



营业部传统优势升级 转型谋发展较为迫切

——国信证券（002736）半年报点评

2018年08月29日

推荐/首次

国信证券

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：

国信证券近日发布 2018 年半年度报告，公司 2018H1 实现营业收入 40.6 亿元，同比减少 25.3%；归母净利润 11.6 亿元，同比减少 42.5%。总资产 2084.9 亿元，较期初上升 4.4%；归母净资产 512.8 亿元，较期初减少 1.5%。

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）	3068.92	2601.99	2832.28	3311.25	3178.09	2337.18	1722.77
增长率（%）	-56.75%	-9.66%	-13.39%	-6.13%	3.56%	-10.18%	-39.17%
毛利率（%）	36.66%	51.05%	50.71%	53.42%	49.96%	39.47%	32.08%
期间费用率（%）	-	-	-	-	-	-	-
营业利润率（%）	36.66%	51.05%	50.71%	53.42%	49.96%	39.47%	32.08%
净利润（百万元）	851.05	1040.80	972.32	1348.82	1216.81	742.83	420.71
增长率（%）	-70.31%	23.52%	-28.18%	-10.60%	42.98%	-28.63%	-56.73%
每股盈利（季度，元）	0.10	0.13	0.12	0.16	0.15	0.09	0.05
资产负债率（%）	74.90%	73.14%	72.80%	74.13%	73.88%	74.14%	75.37%
净资产收益率（%）	1.76%	2.09%	1.98%	2.65%	2.33%	1.40%	0.82%
总资产收益率（%）	0.44%	0.56%	0.54%	0.68%	0.61%	0.36%	0.20%

观点：

- **主动提高杠杆水平，重资产化趋势显现。**截至报告期末，公司总资产规模为2084.9亿元，较2017年末增长4.4%，总负债1571.4亿元，增长6.5%，归属于上市公司股东的所有者权益512.8亿元，下降1.5%。本期内，公司加速资金筹措进行规模扩张，应付短期融资款和卖出回购金融资产款较期初分别大幅增加54.7%和27.4%，杠杆率水平因此随之提升，由2017年末的67.6%上升至69.7%（剔除代理买卖证券款）。从分部报告来看，自营业务和信用业务负债端较2017年末分别增长58.3亿元和12.6亿元，涨幅为18.8%和1.8%。
- **全业务收入下滑，经纪业务仍充当支柱。**2018H1，公司各项业务均出现不同程度下滑，重资产业务下滑严重，其中投资业务由盈转亏，收入下滑147.8%，信用业务也大幅下滑23%，导致轻重资产业务收入出

现一边倒局面，轻资产业务重新占据绝对领导地位。经纪业务成为本期营业收入最大支柱，占比58.1%，投行业务和资管业务分别贡献13.8%和4.7%，而重资产业务占比被压缩到仅剩10.9%。我们认为，公司目前收入结构仍处于传统轻资产业务主导阶段，未来转型空间较大。

- **股基交易市占率继续下滑，营业部投顾升级挖掘存量客户价值。**2018H1，公司实现经纪业务收入23.6亿元，同比减少8.2%。公司股基交易量市占率长期受到佣金战的冲击，在过去10年间基本处于连续下行趋势，从最高点4.7%一直跌落到3%（2018年一季度数据）。公司面对不利形势，大力拓展AI、大数据等创新技术应用，提升产品竞争力，同时有效整合投顾资源，提升整体服务质量，以此挖掘客户潜在价值。2018H1，公司代理买卖证券业务净收入（不含席位租赁）市场份额为5.02%，排名行业第三。
- **投行收入下降，增发业务份额上升。**2018H1公司投资银行业务实现收入5.6亿元，同比下降39.6%，成本端同步缩减23.4%。上半年市场监管态势从严，102家拟IPO企业中，58家过会，44家被否，过会率仅为56.86%。公司上半年完成1单IPO项目，共筹资33.9亿元，占比3.68%。再融资项目方面，公司不断提高对客户的响应速度和服务质量，上半年作为主承销商增发项目市场份额为3.24%，同比提高1.7pct，作为投资顾问增发项目市场份额为9.47%，大幅提高8.5pct。
- **资管业务转型尚在进行中，业务收入小幅下滑。**2018H1，公司资产管理业务净收入1.9亿元，同比降低7.4%。在市场整体去通道的行业背景下，公司顺应时势，回归本源模式。公司集合计划期末受托资金规模189.6亿元，较期初降低15.2%；定向计划期末受托资金规模1673.9亿元，较期初下降2.7%，专项计划期末受托资金规模35.8亿，较期初上升41.4%。我们认为，目前公司产品结构转型尚未完成，受到市场下行趋势的影响，资管业绩承压。但从长期来看，公司正逐步加大对资管业务的投入（本期营业支出同比增长15.1%），未来资管业务与投研能力相结合，回归主动管理方式，有望带动业绩提升。
- **信用业务收缩，规模减少控制风险。**2018H1，公司信用业务实现收入6.8亿元，同比降低23%。期末融出资金余额为351.3亿元，较期初降低12.5%，担保物比例从上年末310.9%下降至2018H1的284.6%。买入返售金融资产规模为430.1亿元，较2017年末降低3.8%，其中自有资金出资额为369.3亿元，占比85.9%。经测算，买入返售资产担保物比例从上年末232.9%下降至2018H1的210.1%，与融资融券担保比例均处于可控范围。我们认为，公司目前阶段在主动规避市场频发的信用风险，未来可以通过与资管业务相对接的方式，降低自有出资比例，同时扩大业务规模。
- **市场低迷致股票亏损较大，投资业务由盈转亏。**2018H1，公司投资业务实现收入-2.4亿元，同比大幅降低147.8%。根据公司公告，2018H1自营权益类占净资本比例为34.85%，较上年末下降6pct，自营固收类占净资本比例为104.31%，较上年末大幅提升35pct，公司投资业务资产配置动态变化与2018H1的股债市场分化趋势相一致。但尽管是在公司大幅缩减股权投资规模，加大债权投资比例的情况下，股权投资当期变动损失仍超过3亿元，其他投资（主要为银行组合理财产品及杠杆票据）当期变动损失1.2亿，共同导致投资业务出现亏损。

结论：

我们看好公司经纪业务转型升级营业部服务模式和投资业务增加投入提升交易能力。我们预计公司2018-2020年的营收分别为88.6亿元、102.2亿元和109.1亿元，归母净利润分别为29.4亿元、34.5亿元和36.8亿元，EPS分别为0.36元、0.42元、0.45元，对应PE分别为24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、经纪业务转型不及预期

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	127.5	119.2	88.6	102.2	109.1
货币资金	542.1	400.4	393.2	411.1	429.0	手续费及佣金净收入	89.1	72.0	59.0	63.9	68.8
其中：客户资金存款	491.5	349.6	351.4	367.4	383.4	代理买卖证券业务净收入	55.9	43.9	40.7	43.3	45.9
结算备付金	83.5	74.3	65.5	68.5	71.4	证券承销业务净收入	26.8	21.3	11.8	14.2	16.6
其中：客户备付金	75.9	66.7	58.7	61.4	64.0	受托客户资产管理业务净收入	2.5	2.5	2.6	2.6	2.6
拆出资金	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	利息净收入	19.1	23.4	20.4	24.7	25.0
融出资金	401.5	401.4	476.5	496.8	517.2	投资净收益	25.3	19.3	12.5	13.7	15.3
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	323.6	322.8	336.9	348.8	391.1	公允价值变动净收益	-7.3	4.1	-4.4	-0.8	-0.9
以摊余成本计量的金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	汇兑净收益	0.7	-0.1	0.3	0.3	0.3
以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产	206.7	223.5	231.8	242.5	262.2	其他收益	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
衍生金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	其他业务收入	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
买入返售金融资产	249.4	447.2	472.1	494.0	534.1	营业支出	67.2	58.0	49.4	56.3	60.2
应收款项	13.8	9.2	7.9	8.5	9.2	税金及附加	3.7	1.0	2.9	3.4	3.6
应收利息	17.5	21.5	19.4	20.3	21.4	业务及管理费	58.9	51.5	39.5	45.6	48.8
存出保证金	27.7	23.5	27.1	28.1	31.1	资产减值损失	4.5	5.3	6.8	7.1	7.7
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	其他业务成本	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
长期股权投资	22.0	27.5	33.1	39.7	47.6	营业利润	60.3	61.2	39.1	45.9	48.9
固定资产+在建工程	16.8	18.8	18.1	17.5	16.9	加：营业外收入	1.0	0.3	0.5	0.5	0.5
无形资产	6.2	6.2	6.0	5.8	5.6	减：营业外支出	0.2	1.5	0.7	0.7	0.7
商誉	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	利润总额	61.1	60.0	39.0	45.7	48.8
递延所得税资产	15.2	15.7	11.6	12.7	13.7	减：所得税	15.5	14.2	9.6	11.2	12.0
投资性房地产	1.6	1.5	1.3	1.2	1.1	净利润	45.6	45.8	29.4	34.5	36.8
其他资产	2.7	2.6	2.7	2.7	2.7	减：少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资产总计	1930.3	1996.4	2103.3	2198.4	2354.5	归属于母公司所有者的净利润	45.6	45.7	29.4	34.5	36.8
负债：						每股收益：					
短期借款+拆入资金	47.1	88.5	90.0	94.2	101.8	基本每股收益	0.5600	0.5200	0.3586	0.4206	0.4483
应付短期融资款	6.1	174.8	271.3	245.5	274.6						
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	0.5	5.4	6.0	6.6	7.2						
衍生金融负债	2.8	0.9	1.0	1.1	1.2						
卖出回购金融资产款	129.6	215.1	279.7	307.7	338.4						
代理买卖证券款	531.8	385.8	387.4	405.0	422.6						
代理承销证券款	2.6	0.0	0.0	0.0	0.0						
应付职工薪酬	41.9	40.6	29.6	34.2	36.5						
应交税费	9.7	6.5	11.1	12.8	13.7						
应付款项	149.9	99.9	100.8	105.4	110.0						
应付利息	0.3	3.2	2.8	3.1	3.4						
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0						
应付债券	461.5	404.3	347.3	382.1	420.3						
递延所得税负债	0.8	3.8	3.4	3.8	3.4						
预计负债	0.0	1.3	0.0	0.0	0.0						
其他负债	59.7	43.3	43.5	45.5	47.4						
负债合计	1445.8	1474.9	1573.8	1646.7	1780.5						
所有者权益(或股东权益)：											
股本	82.0	82.0	82.0	82.0	82.0						
其他权益工具	51.5	51.5	51.5	51.5	51.5						
资本公积金	67.7	67.7	67.7	67.7	67.7						
其他综合收益	2.6	13.1	10.0	9.5	8.8						
盈余公积金	37.8	42.1	45.1	48.5	52.2						
未分配利润	151.1	164.4	166.7	179.1	191.1						
一般风险/准备	91.2	99.9	105.8	112.7	120.1						
归属于母公司所有者权益合计	483.9	520.8	528.8	551.0	573.3						
少数股东权益	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7						
所有者权益合计	484.4	521.4	529.5	551.7	574.0						
负债及股东权益总计	1930.3	1996.4	2103.3	2198.4	2354.5						

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。