

公司研究/中报点评

2020年09月01日

非银行金融/证券 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 11.81
目标价格(元): 13.53

沈娟 SAC No. S0570514040002
研究员 SFC No. BPN843
0755-23952763
shenjuan@htsc.com

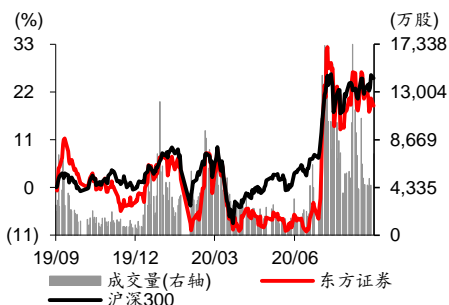
陶圣禹 SAC No. S0570518050002
研究员 021-28972217
taoshengyu@htsc.com

王可 SAC No. S0570119090008
联系人 021-38476725
wangke015604@htsc.com

相关研究

- 1《东方证券(600958 SH,买入): 投资业绩亮眼, 资管优势持续》2020.03
- 2《东方证券(600958 SH,买入): 自营提振业绩, 稳步创新发展》2019.09
- 3《东方证券(600958,买入): 自营表现不佳, 关注业绩高弹性》2019.03

一年内股价走势图



资料来源: Wind

投资经纪弹性显著, 减值影响业绩

东方证券(600958)

投资和经纪业绩弹性显著, 信用减值损失影响业绩

2020H1 归母净利润 15.3 亿元, 同比+26%; 营业收入 96.3 亿元, 同比+19%; 基本 EPS 为 0.22 元, 加权 ROE 为 2.80% (未年化)。综合来看, 投资类业绩改善驱动业绩向上, 经纪净收入弹性行业领先, 但减值损失增加对业绩造成一定拖累。预计 2020-2022 年 EPS 为 0.43/0.47/0.52 元, BPS 为 7.96/8.23/8.53 元, 维持买入评级, 目标价 13.53 元。

投资能力优秀, 上半年投资类收入增厚业绩

权益类投资坚持价值投资理念, 并根据市场趋势灵活调整仓位, 20H1 末自营交易业务中股票余额 93 亿元, 较年初+34%。FICC 业务特色领先, 银行间市场债券做市成交量同比增长 59%, 保持在尝试做市机构前列, 债券通交易排名保持行业前三。20H1 末自营交易业务中债券余额 860 亿元, 较年初-2%。黄金和大宗商品业务整体规模稳居券商前列。20H1 自营净收入 25.2 亿元, 同比+54%, 是业绩增长核心驱动。

经纪业务弹性领先, 股票质押持续压降规模、化解存量风险

经纪业务受益于上半年市场景气度上升, 20H1 公司累计新增开户数同比+40%, 开户新增资产同比+87%, 金融产品代销收入同比+193%。20H1 经纪净收入 10.9 亿元, 同比+40%, 位居 A 股 39 家上市券商第 2 位。证券金融中, 期末融出资金余额 143 亿元, 较年初+13%。股票质押主动降低规模, 期末股票质押式回购余额 184 亿元, 较年初-10%。利息净收入 3.4 亿元, 同比-35%, 主要受股票质押利息收入下滑影响。20H1 公司计提 12.4 亿元买入返售金融资产减值损失, 系存量风险化解, 对业绩造成拖累。

资管主动管理能力行业领先, 投行整体发展稳健

东证资管领跑主动管理业务, 期末 AUM 达 2310 亿元, 较年初+4%。其中主动管理规模占比高达 99.5%。根据证券业协会统计, 上半年东证资管业务净收入行业第 2。20H1 资管净收入 11.1 亿元, 同比+34%。东方投行各业务发展稳健, 20H1 投行净收入 5.5 亿元, 同比+4.6%, 低于行业水平。

主动投资能力较强, 员工持股计划构建发展良性基因

公司主动投资能力较强, 资管等具有品牌优势。公司 H 股员工持股计划顺利推进, 构建发展良性基因。综合考虑公司上半年业绩表现和当前市场景气程度, 上调市场股基成交额、两融规模等假设, 预计 2020-2022 年 EPS 0.43/0.47/0.52 元 (前值 0.36/0.41/0.44 元), 对应 PE 28、25 和 23 倍。预测 2020-2022 年 BPS 7.96/8.23/8.53 元 (前值 7.92/8.15/8.41 元), 对应 PB 1.48、1.44 和 1.38 倍, 可比公司 2020PB Wind 一致预期平均数 1.72 倍, 给予公司目标 2020PB 1.7 倍, 目标价 13.53 元 (前值 11.10-11.89 元), 维持买入评级。

风险提示: 业务开展不如预期, 市场波动风险。

公司基本资料

总股本 (百万股)	6,994
流通 A 股 (百万股)	5,677
52 周内股价区间 (元)	9.07-13.15
总市值 (百万元)	82,595
总资产 (百万元)	270,758
每股净资产 (元)	7.79

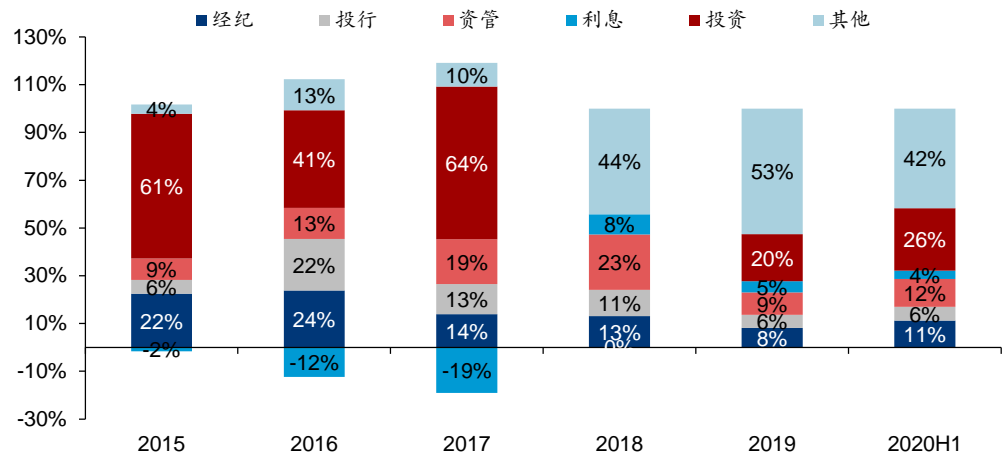
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	10,303	19,052	19,418	20,214	21,992
+/-%	(2.17)	84.91	1.92	4.10	8.80
归属母公司净利润 (百万元)	1,231	2,435	2,990	3,320	3,670
+/-%	(65.36)	97.81	22.78	11.06	10.55
EPS (元, 最新摊薄)	0.18	0.35	0.43	0.47	0.52
PE (倍)	67.10	33.92	27.63	24.88	22.50

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 东方证券收入结构图



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表2: 东方证券可比公司 PE、PBwind 一致预期

机构	代码	评级	总市值 (亿元)	目标价 (元/股)	EPS (2020E)	BPS (2020E)	PE (2020E)	PB (2020E)
华泰证券	601688 CH	无评级	1,782	-	1.29	14.45	17	1.48
广发证券	000776 CH	无评级	1,095	-	1.08	12.63	15	1.28
招商证券	600999 CH	买入	1,712	25.98	0.92	9.56	23	2.25
光大证券	601788 CH	无评级	905	-	0.69	10.83	32	2.02
兴业证券	601377 CH	增持	550	7.37-7.89	0.32	5.34	25	1.54
中位数							23	1.54
平均数							22	1.72

注1: 股价取自2020年8月31日

注2: 评级和目标价来自华泰, EPS (2020E) 和 BPS (2020E) 来自 Wind 一致预期

资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

图表3: 东方证券 BPS 预测表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
归属母公司净利润 (百万元)	1,231	2,435	2,990	3,320	3,670
分红率	57%	43%	43%	43%	43%
归属于母公司所有者权益 (百万元)	51,739	53,966	55,667	57,557	59,646
股本 (百万)	6,994	6,994	6,994	6,994	6,994
BPS (元)	7.40	7.72	7.96	8.23	8.53

注: 归属于母公司所有者权益 (预测) = 上期归属于母公司所有者权益 + 本期归属母公司净利润 * (1 - 分红率)

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4： 东方证券盈利预测表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
一、营业收入	10,303	19,052	19,418	20,214	21,992
手续费及佣金净收入	4,989	4,516	5,971	6,578	7,163
经纪业务手续费净收入	1,352	1,546	2,171	2,209	2,415
投资银行业务手续费净收入	1,136	1,050	1,134	1,226	1,291
资产管理业务手续费净收入	2,380	1,800	2,292	2,537	2,797
利息净收入	871	891	643	611	625
投资净收益	2,593	3,415	3,739	3,786	4,074
对联营企业和合营企业的投资收益	664	591	749	812	812
公允价值变动净收益	-1,931	937	1,599	1,077	1,250
汇兑净收益	-18	12	95	34	37
其他收益	0	24	37	42	46
其他业务收入	3,799	9,259	7,334	8,086	8,797
二、营业支出	9,046	16,301	16,028	16,356	17,726
税金及附加	72	71	85	84	92
管理费用	5,039	5,941	6,381	7,277	8,357
减值损失(注)	157	1,044	2,269	1,011	591
其他业务成本	3,778	9,243	7,293	7,984	8,687
三、营业利润	1,258	2,751	3,389	3,857	4,266
加：营业外收入	130	159	132	36	39
减：营业外支出	56	56	23	50	50
四、利润总额	1,331	2,855	3,498	3,844	4,255
减：所得税	51	376	510	584	646
五、净利润	1,281	2,479	2,988	3,260	3,609
减：少数股东损益	50	44	-2	-60	-61
归属于母公司所有者的净利润	1,231	2,435	2,990	3,320	3,670
六、每股收益	0.18	0.35	0.43	0.47	0.52

注：减值损失=资产减值损失+信用减值损失+其他资产减值损失

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

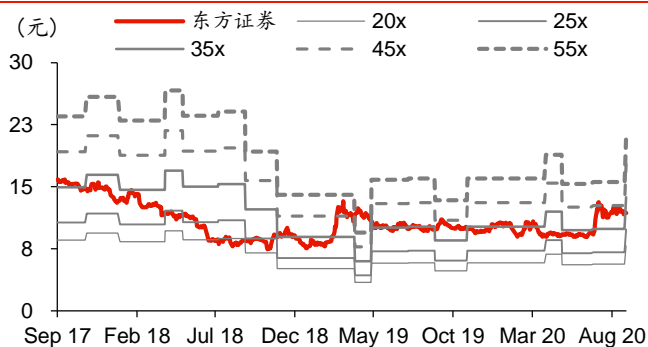
图表5： 主要假设变动一览表

	2020E		2021E		2022E		备注
	当前预测	预测前值	当前预测	预测前值	当前预测	预测前值	
市场股基日均成交规模(亿元)	8500	7000	8500	7000	9000	7500	交投活跃, 上调成交规模
市场两融日均规模(亿元)	15000	9000	16000	10000	16500	11000	市场风险偏好上行, 上调两融规模

资料来源：华泰证券研究所

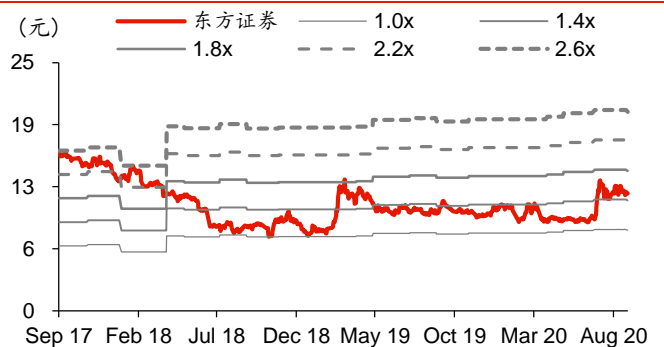
PE/PB - Bands

图表6： 东方证券历史 PE-Bands



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图表7： 东方证券历史 PB-Bands



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

免责声明

分析师声明

本人，沈娟、陶圣禹，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师沈娟、陶圣禹本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15%以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com