



投资评级 **买入** 维持

股票数据

6个月内目标价(元)	14.40
04月27日收盘价(元)	12.16
52周股价波动(元)	11.56-17.19

主要估值指标

	2017	2018E	2019E
市盈率	23.84	27.64	27.02
市净率	1.60	1.52	1.43

股本结构

总股本(百万股)	6994
流通A股(百万股)	5168
B股/H股(百万股)	0/1027

相关研究

《自营资管优势保持，净利润同比+54%》2018.03.31

《自营资管优势显著，业绩大幅增长》2017.10.29

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-1.5	-9.9	-18.6
相对涨幅(%)	2.5	-2.5	-4.4

资料来源：海通证券研究所

分析师:孙婷

Tel:(010)50949926

Email:st9998@htsec.com

证书:S0850515040002

分析师:何婷

Tel:(021)23219634

Email:ht10515@htsec.com

证书:S0850516060001

联系人:李芳洲

Tel:(021)23154127

Email:lfz11585@htsec.com

资管收入同比+233%，IPO 储备丰富

投资要点：通过连续三年的股权融资，资本实力快速提升，2018 年一季度资管收入同比大幅+233%，公司投资收益率持续领先行业。重视主动管理，资管、公募、私募三业务并驾齐驱。目标价 14.40 元，维持“买入”评级。

- **【事件】**东方证券 2018 年第一季度实现营业收入 19.44 亿元，同比-9%；实现归母净利润 4.36 亿元，同比下降 48%；对应 EPS 0.06 元。净资产 523.97 亿元，同比上升 28%。
- **自营优势显著，权益业绩亮眼。**18 年一季度自营业务实现营收 3.3 亿元，同比-75%。截至 17 年末，自营业务余额 554.8 亿元。公司始终追求价值投资，成立至 17 年末，权益类自营投资平均复合收益率为 23.91%；公司顺应市场，固收业务引入量化，提高投资安全性。
- **资管收入同比+233%，回报率远超市场。**公司 18 年一季度资管业务实现营收 8.14 亿元，同比增长 233%，与 17 年全年资管收入增幅接近。截至 17 年末，公司受托资产管理规模 2144 亿元，同比+39%，其中主动管理规模突破两千亿元，占比高达 98%，远超券商资管行业平均水平。2017 年，东证资管主动管理权益类产品的平均年化回报率为 56.25%，是沪深 300 指数回报率的 2.6 倍左右，东方红系列产品净值屡创新高。发挥资管+公募双线业务优势，东证资管受托资产管理业务净收入排名行业第 1。
- **经纪业务依赖度逐渐降低，信用中介业务稳定增长。**18 年一季度经纪业务实现营收 3.97 亿元，同比上升 9%。股基交易市占 1.51%，佣金率为万分之 3.6，同比下降 0.004 个 ppt，公司对经纪业务依赖逐步降低。18 年 3 月末两融余额 129.94 亿元，较 2017 年末+3%，市占 1.3%；股票质押未解押市值余额为 752.12 亿元，较 2017 年末+3.01%，市占 1.9%。
- **IPO 储备丰富。**公司 18 年一季度投行业务实现营收 2.54 亿元，同比-31%。2018 年一季度共计承销 36 个项目，完成增发 6 个，募资 83.18 亿元；配股 2 个，募资 11.57 亿元；公司债 2 个，募资 7 亿元；企业债 1 个，募资 4.3 亿元；地方政府债 15 个，募资 1 亿元；资产支持证券 3 个，募资 2.43 亿元。截至 18 年 4 月 27 日，IPO 储备项目包含主板 16 个，中小板 7 个，创业板 12 个，未定 53 个。
- **【投资建议】**预计公司 2018 年归母净利润 30.80 亿元，同比-13%；EPS 为 0.44 元，BVPS 为 8.00 元。使用可比公司估值法，考虑到东方证券自营及资管优势明显，因此给予略高于行业平均的估值倍数，给予 1.8x 2018E P/B，目标价 14.40 元，维持“买入”评级。

- **风险提示：**市场持续低迷，市场监管进一步加强。

主要财务数据及预测

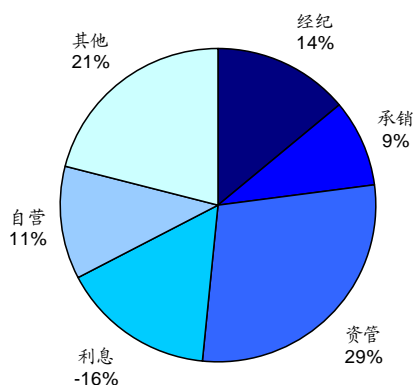
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6877	10532	8093	8079	8657
(+/-)YoY(%)	-55%	53%	-23%	0%	7%
净利润(百万元)	2314	3554	3080	3139	3405
(+/-)YoY(%)	-68%	54%	-13%	2%	8%
归属于母公司所有者的					
每股净利润(元)	0.33	0.51	0.44	0.45	0.49
每股净资产(元)	6.51	7.58	8.00	8.51	9.06

资料来源：公司年报(2016-2017)，海通证券研究所

备注：归属母公司所有者的每股净利润是按最新股本摊薄

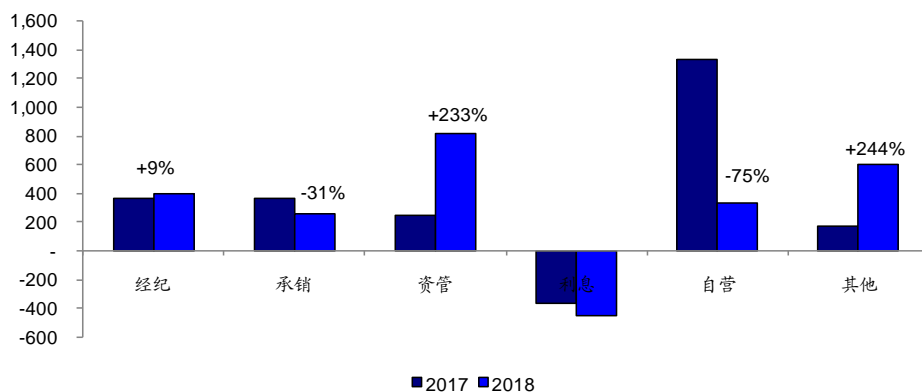
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

图1 东方证券 2018 年第一季度收入结构



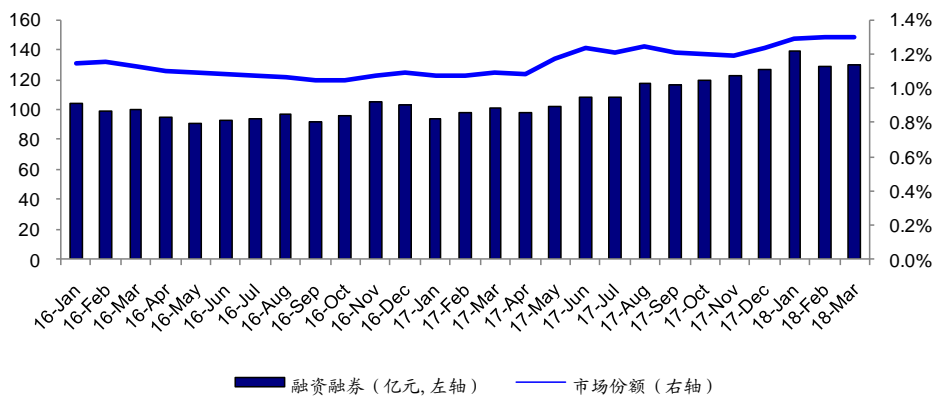
资料来源：公司 2018 年一季报，海通证券研究所

图2 东方证券 2018 年第一季度各业务同比变化情况 (百万元)



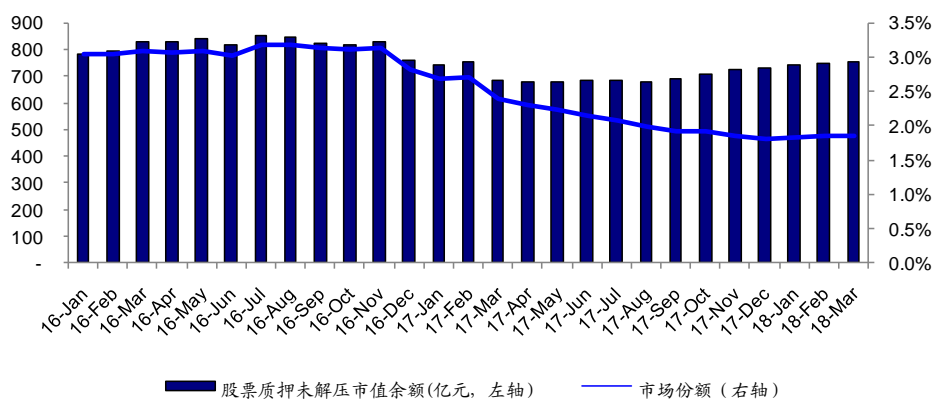
资料来源：公司 2018 年一季报，海通证券研究所

图3 东方证券融资融券余额及市场份额



资料来源：Wind，海通证券研究所

图4 东方证券股票质押未解压市值余额及市场份额



资料来源：Wind，海通证券研究所

表1 上市券商盈利预测及估值表（截至2018年4月27日收盘价）

证券简称	股价 (元)	市值 (亿元)	P/E (倍)			P/B (倍)		
			2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
海通证券	11.41	1312	16.3	15.2		1.2	1.1	
国泰君安	17.65	1538	13.7	15.6	17.1	1.3	1.2	1.2
中国银河	10.09	1023	19.8	25.7	24.0	1.7	1.6	1.5
申万宏源	4.64	1046	17.2	20.2	21.2	1.8	1.7	1.2
国信证券	10.75	882	19.2	20.7		2.0	1.9	
华泰证券	18.32	1312	20.9	14.1	17.5	1.6	1.5	1.4
广发证券	15.62	1190	14.9	13.8	13.5	1.5	1.4	1.3
招商证券	16.43	1101	18.1	21.2	18.0	1.8	1.7	1.6
光大证券	12.57	580	17.0	19.2	18.3	1.2	1.2	1.1
国投安信	11.81	499	17.1	18.0	14.7	1.6		
财通证券	13.69	491	24.9	30.4		3.0	2.4	
华西证券	12.42	326	15.7	25.3	26.8	2.2	2.0	1.6
方正证券	5.92	487	19.1	32.9		1.4	1.3	
浙商证券	11.86	395	28.9	34.9	35.2	3.7	2.9	2.6
长江证券	6.76	374	15.4	24.1	15.9	1.5	1.4	1.3
西部证券	9.23	323	22.9	40.1		2.1	1.8	
兴业证券	6.40	429	20.8	18.8	19.7	1.4	1.3	1.2
第一创业	7.42	260	27.5	61.8	23.4	1.9	2.9	1.6
华安证券	6.70	243	31.9	37.2	26.7	2.0	2.0	1.8
中原证券	5.94	233	32.4	52.7	51.2	2.2	2.3	2.3
国金证券	8.65	262	20.2	21.8	21.6	1.5	1.4	1.3
东吴证券	8.00	240	16.0	30.5	28.1	1.2	1.2	1.1
西南证券	4.17	235	26.1	14.2	12.7	1.2	1.1	1.0
国元证券	8.94	301	12.4	22.4	10.7	0.8	1.2	0.7
太平洋	2.78	189	27.8	163.5	47.4	1.6	1.6	2.0
山西证券	8.18	231	48.1	58.4		1.9	1.9	
东北证券	7.67	180	13.2	16.2	14.6	1.2	1.1	1.0
国海证券	4.01	169	16.7	44.6		1.2	1.2	
宝硕股份	9.00	157	(40.9)	38.5	32.6	1.1	1.0	1.0
平均	9.55	551.99	19.08	32.82	23.22	1.68	1.62	1.52
东方证券	12.16	850	36.8	23.9	27.6	1.9	1.6	1.5

资料来源：公司历年财报，Wind，海通证券研究所，注：大券商包括海通证券、广发证券、光大证券、招商证券、华泰证券、国泰君安、国信证券、申万宏源；本表中海通证券的数据均来自于公开资料，放入表格中便于投资者同行业比较时参考；华泰证券、广发证券、招商证券、兴业证券、西南证券、国金证券、国元证券、第一创业证券盈利预测来自海通预测，其余券商均为Wind一致预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	利润表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标（元）					营业收入	10532	8093	8079	8657
归属母公司所有者的每股净利润（按最新股本摊薄）	0.51	0.44	0.45	0.49	手续费及佣金净收入	5006	5041	5551	6039
每股净资产	7.58	8.00	8.51	9.06	其中：经纪业务	1472	1436	1468	1507
每股股利	0.16	0.14	0.14	0.15	投资银行业务	1323	1213	1315	1428
价值评估（倍）					资产管理业务	1977	2134	2483	2792
P/E	23.84	27.64	27.02	24.82	利息净收入	-2010	-1938	-2084	-2226
P/B	1.60	1.52	1.43	1.34	投资收益	5528	4990	4612	4844
股息率（%）	31.5%	31.8%	31.2%	30.8%	公允价值变动收益	1687	-	-	-
盈利能力指标（%）					汇兑收益	-130	-	-	-
营业利润率	39.0%	48.1%	49.1%	49.6%	其他业务收入	450	-	-	-
净利润率	33.7%	38.1%	38.9%	39.3%	营业支出	6427	4198	4110	4361
净资产收益率	7.6%	5.7%	5.4%	5.5%	营业税金及附加	66	51	51	54
总资产收益率	1.6%	1.3%	1.2%	1.3%	业务及管理费	5503	4147	4059	4307
盈利增长（%）					资产减值损失	434	-	-	-
营业收入增长率	53%	-23%	0%	7%	其他业务成本	424	-	-	-
营业利润增长率	58%	-5%	2%	8%	营业利润	4105	3895	3969	4296
净利润增长率	54%	-13%	2%	8%	利润总额	4389	3895	3969	4296
杠杆指标					所得税	785	697	710	769
资产负债率	76.9%	76.9%	77.1%	76.6%	少数股东损益	49	117	120	122
					归属母公司所有者净利润	3554	3080	3139	3405
					归属于母公司所有者的综合收益总额	2431	-	-	-

资产负债表（百万元）	2017	2018E	2019E	2019E
客户资金	28920	31709	34131	35496
自有资金	22775	24971	26878	27953
交易性金融资产	48029	49422	53197	55325
可供出售金融资产	72234	75048	80780	84012
持有至到期投资	111	122	134	147
长期股权投资	4006	4206	4416	4637
买入返售金融资产	34618	37389	40764	42407
融出资金	12653	13285	13950	14368
资产总计	231860	244816	263445	274072
代理买卖证券款	26809	29490	32439	34061
应付债券	65310	65310	67310	67310
应付短期融资券	1810	2310	2810	3310
短期借款	1522	1598	1678	1761
长期借款	806	822	863	881
负债总计	178359	188241	203211	209856
总股本	6994	6994	6994	6994
普通股股东权益	53501	56575	60234	64217
少数股东权益	516	613	718	825
负债和所有者权益合计	231860	244816	263445	274072

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 27 日

资料来源：公司年报（2017），海通证券研究所

信息披露 分析师声明

孙婷 银行行业, 非银行金融行业
何婷 非银行金融行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解, 清晰准确地反映了作者的研究观点, 结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 第一创业, 五矿资本, 晨鸣纸业, 中国太保, 国金证券, 越秀金控, 光大证券, 东吴证券, 中国人寿, 国泰君安, 东方财富, 兴业证券, 中国银河, 浙商证券, 华安证券, 招商证券, 中原证券, 中金公司, 中国平安, 华泰证券, 安信信托, 众安在线, 中国财险, 中国太平, 东方证券, 宝硕股份, 长江证券, 新华保险, 广发证券, 国元证券

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。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。

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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通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。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。