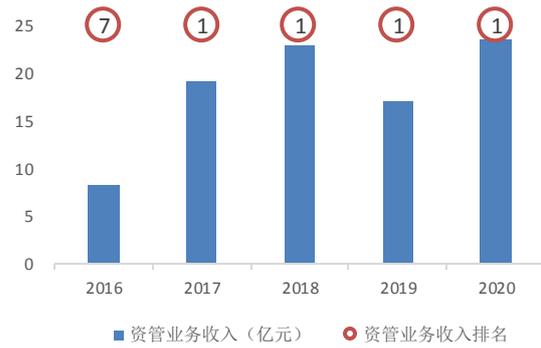
资料来源：中证协，财信证券

图 3：公司历年营业收入结构



资料来源：wind，公司公告，财信证券

图 4：公司历年资管业务收入及排名 (亿元)



资料来源：中证协，财信证券

图 5：公司历年自营业务收入及排名 (亿元)



资料来源：中证协，财信证券

图 6：公司历年投行业务收入及排名 (亿元)



资料来源：中证协，财信证券

图 7：公司历年经纪业务收入及排名 (亿元)



资料来源：中证协，财信证券

图 8：公司历年两融业务收入及排名 (亿元)



资料来源：中证协，财信证券

表 1：2020 年东方证券 ROE 与行业 ROE 对比

	ROE	净利率	总资产周转率	权益乘数
东方证券	4.85%	11.77%	7.95%	4.84
行业平均	7.28%	35.13%	5.04%	3.85

资料来源：wind、中国证券业协会、财信证券

## 2 立足上海区位优势明显，受益于上海国际金融中心建设

公司立足于上海，上海是中国经济发展的重要增长极和动力源。上海人均 GDP、人均存款及居民人均可支配收入在国内均处于较高水平，民众参与资本市场意愿较强，投资者数量庞大。根据国家统计局公布的 2021 年上半年 31 省份人均可支配收入，上海以人均可支配收入 40357 元位列全国第一。良好的区位优势和政策支持环境有利于公司未来各项业务特别是高净值客户服务业务的提升，有利于公司资产管理业务继续做大做强。

资本市场改革开放进一步深化背景下，上海正在努力打造扩大金融开放的新高地，建设上海国际金融中心已经上升到国家战略高度，上海国际金融中心的环境将有利于公司各项业务发展。今年，针对上海全球资产管理中心建设，上海市人民政府办公厅提出 19 条举措，且已于 6 月 1 日正式实施。根据上海市人民政府办公厅印发的《关于加快推进上海全球资产管理中心建设的若干意见》，上海在资管机构和人才引入、创新金融产品和服务、汇聚市场资金、监管投教等方面有政策支持，将利于公司资管人才建设，有利于公司资管业务继续做大做强。

## 3 资产管理行业的领跑者，资管公募化时代受益者

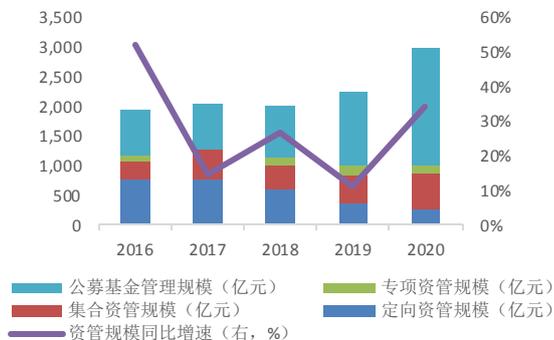
公司资产管理业务主要是通过全资子公司上海东方证券资产管理有限公司（简称“东证资管”）开展，东证资管为业内首家资产管理子公司，于 2010 年成立，2013 年获批公募基金业务资格。公司“东方红”品牌享誉市场，长期业绩领先，东证资管受托资产管理业务净收入行业排名第一位。根据公司年报信息，截至 2020 年末，东证资管受托资产管理规模人民币 2985.48 亿元（含公募），同比增长 33.95%。东证资管始终坚持客户利益至上的原则，坚定开展长期价值投资实践，专注提升“专业投研+专业服务”双轮驱动的核心竞争力，长期投资业绩保持行业前列。自 2005 年至 2020 年末，东证资管主动管理权益类产品的平均年化回报率为 26.50%，远高于同期沪深 300 指数平均年化回报率（12.02%）。东证资管权益类基金、固收类基金近五年绝对收益率分别为 125.26%、27.60%，均排名行业第六位，长期业绩保持领先优势。

公司通过联营企业汇添富基金（公司为第一大股东、持股 35.412%）为客户开展基金管理业务。汇添富基金 2020 年末管理资产规模 8339.48 亿元（来源于 wind，下同），仅次于天弘基金和易方达基金，位于公募基金行业第 3 位，自 2016 年以来规模呈上升趋势，2020 年规模增速达 60.57%，2021 年上半年末，汇添富基金管理资产规模 9548.08 亿元，较 2020 年末增长 14.49%。预计未来汇添富基金管理规模将继续维持扩张态势。

公司为资产管理行业的领跑者，多年来，公司资产管理产品创新、业务创新一直走在行业前列。在打造上海全球资管中心背景下，公司资管业务面临较大发展机遇。2018 年以来资管新规实施以来，打破刚兑、规范资金池模式、遏制通道业务等举措的实施，资管行业生态新格局进一步重塑，券商资管逐步进入公募化时代。投资者机构化加速、公募基金扩容成行业趋势，公募基金业务面临较大发展机遇，公司作为资产管理领域的领跑者，资管业务处于发展较为成熟阶段，且公司始终立足资产管理行业本源，主动管

理比例接近 100%（2019 年末 99.26%，来源公司年报），公司资管业务基本无转型压力，公募基金业务将成为公司资产管理业务新的增长点。

图 9: 公司资产管理规模(含公募)及同比增速(亿元, %)



资料来源: wind, 公司公告, 财信证券

图 10: 汇添富基金管理资产规模及同比增速(亿元, %)



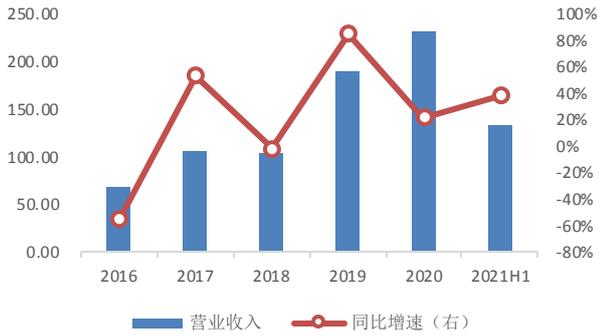
资料来源: wind, 公司公告, 财信证券

## 4 业绩快报: 各项业务均衡发展, 2021 年中报业绩高增

2021 年公司中报业绩快报初步核算数据显示, 公司总资产 311.28 亿元, 归属于母公司股东的所有者权益 61.05 亿元, 预计上半年营业收入 132.77 亿元, 同比增长 37.94%, 归属于母公司股东的净利润 27.00 亿元, 同比增幅为 76.95%, 上半年基本每股收益 0.37 元/股, 同比增幅 68.18%, 加权净资产收益率 4.60%, 同比增加 1.80 个百分点。

2021 年上半年, 市场交投活跃, 公司经营形势稳中向好, 各项业务均衡发展, 经营业绩显著增长。根据市场数据及公司历史相关数据测算, 我们预计 2021 年上半年公司营业收入主要是因为公司资本中介、投行、资管、长期股权投资收入高增长, 预计对应同比增速分别为 108%、80%、65%、133%, 公司一季度自营业务收入 (投资收益-联合营企业投资收入+公允价值变动损益) 同比下降 50%, 预计公司上半年自营业务收入同比下降 13%。公司归母净利润增速高于营收增速, 预计主要是因为计提信用减值准备减少, 公司 2020 年大幅计提信用减值准备, 主要受股票质押业务计提信用减值准备影响, 买入返售计提信用减值准备占比 95%。公司 2020 年计提买入返售计提减值准备占买入返售金融资产 2020 年末余额比重高达 26%, 我们认为公司信用减值风险已于去年大幅释放, 预计今年信用减值准备将维持 2019 年水平, 预计今年上半年信用减值准备计提 6 亿元, 较去年同期下降 53%。

图 11：公司营收及同比增速（亿元，%）



资料来源：wind，公司公告，财信证券

图 12：公司归母净利润及同比增速（亿元，%）



资料来源：wind，公司公告，财信证券

## 5 配股夯实资本实力，利于提升公司核心竞争力

东方证券于 2021 年 3 月 31 日公布配股公开发行预案，拟采用每 10 股配售不超过 3 股的比例向全体 A 股及 H 股股东配售，以公司截至 2020 年 12 月 31 日的总股本 69.94 亿股为基数测算，配售股份数量不超过 20.98 亿股，其中 A 股配股股数不超过 17.90 亿股，拟募集资金总额预计为不超过人民币 168 亿元，测算配股价格约 8.01 元/股，较 8 月 16 日收盘价折价率约 43%，募集资金拟用于投资银行业务、财富管理与证券金融业务、销售交易业务分别 60 亿元、60 亿元、38 亿元，另 10 亿元用于补充营运资金。配股方案已于 2021 年 5 月 14 日股东大会审议通过。

公司配股将夯实公司资本实力，利于公司相关业务做大做强，利于提升公司核心竞争力。各业务方面影响来看，配股资金有利于提升传统投行业务的引领作用，推进财富管理业务有效转型，发挥资产管理业务优势带动作用，完善多元化投资体系，保持投资收益稳定，加强金融科技的开发和运用，推动业务和管理数字化转型，打造行业一流的现代投资银行。本次配股将为公司实现战略目标提供强大的资金保障，在规模和实力上进一步向行业第一梯队靠拢，助力公司实现高质量发展。

## 6 盈利预测及投资建议

公司立足上海，凭借区位优势及上海打造国际金融中心、全球资管中心政策支持下，公司各项业务有望较快发展，资管步入公募化时代背景下公司招牌业务资管业务将成为公司业绩增长重要发力点，若配股顺利实施将进一步夯实公司资本实力，提升公司核心竞争力，风险方面，2020 年公司信用减值准备大幅计提，风险得到释放，也将有利于公司未来业绩稳健增长。根据公司未来三年（2020-2022）具体股东回报规划，假设 2021-2022 年分红比例 30%，并假设公司 2022 年配股按计划实施，总股本 2022 年增至 87.84 亿股、募集资金 168 亿元情况下，我们对公司进行了盈利预测，预计 2021/2022/2023 年营业收入 269.73/299.13/331.98 亿元，归属于母公司所有者净利润分别为 56.97/67.51/86.24 亿元，对应增速分别为 110.09%/18.23%/27.78%，2021/2022/2023 年 EPS 分别为 0.81/0.86/0.98 元/股，每股净资产分别为 8.97/10.72/10.38 元/股。我们测算 2021-2023 年公司 ROE 水平

将较 2020 年提升 2 倍左右，预计 2021/2022/2023 年 ROE 水平将达 9.27%/9.17%/9.81%，考虑到公司未来业绩成长空间可期，且预计 ROE 水平将显著提升，我们谨慎给予公司 2022 年 1.5-1.8 倍 PB，对应股价目标区间为 16.08-19.30 元，对应目标市值为 1412.63-1695.16 亿元，首次覆盖给予公司“推荐”评级。

## 7 风险分析及风险提示

市场交投活跃度下降拖累经纪业务；政策收紧导致投行业务发展不及预期；市场波动加剧拖累资管、自营投资业务；资本市场改革不及预期；金融监管趋严；配股进度不及预期。

**盈利预测表**

单位：人民币亿元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>利润表</b>						<b>基本比率和每股指标</b>					
营业收入	190.52	231.34	269.73	299.13	331.98	每股收益(元)	0.35	0.38	0.81	0.86	0.98
手续费及佣金净收入	45.16	71.22	97.94	104.33	117.50	每股净资产(元)	7.72	8.61	8.97	10.72	10.38
-代理买卖证券业务	15.46	26.21	33.29	29.62	29.97	P/E	30.74	30.61	17.19	16.36	14.26
-证券承销业务	10.50	15.82	18.19	20.92	24.06	P/B	1.39	1.35	1.56	1.31	1.35
-资产管理业务	18.00	24.65	39.14	46.44	54.07	<b>同比增长</b>					
利息净收入	8.91	7.79	15.39	9.91	7.16	营业收入	84.92%	21.43%	16.59%	10.90%	10.98%
投资净收益	34.15	50.12	62.62	104.61	128.54	营业利润	118.68%	-1.96%	132.32%	19.20%	28.02%
公允价值变动净收益	9.37	13.76	6.00	-10.00	-10.00	归母净利润	93.52%	9.80%	110.09%	18.23%	27.78%
其他收入	92.95	88.46	87.78	90.28	88.79	总资产	15.91%	10.70%	3.21%	24.68%	7.18%
营业支出	163.01	204.37	207.07	224.44	236.36	净资产	4.30%	11.56%	4.21%	34.81%	7.80%
营业税金及附加	0.71	0.97	1.24	1.50	1.66	经纪	14.3%	69.5%	7.9%	-10.1%	-0.7%
管理费用	59.41	78.05	107.89	119.65	132.79	资本中介	2.3%	-12.6%	97.6%	-35.6%	-27.8%
资产减值损失	0.00	0.00	1.00	0.00	0.00	投行	-7.6%	50.7%	15.0%	15.0%	15.0%
信用减值损失	10.44	38.85	11.00	15.00	15.00	资管	-24.4%	36.9%	58.8%	18.6%	16.4%
营业利润	27.51	26.97	62.66	74.69	95.62	自营	-207333%	37.6%	-9.8%	47.6%	28.1%
利润总额	28.55	27.86	64.21	75.92	97.01	<b>收入结构</b>					
所得税	3.76	0.65	7.02	8.31	10.61	经纪	15.34%	17.50%	15.18%	12.06%	10.31%
净利润	24.79	27.22	57.19	67.61	86.40	资本中介	8.84%	5.20%	8.25%	4.70%	2.92%
归母净利润	24.35	27.23	56.97	67.51	86.24	投行	10.42%	10.56%	9.76%	9.92%	9.82%
<b>资产负债表</b>						资管	17.87%	16.46%	21.00%	22.02%	22.06%
货币资金	489	656	604	578	578	自营	37.32%	34.56%	25.03%	32.66%	36.01%
结算备付金	132	215	205	195	195	其他	4.34%	7.62%	9.40%	6.41%	6.52%
其中：客户备付金	108	186	174	164	164	长期股权投资	5.87%	8.10%	11.38%	12.21%	12.36%
融出资金	132	212	196	173	173	<b>财务分析指标</b>					
金融投资	1498	1525	1646	2296	2596	净利润/营业收入	12.78%	11.77%	21.12%	22.57%	25.98%
衍生金融资产	6	2	1	21	26	-营业利润/营业收入	14.44%	11.66%	23.23%	24.97%	28.80%
买入返售金融资产	242	145	130	117	105	-管理费用/营业收入	31.18%	33.74%	40.00%	40.00%	40.00%
资产总计	2630	2911	3005	3746	4015	-信用减值/营业收入	5.48%	16.79%	4.08%	5.01%	4.52%
代理买卖证券款	402	666	605	570	570	资产周转率	7.24%	7.95%	8.98%	7.99%	8.27%
负债合计	2090	2309	2377	2900	3103	权益乘数	4.87	4.84	4.79	4.43	4.40
归母所有者权益合计	540	602	627	846	912	ROA	0.99%	0.98%	1.93%	2.00%	2.22%
少数股东权益	0	0	0	0	1	杠杆(剔除客户资产)	4.12	3.73	3.82	3.75	3.78
所有者权益合计	540	602	628	846	912	ROE	4.61%	4.85%	9.27%	9.17%	9.81%

资料来源：wind、公司公告、财信证券

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438