

# 东方财富 (300059): 深度报告

## 流量龙头, 蓄势待发 增持 (维持)

2017年6月26日

### 投资要点:

- 券商业务逆势起航, 显著协同推动经纪业务份额大幅提升:** 1) 公司收购东方财富证券后高效整合并优化收入结构, 2016年券商业务收入比重大幅提升至49%, 成为新的权重业务。2) 依托互联网金融平台海量用户优势+超低佣金率(0.029%), 东方财富证券经纪业务市场份额大幅攀升至1.52%, 目前已超越东吴、兴业、国金等中型券商, 同时, 互联网证券轻资产运营的利润率高于传统券商, 保证业绩同步高增长。3) 受益于母公司平台用户转化, 两融业务市场份额迅速提升至0.62%, 推动2016年利息收入同比增长146%。由于两融业务存在滞后效应(新开户客户需6个月后才能开启两融业务), 预计两融业务后续将逐步发力, 为公司贡献显著增量业绩。
- 流量优势稳固+变现渠道多元化, 互联网金融生态圈布局完善:** 公司核心流量优势持续保持领先, 依托东方财富网、天天基金、Choice终端等平台积淀了大量的活跃用户。其中, 东方财富网日均覆盖人数持续8年以上位居垂直类财经网站第一, 是名副其实的流量龙头。基于流量优势, 公司近年来积极布局证券、征信、互联网保险、小额贷款、财经直播等金融业务, 满足投资者一体化、全方位的投资需求。未来公司将进一步依托流量+数据+牌照+场景, 通过多元化变现渠道, 构建财富生态圈, 打造一站式互联网金融平台。
- 从基金销售到券商业务, 两次转型稳步推进流量变现:** 1) 公司自2012年取得第三方基金销售资格后, 开启第一轮流量变现转型。2015年基金销售规模达7344亿元, 实现收入24亿元, 同比增长500%, 成为当年业绩爆发的核心驱动力。2) 公司旗下“东方财富股吧”凭借先发优势, 率先聚集了大量投资者用户, 成为国内社交投资平台龙头。同时, 由于用户通常出于投资交流的目的访问, 平台用户黏性更强, 客群质量优异, 使公司券商业务充分受益。3) 我们认为, 公司第一次流量变现转型大获成功, 推动业绩、市值高速增长, 考虑公司品牌知名度与市场影响力已显著扩大, 预计以券商业务为核心的第二轮转型成效将更加显著。

### 投资建议:

公司流量优势稳固, 金融生态圈布局完善, 以券商业务为核心的二次转型前景光明。政策方面而言, 未来持续监管是常态, 维护健康稳定的市场利好龙头公司。估值方面, 自从市场大跌以来市值大幅萎缩, 市场反弹公司均显著滞涨, 安全边际较高。利用分部估值法, 预计公司2017年合理估值约581亿元, 对应股价13.5元。预计公司17、18、19年归母净利润分别为8.10、10.29、11.89亿元, 对应EPS分别为0.19、0.24、0.28元, 看好公司长期发展前景, 维持“增持”评级。

**风险提示:** 1) 证券市场景气度波动对业绩造成影响; 2) 互联网金融行业竞争加剧; 3) 监管趋紧抑制互联网金融创新。

首席证券分析师 丁文韬  
执业资格证书号码: S0600515050001  
[dingwt@dwzq.com.cn](mailto:dingwt@dwzq.com.cn)

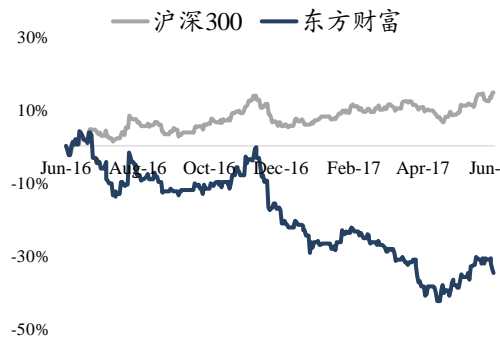
证券分析师 王维逸  
执业资格证书号码: S0600515050002  
[wangwy@dwzq.com.cn](mailto:wangwy@dwzq.com.cn)

证券分析师 胡翔  
执业资格证书号码: S0600516110001  
[hux@dwzq.com.cn](mailto:hux@dwzq.com.cn)

研究助理 田昶  
[tiant@dwzq.com.cn](mailto:tiant@dwzq.com.cn)

研究助理 马祥云  
[maxy@dwzq.com.cn](mailto:maxy@dwzq.com.cn)  
021-60199746

### 股价走势



### 市场数据 (2017年6月26日)

收盘价(元)	12.03
市盈率(2016)	72.26
市净率(2016)	4.02
流通A股市值(百万元)	38354

### 基础数据 (2016)

每股净资产(元)	2.99
资产负债率(%)	52.45
总股本(百万股)	4289
流通A股(百万股)	3188

### 相关报告

- 东方财富: 2016年年报点评-业绩下滑符合预期, 券商业务显著提升, 20170307
- 东方财富: 2016年三季报点评-证券业务快速起步, 战略布局持续推进, 20161031

## 目 录

<b>1. 券商业务逆势起航，经纪份额迅猛提升</b> .....	<b>4</b>
1.1. 东方财富证券迅速整合，协同效应显著.....	4
1.2. 大流量+低佣金，经纪业务市场份额节节攀升.....	5
1.3. 两融业务顺势而上，有望成为下一轮业绩增长点.....	6
<b>2. 流量优势根基稳固，布局完善蓄势待发</b> .....	<b>7</b>
2.1. 平台流量优势持续领先，奠定变现基础.....	7
2.2. 以流量为根基，构建完善的一体化互联网金融平台.....	8
2.3. 流量变现第一步：基金销售.....	9
2.4. 流量变现第二步：证券个人业务.....	9
<b>3. 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>10</b>
3.1. 盈利预测.....	10
3.2. 投资建议.....	11
<b>4. 风险提示</b> .....	<b>13</b>

## 图表目录

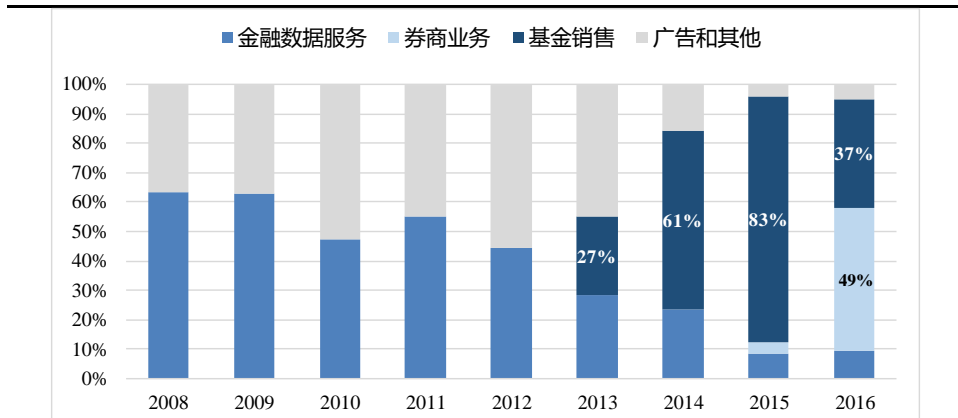
图表 1: 2008-2016 年东方财富收入结构.....	4
图表 2: 2015.12-2017.05 东财证券股票成交额.....	4
图表 3: 2015.12-2017.05 东财证券两融余额.....	4
图表 4: 2017.05 东财证券股票交易市场份额.....	5
图表 5: 东财证券股票交易市场份额迅速提升.....	5
图表 6: 2016 年东财证券与上市券商佣金率.....	6
图表 7: 2014-2016 年东财证券经纪业务收入及同比增速.....	6
图表 8: 东财证券两融余额及市场份额.....	7
图表 9: 东方财富证券利息净收入（亿元）.....	7
图表 10: 2017.04 垂直财经网站流量监测数据.....	8
图表 11: 东方财富一体化互联网金融平台布局.....	8
图表 12: 东方财富基金销售收入（亿元）.....	9
图表 13: 东方财富基金单季度销售额（亿元）.....	9
图表 14: 东方财富上线基金公司与产品数量.....	9
图表 15: 2017Q1 代销机构代销基金数量（只）.....	9
图表 16: 东财证券新增客户账户数量（万户）.....	10
图表 17: 东财证券客户资产（亿元）.....	10
图表 18: 东方财富盈利预测.....	11
图表 19: 东方财富总市值（亿元）.....	12
图表 20: 东方财富股价累计跌幅.....	12
图表 21: 东方财富分部估值.....	13

## 1. 券商业务逆势起航，经纪份额迅猛提升

### 1.1. 东方财富证券迅速整合，协同效应显著

高效整合东方财富证券，优化公司收入结构。公司于2015年12月正式完成对西藏同信证券的收购及合并报表，并更名为“西藏东方财富证券”（下文简称“东财证券”）。通过外延式拓展证券业务，公司进一步拓宽了互联网金融平台用户的转化和流量变现渠道，一站式金融服务平台的综合价值显著提升。2016年，公司实现营业收入23.5亿元，虽然受市场行情影响收入下滑，但券商业务收入占比大幅提升至49%，跃居最大权重业务，公司收入结构再度优化升级。同时，通过高效整合，依托母公司互联网金融平台的协同效应和海量用户的核心优势，东财证券的综合实力显著提升。

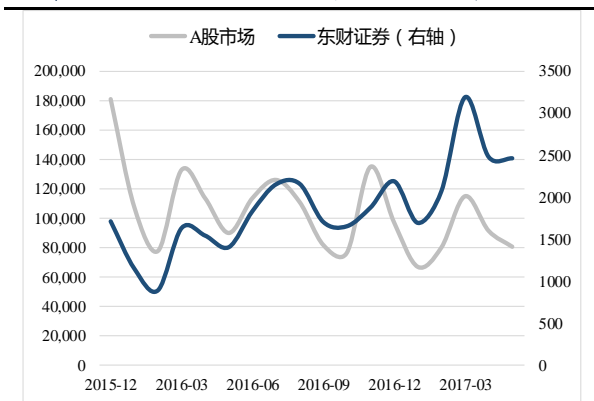
图表 1：2008-2016 年东方财富收入结构



资料来源：公司定期报告，东吴证券研究所

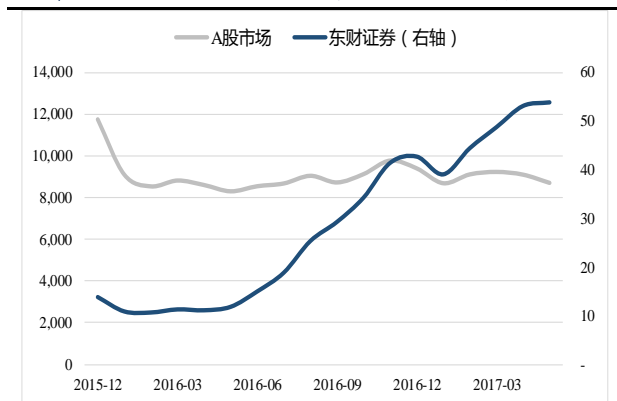
充分受益母公司平台流量优势，经纪、两融业务逆势增长。公司收购东方财富证券后，采取“更低的价格+更优的服务”策略，通过公司互联网金融平台宣传以及丰富多元的促销手段（诸如开户赠短线雷达及手机 Level 2 行情等）进行推广。2016年，在市场整体股票成交额同比大幅下滑 50.1%的环境下，东财证券的股票成交额逆势攀升，全年大幅提升 52.8%，同时两融余额增长近 4 倍至 53.77 亿元。

图表 2：2015.12-2017.05 东财证券股票成交额



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 3：2015.12-2017.05 东财证券两融余额



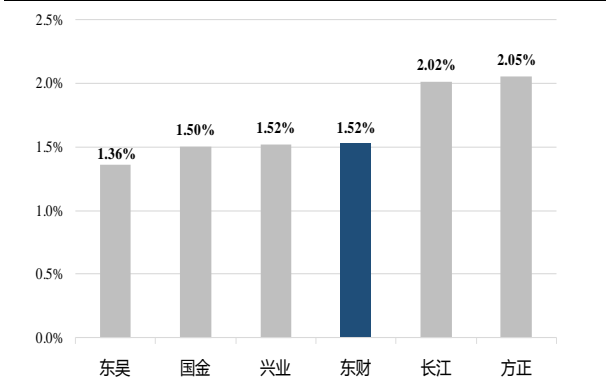
资料来源：Wind，东吴证券研究所

**增资提升资本实力，支撑券商业务扩张和结构优化。**公司早期以资讯、数据、金融电商为主业，互联网轻资产运营模式下的资本金劣势成为券商业务发展的拦路虎。如今通过再融资与发行可转债，资金短板得以弥补，并对券商业务提供资本支持。公司于2016年5月向东财证券增资40亿元用于补充资本金，目前，东财证券净资本达到55.6亿元，净资产达到58.9亿元，资本实力大幅提升。此外，2017年3月公司公告拟发行可转债不超过50亿元，用于补充东财证券营运资金，其中不超过40亿元计划用于发展包括融资融券及股票质押在内的信用交易业务（尚未发行完成）。公司强劲的资金支持和上市平台便捷的融资渠道将保障东财证券资本实力稳步提升，开启业务规模扩张空间，驱动经纪业务与两融业务市场份额持续提升。

## 1.2. 大流量+低佣金，经纪业务市场份额节节攀升

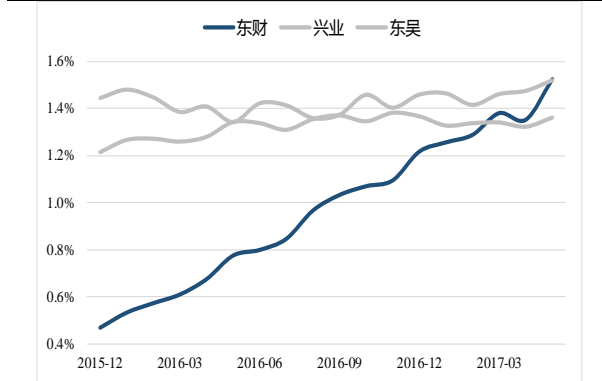
**导流效果显著，经纪业务实现弯道超车。**自2015年12月公司正式完成收购后，东财证券股票交易市场份额不断创新高，从2015年12月的0.47%大幅提升至2017年5月的1.52%。2017年5月，东财证券股票交易市场份额已经超越兴业证券（1.52%）、国金证券（1.50%）及东吴证券（1.36%），紧随中投证券（1.93%）及长江证券（2.02%），成为2016年以来经纪业务发展势头最迅猛的券商。

图表 4: 2017.05 东财证券股票交易市场份额



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 5: 东财证券股票交易市场份额迅速提升

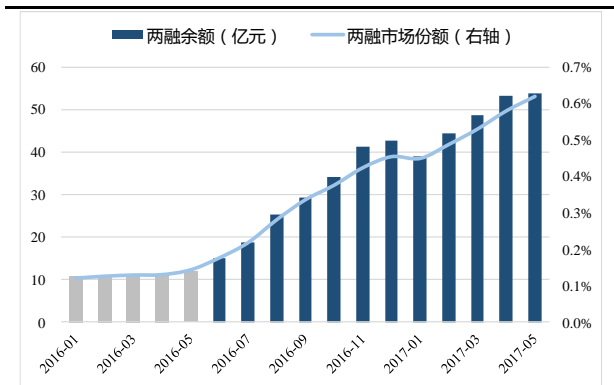


资料来源：Wind，东吴证券研究所

**超低佣金率体现互联网证券特色，低成本运营保障利润同步增长。**一方面，东方财富作为垂直财经网站龙头，积淀了庞大的用户访问量和领先的用户黏性，进军互联网证券后，平台用户转化与流量变现直接带动了经纪业务规模的增长。另一方面，东财证券2016年经纪业务佣金率仅0.029%（2016Q4行业平均为0.035%），仅高于同期的华泰证券佣金率0.022%，低廉的价格竞争优势明显，互联网证券特色鲜明。此外，尽管东财证券采取超低佣金率，但以互联网平台为主的经纪业务模式节省了大量开设线下营业部及招募投资顾问的成本，因而与传统券商相比，轻资产经纪业务运营模式的利润率更高，保障东财证券在低佣金率的战略下保持业绩同步增长。

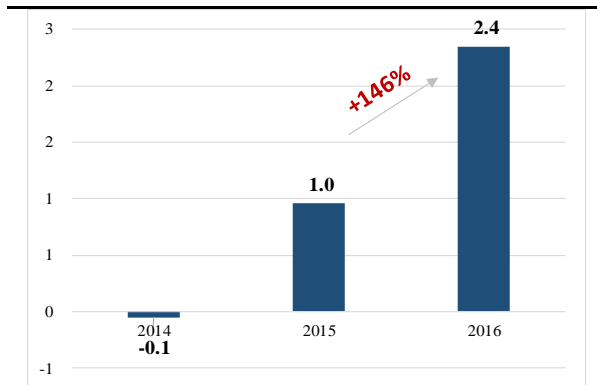


图表 8: 东财证券两融余额及市场份额



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 9: 东方财富证券利息净收入 (亿元)



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**流量滞后变现+资本金充裕, 两融业务将迎高速增长。** 1) 由于投资者开通融资融券业务通常须在开户满 6 个月以后, 因而两融业务份额的提升存在滞后效应。我们预计, 依托东方财富庞大的用户基础和用户粘性, 紧随着经纪业务份额的提升, 东财证券两融业绩将在未来高速增长。2) 考虑公司于 2016 年向东财证券增资 40 亿元用于补充资本金, 并于 2017 年 3 月公告拟发行可转债不超过 50 亿元用于东财证券补充营运资金, 资本金逐步到位将支撑公司两融业务规模的快速扩张, 息差收益有望成为未来新的业绩增长点。

## 2. 流量优势根基稳固, 布局完善蓄势待发

### 2.1. 平台流量优势持续领先, 奠定变现基础

公司以“东方财富网”为核心, 构建了集互联网财经门户平台、金融电子商务平台(天天基金网)、金融数据终端(Choice 数据终端)等为一体的互联网金融服务大平台, 各平台持续保持绝对领先的流量优势, 积淀了大量活跃用户。

**1) 东方财富网:** 根据艾瑞数据监测, 2017 年 4 月, 东方财富网日均覆盖人数 1079 万人, 月度有效浏览时间 6287 万小时, 超越 TOP10 中其余九家之和, 流量龙头名副其实。东方财富网日均覆盖人数及月度浏览时间持续 8 年以上位居垂直类财经网站第一, 凸显平台用户粘性强, 流量优势可持续。

**2) 天天基金网:** 网站通过提供基金代销与查询服务吸收了大批基民, 2016 年日均页面浏览量为 533.78 万, 日均独立访问用户数为 67.78 万人。海量而稳定的平台用户为各线业务开展奠定了良好的基础。

图表 10: 2017.04 垂直财经网站流量监测数据

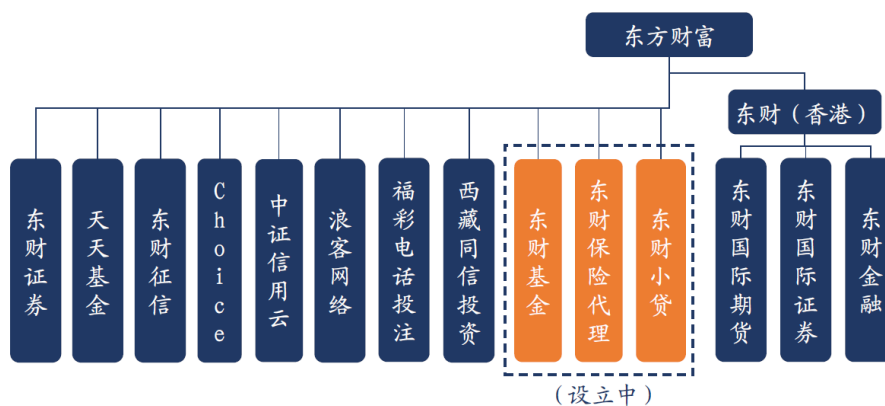
网站	日均覆盖人数 (万人)	网站	月度浏览时间 (万小时)
东方财富网	1079	东方财富网	6287
同花顺财经	267	同花顺财经	743
和讯	163	第一财经	605
我爱卡	157	我爱卡	417
金融界	151	雪球网	279
南方财富网	149	汇通网	236
金投网	78	中金在线	233
中金在线	61	和讯	228
证券之星	60	理想财富	175
中国财经信息网	56	证券之星	160

资料来源：艾瑞咨询网，东吴证券研究所

## 2.2. 以流量为根基，构建完善的一体化互联网金融平台

**基于流量优势打造互联网金融生态圈。**公司早期通过东方财富网、Choice 数据终端等为用户提供财经资讯与数据服务，以互联网广告与金融数据服务为主要收入来源，同时积累了大量用户资源。2007 年天天基金网开始上线，并于 2012 年取得基金代销资格，标志着东方财富开启流量变现转型。随后公司通过布局证券、征信、互联网保险、财经直播，延伸服务链条，拓宽流量变现渠道，逐步构建成为一站式互联网金融平台。随着公司逐步申请第三方基金代销、券商、公募基金、保险代理、福彩电话投注等业务的经营牌照或资格，平台将实现从资讯信息、投资决策到投资交易的全覆盖，满足用户一站式、全方位的投资需求。

图表 11: 东方财富一体化互联网金融平台布局

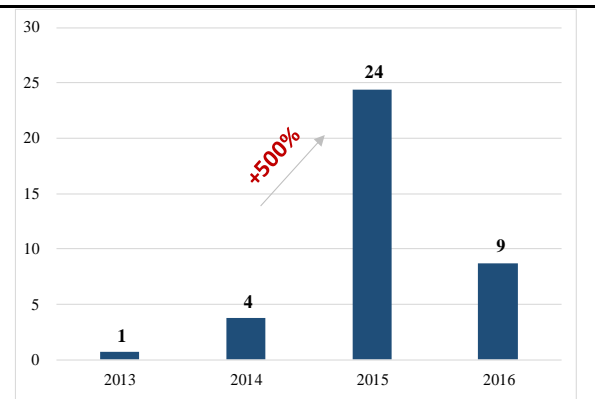


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

### 2.3. 流量变现第一步：基金销售

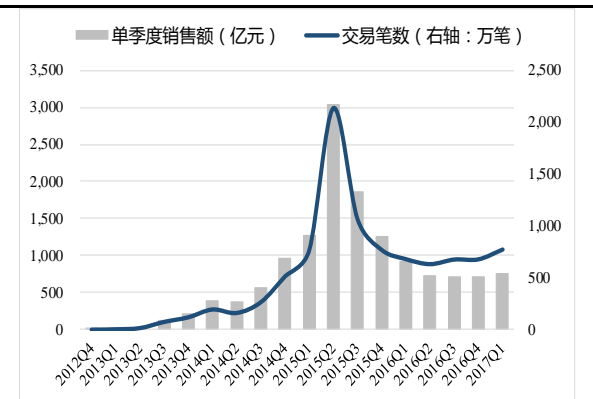
公司于2012年成为第一批获得第三方基金销售资格的机构，金融电商业务开始发力。借助平台积累的用户资源优势，基金销售业务规模迅速攀升。2015年，在市场行情助推下，公司基金代销规模达到7344亿元，实现基金销售收入24亿元，同比增长500%，成为推动当年业绩爆发的核心业务（基金销售营收占比83%）。2016年，公司基金销售规模为3061亿元，其中货币基金活期宝为1847亿元；上线基金公司111家，覆盖率超90%。目前上线基金产品数量3483只，仍领先于陆金所、同花顺等位居行业首位。

图表 12: 东方财富基金销售收入 (亿元)



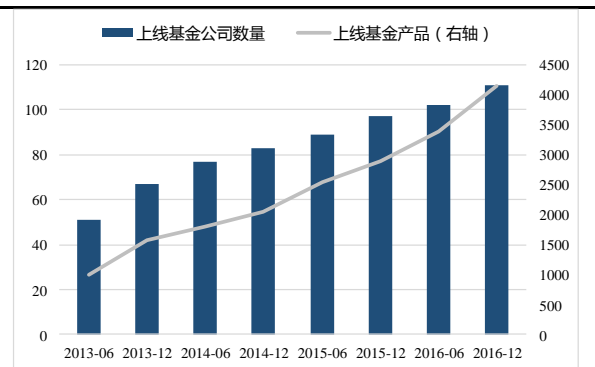
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 13: 东方财富基金单季度销售额 (亿元)



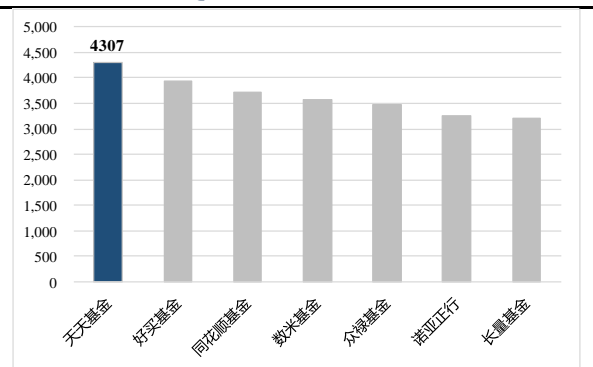
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 14: 东方财富上线基金公司与产品数量



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 15: 2017Q1 代销机构代销基金数量 (只)



资料来源：Choice，东吴证券研究所

### 2.4. 流量变现第二步：证券个人业务

一体化互联网生态圈内部流量实现良性循环。东方财富网旗下的“股吧”频道作为公司流量价值最核心的板块之一，与券商业务协同显著。

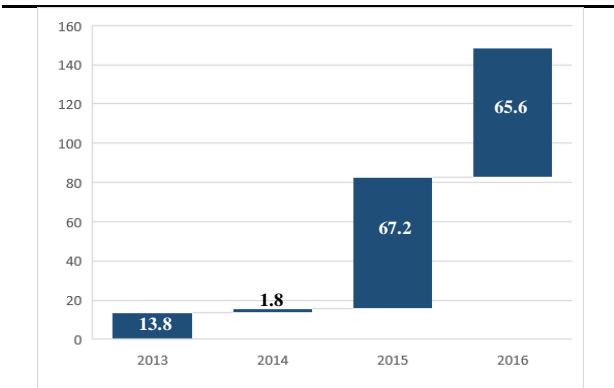
“股吧”于2006年上线，在互联网财经互动社区中已经占据了领先的行业地位，用户访问量和用户黏性远超同类网站和讯股吧、金融界爱股等。

“股吧”具有先发优势，率先聚集了大量投资用户，且用户出于投资交流的目的进行访问，依赖度与黏性更强。用户群体质、量优异，公司券商业务充分受益。2016年公司新增开户数65.6万户，与2015年牛市新增开户数63.9万户相比，仅下降2.32%，开户数量持续保持高增长。

相对于基金销售业务的流量变现，这一轮与券商业务的协同效应更加“立竿见影”。公司第一次流量变现转型大获成功，推动业绩、市值高速增长。考虑公司品牌知名度与市场影响力已显著扩大，预计以券商业务为核心的第二轮转型成效将更加显著。

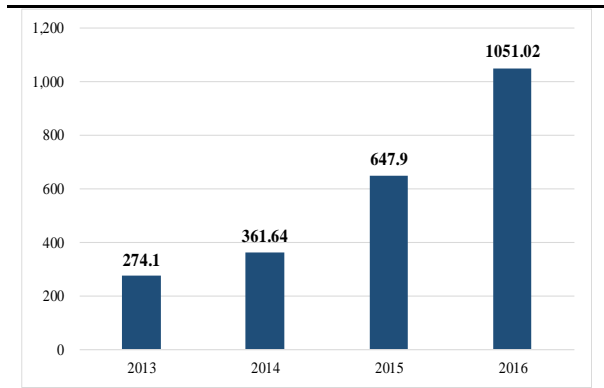
以流量为根基，逐步打通变现渠道，互联网金融龙头蓄势待发。目前公司已相继布局基金销售、券商、福彩电话投注、财经直播等领域，未来若公募、保险代理等牌照或业务资格成功落地，公司有望打造成为“产、研、销”一体化布局的互联网金控平台。同时，东方财富以个人业务为重点发展对象，轻资产运营模式下业绩弹性高，与市场景气度关联更大。目前资金、牌照等逐步到位，未来将充分享受市场繁荣发展带来的红利。

图表 16: 东财证券新增客户账户数量 (万户)



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 17: 东财证券客户资产 (亿元)



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3. 盈利预测与投资建议

#### 3.1. 盈利预测

2016年以来，市场景气度持续下降导致公司基金销售规模锐减，同时公司战略性主动降低基金销售申购费率，基金销售量价齐跌造成公司业绩大幅下滑。我们预计，尽管短期内市场景气度难以快速提升，但公司权重业务已由基金销售过渡为券商业务（2016年证券业务收入比重达到49%，跃居第一权重业务，而基金销售业务收入比重下滑至37%），受益于母公司流量优势及协同效应，东方财富证券经纪及其它各线业务有望高速发展，推动公司整体业绩逐步回暖。

我们预计，东方财富证券2017-2019年营业收入分别为14.97、20.73、23.49亿元，占公司营业总收入比重将分别达到60.4%、64.8%、60.8%。预计2017-2019年东方财富基金销售收入分别为6.32、7.30、10.72亿元，占公司营业总收入比重将分别为22.5%、22.8%、27.7%。同时，公司整体2017-2019年归母净利润预计将分别达到8.1、10.29、11.89亿元，同比增速将分别达到13%、27%、16%。

图表 18: 东方财富盈利预测

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>一、营业收入</b>	<b>2,926</b>	<b>2,352</b>	<b>2,477</b>	<b>3,198</b>	<b>3,864</b>
金融数据服务	249	220	231	263	295
广告服务	102	98	102	115	129
基金销售收入	2,442	871	632	730	1,072
其他	20	15	16	17	19
证券业务	113	1,149	1,497	2,073	2,349
<b>二、营业成本</b>	<b>876</b>	<b>1,705</b>	<b>1,729</b>	<b>2,228</b>	<b>2,726</b>
<b>三、营业利润</b>	<b>2,111</b>	<b>667</b>	<b>748</b>	<b>970</b>	<b>1,138</b>
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>1,849</b>	<b>714</b>	<b>810</b>	<b>1,029</b>	<b>1,189</b>
<b>业绩增速</b>	<b>1014%</b>	<b>-61%</b>	<b>13%</b>	<b>27%</b>	<b>16%</b>
EPS (元; 最新总股本)	0.43	0.17	0.19	0.24	0.28
BVPS (元; 最新总股本)	1.91	2.99	3.07	3.17	3.18
ROE	22.61%	5.56%	6.15%	7.58%	8.72%
PE	27.91	72.26	63.71	50.12	43.39
PB	6.31	4.02	3.92	3.80	3.78

资料来源：Wind，东吴证券研究所

### 3.2. 投资建议

我们认为，随着互联网金融监管环境趋稳，健康发展的新时代利好优质、规范的互联网金融标杆。此外，公司市值自 2015 年牛市高点已大幅下滑 71%，股价已充分调整，投资价值逐步显现。考虑公司证券业务发展势头迅猛有望推动整体业绩增长，预计公司基本面拐点渐近，看好公司未来立足流量优势，以证券业务为核心，打造一站式互联网金融平台。根据分部估值法，我们认为公司合理市值应为 581 亿元，对应股价 13.5 元/股，维持公司“增持”评级。

1) 政策面：监管环境趋稳，行业龙头受益。2016 年以来，对券商及互联网金融的监管全面趋紧，短期对行业创新、市场热度有所抑制。随着相关监管政策已全面落地，市场对金融监管进一步升级的担忧逐步弱化，且利好行业长期健康发展。我们认为，互联网金融监管政策导向将由严格整治转向规范发展，行业整体经营环境有所改善，而券商监管制度已基本全面推陈出新，规范、稳健经营的行业龙头将逐步受益。

2) 估值端：股价充分调整后彰显互联网金融龙头投资价值。公司股价自 2016 年初以来持续下行，总市值由 2015 年牛市期间的高点 1750 亿（尚未增资扩股）跌至近期约 500 亿。作为创业板及互联网金融龙头，我们认为公司股价已历经充分调整，目前估值具有强劲的安全边际。前期市场及创业板反弹，公司明显滞涨，优质互联网金融龙头及创业板蓝

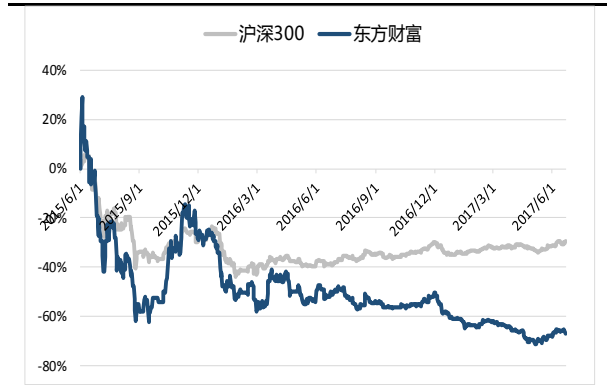
筹的投资价值逐步显现。

图表 19: 东方财富总市值 (亿元)



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 20: 东方财富股价累计跌幅



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

**3) 分部估值: 公司合理估值为 581 亿元, 对应股价 13.5 元/股。**

**(i) 证券业务:** 东财证券 2017 年 5 月经纪业务市场份额为 1.52%, 两融业务市场份额为 0.49%, 考虑其市场份额快速提升、与母公司互联网金融平台协同显著等因素, 且两融业务有望后期发力逐步提升, 我们认为其 2017 年经纪业务及两融业务有望对标长江证券等中型券商。考虑东财证券 2016 年经纪业务+利息净收入占比高达 77.6%, 且后续仍将重点发展该类业务, 对标长江证券最新市值 527 亿 (经纪业务+利息净收入比重为 53.7%), 我们认为公司证券业务分部合理估值应为 283 亿元 (即长江证券总市值的 53.7%)。

**(ii) 基金销售业务:** 基金销售业务 2017 年预计实现营业收入 6.32 亿元, 假设该项业务净利润率为 40%, 预计净利润为 2.53 亿元, 同时参照互联网金融指数平均市盈率给予 68.7 倍 PE, 合理估值为 174 亿元。

**(iii) 金融数据+广告+其它服务:** 2017 年预计广告、数据等其他业务收入 3.49 亿元, 假设净利润率为 28%, 对应净利润为 0.98 亿元, 参照创业板指数平均市盈率给予 49 倍 PE, 合理估值约 48 亿元。

**(iv) 整体估值:** 公司分部业务估值加总为 505 亿元, 考虑公司为互联网金融龙头, 且券商业务高速发展并与母公司流量优势显著协同。我们认为, 应在公司加总分部估值的基础上给予 15% 估值溢价, 公司合理估值为 581 亿元, 对应股价为 13.5 元/股。

图表 21：东方财富分部估值

证券业务：	长江证券	东财证券
经纪业务市场份额（2017年5月）	2.02%	1.52%
两融业务市场份额（2017年5月）	1.88%	0.49%
经纪业务收入+利息净收入比重(2016年)	53.70%	77.60%
长江证券市值（2017年6月22日，亿元）	527	
<b>东财证券估值（亿元）</b>	<b>283</b>	
<b>金融电子商务：</b>	<b>东方财富</b>	
基金销售收入（2017E：亿元）	6.32	
净利润率	40%	
对应净利润（亿元）	2.53	
PE（互联网金融指数平均 PE）	68.7	
<b>金融电子商务估值（亿元）</b>	<b>174</b>	
<b>金融数据+广告+其它服务：</b>	<b>东方财富</b>	
业务收入（2017E：亿元）	3.49	
净利润率	28%	
对应净利润（亿元）	0.98	
PE（创业板指数平均 PE）	49	
<b>其它业务估值（亿元）</b>	<b>48</b>	
<b>分部估值加总（亿元）</b>	<b>505</b>	
<b>整体估值溢价</b>	<b>15%</b>	
<b>合计（亿元）</b>	<b>581</b>	

资料来源：Wind，东吴证券研究所

#### 4. 风险提示

1) 证券市场景气度波动对业绩造成影响：公司基金销售与券商业务均与证券市场行情密切相关，如果市场行情持续低迷，公司业绩将受到负面影响；

2) 互联网金融行业竞争加剧：互联网金融行业市场竞争主体日趋多元化，公司在基金销售、券商开户、流量变现等领域均面临激烈竞争；

3) 监管趋紧抑制互联网金融创新：互联网金融监管近年来全面趋严，短期抑制行业创新与市场热度，可能制约公司相关创新业务的推进。

利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,926	2,352	2,477	3,198	3,864
营业总成本	876	1,705	1,729	2,228	2,726
营业成本	324	323	285	314	359
营业税金及附加	46	52	55	74	97
销售费用	203	266	272	384	502
管理费用	394	1,114	1,164	1,535	1,893
财务费用	-108	-67	-65	-96	-142
资产减值损失	18	17	17	17	17
其他经营收益	61	21	21	21	21
公允价值变动净收益	22	-25	-	-	-
投资净收益	39	45	-	-	-
汇兑净收益	0	1	-	-	-
<b>营业利润</b>	<b>2,111</b>	<b>667</b>	<b>748</b>	<b>970</b>	<b>1,138</b>
加：营业外收入	63	140	161	184	196
减：营业外支出	3	10	-	-	-
<b>利润总额</b>	<b>2,171</b>	<b>798</b>	<b>909</b>	<b>1,154</b>	<b>1,334</b>
减：所得税	322	86	99	125	145
净利润	1,849	712	810	1,029	1,189
减：少数股东损益	0	-2	-	-	-
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>1,849</b>	<b>714</b>	<b>810</b>	<b>1,029</b>	<b>1,189</b>
加：其他综合收益	-	-	-	-	-
综合收益总额	1,849	712	810	1,029	1,189
减：归属于少数股东的综合收益总额	-	-1	-	-	-
归属于母公司普通股股东综合收益总额	1,849	713	810	1,029	1,189

资料来源：Wind，东吴证券研究所

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>资产:</b>					
货币资金	12,249	9,694	9,769	9,815	9,882
结算备付金	1,455	2,071	2,698	3,737	4,235
融出资金	1,360	4,253	5,540	7,674	8,698
交易性金融资产	1,968	1,172	1,452	2,495	2,710
衍生金融资产	4	1	1	1	1
应收账款	328	277	291	376	455
预付款项	59	67	121	156	191
应收利息	51	59	63	81	98
其他应收款	1,451	1,679	2,069	2,964	3,501
存出保证金	504	467	492	636	768
买入返售金融资产	31	1,213	1,580	2,189	2,481
其他流动资产	284	693	631	649	668
<b>流动资产合计</b>	<b>19,744</b>	<b>21,646</b>	<b>24,707</b>	<b>30,773</b>	<b>33,688</b>
可供出售金融资产	98	97	126	174	198
长期股权投资	266	306	306	306	306
固定资产	396	1,781	2,449	2,700	2,800
在建工程	19	29	25	25	25
无形资产	187	68	75	80	85
商誉	2,932	2,932	2,932	2,932	2,932
长期待摊费用	40	39	39	41	43
递延所得税资产	52	51	52	52	52
其他非流动资产	-	37	45	51	64
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,989</b>	<b>5,340</b>	<b>6,049</b>	<b>6,361</b>	<b>6,504</b>
<b>资产总计</b>	<b>23,733</b>	<b>26,986</b>	<b>30,756</b>	<b>37,134</b>	<b>40,193</b>
<b>负债及股东权益:</b>					
短期借款	-	74	85	90	95
应付短期融资券	200	600	600	600	600
应付账款	103	112	173	267	354
预收款项	185	127	149	256	309
卖出回购金融资产款	1,639	943	943	943	943
应付职工薪酬	213	211	211	211	211
应交税费	54	28	31	35	42
应付利息	7	8	4	7	6
其他应付款	737	781	823	1,062	1,284
代理买卖证券款	11,897	10,955	14,272	19,768	22,405
<b>流动负债合计</b>	<b>15,035</b>	<b>13,839</b>	<b>17,291</b>	<b>23,239</b>	<b>26,249</b>
非流动负债:					

应付债券	500	300	300	300	300
递延所得税负债	17	12	12	12	12
递延收益-非流动负债	5	4	5	4	4
<b>非流动负债合计</b>	<b>522</b>	<b>316</b>	<b>317</b>	<b>316</b>	<b>316</b>
<b>负债合计</b>	<b>15,557</b>	<b>14,155</b>	<b>17,608</b>	<b>23,555</b>	<b>26,565</b>
股本	1,854	3,558	4,289	4,289	4,289
资本公积金	4,404	6,827	6,096	6,096	6,096
盈余公积金	231	265	324	427	497
未分配利润	1,681	2,175	2,433	2,761	2,740
<b>归属于母公司所有者权益合计</b>	<b>8,169</b>	<b>12,825</b>	<b>13,142</b>	<b>13,573</b>	<b>13,622</b>
少数股东权益	6	6	6	6	6
<b>所有者权益合计</b>	<b>8,177</b>	<b>12,831</b>	<b>13,148</b>	<b>13,579</b>	<b>13,628</b>
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>23,733</b>	<b>26,986</b>	<b>30,756</b>	<b>37,134</b>	<b>40,193</b>

资料来源：Wind，东吴证券研究所

## 免責聲明

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>

