



000166.SZ

增持

市场价格：人民币 4.46

板块评级：强于大市

股价表现



	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	(16.2)	0.5	(2.8)	(25.8)
相对深证成指	8.1	8.2	15.0	(4.1)
发行股数(百万)	22,536			
流通股(%)	89			
流通股市值(人民币百万)	89,325			
3个月日均交易额(人民币百万)	70			
净负债比率%(2018E)				
主要股东(%)				
中国建银投资有限责任公司	29			

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

申万宏源

自营资产配置调整，规避风险业绩稳定

事件：公司发布2018年半年报，上半年公司实现营业总收入60.75亿元，同比增长0.21%；实现归属上市公司股东的净利润为20.66亿元，同比增长0.76%；EPS0.28元，BVPS2.92元。

支撑评级的要点

- 营收与净利润微增，自营收入占比大幅增加：1)公司上半年营收和归属净利润同比分别上涨0.21%和0.76%，在全行业经营惨淡的情况下，业绩表现超过行业平均水平，略超预期。2)自营、经纪、利息、资管、投行收入占比分别为34%、31%、13%、12%、7%，业务发生结构性调整。其中自营业务占比大幅增长10个百分点。
- 经纪、投行、信用业务收入下滑显著：上半年公司经纪业务收入同比下滑9.23%，主要受市场份额由5.02%下降到4.65%影响所致。投行业务收入同比下降30.82%，虽然股债承销金额市占率提升0.1%，但是上半年IPO业务挂零。信用业务方面，公司大力发展股票质押业务，上半年股票质押收入增长3.3倍，但是利息支出大幅上涨32.89%，导致利息净收入同比下滑28.91%。
- 自营、资管业务业绩靓丽，成为支撑净利润“主力军”：自营业务收入1-6月同比增长40.39%，表现最为抢眼。自营资产组合中，债券占比提升2个百分点至60.87%，股票占比下滑至5.17%，公司通过自营资产结构调整的方式，规避了部分市场风险。资管业务收入同比增长20.40%，在通道业务受阻的情况下，主动管理提升成为资管业务的主要增长点。
- 公司合并完成资源整合，逐步进入正轨。公司自合并之后坚持协同发展之道，在逐渐度过业务融合的困难时期之后，公司充分整合资源并借助平台优势，各项业务逐渐步入正轨。公司在7月收到子公司一次性利润分配10亿元，为下半年业绩奠定基础。

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，给予公司“增持”评级，给予目标估值1.7倍18PB，对应目标价格4.96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)	14,720	13,368	13,766	14,984	17,130
变动(%)	(52)	(9)	3	9	14
归母净利润(人民币，百万)	5,409	4,600	5,525	5,706	6,357
变动(%)	(55)	(15)	20	3	11
每股股息(人民币)	0.10	0.05	0.06	0.06	0.07
股息率(%)	2.24	1.12	1.34	1.39	1.55
每股收益(元/股)	0.27	0.23	0.28	0.28	0.32
BVPS(元)	2.61	2.75	2.92	3.06	3.22
市净率(倍)	1.70	1.61	1.52	1.45	1.38

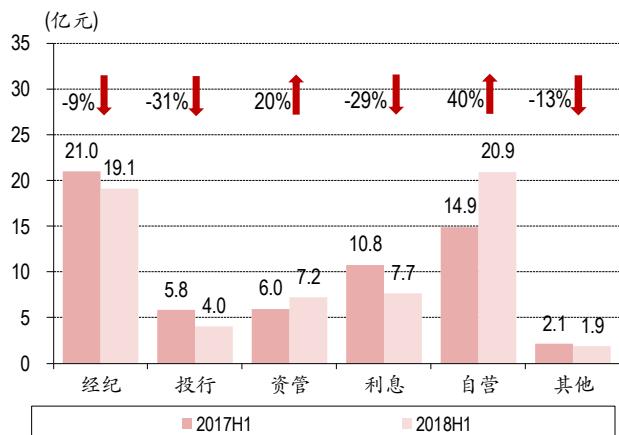
资料来源：公司数据及中银证券

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	6,062	6,075	0
手续费及佣金净收入	3,310	3,061	(8)
经纪业务手续费净收入	2,102	1,908	(9)
投资银行业务手续费净收入	582	403	(31)
资产管理业务手续费净收入	597	719	20
利息净收入	1,077	765	(29)
投资净收益	1,518	2,228	47
对联营企业和合营企业的投资收益	89	72	(19)
公允价值变动净收益	63	(62)	(199)
其他业务收入	55	38	(31)
二、营业支出	3,322	3,448	4
营业税金及附加	56	77	38
管理费用	3,143	3,274	4
三、营业利润	2,741	2,627	(4)
四、利润总额	2,740	2,617	(4)
减: 所得税	634	502	(21)
五、净利润	2,105	2,115	0
归属于母公司所有者的净利润	2,050	2,066	1
总资产	282,966	336,735	19
归属于母公司所有者的净资产	52,560	67,476	28

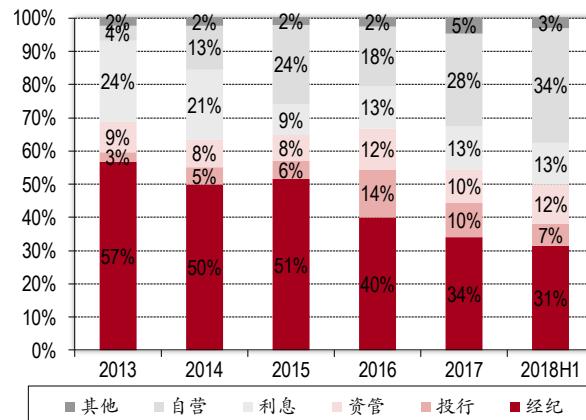
资料来源：公司数据、中银证券

图表 2. 2018H1 公司分业务收入及同比增速



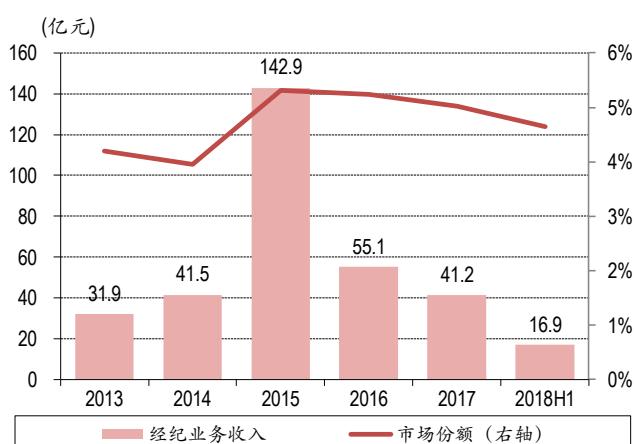
资料来源：公司数据及中银证券

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 公司经纪业务收入及市场份额

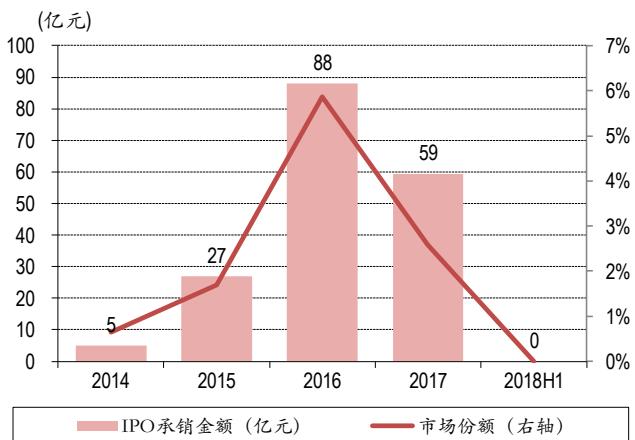


图表 5. 2013-2018H1 公司股债承销金额及份额



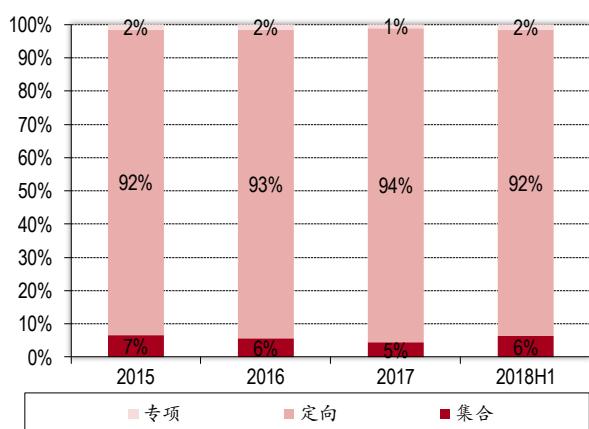
资料来源：公司数据及中银证券

图表 6. 2014-2018H1 公司 IPO 承销金额及份额



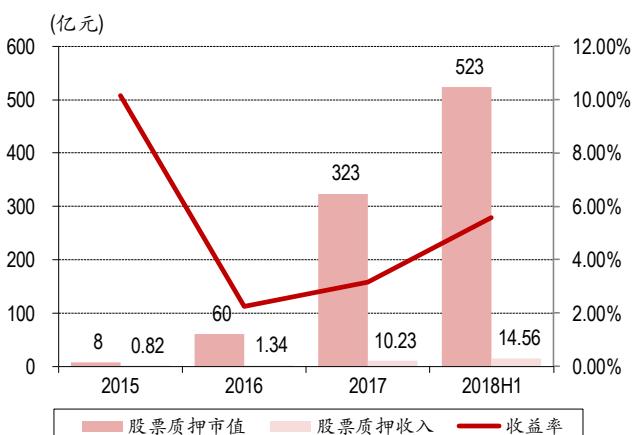
资料来源：公司数据及中银证券

图表 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

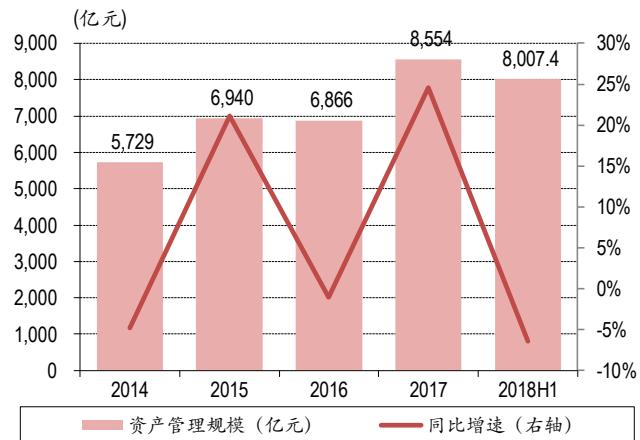
图表 10. 2015-2018H1 股票质押市值及收入



资料来源：公司数据及中银证券

资料来源：万得数据及中银证券

图表 7. 2014-2018H1 公司资产管理业务规模及增速



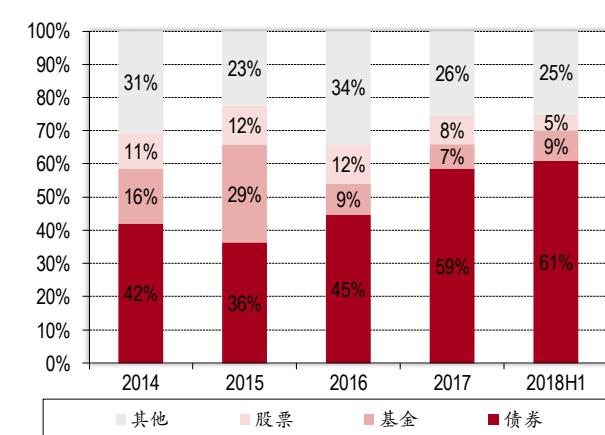
资料来源：万得数据及中银证券

图表 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 11. 2014-2018H1 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	主要比率							
				2019E	2020E	2016	2017	2018E	2019E	2020E	
一、营业收入	14,720	13,368	13,766	收入构成	17,130						
手续费净收入	9,903	7,378	6,892	经纪佣金(13%)	7,788	40	34	31	30	27	
其中:代理买卖证券	5,897	4,559	4,246	投行收入(14%)	4,629	14	10	7	8	7	
证券承销业务	2,115	1,397	963	资产管理(5%)	1,260	12	10	11	11	10	
委托管理资产	1,804	1,303	1,559	自营收入(15%)	1,762	25	29	40	41	44	
利息净收入	1,867	1,750	1,239	利息收入(28%)	1,755	13	13	9	9	10	
投资净收益	3,902	4,062	6,555	其它(7%)	8,301	(5)	3	1	1	1	
其中: 对联营和合营	212	223	1,000	成长性	800	800					
公允价值变动净收益	(1,018)	(90)	-	营业收入增长率(%)	-	(52)	(9)	3	9	14	
汇兑净收益	11	2	-	营业利润增长率(%)	-	(64)	(5)	4	9	15	
其他业务收入	54	106	80	归母净利润增长率(%)	86	(55)	(15)	20	3	11	
二、营业支出	8,483	7,425	7,614	每股指标	9,430						
营业税金及附加	425	114	127	每股收益(元/股)	155	0.27	0.23	0.28	0.28	0.32	
业务及管理费	7,598	6,834	7,038	BVPS(7.661)	8,758	2.61	2.75	2.92	3.06	3.22	
资产减值损失	451	429	397	盈利能力	446						
其他业务成本	10	48	52	经营利润(%)	72	42	44	45	45	45	
三、营业利润	6,237	5,943	6,152	净资产收益率(ROE)	7,700	10	8	9	9	10	
加: 营业外收入	173	10	-	总资产收益率(ROA)	-	2	2	2	2	2	
减: 营业外支出	24	26	-	估值比率	-						
四、利润总额	6,385	5,927	7,152	PB	7,521	8,500	1.70	1.61	1.52	1.45	1.38
减: 所得税费用	857	1,202	1,499	PE	1,370	1,684	16.43	19.32	16.08	15.57	13.98
五、净利润	5,528	4,726	5,653		5,851	6,546					
归母净利润	5,409	4,600	5,525		5,706	6,357					

资料来源: 公司数据及中银证券预测