



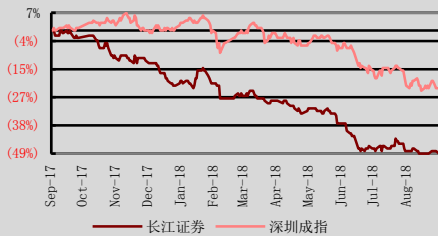
000783.SZ

中性

市场价格：人民币 5.05

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(34.3)	(5.6)	(18.1)	(48.5)
相对深证成指	(10.1)	2.2	(0.3)	(26.7)

发行股数(百万)	5,529
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	27,923
3个月日均交易额(人民币 百万)	73
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
新理益集团有限公司	13

资料来源：公司数据，聚源及中银证券
以2018年9月3日收市价为标准

相关研究报告

《证券行业 2018 年中期策略》20180626

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

非银金融：证券

王维逸

021-20328591

weiyi.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518050001

长江证券

市场低迷暴露经营风险，业绩下滑超六成

事件：公司发布 2018 年半年报，上半年公司实现营业总收入 23.46 亿元，同比下滑 15.12%；实现归属上市公司股东的净利润为 3.78 亿元，同比下滑 62.02%；EPS0.18 元，BVPS4.88 元。

支撑评级的要点

- **净利润下滑超六成，业务结构调整较大：**1) 公司上半年营收和归母净利润同比分别下滑 15.12%和 62.02%，营收下滑叠加营业支出大增，直接导致归母净利润下降明显。2) 经纪、自营、利息、投行、资管收入占比分别为 38%、19%、13%、10%、9%，业务结构调整较大。其中经纪业务占比提升 9 个百分点，而信用业务占比则大幅下降 11 个百分点。由于子公司销售大幅增长，其他业务收入占比由 5%提升至 9%。
- **经纪业务收入同比增长，其它各业务收入全线下滑：**受益于股基成交量市占率提升至 1.93%与佣金率上升至万分之 3.7，经纪收入同比增长 12.13%。受两融业务与股票质押业务所累，利息净收入同比下滑 52.38%。由于股债承销规模市占率由 1.02%下降至 0.85%，叠加市场总规模下降，投行业务收入同比减少 30.41%。资管业务收入同比下降 23.71%，主要由资产管理规模下滑近 9%所致。自营业务收入下降 11.96%，下滑幅度最小，这是由于债券类资产比重由 59%上升至 71%，自营资产净值回撤较小。
- **业务及管理费支出激增，计提信用业务减值准备增加：**上半年营业支出同比增长 23.05%，其中业务及管理费上涨 16.08%，成为支出增加的最主要原因。信用业务客户款坏账损失由去年同期的 3.8 万激增至 7,159 万，这为公司防范信用风险的爆发提出更高要求。
- **民营券商机制灵活，股东结构具备优势：**作为民营券商中的佼佼者，公司相比于大型央企券商的一大优势是灵活的机制，有助于公司在未来长期经营中提升效率，吸引行业精英加入。公司第一大股东新理益集团有限公司是民营企业，机制灵活；第二大股东湖北能源集团与第三大股东三峡资本控股作为国企，能为公司带来充足的优质项目资源，有利于公司长远发展。

评级面临的主要风险

- 政策出台对行业的影响超预期；市场波动对行业业绩、估值的双重影响；

估值

- 首次覆盖，给与公司“中性”评级，给与目标估值 1.07 倍 18PB，对应目标价 5.22 元。

投资摘要

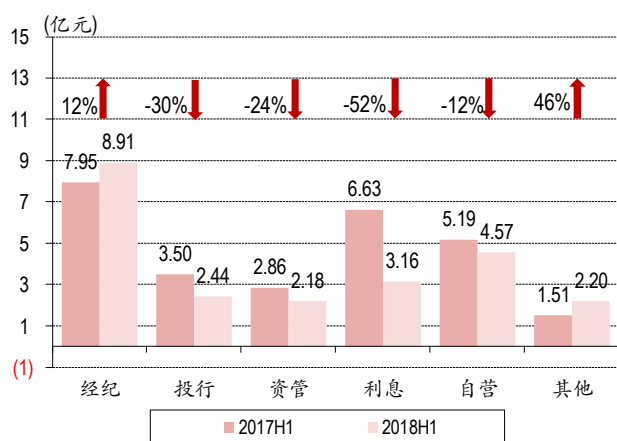
年结日：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(人民币, 百万)	5,857	5,640	4,884	5,721	7,193
变动(%)	(31)	(4)	(13)	17	26
归母净利润(人民币, 百万)	2,207	1,545	970	1,260	1,650
变动(%)	(37)	(30)	(37)	30	31
每股股息(人民币)	0.15	0.15	0.09	0.12	0.16
每股收益(元/股)	0.40	0.28	0.18	0.23	0.30
市净率(倍)	1.09	1.04	1.03	1.00	0.97

资料来源：公司数据及中银证券

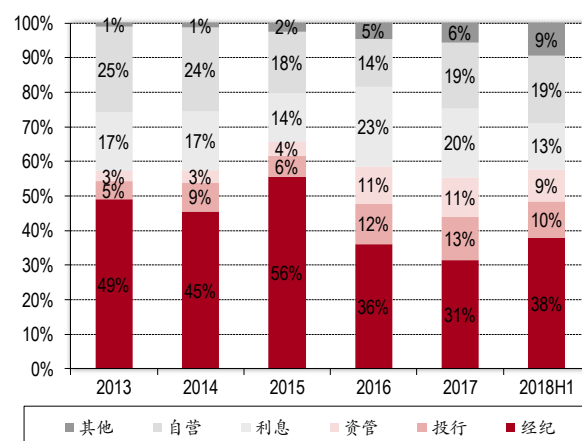
图表 1. 2018 年上半年业绩摘要

单位: 百万元	2017H1	2018H1	同比 (%)
一、营业收入	2,764	2,346	(15)
手续费及佣金净收入	1,472	1,398	(5)
经纪业务手续费净收入	795	891	12
投资银行业务手续费净收入	350	244	(30)
资产管理业务手续费净收入	286	218	(24)
利息净收入	663	316	(52)
投资净收益	477	762	60
对联营企业和合营企业的投资收益	56	45	(19)
公允价值变动净收益	98	(260)	(366)
其他业务收入	54	129	140
二、营业支出	1,518	1,868	23.05
营业税金及附加	21	21	2
管理费用	1,440	1,671	16.08
三、营业利润	1,245	477	(62)
四、利润总额	1,257	492	(61)
减: 所得税	249	105	(58)
五、净利润	1,008	387	(62)
归属于母公司所有者的净利润	995	378	(62)
总资产	108,004	110,735	3
归属于母公司所有者的净资产	25,941	26,846	3

资料来源: 公司数据、中银证券

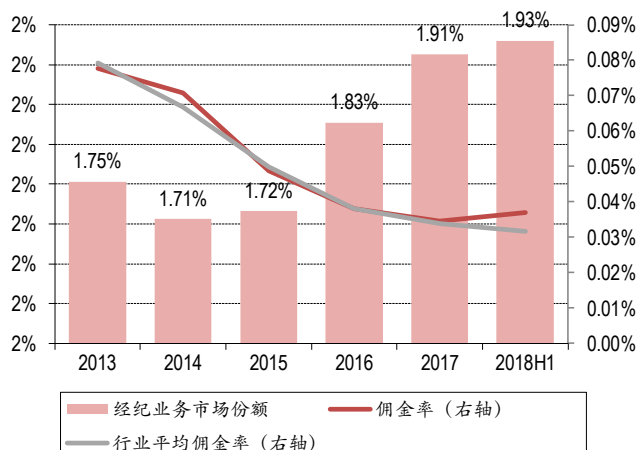
图表 2. 2018H1 公司分业务收入及同比增速


资料来源: 公司数据及中银证券

图表 3. 2013-2018H1 公司分业务收入结构


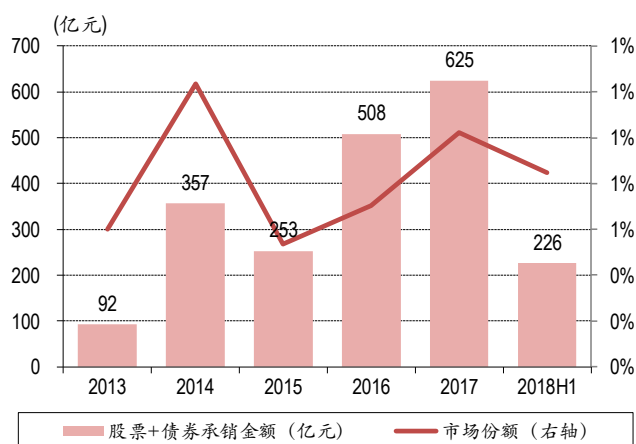
资料来源: 万得数据及中银证券

图表 4. 2013-2018H1 公司经纪业务份额及佣金率



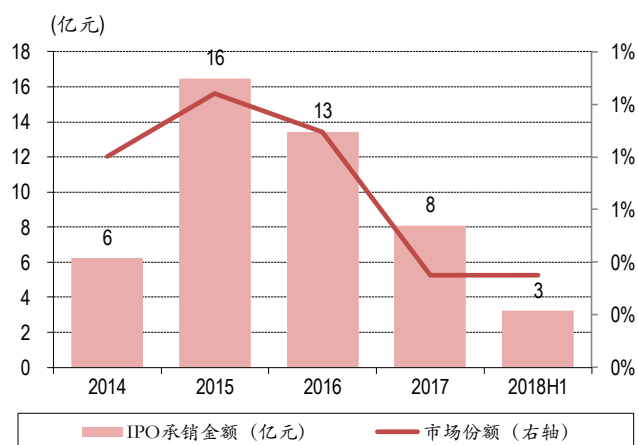
资料来源：公司数据及中银证券

图表 5. 2013-2018H1 公司股票承销金额及份额



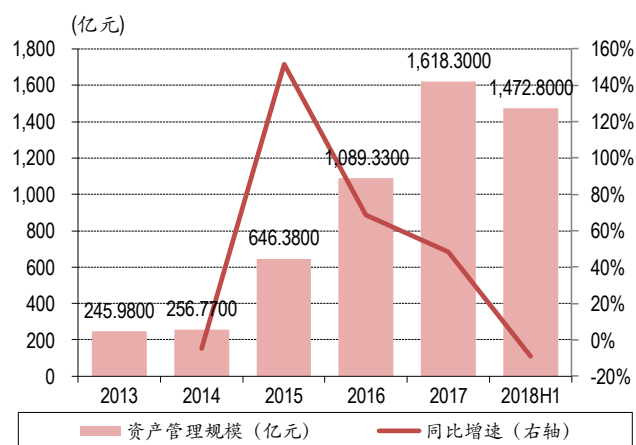
资料来源：万得数据及中银证券

图表 6. 2014-2018H1 公司 IPO 承销金额及份额



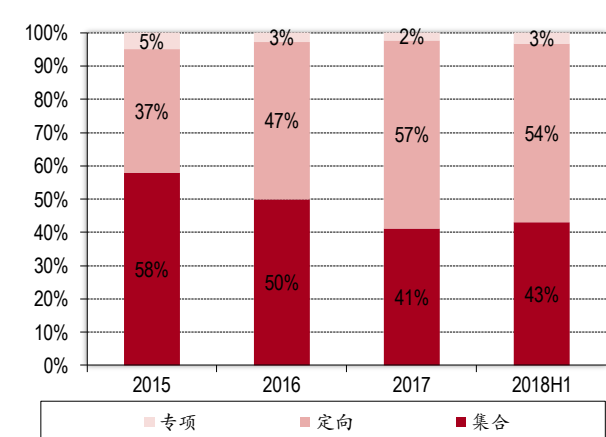
资料来源：公司数据及中银证券

图表 7. 2013-2018H1 公司资产管理业务规模及增速



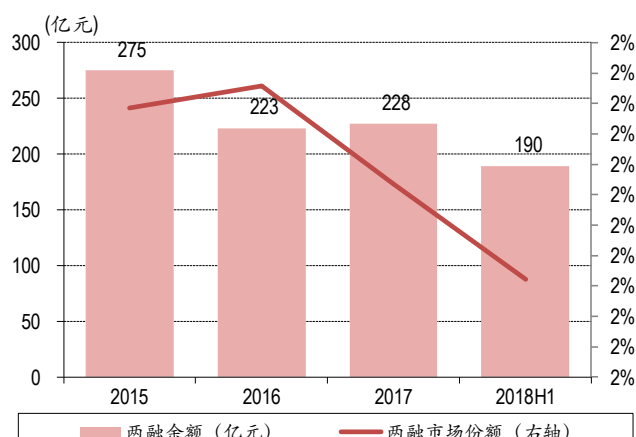
资料来源：万得数据及中银证券

图表 8. 2015-2018H1 公司资产管理业务结构



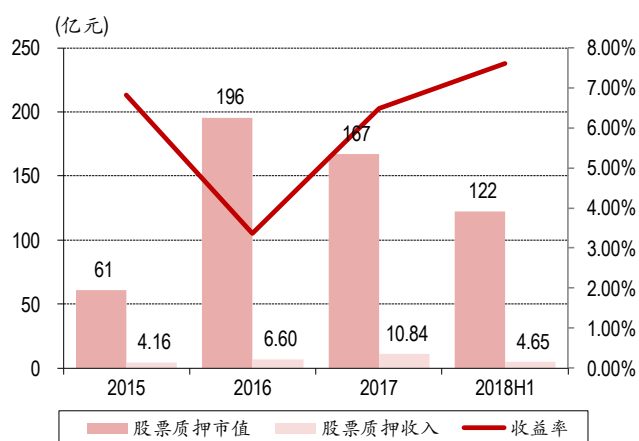
资料来源：公司数据及中银证券

图表 9. 2015-2018H1 公司两融余额及市场份额



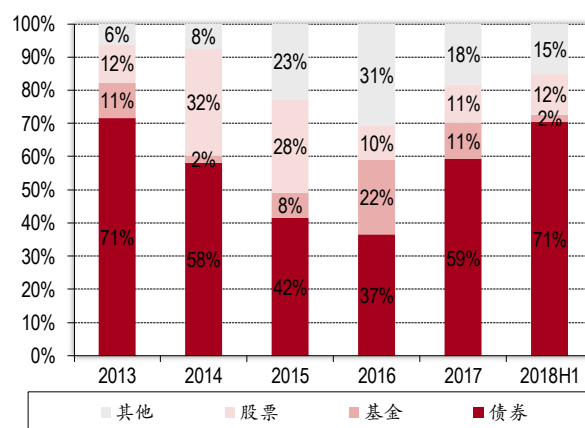
资料来源：万得数据及中银证券

图表 10. 2015-2018H1 股票质押市值及收入



资料来源：公司数据及中银证券

图表 11. 2013-2018H1 公司自营资产配置



资料来源：万得数据及中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
一、营业收入	5,857	5,640	4,884	5,721	7,193
手续费净收入	3,502	3,206	2,890	3,180	3,478
其中:代理买卖证券	2,111	1,773	1,811	2,016	2,183
证券承销业务	690	708	493	538	585
委托管理资产	629	639	501	536	616
利息净收入	1,355	1,131	698	1,056	1,538
投资净收益	1,148	1,139	1,045	1,229	1,908
其中:对联营和合营	120	110	-	-	-
公允价值变动净收益	(227)	48	-	-	-
汇兑净收益	2	0	-	-	-
其他业务收入	78	117	250	256	269
二、营业支出	3,157	3,732	3,687	3,789	4,762
营业税金及附加	187	43	38	44	55
业务及管理费	2,811	3,501	3,486	3,551	4,465
资产减值损失	88	76	66	80	98
其他业务成本	71	113	98	114	144
三、营业利润	2,700	1,908	1,197	1,932	2,431
加:营业外收入	40	64	28	31	35
减:营业外支出	4	11	5	5	6
四、利润总额	2,736	1,961	1,220	1,958	2,460
减:所得税费用	519	417	248	395	506
五、净利润	2,217	1,543	972	1,262	1,654
归母净利润	2,207	1,545	970	1,260	1,650

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入构成					
经纪佣金 (%)	36	31	37	35	30
投行收入 (%)	12	13	10	9	8
资产管理 (%)	11	11	10	9	9
自营收入 (%)	18	18	21	21	27
利息收入 (%)	23	20	14	18	21
其它 (%)	0	5	5	4	4
成长性					
营业收入增长率 (%)	(31)	(4)	(13)	17	26
营业利润增长率 (%)	(39)	(29)	(37)	61	26
归母净利润增长率 (%)	(37)	(30)	(37)	30	31
每股指标					
每股收益 (元/股)	0.40	0.28	0.18	0.23	0.30
BVPS (元)	4.61	4.79	4.88	5.00	5.15
盈利能力					
经营利润率 (%)	46	34	25	34	34
净资产收益率(ROE)	9	6	4	5	6
总资产收益率(ROA)	2	1	1	1	1
估值比率					
PB	1.09	1.04	1.03	1.00	0.97
PE	12.55	17.93	28.57	21.99	16.78

资料来源: 公司数据及中银证券预测