

東方證券 (3958 HK, HK\$7.68, 未評級) — 資管業務主動管理能力突出

- ❖ **在穩定的市場環境下，杠杆率的提升，拖低盈利表現。**2016 年，東方證券收入及其他收益總額按年下跌 40.2%，至人民幣 122 億元，主要由於淨投資收益按年減少 69.9% 至人民幣 28 億元。公司的財務杠杆率按年輕微降低 0.34 倍，至 4.32 倍，但與同業平均的 2.7 倍相比，仍然屬於較高水準。在相對穩定的市場氣氛下，公司 2016 年的利息支出按年增長 12.5%，至人民幣 51 億元，明顯拖低純利按年下跌 68.4%，至人民幣 23 億元。
- ❖ **股票銷售及交易業務受到的負面影響最為嚴重。**2015 年，在股市大幅上揚帶動下，東方證券的股票銷售及交易業務成為公司收入的最主要來源，佔收入及其他收益總額的 41.8%。但 2016 年，該業務的收入大幅下跌 80.4%，至人民幣 17 億元，佔總收入的比例也按年下降 28.3 個百分點至 13.5%。截至 2016 年末，公司自營交易業務餘額按年增長 10.2%，至人民幣 555 億元，其中 73.1% 為債券。公司遵循其一貫審慎的投資策略，超過 99.0% 的投資債券都獲得 AA 或以上評級。
- ❖ **實力雄厚的主動管理能力。**2016 年，東方證券的投資管理業務收入按年下跌 17.9%，至人民幣 15 億元，佔收入總額比例為 11.5%。公司的資產管理規模 (AUM) 在 2016 年年末達到了人民幣 1,541 億元，按年增長 42.9%。作為中國首家獲批成立的券商資產管理公司，東方證券資產管理公司取得了良好的往績，2005 年至 2016 年間，其主動管理權益類產品的平均年化收益率為 22.8%。與其他大型券商不同，東方證券資管業務的託管資產並非以通道業務為核心，而是突出了主動管理能力。截至 2016 年底，公司的主動管理資產規模按年大幅增長 47.6% 至人民幣 1,428 億元，佔 AUM 的比例按年上升 3 個百分點，至 92.7%。受惠於主動管理業務占比的不斷提高，期內公司投資管理業務的利潤率也按年提升 12.3 個百分點，至 52.7%。在資管業務“去通道化”的市場大環境下，我們相信強大的主動管理能力將幫助公司更好地度過這一行業轉型期，持續提升盈利能力。
- ❖ **資本基礎得到增強。**東方證券計畫進行 A 股非公開發行，預計集資額最高將達到人民幣 120 億元。我們預計證券行業的監管政策將日趨嚴格，資本金的增強將為公司未來的發展提供更好的保障，特別是對資本金需求較高的仲介業務將受益最多，同時，募集的資金也有助於減輕公司較高的杠杆率負擔。
- ❖ **高達 118% 的 A-H 股溢價。**公司現時的 H 股股價相當於 2016 年市帳率的 1.05 倍，A 股股價則相當於 2016 年市帳率的 2.28 倍。根據彭博資料和現時公司 H 股的股價，公司 2017 年預測市帳率為 0.97 倍。儘管我們不認為 A 股對 H 股的較高溢價是一個“強烈買入”的信號，但不排除未來有潛在的套利機會。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A
營業額 (百萬人民幣)	7,888	20,459	12,242
淨利潤 (百萬人民幣)	2,342	7,325	2,314
每股收益 (人民幣)	0.55	1.46	0.41
每股收益變動 (%)	129.17	165.45	(71.92)
市盈率 (x)	12.40	4.67	16.63
市帳率 (x)	1.59	1.03	1.05
股息率 (%)	2.20	6.60	2.20
權益收益率 (%)	13.81	27.48	6.13
杠杆率 (x)	4.60	4.66	4.32

來源：公司及招銀國際預測

張淳鑫

(852) 3900 0836

zhangchunxin@cmbi.com.hk

隋曉萌

(852) 3761 8775

suixiaomeng@cmbi.com.hk
東方證券 (3958 HK)

評級	未評級
收市價	HK\$7.68
目標價	不適用
市值 (港幣百萬)	94,787
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	13.06
52 周高/低 (港幣)	8.59/7.38
發行股數 (百萬)	6,215.5
主要股東 (港股)	Raise Sino Investments Limited (11.1%)

來源：彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-2.7%	-5.0%
3 月	-0.3%	-7.5%
6 月	-1.3%	-2.6%

來源：彭博

過去一年股價


來源：彭博

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。