

拟发行 180 亿公司债，实力有望进一步强化

——东方财富 (300059.SZ) 发行公司债及非金融企业债务融资工具点评

公司简报

◆事件：东方财富发布公告，公司拟向中国银行间市场交易商协会申请注册发行总额不超过人民币 50 亿元（含 50 亿元，下同）的债务融资工具，子公司东方财富证券拟非公开发行债券规模不超过人民币 50 亿元、公开发行债券规模不超过人民币 80 亿元。

◆公司资本实力进一步增强。本次是公司首次以发行公司债方式融资 180 亿元，是继 2 月可转债成功发行以来短时间内再次进行融资，意味着公司在近期资本市场成交火热、两融融资额持续攀升情况下，对资本实力进行进一步补充。结合公司可转债发行说明书，预计公司发行债券后，将持续发力于信用中介及证券投资交易、另类投资等业务，丰富公司收入来源，同时有利于提振公司 ROE。

◆新发基金增多为公司贡献持续性收入。公司作为互联网券商唯一标的，一季度受益于股基成交上行+基金发行火热，公司收入 YoY+82%至 16.88 亿，归母净利润 YoY+126%至 8.73 亿。二季度股基交易额持续增加（2Q 行业+10%，1H 行业+28%），基金发行规模持续扩大（2Q 行业+100%，1H 行业+124%），截至 1H2019，公司金融电子商务收入中，尾随佣金收入占比已达 70%，若按照管理费 1.5%、尾随佣金占管理费收入的 50% 计算，2020 年上半年新发基金 1.06 万亿可为每年行业稳定贡献 75 亿尾随费率收入（不考虑封闭式基金到期赎回），公司作为行业龙头，马太效应优势显著，基金发行量提升将为公司带来稳健的收益贡献。

◆维持“买入”评级，上调盈利预测。基于以下假设：1）行业股基交易持续活跃，两融余额不断提高，预计 20E 行业股基交易额可同比提高 40%-50%；2）公司作为互联网券商龙头，市场占有率不断提升，预计 20E 市场占有率可提高至 3%-3.5%（19 年为 2.5%）；3）公司补充资本金，持续发力两融业务，利息净收入与伴随公司股基交易额与市占率提高而加速提高（1Q20 利息净收入同比+85%），我们上修公司 20E-22E 净收入/利润分别为 81/40 亿，112/54 亿，139/70 亿元，公司当前股价对应估值为 59x 2020PE，显著低于可比公司（同花顺 73x 2020PE），综合公司过往历史估值水平，给予公司 65x 2020PE，上调目标价至 31.95 元，维持“买入”评级。

◆风险提示：市场大幅波动，公司债发行进度不达预期

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,123	4,232	8,077	11,179	13,924
营业收入增长率	22.64%	35.48%	90.87%	38.40%	24.56%
净利润（百万元）	959	1,831	3,962	5,396	6,968
净利润增长率	50.52%	91.02%	116.34%	36.19%	29.15%
EPS（元）	0.19	0.27	0.49	0.67	0.86
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.11%	8.63%	15.86%	18.00%	19.14%
P/E	156	106	59	43	34
P/B	9.5	9.2	9.4	7.8	6.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 07 月 15 日；注：考虑到公司债券发行方案最终能否获得相关部门审核通过或核准尚存在不确定性，暂不考虑公司发行公司债对其资本结构和财务费用的影响。

买入（维持）

当前价/目标价：28.99/31.95 元

分析师

王一峰（执业证书编号：S0930519050002）
010-56513033
wangyf@ebsecn.com

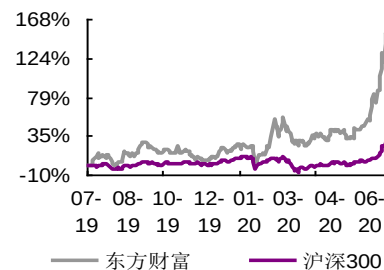
联系人

杨雨辰
021-52523826
yangyc@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)：80.61
总市值(亿元)：2336.87
一年最低/最高(元)：10.74/29.63
近 3 月换手率：228.19%

股价表现(一年)



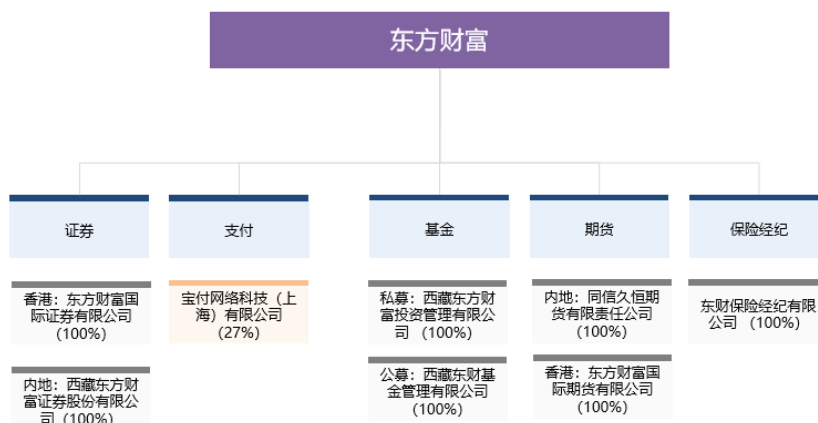
收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	55.19	64.18	131.61
绝对	73.71	88.20	156.18

资料来源：Wind

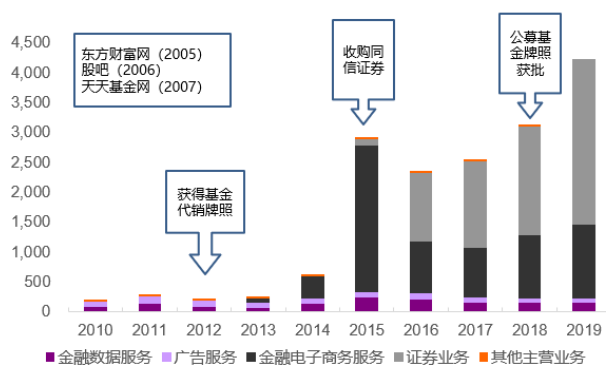
附录:

图 1: 东方财富业务布局



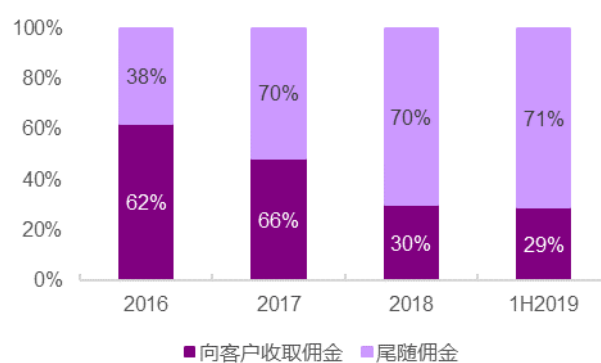
资料来源：公司公告，光大证券研究所绘制，截至 2020 年 6 月末

图 2: 公司业务及收入变迁 (百万)



资料来源：公司公告

图 3: 公司金融电子商务构成



资料来源：公司公告，截至 2019 年 6 月 30 日

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,123	4,232	8,077	11,179	13,924
营业成本	371	391	558	634	732
折旧和摊销	218	225	150	154	157
税金及附加	31	41	65	78	97
销售费用	260	364	485	671	835
管理费用	1,192	1,289	2,019	2,795	3,481
研发费用	250	305	646	1,118	1,114
财务费用	156	-12	6	-1	0
投资收益	211	271	298	313	328
营业利润	1,131	2,142	4,612	6,277	8,105
利润总额	1,121	2,128	4,603	6,268	8,096
所得税	163	296	641	873	1,127
净利润	958	1,831	3,962	5,396	6,968
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	959	1,831	3,962	5,396	6,968
EPS(按最新股本计)	0.19	0.27	0.49	0.67	0.86

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2,667	11,721	6,888	4,611	6,040
净利润	959	1,831	3,962	5,396	6,968
折旧摊销	218	225	150	154	157
净营运资金增加	-2,302	-9,252	-2,710	944	1,032
其他	3,792	18,917	5,486	-1,883	-2,118
投资活动产生现金流	-1,176	799	-345	188	228
净资本支出	-197	-76	-50	-50	-50
长期投资变化	445	466	0	0	0
其他资产变化	-1,424	409	-295	238	278
融资活动现金流	-1,806	1,725	-1,762	-1,181	-1,128
股本变化	880	1,547	1,343	0	0
债务净变化	-1,291	-1,534	-1,554	-785	-589
无息负债变化	-1,758	18,037	4,655	3,384	2,805
净现金流	-305	14,249	4,781	3,618	5,140

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	88.1%	90.8%	93.1%	94.3%	94.7%
EBITDA 率	40.8%	50.7%	56.3%	55.0%	57.2%
EBIT 率	32.9%	44.7%	54.4%	53.6%	56.0%
税前净利润率	35.9%	50.3%	57.0%	56.1%	58.1%
归母净利润率	30.7%	43.3%	49.1%	48.3%	50.0%
ROA	2.4%	3.0%	5.8%	7.1%	8.2%
ROE (摊薄)	6.1%	8.6%	15.9%	18.0%	19.1%
经营性 ROIC	14.3%	-55.2%	-71.4%	-116.8%	-195.1%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	61%	66%	64%	61%	57%
流动比率	1.78	1.43	1.48	1.56	1.67
速动比率	1.77	1.43	1.48	1.56	1.67
归母权益/有息债务	2.08	3.53	5.60	8.15	11.78
有形资产/有息债务	4.85	9.73	14.64	19.82	26.39

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	39,811	61,831	68,693	76,291	84,936
货币资金	11,334	25,011	29,793	33,411	38,551
交易性金融资产	5,563	5,006	5,284	5,284	5,284
应收账款	258	314	727	1,006	1,253
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	3,101	4,333	1,615	2,236	2,785
存货	146	0	0	0	0
其他流动资产	13,906	21,409	25,254	28,356	31,101
流动资产合计	34,372	56,159	62,796	70,432	79,135
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	445	466	466	466	466
固定资产	1,716	1,558	1,419	1,278	1,136
在建工程	10	23	17	13	10
无形资产	77	180	221	266	310
商誉	2,927	2,954	2,949	2,949	2,949
其他非流动资产	15	225	609	609	609
非流动资产合计	5,439	5,672	5,897	5,859	5,801
总负债	24,116	40,619	43,720	46,319	48,535
短期借款	213	403	0	0	0
应付账款	106	116	140	158	183
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	137	153	323	447	557
其他流动负债	14,379	33,430	37,275	40,377	43,122
流动负债合计	19,289	39,377	42,494	45,093	47,309
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	4,815	1,223	1,223	1,223	1,223
其他非流动负债	2	1	1	1	1
非流动负债合计	4,827	1,242	1,226	1,226	1,226
股东权益	15,695	21,212	24,973	29,972	36,401
股本	5,168	6,716	8,059	8,059	8,059
公积金	5,899	9,369	8,422	8,962	9,659
未分配利润	3,413	5,118	8,482	12,942	18,674
归属母公司权益	15,695	21,212	24,973	29,972	36,401
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	8.32%	8.60%	6.00%	6.00%	6.00%
管理费用率	38.15%	30.46%	25.00%	25.00%	25.00%
财务费用率	5.01%	-0.28%	0.08%	-0.01%	0.00%
研发费用率	8.01%	7.22%	8.00%	10.00%	8.00%
所得税率	15%	14%	14%	14%	14%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.02	0.03	0.05	0.07	0.09
每股经营现金流	0.52	1.75	0.85	0.57	0.75
每股净资产	3.04	3.16	3.10	3.72	4.52
每股销售收入	0.60	0.63	1.00	1.39	1.73

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	156	106	59	43	34
PB	9.5	9.2	9.4	7.8	6.4
EV/EBITDA	121.5	92.3	51.1	37.7	29.0
股息率	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼