

东方财富 (300059.SZ)

增资旗下投顾公司

坚定不移推进基金网上销售

 评级: **增持**

 前次: **增持**

目标价(元):

24.64-28.16

分析师

联系人

陈永倬

许彬

S0740511020001

021-20315115

02120315198

chenyz@qlzq.com.cn

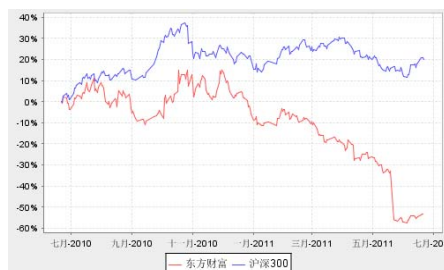
xubin@qlzq.com.cn

2011年7月7日

基本状况

总股本(百万股)	210.00
流通股本(百万股)	125.87
市价(元)	23.89
市值(百万元)	5016.90
流通市值(百万元)	3007.11

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	165.13	184.96	266.26	405.87	570.87
营业收入增速	39.65%	12.01%	43.95%	52.44%	40.65%
净利润增长率	29.31%	-7.13%	47.29%	50.41%	44.28%
摊薄每股收益(元)	0.68	0.48	0.47	0.70	1.02
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	0.00	111.70	46.78	31.10	21.56
PEG	0.00	—	0.99	0.62	0.49
每股净资产(元)	2.58	11.52	8.38	8.99	9.90
每股现金流量	0.72	0.50	0.75	0.88	1.27
净资产收益率	26.54%	4.14%	5.58%	7.84%	10.26%
市净率	0.00	4.62	2.61	2.44	2.21
总股本(百万股)	105.00	140.00	210.00	210.00	210.00

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

■ 事件:

- 公司于2011年7月6日召开董事会,会议决定使用自有资金4900万对上海东方财富投资顾问有限公司进行增资,并自董事会审议通过之日起开始实施。
- 上海东方财富投资顾问有限公司于2009年10月26日更名自公司全资子公司汇富信息,该公司由公司成立于2008年12月3日,注册资本100万元人民币。
- 上海东方财富投资顾问有限公司主要职责:负责东方财富第三方理财产品销售与服务平台项目具体建设和运营管理工作,用于满足投资者对理财产品的服务需求,推动实现公司网络财经和金融信息服务大平台目标。

■ 点评:

- 我们判断,公司增资旗下投顾公司,意在坚定不移地推进开展第三方基金网上销售的战略目标:
 - 公司增资后,注册资本达到5000万,已经满足证监会关于专业从事基金及其他金融理财产品销售的独立基金销售机构,其注册资本或出资不得低于2000万的要求。
 - 该措施表明公司正逐步满足证监会的相关规定,坚定不移地推进开展第三方网上基金销售的战略目标。
- 公司搭建第三方理财产品销售与服务平台,符合未来网上基金销售的市场需求:
 - 上海东方财富投资顾问有限公司主要职责为建设第三方理财产品销售与服务平台,为投资者提供第三方专业理财服务。

- ◇ 我们认为，基金产品网上销售与传统渠道销售除了渠道差异，销售模式并无本质区别，基民在选择购买基金产品时，依然需要专业的理财服务。随着未来渠道的多元化，基民能够接触到的基金产品更加多样，选择难度也随之增加，这种需求将日趋强烈。
- ◇ 因此搭建专门的第三方理财产品销售和服务平台，意在满足未来基民日益增长的理财服务需求的基础上，进行基金产品的销售，符合行业长久发展趋势。
- **公司建设网络财经和金融信息服务大平台的战略日益清晰**
 - ◇ 平台建成后，结合东方财富通的 PC 和手机客户端，公司将形成流量平台（客户端）+服务平台（东财网、天天基金网）和业务平台（理财产品销售）的三平台模式，三大平台互相配合，将进一步拓展和深化公司在金融服务领域的专业化服务能力和水平，有效增强公司的竞争力，促进公司基金销售业务的顺利开展。
- **我们认为，公司大平台一旦搭建完毕，结合网站和终端的用户优势，将成为网上基金销售市场的最大受益者之一**
 - ◇ 证券业协会数据显示，2010 年前三季度，中国基金申购/赎回总额为 2.2 万亿，预计全年将达到 3 万亿；其中个人基金申/赎总额为 1.8 万亿。我们保守估计，第三方基金销售规模在未来三年占整体市场的 10~15%，在基金申购/赎回规模保持不变，则销售规模为 1800~2700 亿。
 - ◇ 根据我们的测算，银行销售基金所获取的申购/赎回和尾随佣金总额能够占到销售规模的 2~3%。第三方基金销售的佣金构成与银行类似，但比例更低，预计为 0.6~1%，佣金收入为 10.8~27 亿。
 - ◇ 东方财富网日均/月度用户访问量、以及用户访问黏性占全部垂直财经网站的比例均达到 40%，支撑东方财富最少占据 10~15% 的市场份额，则未来三年基金销售业务给公司带来的业绩增厚为 1.08~4.05 亿。

图表 1：第三方基金销售收入规模测算（亿元）

2010 个人基金 申购/赎回规模	未来三年网 上代销占比	网上代销 费率	网上代销 收入	东方财富 占比	东方财富 业绩增厚
18000	10.0%	0.6%	10.8	10%	1.08
		1.0%	18	10%	1.80
	15.0%	0.6%	16.2	15%	2.43
		1.0%	27	15%	4.05

来源：齐鲁证券研究所

- **我们认为，基于以下原因，可以给予公司相对高估值：**1）中国金融理财行业未来将持续发展，网络财经信息服务行业快速向上趋势将长期不变；2）公司是典型的平台型企业，具备优质的用户资源，是国内财经信息服务领域的龙头；3）网上基金代销业务呼之欲出，带来万亿市场空间，公司获得相关资质几无悬念；4）经过我们测算和保守估计，公司未来三年将保持 40% 以上的年均复合增长。
- 我们依然维持 2011~2013 年的业绩预测，营收分别为 2.66 亿、4.06 亿和 5.71 亿元；净利润分别为 9830 万、1.48 亿和 2.13 亿；EPS 分别为 0.47、0.70 和 1.02 元，增速分别为 47.3%、50.4% 和 40.3%。同时我们给予公司 2012 年相对行业较高的 35~40XPE，未来 12 个月目标价 24.64~28.16 元，增持评级。
- 同时我们认为，作为互联网公司，用 PE 的估值方式并不合理。公司是互联网平台型企业，网站平台已经拥有业内第一的用户规模，客户端平台用户规模一旦获得突破（千万级），公司跨网络、跨终端、多平台的模式即已成型，能够给公司的基金销售业务带来极大的支撑，也自然而然可以搭载各种盈利模式，

未来发展空间和业绩弹性都非常大。因此，虽然我们给予公司增持评级，但我们强烈建议投资者持续关注。

附录：公司财务简表
损益表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销货净收入	118	165	185	271	396	536
增长率	75.57%	39.6%	12.0%	46.6%	46.0%	35.5%
销货成本	-23	-18	-26	-41	-56	-78
% 收入	19.4%	10.8%	14.3%	15.2%	14.2%	14.6%
毛利	95	147	159	230	340	458
% 收入	80.6%	89.2%	85.7%	84.8%	85.8%	85.4%
销售及行政费用	-45	-72	-110	-158	-213	-269
% 收入	38.3%	43.6%	59.7%	58.2%	53.9%	50.1%
EBITDA	50	75	48	72	126	189
% 收入	42.3%	45.6%	26.1%	26.7%	31.9%	35.3%
折旧与摊销	-2	-4	-6	-5	-8	-10
% 收入	2.0%	2.3%	3.1%	2.0%	2.0%	1.9%
EBIT	48	72	42	67	118	179
% 收入	40.4%	43.3%	23.0%	24.7%	29.9%	33.4%
利息费用	2	5	28	41	45	49
投资收益	3	1	0	0	0	0
税前经营收益	53	78	71	108	163	228
% 收入	44.7%	47.0%	38.3%	39.8%	41.2%	42.5%
其他非经营收益	3	5	3	4	4	4
税前利润	56	82	74	111	166	232
% 收入	47.0%	49.8%	40.0%	41.1%	42.0%	43.2%
所得税	0	-10	-7	-11	-19	-23
所得税率	0.0%	12.3%	9.8%	10.3%	11.5%	10.1%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于普通股股东净利润	56	72	67	100	147	208
净利率	47.0%	43.5%	36.1%	36.9%	37.2%	38.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	56	72	67	100	147	208
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	3	4	6	5	8	10
非经营收益	-3	-1	0	-4	-4	-4
营运资金变动	-6	0	-3	58	27	39
经营活动现金净流	50	76	70	160	179	254
资本开支	9	5	72	37	57	2
投资	3	-6	-3	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-5	-11	-75	-37	-57	-2
股权募资	0	55	1,305	70	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	0	-50	-28	0	-21	-21
筹资活动现金净流	0	5	1,277	70	-21	-21
现金净流量	45	69	1,271	194	102	231

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	200	269	1,540	1,734	1,836	2,067
应收款项	19	26	29	41	61	80
存货	0	0	0	0	0	0
其他流动资产	4	6	67	34	40	47
流动资产合计	223	301	1,637	1,809	1,937	2,194
% 总资产	94.1%	93.7%	97.3%	95.8%	93.6%	94.5%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	9	11	37	72	124	119
无形资产	5	9	8	8	8	8
非流动资产合计	14	20	45	80	132	127
% 总资产	5.9%	6.3%	2.7%	4.2%	6.4%	5.5%
资产总计	237	321	1,682	1,889	2,069	2,321
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	46	48	72	109	164	230
其他流动负债	-3	-0	-3	18	17	16
流动负债	43	48	69	127	181	246
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	43	48	69	127	181	246
普通股股东权益	194	271	1,613	1,762	1,888	2,076
少数股东权益	0	2	0	0	0	0
负债股东权益合计	237	321	1,682	1,889	2,069	2,321

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益(元)	0.556	0.684	0.477	0.476	0.701	0.992
每股净资产(元)	1.939	2.579	11.522	8.390	8.992	9.883
每股经营现金净流(元)	0.499	0.720	0.499	0.763	0.853	1.209
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	28.66%	26.54%	4.14%	5.67%	7.80%	10.03%
总资产收益率	23.45%	22.38%	3.97%	5.29%	7.12%	8.97%
投入资本收益率	-813.37%	1841.78%	52.75%	215.63%	198.95%	1868.16%
增长率						
主营业务收入增长率	75.57%	39.65%	12.01%	46.60%	45.97%	35.53%
EBIT增长率	58.48%	49.86%	-40.60%	57.75%	76.51%	51.66%
净利润增长率	59.37%	29.31%	-7.13%	49.78%	47.32%	41.42%
总资产增长率	32.47%	35.50%	423.77%	12.31%	9.53%	12.20%
资产管理能力						
应收账款周转天数	47.3	46.3	51.7	52.4	53.5	51.2
存货周转天数	0.1	—	—	0.1	0.1	0.1
应付账款周转天数	10.8	21.0	16.3	17.4	18.5	20.0
固定资产周转天数	25.6	22.5	47.6	59.6	57.8	48.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-103.02%	-98.75%	-95.50%	-98.42%	-97.21%	-99.58%
EBIT利息保障倍数	-27.5	-14.0	-1.7	—	—	—

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、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。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机: 18616512309
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-68889516
手机:15806668226
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308