



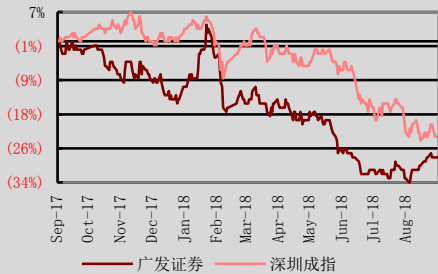
000776.SZ

增持

市场价格：人民币 13.49

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	(18.7)	3.9	(2.7)	(26.9)
相对深证成指	5.6	11.6	15.1	(5.2)

发行股数(百万)	7,621
流通股(%)	78
流通股市值(人民币 百万)	79,851
3个月日均交易额(人民币 百万)	236
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
香港中央结算(代理人)有限公司	22

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

广发证券

市场低迷利润缩水，业绩表现低于行业平均

事件：公司发布2018年半年报，上半年公司实现营业总收入76.10亿元，同比下滑24.28%；实现归属上市公司股东的净利润为28.58亿元，同比下滑33.55%；EPS0.80元，BVPS11.53元。

支撑评级的要点

- 营收、净利润两位数下滑，经纪、资管占比被动拉升：1) 上市公司上半年营收和归母净利润同比分别下滑24.28%、33.55%，业绩表现低于行业平均。2) 自营、经纪、资管、投行、信用业务收入占比分别为30%、26%、24%、7%、3%。资管业务与经纪业务占比分别提升6.44个百分点与5.88个百分点，比重被动拉升。
- 经纪业务持续稳健，资管结构有所改善：上半年经纪业务收入同比微降2.15%，股基成交量市场份额4.26%，佣金率为0.0374%，与去年同期相比保持稳定。资管规模下滑至4430亿元，专项资管计划占比提升至4.67%，整体费率有所提升，资管业务收入同比增长2.78%。
- 受市场下行拖累，投行、自营与信用业务下滑明显：上半年投行业务收入同比下滑57.33%，主要由于股债承销市占率由3.1%下降至1.79%，IPO金额市场份额更是由7.69%下滑至2.27%。自营业务收入同比减少46.41%，上半年A股市场持续走低，而公司自营资产中股票占比反而小幅上升1%，未能规避市场波动对公司业绩的影响。信用业务收入同比下滑46.41%，由于该业务占比较小，影响有限。

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“增持”评级，给予目标估值1.25倍18PB，对应目标价14.41元。

投资摘要

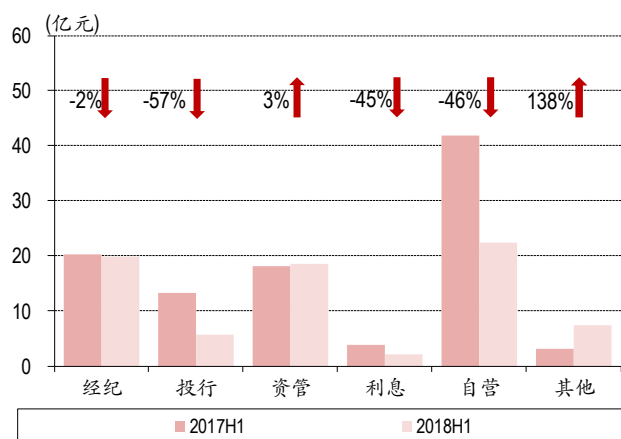
年结日：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(人民币, 百万)	20,712	21,576	15,907	20,451	23,242
变动(%)	(38)	4	(26)	29	14
归母净利润(人民币, 百万)	8,030	8,595	6,122	8,071	9,203
变动(%)	(39)	7	(29)	32	14
每股股息(人民币)	0.35	0.40	0.28	0.38	0.43
股息率(%)	2.59	2.97	2.11	2.78	3.17
每股收益(元/股)	1.05	1.13	0.80	1.06	1.21
BVPS(元)	10.30	11.13	11.53	12.06	12.66
市净率(倍)	1.31	1.21	1.17	1.12	1.07

资料来源：公司数据及中银证券

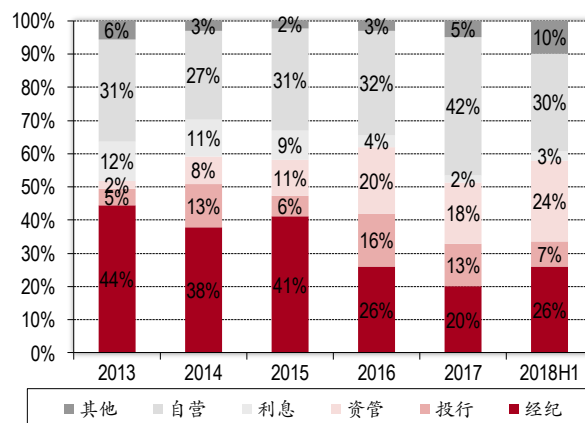
图表 1. 2018 年上半年业绩摘要

单位：百万元	2017H1	2018H1	同比 (%)
一、营业收入	10,050	7,610	(24.28)
手续费及佣金净收入	5,238	4,456	(14.93)
经纪业务手续费净收入	2,024	1,980	(2.15)
投资银行业务手续费净收入	1,327	566	(57.33)
资产管理业务手续费净收入	1,811	1,861	2.78
利息净收入	386	213	(44.85)
投资净收益	4,628	2,987	(35.45)
对联营企业和合营企业的投资收益	202	252	24.68
公允价值变动净收益	(236)	(490)	
其他业务收入	18	13	(27.38)
二、营业支出	4,549	3,876	(14.79)
营业税金及附加	63	56	(11.25)
管理费用	4,448	3,724	(16.28)
三、营业利润	5,502	3,734	(32.13)
四、利润总额	5,798	3,737	(35.55)
减：所得税	1,301	728	(44.02)
五、净利润	4,497	3,008	(33.10)
归属于母公司所有者的净利润	4,301	2,858	(33.55)
总资产	358,328	390,471	8.97
归属于母公司所有者的净资产	80,775	84,111	4.13

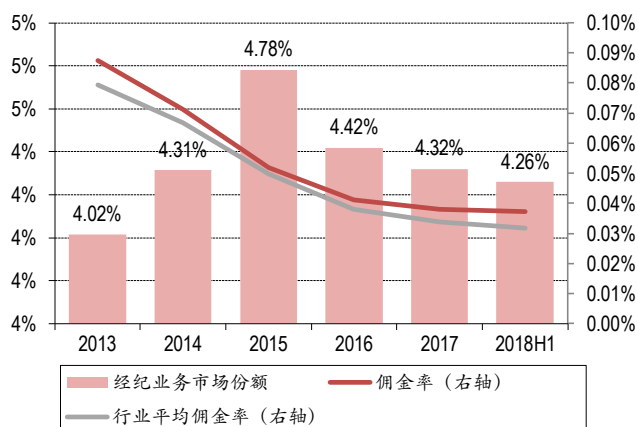
资料来源：公司数据、中银证券

图表 2. 2018H1 公司分业务收入及同比增速


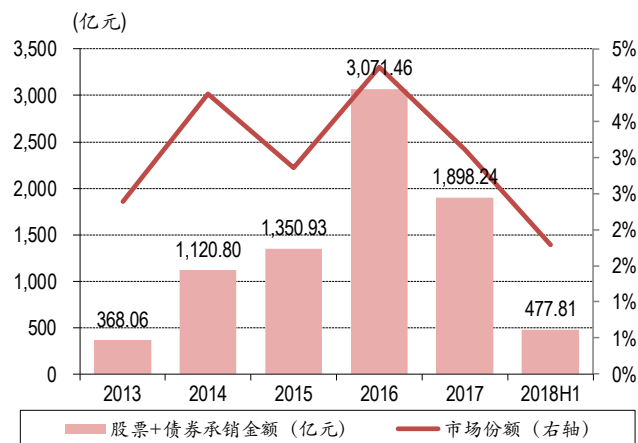
资料来源：公司数据及中银证券

图表 3. 2013-2018H1 公司分业务收入结构


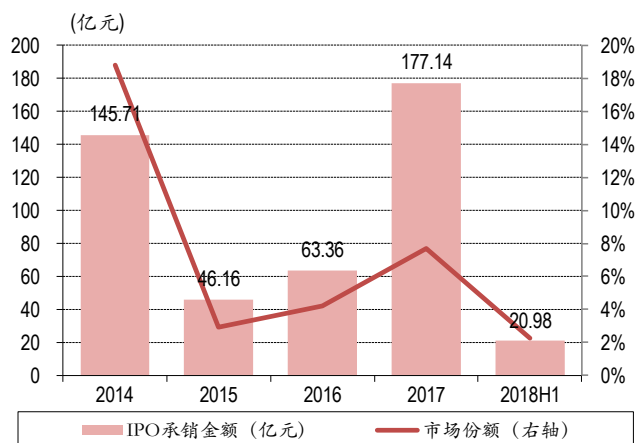
资料来源：万得数据及中银证券

图表 4. 2013-2018H1 公司经纪业务份额及佣金率


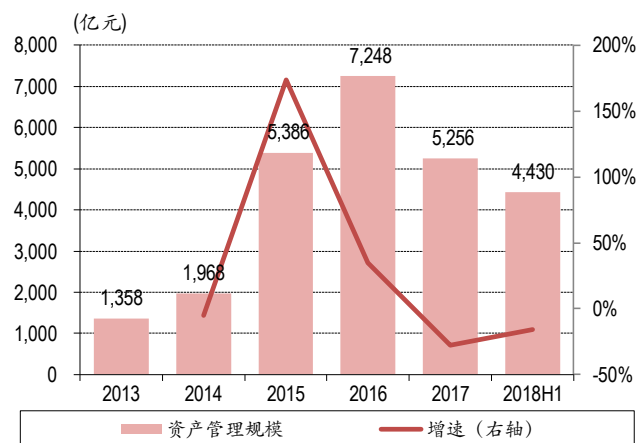
资料来源：公司数据及中银证券

图表 5. 2013-2018H1 公司股债承销金额及份额


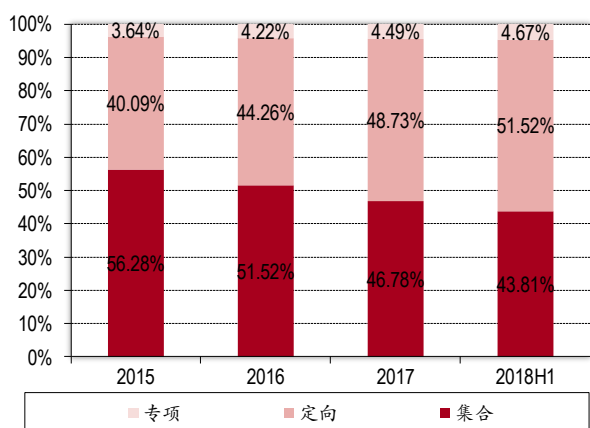
资料来源：万得数据及中银证券

图表 6. 2014-2018H1 公司 IPO 承销金额及份额


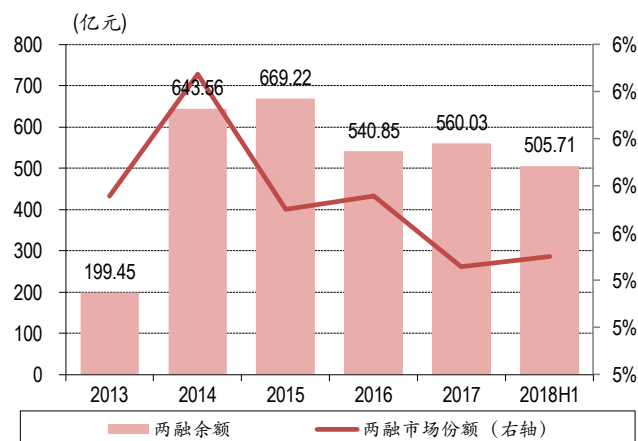
资料来源：公司数据及中银证券

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

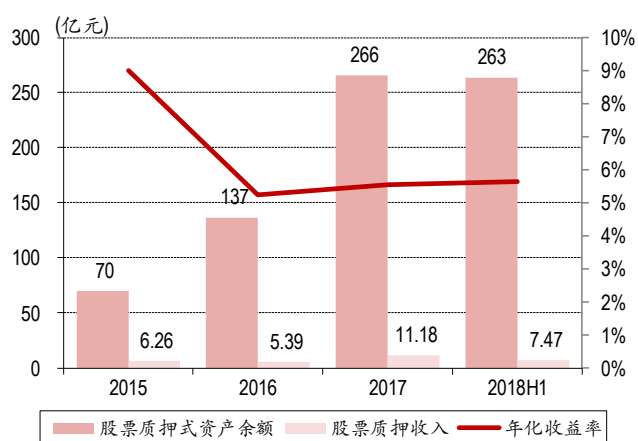
图表 8. 2015-2018H1 公司资产管理业务结构


资料来源：公司数据及中银证券

图表 9. 2013-2018H1 公司两融余额及市场份额


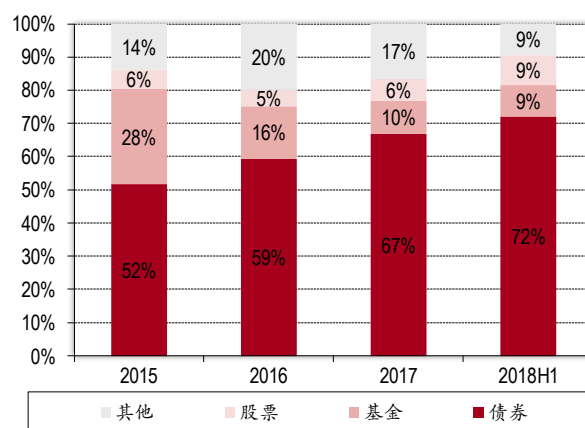
资料来源：万得数据及中银证券

图表 10. 2015-2018H1 股票质押式资产余额及收入



资料来源：公司数据及中银证券

图表 11. 2015-2018H1 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	20,712	21,576	15,907	20,451	23,242
手续费净收入	13,015	11,228	9,939	11,528	12,554
其中:代理买卖证券	5,381	4,336	4,236	4,683	5,032
证券承销业务	3,281	2,755	1,361	2,295	2,543
委托管理资产	4,158	3,982	4,076	4,279	4,702
利息净收入	728	470	294	608	743
投资净收益	6,750	9,406	5,642	8,281	9,908
其中:对联营和合营	403	453	-	-	-
公允价值变动净收益	182	44	-	-	-
汇兑净收益	(26)	2	-	-	-
其他业务收入	62	46	32	34	37
二、营业支出	10,186	9,987	7,897	9,472	10,768
营业税金及附加	475	126	101	125	145
业务及管理费	9,285	9,461	7,158	8,968	10,192
资产减值损失	423	398	636	378	429
其他业务成本	2	2	1	2	2
三、营业利润	10,526	11,589	8,010	10,979	12,474
加:营业外收入	260	99	135	155	164
减:营业外支出	81	44	41	45	51
四、利润总额	10,705	11,644	8,104	11,089	12,587
减:所得税费用	2,296	2,561	1,702	2,382	2,705
五、净利润	8,409	9,083	6,402	8,407	9,582
归母净利润	8,030	8,595	6,122	8,071	9,203

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 (%)	26	20	27	23	22
投行收入 (%)	16	13	9	11	11
资产管理 (%)	20	18	26	21	20
自营收入 (%)	31	41	35	40	43
利息收入 (%)	4	2	2	3	3
其它 (%)	3	4	0	0	0
成长性					
营业收入增长率 (%)	(38)	4	(26)	29	14
营业利润增长率 (%)	(40)	10	(31)	37	14
归母净利润增长率 (%)	(39)	7	(29)	32	14
每股指标					
每股收益 (元/股)	1.05	1.13	0.80	1.06	1.21
BVPS (元)	10.30	11.13	11.53	12.06	12.66
盈利能力					
经营利润率 (%)	51	54	50	54	54
净资产收益率(ROE)	10	10	7	8	9
总资产收益率(ROA)	2	2	2	2	2
估值比率					
PB	1.31	1.21	1.17	1.12	1.07
PE	12.80	11.96	16.79	12.74	11.17

资料来源: 公司数据及中银证券预测