

资产规模大幅扩张 重资产业务支撑业绩表现

2018年08月20日

推荐/首次

申万宏源

财报点评

——申万宏源（000166）半年报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
安嘉晨	研究助理	
	anjc@dxzq.net.cn	010-66554014

事件：

申万宏源近日发布2018年半年度报告，公司2018H1实现营业收入60.8亿元，同比上升0.2%；归母净利润20.7亿元，同比上升0.8%。总资产3367.3亿元，同比上升12.3%；归母净资产674.8亿元，同比增长22.3%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	4549.83	2825.41	3236.67	3579.29	3726.42	2880.29	3194.79
增长率（%）	-48.28%	-3.89%	2.74%	-12.13%	-18.10%	1.94%	-1.29%
毛利率（%）	40.04%	46.71%	43.89%	53.39%	34.67%	44.89%	41.76%
期间费用率（%）	-	-	-	-	-	-	-
营业利润率（%）	40.04%	46.71%	43.89%	53.39%	34.67%	44.89%	41.76%
净利润（百万元）	1590.34	995.26	1109.88	1557.29	1063.32	1018.36	1096.82
增长率（%）	-63.56%	-06.72%	00.66%	-11.94%	-33.14%	02.32%	-01.18%
每股盈利（季度，元）	0.08	0.05	0.05	0.08	0.05	0.04	0.05
资产负债率（%）	80.37%	80.23%	80.79%	80.50%	80.99%	78.61%	79.46%
净资产收益率（%）	2.94%	1.80%	2.04%	2.77%	1.87%	1.46%	1.59%
总资产收益率（%）	0.58%	0.36%	0.39%	0.54%	0.35%	0.31%	0.33%

观点：

- **公司资产规模扩张迅速，重资产化趋势明显。**公司总资产规模同比较大增幅增长12.3%，其中负债增长246.3亿元，净资产增长122.8亿元。主要是公司120亿元定增于2018年初完成，进一步扩大净资本实力。同时将公司资产负债率由2017年末的81%降低至79.5%。降低的杠杆水平实际上给予公司未来进一步做大规模的上升空间，短时期内对EPS产生一定压力，但我们认为龙头券商的重资产化将成为行业趋势，并将以主动提升杠杆率水平的方式来实现。
- **重资产型业务提升收入，轻资产型业务缩减成本。**申万宏源2018H1的重资产型业务在收入端均取得较快增长，其中证券自营及其他投资业务实现收入7亿元，同比增长145.8%；信用业务实现收入12.6亿元，

同比增长47.3%。与之相较的轻资产型业务均收入增长缓慢或下降（经纪业务-7.8%、投行业务-24.7%、资管业务+7.1%），但成本缩减较为显著（经纪业务-2.5%、投行业务-31%、资管业务-44.9%）。在这样不同经营路线的结合之下，公司在2018H1股票市场整体低迷时期，依然取得归母净利润0.8%的正增长。

- **机构经纪业务占比上升，一定程度上减缓经纪业务整体下滑趋势。**2018H1，公司代理买卖证券业务+席位租赁收入21.5亿元，同比下降10.7%。其中席位租赁收入同比增长30.3%，在经纪业务整体中的占比也从2017H1的7.7%提升至11.7%。预计这也将一定程度上减缓整体佣金率的下滑趋势。
- **投行业务收入下滑明显，依靠缩减成本稳住利润率水平。**2018H1公司投资银行业务实现收入4.1亿元，同比下降35.1%，而证券业协会公布的2018H1证券行业整体承销保荐+财务顾问收入同比下降26.7%，公司降幅较大。依靠成本端的大幅缩减31%，业务营业利润率水平上升5.7个百分点至37.8%。成本的大幅度缩减将有助于公司在市场低迷时期的业绩表现，但由于投行业务的人力成本作为固定开支特性，在市场回暖时期也将容易错失市场机遇，更加考验公司的经营水平。
- **资管业务主动转型成效初显，业务收入大幅增长。**2018H1，公司资产管理业务净收入5.4亿元（不包括并表基金），同比增长41.1%。在市场整体去通道的行业背景下，公司产品结构调整明显。公司集合计划期末受托资金规模514.1亿元，较期初增长32%；定向计划期末受托资金规模7365亿元，较期初下降8.8%。我们认为目前公司产品结构的调整符合监管对于资管业务回归本源的市场定位。我们注意到公司主动管理规模虽稳步增长，但资管业务成本下降明显，考虑到主动管理能力对投研体系的依赖，未来公司在资管业务的成本开支预计将有所回升。
- **信用业务快速增长，业务风险保持稳定。**2018H1，公司信用业务实现收入34.4亿元，买入返售金融资产规模为684.1亿元，较2017年末增长55.3%。根据公告数据进行测算，公司目前整体质押物担保比例从2017年末的177.2%下降至2018H1的173.4%，小幅下降3.8个百分点。与公司较大幅度的业务规模增长相比，目前信用业务的整体风险水平保持稳定，处于可控范围内。
- **投资业务是公司上半年的经营亮点。**根据公司公告，2018H1自营权益类占净资本比例为23.96%，较上年末下降4.21个百分点。而自营固收类占净资本比例为143.36%，较上年末大幅提升9.28个百分点。公司自营资产配置动态变化与2018H1的股债市场分化结构相契合。其结果是公司在扩大自营盘规模（同比+18.7%）、提升金融工具持有期收益（同比+82.5%）的同时，仅承担了较小的公允价值变动损失（约回撤0.6%）。结合公司的股权投资业务，公司的证券自营及其他投资业务板块整体实现收入7亿元，同比大幅增长145.8%。

注：我们使用新准则下的交易性金融资产、债权投资、其他债权投资、其他权益工具投资代表自营盘规模；使用利润表公允价值变动损失、其他综合收益各项公允价值变动之和代表整体公允价值变动。

结论：

我们看好公司重资产化趋势之下的投资业务发展前景以及资管业务转型后的规模和收入增长。我们预计公司2018-2020年的营收分别为116.2亿元、128.7亿元和134.9亿元，归母净利润分别为43.3亿元、47.8亿元和50亿元，EPS分别为0.2元、0.21元、0.22元，对应PE分别为21倍、20倍和19倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：

股票市场成交量进一步萎缩、自营业务市场波动风险、股票质押风险事件

公司盈利预测表（单位：亿元）

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
资产：						营业收入	147.2	133.7	116.2	128.7	134.9
货币资金	981.3	743.4	745.5	779.4	813.3	手续费及佣金净收入	99.0	73.8	68.2	72.0	78.2
其中：客户资金存款	748.7	519.6	587.9	614.6	641.4	代理买卖证券业务净收入	59.0	45.6	43.1	45.2	47.6
结算备付金	134.3	126.3	110.7	115.7	120.7	证券承销业务净收入	21.2	14.0	10.7	12.5	14.2
其中：客户备付金	117.3	100.4	97.1	101.5	105.9	受托客户资产管理业务净收入	18.0	13.0	9.5	9.5	9.6
拆出资金						净收入					
融出资金						利息净收入	18.7	17.5	12.4	14.3	11.3
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	349.4	493.6	454.3	465.0	543.5	投资净收益	39.0	40.6	34.8	36.8	41.8
以摊余成本计量的金融资产						公允价值变动净收益	-10.2	-0.9	4.6	7.5	8.9
以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产	406.0	469.9	392.4	499.4	535.0	汇兑净收益	0.1	0.0	0.1	-0.3	-0.3
衍生金融资产	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	其他收益		1.7			
买入返售金融资产	177.3	440.5	575.6	625.7	680.4	其他业务净收入	0.5	1.1	0.8	0.9	0.9
应收款项	14.7	15.3	10.9	11.5	12.2	营业支出	84.8	74.3	61.2	68.1	71.5
应收利息	21.6	27.6	18.2	19.2	20.3	税金及附加	4.3	1.1	4.9	5.5	5.7
存出保证金	57.6	54.6	94.4	107.5	120.2	业务及管理费	76.0	68.3	54.4	60.3	63.2
持有至到期投资						资产减值损失	4.5	4.3	2.8	3.1	3.4
长期股权投资	9.7	18.7	25.3	34.1	46.0	其他业务成本	0.1	0.5	-1.0	-0.7	-0.9
固定资产+在建工程	14.2	14.0	13.5	13.0	12.5	营业利润	62.4	59.4	55.0	60.6	63.5
无形资产	1.2	1.4	1.4	1.3	1.3	加：营业外收入	1.7	0.1	1.2	1.2	1.2
商誉	0.7	0.6	102.2	102.2	102.2	减：营业外支出	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4
递延所得税资产	15.8	13.1	7.4	26.5	26.5	利润总额	63.9	59.3	55.8	61.5	64.3
投资性房地产	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7	减：所得税	8.6	12.0	12.0	13.2	13.9
其他资产	11.6	22.1	39.9	27.9	53.8	净利润	55.3	47.3	43.8	48.2	50.5
资产总计	2754.9	2999.4	3239.2	3503.7	3790.7	减：少数股东损益	1.2	1.3	0.4	0.4	0.4
负债：						归属于母公司所有者的净利润	54.1	46.0	43.3	47.8	50.0
短期借款+拆入资金	32.6	100.1	104.6	113.8	123.7	每股收益：					
应付短期融资款	32.1	152.5	178.3	208.1	245.4	基本每股收益	0.2700	0.2300	0.2035	0.2121	0.2219
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	10.5	28.5	31.8	38.1	45.8						
衍生金融负债	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6						
卖出回购金融资产款	347.8	646.6	711.2	782.4	880.6						
代理买卖证券款	897.0	638.3	713.6	748.0	778.5						
代理承销证券款			0.7	0.7	0.7						
应付职工薪酬	49.9	31.2	22.5	24.6	25.8						
应交税费	12.3	5.7	18.8	20.5	21.5						
应付款项	5.7	2.9	2.6	2.7	2.8						
应付利息	13.3	15.3	19.6	21.5	23.7						
长期借款	3.0	6.5	4.8	5.6	5.2						
应付债券	623.3	666.7	676.7	744.3	818.8						
递延所得税负债	7.6	4.5	26.5	26.5	26.5						
预计负债			4.4	4.4	4.4						
其他负债	178.8	144.4	99.8	104.4	108.9						
负债合计	2214.2	2429.4	2616.2	2844.1	3092.7						
所有者权益(或股东权益)：											
股本	200.6	200.6	225.4	225.4	225.4						
资本公积金	44.5	44.4	44.4	44.4	44.4						
其他综合收益	-8.5	-3.5	0.0	7.0	15.1						
盈余公积金	29.1	30.2	32.8	35.6	38.6						
未分配利润	166.5	181.7	194.9	212.2	229.5						
一般风险准备	89.0	98.6	107.2	116.5	126.2						
归属于母公司所有者权益合计	523.1	552.0	604.6	641.0	679.1						
少数股东权益	17.7	18.1	18.4	18.8	18.9						
所有者权益合计	540.7	570.1	623.0	659.6	698.0						
负债及股东权益总计	2754.9	2999.4	3239.2	3503.7	3790.7						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

安嘉晨

本科毕业于北京航空航天大学，硕士毕业于北京大学。曾经在腾讯、香港云锋金融工作多年。在互联网金融与金融科技等领域有丰富工作经验和深入研究。2018 年加入东兴证券，从事非银金融行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。