

# 自营业务高占比拖累业绩 加杠杆空间依然较大

2018年08月27日

推荐/首次

财通证券

财报点评

## ——财通证券（601108）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：

财通证券近日发布2018年半年度报告，公司2018H1实现营业收入18.1亿元，同比下降16.1%；归母净利润5.8亿元，同比降低28.8%。总资产596.2亿元，较期初增加3.3%；归母净资产201亿元，较期初降低3.3%。

### 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）	794.29	987.11	1175.96	960.62	887.84	931.08	883.07
增长率（%）	-69.74%	-47.94%	-54.40%	-194.79%	11.78%	-5.68%	-24.91%
毛利率（%）	63.05%	47.52%	47.79%	44.48%	39.88%	43.96%	28.45%
期间费用率（%）	-	-	-	-	-	-	-
营业利润率（%）	63.05%	47.52%	47.79%	44.48%	39.88%	43.96%	28.45%
净利润（百万元）	411.29	384.77	412.42	385.85	293.77	359.54	225.11
增长率（%）	-55.14%	-20.47%	-22.31%	09.82%	-28.57%	-06.56%	-45.42%
每股盈利（季度，元）	0.13	0.12	0.13	0.12	0.08	0.10	0.06
资产负债率（%）	72.00%	-	66.90%	67.26%	63.93%	63.84%	66.25%
净资产收益率（%）	2.68%	-	2.60%	2.37%	1.41%	1.72%	1.12%
总资产收益率（%）	0.75%	-	0.86%	0.78%	0.51%	0.62%	0.38%

### 观点：

- **杠杆率主动提升，各业务针对性调整。**截至报告期末，公司总资产规模为596.2亿元，较2017年末增长3.3%，总负债395亿元，增长7.1%，归属于上市公司股东的所有者权益201亿元，降低3.3%。经计算，公司杠杆率水平已经由期初的56.2%上涨至58.2%（剔除代理买卖证券款）。在市场下行环境下，公司通过主动增加杠杆，依靠规模扩张来维持收入。从分部报告来看，经纪业务、资管业务和自营业务扩张明显，负债端较期初分别增加19.7%、26.9%和21.5%；投行业务由于市场低迷而收缩6.5%；信用业务则跟随市场去杠杆大趋势，收缩15.3%。
- **自营业务占比下滑，轻重资产业务地位反转。**2018H1，由于市场行情发生剧烈波动，公司业务收入结构

发生明显变化,轻资产业务重新占据领先地位。上半年度,轻资产业务实现营业收入9.7亿元,占比49.8% (其中证券经纪业务26.7%、投行业务3.4%、资管业务19.6%),同比上升4pct;重资产业务实现收入8.5亿元,占比46.7% (其中自营业务36.5%、信用业务10.2%),同比下降6.7pct。轻重资产占比逆转,主要是由于本期自营业务在股债两市分别扩张,权益配置受市场拖累,当期收益下滑明显。

注:由于公司业务分类方式与其他证券公司不同,我们通过观察投资收益在各分部报告中的比重,重新将总部后台及其他营业收入与自营投资业务收入合并,当作其当期自营业务收入(下同)。

- **传统区位优势经纪业务下滑,海外市场拓展成果初显。**受到整体市场下行趋势影响,2018H1,公司实现经纪业务收入4.8亿元,同比减少10.6%,营业成本同比降低4.1%。公司在经纪业务上战略明确,保持线上线下载协同发展。线下利用区位优势,在浙江省广布营业厅,省内证券分支机构占比达80.3%,由此建立起完善的营业网络;线上通过低佣金率打开市场,经计算,公司净佣金率长期保持在万2.5左右,低佣金率策略使得公司从2013年起,连续五年市占率提升。但佣金战已经接近尾声,下降空间极其有限,公司在2018Q1市占率遭遇五年来首次下滑,跌幅7bp。公司抓住海外市场机遇,目前已初步形成稳定的盈利模式,本期境外业务实现营收6498万元,同比大幅增长72.6%
- **股权业务低迷,债承项目创新发展。**2018H1公司投资银行业务实现收入6170万元,较2017H1大幅下降34.8%,营业支出仍超过1亿元,较上期无重大变化,导致投行业务亏损。股权融资方面,由于上半年IPO进入严审核、慢节奏的平稳发行态势,股权承销产生明显头部效应,仅36家券商完成IPO承销项目。公司上半年完成1单增发(财务顾问)项目;债权融资方面,公司调整业务中心,加大对创新业务品种的开发力度,报告期内成功发行华友钴业绿色债,主承销企业债募集资金39.2亿元,市场份额提升3.4pct。
- **资管业务加速转型,公募基金成长迅速。**2018H1,公司资产管理业务净收入为2.1亿元(不包括并表基金),同比下降37.2%。报告期内,公司加快资管业务转型,加速去除单一通道业务,向主动管理模式靠拢。截至2018年6月末,公司集合计划受托资金达654.4亿,较期初下降12.2%,实现净收入1.8亿元,占比85.9%;定向计划管理规模560.7亿,较期初降低4.9%,实现净收入2753万元,占比12.9%,同比下降17.5pct,通道业务收入份额急速下降,资管业务转型发展效果明显。公募基金业务发展迅速,期末受托资金规模已达171.4亿,较期初大幅增长93.6%,实现净收入2632万元,同比增长243%。我们认为,公司资管业务正处于转型期,加之其业绩及口碑持续获得市场认可(报告期内获多项荣誉大奖),未来仍有较大的增长空间。
- **去杠杆降风险,信用业务健康增长。**2018H1,公司信用业务实现收入1.9亿元,同比增长15.9%。融资融券业务方面,公司一方面随市场去杠杆趋势,降低融资规模,期末融出资金余额为85.7亿,较期初降低19.7%;另一方面公司关注客户信用等级,聚焦大客户开发,充分挖掘客户净值的同时,有效控制业务风险。买入返售金融资产方面,由于股权质押违约事件频发,公司积极调整业务比例,股权业务融出资金余额为38.2亿元,较期初减少4.5%,期限结构也朝向短期发展。股权业务担保比例从年初的276%下降至253.1%,始终处于较高水平。我们认为,目前公司信用业务整体风险水平较低,股债比例适中,处在平稳上升阶段。
- **受权益资产拖累,自营业务严重下滑。**2018H1,公司自营投资业务实现收入6.6亿元,同比下滑33.6%。2018年上半年市场出现行情分化,“股熊债牛”趋势明显。公司在股、债市场纷纷发力,截至本期末,公司自营权益类占净资本比例为10.97%,较年初上涨2.2pct;自营非权益类占净资本比例为124.89%,上涨1.6pct。根据观察发现,本期以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产中,新增基金投资

6.3亿元，增幅达155%，但受股票市场行情影响，其公允价值下滑严重，期末比初始投资成本下降1.2亿元，而上期仅为15.2万元，亏损幅度较大。我们认为，由于公司自营业务比重较大，投资收益长期占营业收入50%以上，公司高贝塔属性较为明显。

### 结论：

我们看好公司资管业务转型发展后规模进一步扩张，同时自营业务在市场回暖时的高贝塔属性，带动公司业绩反弹。我们预计公司2018-2020年的营收分别为36.8亿元、39.5亿元和42.9亿元，归母净利润分别为13.2亿元、14.2亿元和15.4亿元，EPS分别为0.37元、0.39元、0.43元，对应PE分别为27倍、26倍和24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、资管业务发展不及预期、自营业务下滑加大

**公司盈利预测表 (单位: 亿元)**

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>资产:</b>						<b>营业收入</b>	<b>42.6</b>	<b>40.1</b>	<b>36.8</b>	<b>39.5</b>	<b>42.9</b>
货币资金	157.8	104.0	104.3	109.0	113.7	手续费及佣金净收入	24.3	17.8	16.1	17.3	18.5
其中: 客户资金存款	128.5	85.5	88.8	92.8	96.8	代理买卖证券业务净收入	11.5	8.6	8.3	8.9	9.5
结算备付金	22.7	23.8	20.2	21.1	22.1	证券承销业务净收入	4.9	2.4	1.4	2.0	2.1
其中: 客户备付金	21.4	22.8	19.0	19.9	20.8	受托客户资产管理业务净	7.8	6.7	6.4	6.3	6.7
拆出资金	0.0	0.0				利息净收入	2.5	2.6	1.2	0.5	1.0
融出资金	85.6	106.7	87.8	114.3	119.0	投资净收益	17.4	20.4	14.7	16.9	18.7
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	96.3	104.3	149.2	141.5	150.4	公允价值变动净收益	-1.9	-1.0	4.2	4.5	4.6
以摊余成本计量的金融资产	0.0	0.0				汇兑净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产	86.3	127.7	137.7	150.1	159.5	其他收益	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1
衍生金融资产	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	其他业务收入	0.2	0.1	0.2	0.1	0.1
买入返售金融资产	53.0	63.0	59.0	64.3	68.4	<b>营业支出</b>	<b>21.1</b>	<b>22.0</b>	<b>20.4</b>	<b>21.9</b>	<b>23.8</b>
应收款项	5.5	1.9	1.5	1.6	1.7	税金及附加	1.0	0.2	0.8	0.8	0.9
应收利息	4.8	4.2	3.6	4.2	4.4	业务及管理费	20.2	20.8	19.1	20.5	22.3
存出保证金	2.3	1.1	1.4	1.5	1.5	资产减值损失	-0.1	1.0	0.5	0.5	0.6
持有至到期投资	0.0	0.0				其他业务成本	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	23.1	28.3	33.9	40.7	48.8	<b>营业利润</b>	<b>21.4</b>	<b>18.1</b>	<b>16.4</b>	<b>17.6</b>	<b>19.2</b>
固定资产+在建工程	1.1	1.4	1.4	1.3	1.3	加: 营业外收入	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
无形资产	3.3	3.5	3.4	3.3	3.2	减: 营业外支出	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
商誉	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>利润总额</b>	<b>21.5</b>	<b>18.1</b>	<b>16.3</b>	<b>17.5</b>	<b>19.0</b>
递延所得税资产	2.2	3.0	1.5	1.7	2.0	减: 所得税	3.7	3.3	3.1	3.3	3.6
投资性房地产	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	<b>净利润</b>	<b>17.8</b>	<b>14.8</b>	<b>13.2</b>	<b>14.2</b>	<b>15.4</b>
其他资产	3.5	3.7	2.9	2.3	2.6	减: 少数股东损益	-0.1	-0.3	0.0	0.0	0.0
<b>资产总计</b>	<b>547.8</b>	<b>577.0</b>	<b>608.2</b>	<b>657.3</b>	<b>698.9</b>	归属于母公司所有者的净利润	17.9	15.0	13.2	14.2	15.4
<b>负债:</b>						<b>每股收益:</b>					
短期借款+拆入资金	16.4	13.4	15.3	16.7	17.8	基本每股收益	0.5500	0.4500	0.3681	0.3949	0.4297
应付短期融资款	18.8	78.3	62.6	78.9	85.8						
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0						
衍生金融负债	0.0	0.3	0.3	0.4	0.5						
卖出回购金融资产款	77.9	36.5	40.2	44.2	48.6						
代理买卖证券款	152.9	102.2	106.5	111.3	116.1						
代理承销证券款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0						
应付职工薪酬	12.1	13.5	11.4	12.3	13.4						
应交税费	2.5	2.0	4.2	4.5	4.9						
应付款项	0.0	4.6	4.8	5.0	5.2						
应付利息	4.2	3.5	4.2	4.4	4.7						
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0						
应付债券	104.9	108.9	138.9	145.9	153.2						
递延所得税负债	1.8	2.1	1.1	1.4	1.6						
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0						
其他负债	2.9	3.5	3.7	3.9	4.1						
<b>负债合计</b>	<b>394.4</b>	<b>368.9</b>	<b>393.3</b>	<b>428.9</b>	<b>455.8</b>						
<b>所有者权益(或股东权益):</b>											
股本	32.3	35.9	35.9	35.9	35.9						
资本公积	46.6	82.7	82.7	82.7	82.7						
其它综合收益	6.4	7.4	11.9	16.6	21.6						
盈余公积	5.5	7.1	8.3	9.7	11.1						
未分配利润	41.0	51.0	54.3	59.0	64.2						
一般风险准备	15.6	18.9	21.5	24.4	27.5						
<b>归属于母公司所有者权益合计</b>	<b>152.5</b>	<b>207.9</b>	<b>214.6</b>	<b>228.2</b>	<b>242.9</b>						
少数股东权益	0.9	0.2	0.2	0.2	0.2						
<b>所有者权益合计</b>	<b>153.4</b>	<b>208.1</b>	<b>214.8</b>	<b>228.4</b>	<b>243.2</b>						
<b>负债及股东权益总计</b>	<b>547.8</b>	<b>577.0</b>	<b>608.2</b>	<b>657.3</b>	<b>698.9</b>						

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。