



成本开支提升寻求转型 投资业务开启新突破口

——东北证券（000686）半年报点评

2018年08月22日

推荐/首次

东北证券

财报点评

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：

东北证券近日发布 2018 年半年度报告，公司 2018H1 实现营业收入 20.6 亿元，同比下降 2.7%；归母净利润 2.5 亿元，同比上升 20.1%。总资产 630.8 亿元，同比上升 5.3%；归母净资产 152.4 亿元，同比下降 2.8%。

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）	1383.2	1065.59	1048.81	1445.46	1366.25	945.48	1111.22
增长率（%）	-20.34%	13.13%	29.51%	7.31%	-1.23%	-11.27%	5.95%
毛利率（%）	12.28%	23.19%	11.97%	28.24%	-1.90%	17.43%	11.73%
期间费用率（%）	-	-	-	-	-	-	-
营业利润率（%）	12.28%	23.19%	11.97%	28.24%	-1.90%	17.43%	11.73%
净利润（百万元）	176.64	197.29	128.80	340.07	36.55	139.54	118.95
增长率（%）	-58.46%	-51.15%	-34.20%	-41.95%	-79.31%	-29.27%	-07.64%
每股盈利（季度，元）	0.07	0.08	0.05	0.14	0.01	0.06	0.05
资产负债率（%）	77.91%	76.48%	74.92%	75.17%	71.96%	73.04%	74.03%
净资产收益率（%）	1.06%	1.17%	0.77%	2.01%	0.22%	0.83%	0.73%
总资产收益率（%）	0.24%	0.27%	0.19%	0.50%	0.06%	0.22%	0.19%

观点：

- **资产规模扩张，公司谋求转型。**截至报告期末，公司总资产规模为630.8亿元，较2017年末增长5.2%，总负债467亿元，增长8.3%，归属于上市公司股东的所有者权益152.4亿元，下降2.7%。公司资产负债率由2017年末的72%上升至74%。总资产增长配合杠杆率水平提升说明公司正处于主动加杠杆阶段。从分部报告来看，证券自营业务资产比年初增加61亿，增幅达46.4%，公司在加大固收类资产配置规模以及期货子公司的现货交易，以求未来债市的持续景气和公司转型发展。
- **轻资产业务增长受阻，投资业务一枝独秀。**公司在2018年进行资本扩张，积极推动业务转型，轻资产业务成本均有明显增长（证券经纪业务+3.1%、投资银行业务+13.9%、资产管理业务+55.3%），但2018年上半年由于股票市场回撤等因素的影响，市场环境受到较大冲击，使得轻资产业务转型受限（营业收

入：证券经纪业务-9%、投资银行业务-30.5%、资产管理业务-3.7%)。在市场环境低迷的情况下，公司加大金融资产投入，利用套期保值等方式，在投资业务上实现营收8933万元，较去年同期大幅增长70%，一定程度上缓解了业绩下滑趋势。

- **经纪业务平稳发展，机构客户比重上升。**在市场整体行情低迷的情况下，2018H1，公司实现股基交易量8757亿元，较去年同期增长0.5%。证券经纪业务共实现收入3.9亿元，其中交易手续费+席位租赁净收入受佣金率进一步降低的影响而略有下滑，但席位租赁净收入占比已经上升到26.4%，较去年同期上升6pct，机构客户比例逐渐上升。公司经纪业务正在积极转型发展，进一步巩固加强与机构客户的合作力度，并新增投资顾问服务挖掘高净值客户。
- **投行业务亏损，业务多元化成亮点。**2018H1公司投资银行业务实现收入8752万元，较2017H1大幅下降30.5%，营业成本反而同比增长13.9%，导致投行业务由盈转亏。尽管业务收入下滑，但投行业务趋向多元化发展，相较去年同期，公司本期新增增发、配股、地方政府债、企业债等多项业务，并且在新三板市场新增挂牌企业9家，排名行业第6位。公司投行业务综合能力逐渐增强，具有较高的业绩弹性，有望在未来市场中实现突破。
- **资管业务投入加大，结构转型趋势明显。**2018H1，公司资产管理业务净收入7952万元（不包括并表基金），同比降低20.5%。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179.9亿元，占比23.4%；定向计划期末受托资金规模573亿元，较去年同期大幅下降42.4%，占比降低5.5pct至74.5%。公司稳步推进研究团队建设工作，持续引进高端人才，扩充研究和销售团队规模，本期资管业务成本达到5359万元，同比增长55.3%，主动管理比例也随之上升，约从2017H1的21.3%上升至27.5%。我们认为虽然公司依然具有较高的定向计划占比，但业务积极转型，为资管业务回归本源进行储备。
- **信用业务规模扩张与风险管理并重。**2018H1，公司信用业务实现收入5.2亿元，同比增长2%。公司融资融券业务主动出击，抢占发达地区增量客户，期末融资融券余额为82.5亿元，同比增长12.3%，实现利息收入3.2亿元，同比增长9.2%。股票质押式回购交易业务待回购余额为141.3亿元，其中以自有资金出资52.1亿元，较2017H1减少23.7%，有效控制了股票质押风险。担保比例从年初的206.8%下降至171.7%，整体业务风险依然可控。
- **投资业务逆势上升，思路转变成为关键。**2018H1，公司证券投资业务收入8933万元，同比增长70%。2018年，股债市场出现明显行情分化现象，公司积极调整各类资产配置比例，采取稳健型投资策略，进一步降低权益类投资比例。公司自营权益类占净资本比例降低至23.5%，自营非权益类占净资本153.6%，较期初大幅提升27pct。报告期内，公司灵活运用多种套期保值方式进行对冲，其中衍生金融资产变动损益5532万元，金融负债变动损益1053万元，合计占本期金融资产公允价值变动损益的约70%。

结论：

我们看好公司应对市场变化的战略灵活性以及稳定成本开支下的业绩弹性。我们预计公司2018-2020年的营收分别为38.8亿元、44.6亿元和43.8亿元，归母净利润分别为5.6亿元、5.9亿元和6.1亿元，EPS分别为0.24元、0.25元、0.26元，对应PE分别为26倍、24倍和23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、公司营业利润率进一步下滑

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	44.8	49.3	38.8	44.6	43.8
货币资金	171.6	111.9	117.3	122.6	127.9	手续费及佣金净收入	24.6	16.5	15.3	16.0	16.5
其中：客户资金存款	123.3	91.5	99.3	103.9	108.4	代理买卖证券业务净收入	9.4	7.5	7.2	7.6	8.0
结算备付金	30.1	22.5	25.9	27.0	28.2	证券承销业务净收入	6.7	3.2	2.8	3.3	3.5
其中：客户备付金	23.4	8.9	18.9	19.7	20.6	受托客户资产管理业务净收入	3.5	2.1	4.9	4.7	4.7
拆出资金	0.0	0.0				利息净收入	-1.9	-1.3	1.5	1.5	0.6
拆入资金	77.1	84.3	96.4	100.5	104.7	投资净收益	21.4	15.6	9.4	10.3	11.7
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	158.9	79.8	127.5	115.4	123.4	公允价值变动净收益	-2.3	0.1	1.4	2.2	2.1
以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产	174.9	152.2	124.6	154.4	166.3	汇兑净收益	0.0	0.0	0.0	-0.3	-0.3
衍生金融资产	0.6	0.2	0.1	0.1	0.1	其他业务收入	3.1	18.4	10.8	14.6	12.7
买入返售金融资产	85.0	85.1	92.8	100.7	107.5	营业支出	28.8	41.7	32.2	37.6	36.6
应收款项	6.4	5.9	3.8	4.0	4.1	税金及附加	1.3	0.3	1.7	1.9	1.9
应收利息	2.6	3.4	2.7	2.8	2.9	业务及管理费	23.5	20.8	17.4	18.6	19.3
存出保证金	18.6	21.3	19.0	20.6	21.8	资产减值损失	1.2	2.3	2.5	2.6	2.8
持有至到期投资	0.0	0.0		-0.1		其他业务成本	2.8	18.3	10.7	14.4	12.5
长期股权投资	4.3	6.0	7.5	13.0	16.3	营业利润	16.0	7.5	6.6	7.0	7.2
固定资产+在建工程	7.2	7.1	6.8	6.6	6.4	加：营业外收入	0.6	0.3	0.5	0.5	0.5
无形资产	1.9	2.2	2.1	2.1	2.0	减：营业外支出	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
商誉	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	利润总额	16.5	7.8	7.0	7.4	7.6
递延所得税资产	2.2	3.2	1.6	1.8	2.1	减：所得税	2.9	0.8	1.2	1.3	1.3
投资性房地产	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2	净利润	13.6	7.0	5.8	6.1	6.3
其他资产	9.2	13.1	7.5	10.2	8.9	减：少数股东损益	0.5	0.4	0.2	0.1	0.1
资产总计	751.6	599.4	636.8	682.6	723.6	归属于母公司所有者的净利润	13.1	6.7	5.6	5.9	6.1
负债：						每股收益：					
短期借款+拆入资金	0.9	17.5	12.3	13.4	14.3	基本每股收益	0.5800	0.2800	0.2401	0.2530	0.2626
应付短期融资款	105.9	29.0	45.0	56.0	63.2						
卖出回购金融资产款	96.1	72.3	79.5	87.4	96.2						
代理买卖证券款	155.2	115.3	127.3	133.1	138.9						
代理承销证券款	0.0	5.0	5.0	5.0	5.0						
应付职工薪酬	12.1	7.7	8.4	9.6	9.5						
应交税费	1.1	2.2	5.8	6.6	6.5						
应付利息	8.4	2.1	2.8	2.9	3.0						
应付股利	4.9	5.2	4.7	5.2	5.7						
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0						
应付债券	47.2	61.7	50.7	55.8	61.4						
递延所得税负债	1.9	1.5	1.5	1.7	1.8						
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0						
其他负债	151.9	111.5	120.9	126.4	131.9						
负债合计	585.6	431.3	464.0	503.3	537.5						
所有者权益（或股东权益）：											
股本	23.4	23.4	23.4	23.4	23.4						
资本公积	57.5	57.5	57.5	57.5	57.5						
其他综合收益	3.2	-0.3	1.4	4.1	7.1						
盈余公积	8.1	8.5	8.9	9.4	9.9						
未分配利润	47.5	50.6	51.9	53.9	56.0						
一般风险准备	16.2	17.1	18.2	19.4	20.6						
归属于母公司所有者权益合计	155.9	156.7	161.4	167.8	174.5						
少数股东权益	10.1	11.3	11.4	11.5	11.6						
所有者权益合计	166.0	168.1	172.8	179.3	186.1						
负债及股东权益总计	751.6	599.4	636.8	682.6	723.6						

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。