

东方证券 (3958 HK, HK\$7.68, 未评级) — 资管业务主动管理能力突出

- ❖ **在稳定的市场环境下，杠杆率的提升，拖低盈利表现。**2016年，东方证券收入及其他收益总额按年下跌40.2%，至人民币122亿元，主要由于净投资收益按年减少69.9%至人民币28亿元。公司的财务杠杆率按年轻微降低0.34倍，至4.32倍，但与同业平均的2.7倍相比，仍然属于较高水平。在相对稳定的市场气氛下，公司2016年的利息支出按年增长12.5%，至人民币51亿元，明显拖低纯利按年下跌68.4%，至人民币23亿元。
- ❖ **股票销售及交易业务受到的负面影响最为严重。**2015年，在股市大幅上扬带动下，东方证券的股票销售及交易业务成为公司收入的最主要来源，占收入及其他收益总额的41.8%。但2016年，该业务的收入大幅下跌80.4%，至人民币17亿元，占总收入的比例也按年下降28.3个百分点至13.5%。截至2016年末，公司自营交易业务余额按年增长10.2%，至人民币555亿元，其中73.1%为债券。公司遵循其一贯审慎的投资策略，超过99.0%的投资债券都获得AA或以上评级。
- ❖ **实力雄厚的主动管理能力。**2016年，东方证券的投资管理业务收入按年下跌17.9%，至人民币15亿元，占收入总额比例为11.5%。公司的资产管理规模(AUM)在2016年年末达到了人民币1,541亿元，按年增长42.9%。作为中国首家获批成立的券商资产管理公司，东方证券资产管理公司取得了良好的往绩，2005年至2016年间，其主动管理权益类产品的平均年化收益率为22.8%。与其他大型券商不同，东方证券资管业务的托管资产并非以通道业务为核心，而是突出了主动管理能力。截至2016年底，公司的主动管理资产规模按年大幅增长47.6%至人民币1,428亿元，占AUM的比例按年上升3个百分点，至92.7%。受惠于主动管理业务占比的不断提高，期内公司投资管理业务的利润率也按年提升12.3个百分点，至52.7%。在资管业务“去通道化”的市场大环境下，我们相信强大的主动管理能力将帮助公司更好地度过这一行业转型期，持续提升盈利能力。
- ❖ **资本基础得到增强。**东方证券计划进行A股非公开发行，预计集资额最高将达到人民币120亿元。我们预计证券行业的监管政策将日趋严格，资本金的增强将为公司未来的发展提供更好的保障，特别是对资本金需求较高的中介业务将受益最多，同时，募集的资金也有助于减轻公司较高的杠杆率负担。
- ❖ **高达118%的A-H股溢价。**公司现时的H股股价相当于2016年市帐率的1.05倍，A股股价则相当于2016年市帐率的2.28倍。根据彭博数据和现时公司H股的股价，公司2017年预测市帐率为0.97倍。尽管我们不认为A股对H股的较高溢价是一个“强烈买入”的信号，但不排除未来有潜在的套利机会。

财务资料

(截至12月31日)	FY14A	FY15A	FY16A
营业额(百万人民币)	7,888	20,459	12,242
净利润(百万人民币)	2,342	7,325	2,314
每股收益(人民币)	0.55	1.46	0.41
每股收益变动(%)	129.17	165.45	(71.92)
市盈率(x)	12.40	4.67	16.63
市帐率(x)	1.59	1.03	1.05
股息率(%)	2.20	6.60	2.20
权益收益率(%)	13.81	27.48	6.13
杠杆率(x)	4.60	4.66	4.32

来源: 公司及招银国际预测

张淳鑫

(852) 3900 0836

zhangchunxin@cmbi.com.hk

隋晓萌

(852) 3761 8775

suixiaomeng@cmbi.com.hk
东方证券 (3958 HK)

评级	未评级
收市价	HK\$7.68
目标价	不适用
市值(港币百万)	94,787
过去3个月平均交易(港币百万)	13.06
52周高/低(港币)	8.59/7.38
发行股数(百万)	6,215.5
主要股东(港股)	Raise Sino Investments Limited (11.1%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1月	-2.7%	-5.0%
3月	-0.3%	-7.5%
6月	-1.3%	-2.6%

来源: 彭博

过去一年股价


来源: 彭博

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载资料可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考资料。报告中的资讯或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告资讯所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的资讯，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。