

分析师: 张洋

执业证书编号: S0730516040002

Zhangyang-yjs@ccnew.com

021-50588666-8069

## 投资收益逆市增长、业绩表现优于行业

——国信证券(002736) 2018 年年报点评

### 证券研究报告-年报点评

**增持(调升)**

#### 市场数据(2019-04-23)

收盘价(元)	12.94
一年内最高/最低(元)	15.13/6.71
沪深300指数	4019.01
市净率(倍)	2.02
总市值(亿元)	1,061.08
流通市值(亿元)	900.98

#### 基础数据(2018-12-31)

每股净资产(元)	5.77
总资产(亿元)	2,118.14
所有者权益(亿元)	524.64
净资产收益率(%)	6.66
总股本(亿股)	82.00
H股(亿股)	0.00

#### 个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

#### 相关报告

- 《国信证券(002736) 2018 年中报点评: 投资拖累、经纪回归》 2018-08-30
- 《国信证券(002736) 2017 年年报点评: 股权融资、投资及信用业务表现佳》 2018-04-25

**联系人: 李琳琳**
**电话:** 021-50588666-8045

**传真:** 021-50587779

**地址:** 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

**邮编:** 200122

发布日期: 2019年04月24日

**2018 年年报概况:** 国信证券 2018 年实现营业收入 100.31 亿元, 同比-15.87%; 实现归母净利润 34.23 亿元, 同比-25.17%。基本每股收益 0.38 元, 同比-26.92%; 加权平均净资产收益率 6.54%, 同比-2.76 个百分点。2018 年拟 10 派 1.20 元(含税)。

**点评:** 1. 投资收益(含公允价值变动)占比显著提高, 经纪、投行、利息净收入占比出现回落。2. 报告期内公司经纪业务手续费净收入同步市场出现下滑, 代理买卖证券业务净收入(不含席位租赁)市场份额 4.95%, 排名行业第 4 位。3. 投行业务净收入同比下滑幅度较大。4. 资管业务手续费净收入同比持平, 资管规模同比下降。5. 报告期内投资收益(含公允价值变动)的逆市大幅增长, 成为公司 2018 年经营业绩增速跑赢行业均值的重要因素之一。6. 利息净收入及信用业务规模同比均出现下降。

**投资建议:** 报告期内公司面对不利的市场局势, 迎难而上, 着力化解风险, 主要业务指标持续排名行业前列; 公司市场定位准确, 客户服务能力较强, 具备较强的市场敏感性及业务前瞻性; 非公开发行正式完成后, 将进一步增强公司的资本实力, 提高整体竞争力。在考虑非公开发行的情况下, 预计公司 2019、2020 年 EPS 分别为 0.46 元、0.48 元, BVPS 分别为 6.66 元、6.90 元, 按 4 月 23 日收盘价计算, 对应 P/E 分别为 28.13 倍、26.96 倍, 对应 P/B 分别为 1.94 倍、1.88 倍, 上调公司投资评级至“增持”。

**风险提示:** 1. 权益类及固收类二级市场行情转弱导致公司各项业务无法得到持续改善; 2. 短期涨速过快, 涨幅过大导致公司股价出现快速调整

	2017A	2018A	2019E	2020E
营业收入(亿元)	119.24	100.31	129.02	132.77
增长比率	-6%	-16%	29%	3%
归母净利(亿元)	45.75	34.23	45.48	46.75
增长比率	0.4%	-25%	33%	3%
EPS(元)	0.52	0.38	0.46	0.48
市盈率(倍)	21.13	21.82	28.13	26.96
BVPS(元)	5.72	5.77	6.66	6.90
市净率(倍)	1.71	1.31	1.94	1.88

资料来源: Wind、中原证券

## 国信证券 2018 年年报概况:

国信证券 2018 年实现营业收入 100.31 亿元,同比-15.87%;实现归母净利润 34.23 亿元,同比-25.17%。基本每股收益 0.38 元,同比-26.92%;加权平均净资产收益率 6.54%,同比-2.76 个百分点。2018 年拟 10 派 1.20 元(含税),分派红利总额占合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润的比率为 28.74%。

根据中国证券业协会的统计,2018 年行业共实现营业收入 2662.87 亿元,同比-14.47%;共实现净利润 666.20 亿元,同比-41.04%。公司 2018 年经营业绩增速优于行业均值。

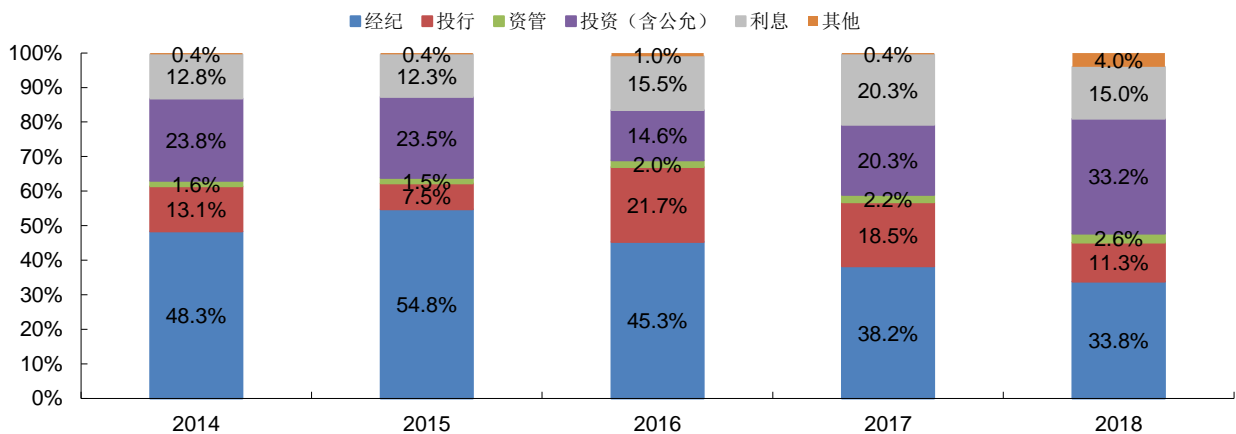
### 点评:

#### 1.投资收益(含公允价值变动)占比显著提高

2018 年公司经纪、投行、资管、投资收益(含公允)、利息和其他业务收入占比分别为 33.8%、11.3%、2.6%、33.2%、15.0%、4.0%,2017 年分别为 38.2%、18.5%、2.2%、20.3%、20.3%、0.4%。

公司 2018 年投资收益(含公允价值变动)占比显著提高,经纪、投行、利息净收入占比出现回落,资管、其他业务净收入占比有所提高。

图 1: 2014-2018 公司收入结构



资料来源:公司财报、中原证券

注:其他收入包括汇兑损益、资产处置收益、其他收益、其他业务收入

#### 2.代理买卖证券业务净收入排名行业前列

受市场交投持续低迷的影响,2018 年公司实现经纪业务手续费净收入 32.57 亿元,同比-25.86%。

报告期内公司代理买卖证券业务净收入(不含席位租赁)市场份额 4.95%,排名行业第 4

位；代销金融产品净收入行业排名第 4 位。

报告期内公司进一步完善互联网渠道产品体系，着力构建多渠道一体化的互联网金融平台。截至报告期末，公司手机证券交易贡献度达 45% 以上；“金太阳”手机证券注册用户超过 1100 万，同比+7.74%。

### 3. 投行业务净收入同比下滑幅度较大

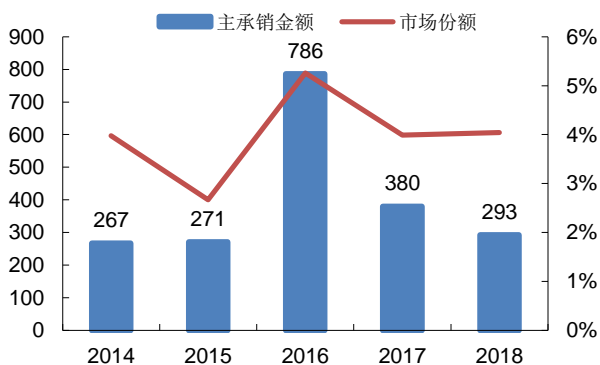
2018 年公司实现投行业务手续费净收入 10.94 亿元，同比-48.64%。

股权融资业务方面，报告期内公司完成股权融资项目 14 个，主承销金额 292.75 亿元，同比-22.89%；市场份额 4.04%，同比+0.05 个百分点，排名行业第 7 位。根据 Wind 的统计，截止 2019 年 4 月 23 日，公司 IPO 项目储备 12 个（包括联合保荐、审核状态包括已受理、已反馈、已预披露更新，含科创板已受理企业），储备较为充足。

债权融资业务方面，报告期内公司承销各类信用债券合计 72 只，主承销金额 1006.84 亿元，同比+26.76%。

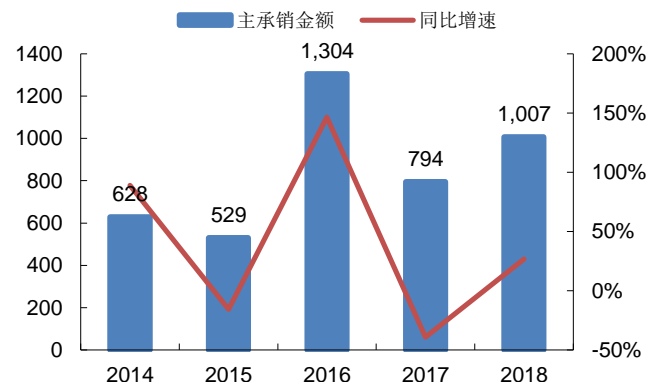
财务顾问业务方面，报告期内公司完成 3 个重大资产重组发行股份购买资产及配套融资的股票上市工作。

图 2：公司股权融资规模（亿）及市场份额



资料来源：Wind、公司财报、中原证券

图 3：公司债权融资规模（亿）及同比增速



资料来源：Wind、公司财报、中原证券

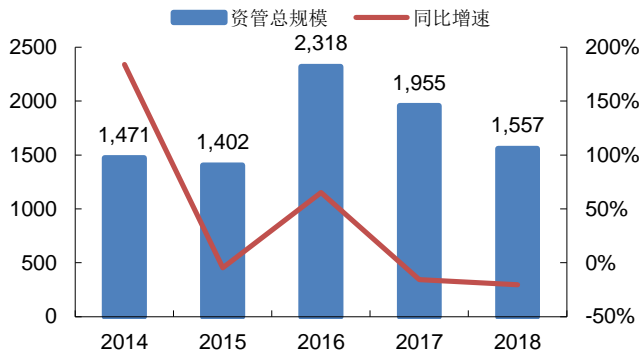
### 4. 资管业务手续费净收入基本持平

2018 年公司实现资管业务手续费净收入 2.48 亿元，同比持平。

报告期内公司坚持产品驱动战略，着力完善业务链条和产品布局。公司全年新发行资产证券化产品规模 133 亿元，逐步成为资管业务的重要增长点。

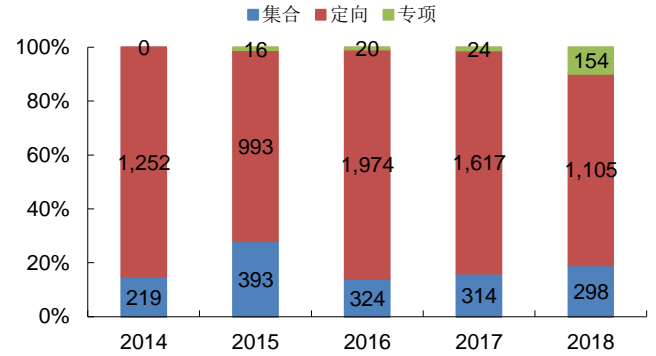
截至报告期末，公司资产管理总规模为 1557 亿元，同比-20.35%。其中，集合、定向、专项资管规模分别为 298 亿、1105 亿、154 亿，同比分别-5.10%、-31.64%、+534.49%。

图 4: 公司资管总规模 (亿) 及同比增速



资料来源: Wind、公司财报、中原证券

图 5: 公司各类别资管规模 (亿)



资料来源: Wind、公司财报、中原证券

## 5. 投资收益 (含公允价值变动) 逆市大幅增长

2018 年公司实现投资收益 (含公允价值变动) 32.05 亿元, 逆市大幅增长 37.20%。

权益类自营业务方面, 报告期内公司通过仓位管理、个股优选、大宗交易等方式尽可能地降低权益头寸市值波动。

固定收益类自营业务方面, 报告期内公司准确把握利率债走强的投资机会, 适时加大投资规模, 实现了较好的投资回报。

私募基金业务方面, 报告期内国信弘盛实现营业收入 3.91 亿元, 净利润 2.63 亿元, 保持稳步增长; 全年共有 7 个投资项目完成退出, 7 个投资项目实现部分退出; 新增投资项目 IPO 家数 1 家。

报告期内投资收益 (含公允价值变动) 的逆市大幅增长, 成为公司 2018 年经营业绩增速跑赢行业均值的重要因素之一。

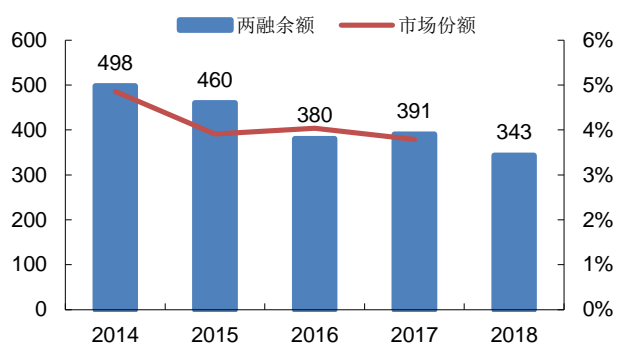
## 6. 利息净收入及信用业务规模同比均出现下降

2018 年公司实现利息净收入 14.49 亿元, 同比-38.02%。

融资融券业务方面, 截至报告期末, 公司两融余额为 281.42 亿元, 同比-26.75%。计提减值准备占融出资金净值的比例约为 0.70%。

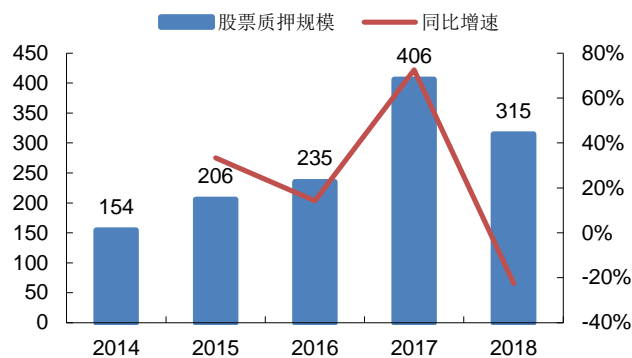
股票质押式回购业务方面, 截至报告期末, 公司股票质押待购回余额 314.51 亿元, 同比-22.53%。计提减值准备占买入返售金融资产账面价值的比例约为 1.62%。

图 6: 公司两融余额 (亿) 及市场份额



资料来源: Wind、公司财报、中原证券

图 7: 公司股票质押规模 (亿) 及同比增速



资料来源: Wind、公司财报、中原证券

## 投资建议

报告期内公司面对不利的市场局势，迎难而上，着力化解风险，主要业务指标持续排名行业前列；公司市场定位准确，客户服务能力较强，具备较强的市场敏感性及业务前瞻性；非公开发行正式完成后，将进一步增强公司的资本实力，提高整体竞争力。

在考虑非公开发行的情况下，预计公司 2019、2020 年 EPS 分别为 0.46 元、0.48 元，BVPS 分别为 6.66 元、6.90 元，按 4 月 23 日收盘价计算，对应 P/E 分别为 28.13 倍、26.96 倍，对应 P/B 分别为 1.94 倍、1.88 倍，上调公司投资评级至“增持”。

**风险提示: 1. 权益类及固收类二级市场行情转弱导致公司各项业务无法得到持续改善; 2. 短期涨速过快、涨幅过大导致公司股价出现快速调整**

**表 1: 资产负债表预测 (亿元)**

	2017A	2018A	2019E	2020E
<b>资产:</b>	<b>1996.38</b>	<b>2118.14</b>	<b>2525.06</b>	<b>2614.74</b>
货币资金	400.40	362.37	471.08	494.63
融出资金	401.44	289.63	376.52	395.35
交易性金融资产	322.79	657.88	723.67	759.85
买入返售金融资产	447.24	332.08	365.29	383.55
应收利息及款项	30.69	35.73	42.88	45.02
可供出售金融资产	223.55	279.61	335.53	352.31
长期股权投资	27.54	26.95	29.65	32.62
固定及无形资产	25.02	20.36	22.40	23.52
商誉	0.10	0.10	0.10	0.10
其他资产合计	117.61	113.42	157.94	127.79
<b>负债:</b>	<b>1474.95</b>	<b>1592.87</b>	<b>1817.46</b>	<b>1883.47</b>
流动负债	263.30	252.58	277.84	286.18
交易性金融负债	6.34	0.89	1.34	1.74
卖出回购金融资产款	215.14	442.08	486.29	500.88
代理买卖证券款	385.78	324.55	421.92	443.02
应付费用	150.27	121.36	133.50	140.18
长期借款	0	0	0	0
应付债券	404.33	410.66	451.73	465.28
其他负债	50.66	40.76	44.84	46.19
<b>所有者权益:</b>	<b>521.43</b>	<b>525.27</b>	<b>707.60</b>	<b>731.27</b>
股本	82.00	82.00	98.40	98.40
其他权益工具	51.51	51.51	51.51	51.51
资本公积金	67.69	67.72	201.32	201.32
存留收益	219.68	216.73	238.40	250.33
一般风险准备	99.93	106.68	117.35	129.09
少数股东权益	0.63	0.62	0.62	0.62

资料来源: Wind、中原证券

**表 2: 利润表预测 (亿元)**

	2017A	2018A	2019E	2020E
<b>营业收入:</b>	<b>119.24</b>	<b>100.31</b>	<b>129.02</b>	<b>132.77</b>
手续费及佣金净收入	72.02	49.88	67.62	69.53
其中: 代理买卖证券	43.93	32.57	48.86	50.33
证券承销	21.30	10.94	12.03	12.39
资产管理	2.48	2.48	2.73	2.81
利息净收入	23.38	14.49	18.84	19.41
投资收益 (含公允)	23.36	32.05	38.46	39.61
其他收入	0.48	3.90	4.10	4.22
<b>营业支出:</b>	<b>58.02</b>	<b>58.24</b>	<b>72.17</b>	<b>74.33</b>
管理费用	51.54	45.73	57.16	58.87
其他成本	6.49	12.51	15.01	15.46
<b>营业外收入</b>	<b>1.84</b>	<b>-0.39</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>利润总额:</b>	<b>60.01</b>	<b>43.08</b>	<b>56.85</b>	<b>58.44</b>
所得税	14.23	8.77	11.37	11.69
<b>净利润:</b>	<b>45.79</b>	<b>34.31</b>	<b>45.48</b>	<b>46.75</b>
少数股东损益	(0.04)	(0.08)	(0.00)	(0.00)
<b>归母净利:</b>	<b>45.75</b>	<b>34.23</b>	<b>45.48</b>	<b>46.75</b>

资料来源: Wind、中原证券

**表 3: 每股指标与估值**

	2017A	2018A	2019E	2020E
EPS	0.52	0.38	0.46	0.48
ROE	8.78%	6.54%	6.94%	6.88%
BVPS	5.72	5.77	6.66	6.90
P/E	21.13	21.82	28.13	26.96
P/B	1.71	1.31	1.94	1.88

资料来源: Wind、中原证券

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。