



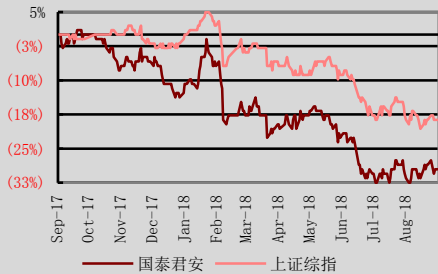
601211.SH

增持

市场价格：人民币 14.62

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	(19.8)	(2.6)	(10.5)	(30.4)
相对上证指数	(1.2)	2.7	1.4	(11.5)

发行股数(百万)	8,714
流通股(%)	86
流通股市值(人民币 百万)	109,886
3个月日均交易额(人民币 百万)	219
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
上海国有资产经营有限公司	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

国泰君安

主要业务板块收入下滑，大宗商品交易贡献增加

事件：公司发布2018年半年报，上半年公司实现营业总收入114.61亿元，同比下滑3.21%；实现归属上市公司股东的净利润为40.09亿元，同比下滑15.71%；EPS1.00元，BVPS14.63元。

支撑评级的要点

- **净利润水平不及预期，业务结构较为稳定：**1) 公司上半年营收和归母净利润同比分别下滑3.21%和15.71%，营业支出大增造成归母净利润下降明显。2) 自营、利息、经纪、投行、资管收入占比分别为28%、26%、24%、9%、7%，五大主营业务占比均有小幅下滑，业务结构稳定。其他业务收入占比提升较快，同比增长9个百分点至12%。
- **主营业务收入全线小幅下滑，营业支出大增：**1) 经济：受股基成交额市占率降至5.14%与佣金率同比微降的影响，经纪业务收入同比下滑4.81%。2) 投行：受市场IPO节奏放缓以及IPO市占率降至3.11%所累，投行业务收入大幅下降20.07%。3) 资管：由于通道业务受阻以及资管规模下降等因素，资管收入同比下滑8.86%。4) 信用：受益于两融业务收入与股票质押收入同比增长3.83%、19.2%，利息收入变动不大，小幅下滑3.31%。5) 自营：受到上半年A股市场持续低迷的影响，自营收入同比下滑5.32%。营业支出大幅增加17.21%是拖累上半年业绩表现的主要原因。其中业务与管理费上涨5.69%。公司同时面临快速上涨的信用风险，买入返售金融资产减值损失激增至4.08亿元。
- **大宗商品交易重要性凸显，大券商发挥综合优势：**上半年大宗商品交易大幅增加190.58%，这也成为其他业务收入大幅增长472.81%的主要贡献来源。作为老牌行业龙头，公司面临业务转型的重要时期，通过对自营业务、主动管理资管业务、以及诸如场外期权等创新类业务的开发，逐步完成重资产模式转型，实现抵御市场风险的能力的提升，增强行业龙头的综合竞争力。

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，给与目标估值1.1倍18PB，对应目标价16.09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)	25,765	23,804	23,655	28,274	31,874
变动(%)	(31)	(8)	(1)	20	13
归母净利润(人民币, 百万)	9,841	9,882	8,752	10,812	12,201
变动(%)	(37)	0	(11)	24	13
每股股息(人民币)	0.39	0.40	0.35	0.44	0.49
股息率(%)	2.60	2.67	2.36	2.92	3.30
每股收益(元/股)	1.29	1.13	1.00	1.24	1.40
BVPS(元)	11.80	14.13	14.63	15.25	15.95
市净率(倍)	1.24	1.03	1.00	0.96	0.92

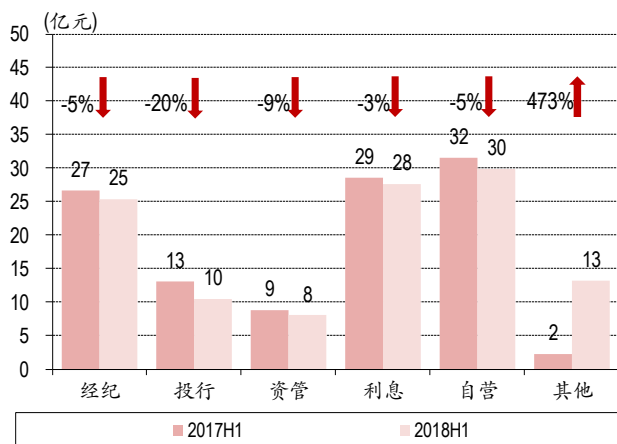
资料来源：公司数据及中银证券

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	11,104	11,461	3
手续费及佣金净收入	4,964	4,506	(9)
经纪业务手续费净收入	2,664	2,536	(5)
投资银行业务手续费净收入	1,313	1,050	(20)
资产管理业务手续费净收入	886	808	(9)
利息净收入	2,859	2,764	(3)
投资净收益	3,233	3,898	21
对联营企业和合营企业的投资收益	15	94	527
公允价值变动净收益	(67)	(821)	1,122
其他业务收入	184	535	191
二、营业支出	5,138	6,023	17
营业税金及附加	68	84	24
管理费用	4,683	4,949	6
三、营业利润	5,966	5,438	(9)
四、利润总额	6,666	5,463	(18)
减：所得税	1,574	1,246	(21)
五、净利润	5,092	4,217	(17)
归属于母公司所有者的净利润	4,756	4,009	(16)
总资产	404,726	440,455	9
归属于母公司所有者的净资产	116,920	121,867	4

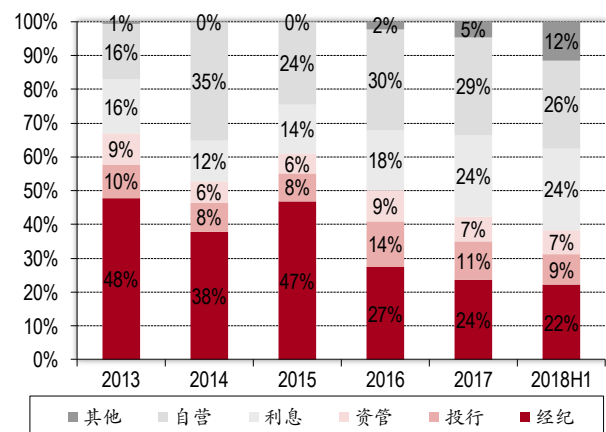
资料来源：公司数据、中银证券

图表 2. 2018H1 公司分业务收入及同比增速

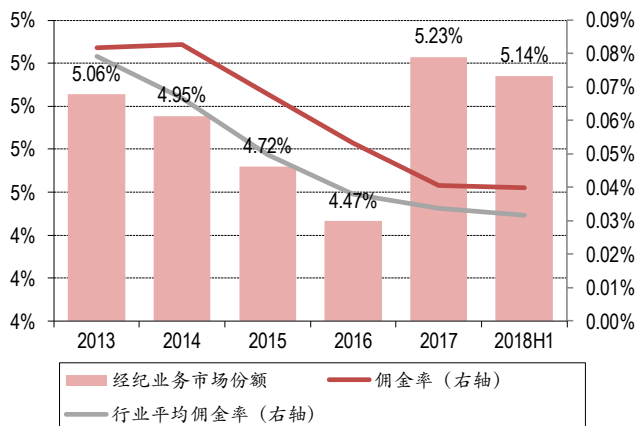


资料来源：公司数据及中银证券

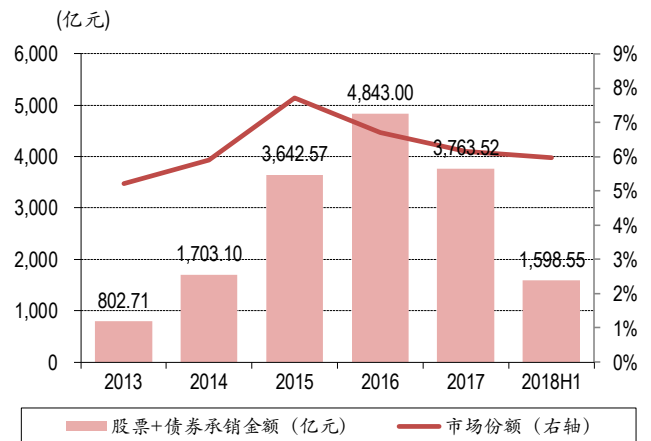
图表 3. 2013-2018H1 公司分业务收入结构



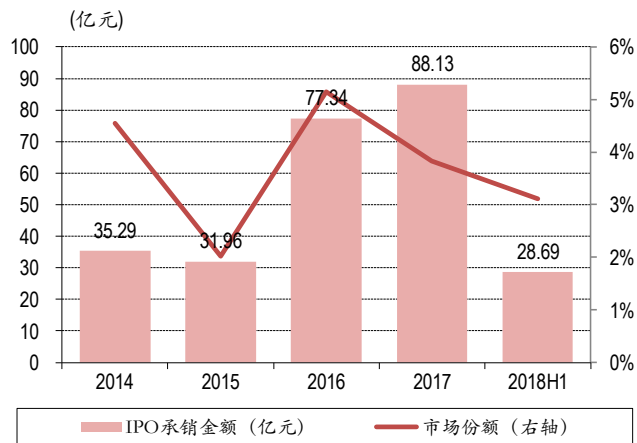
资料来源：万得数据及中银证券

图表 4. 2013-2018H1 公司经纪业务份额及佣金率


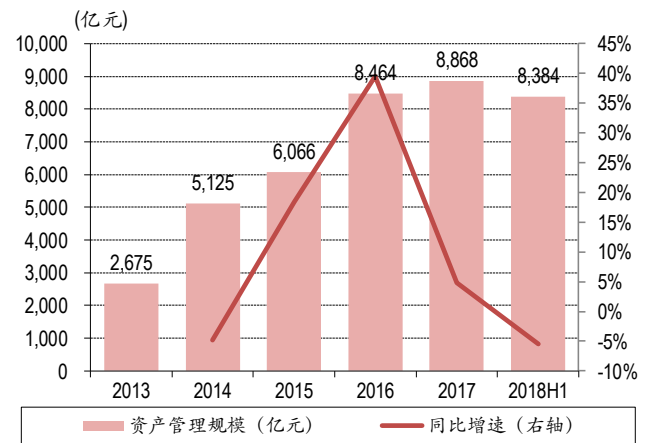
资料来源：公司数据及中银证券

图表 5. 2013-2018H1 公司股债承销金额及份额


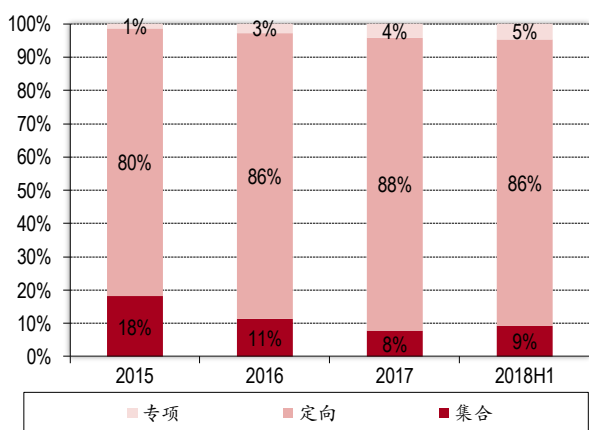
资料来源：万得数据及中银证券

图表 6. 2014-2018H1 公司 IPO 承销金额及份额


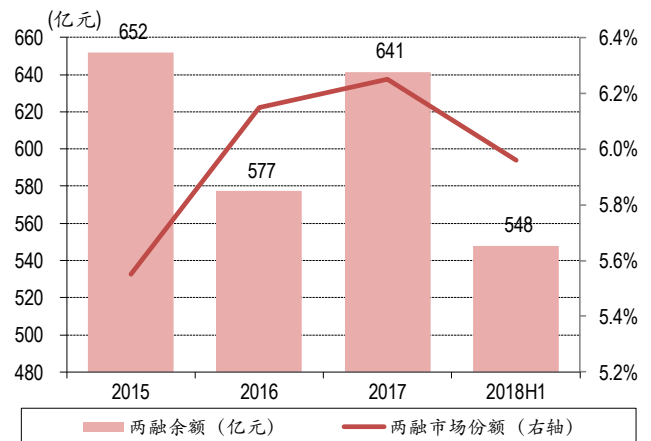
资料来源：公司数据及中银证券

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

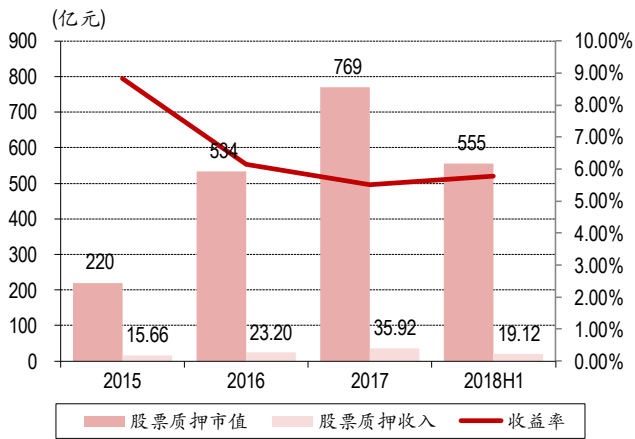
图表 8. 2015-2018H1 公司资产管理业务结构


资料来源：公司数据及中银证券

图表 9. 2015-2018H1 公司两融余额及市场份额


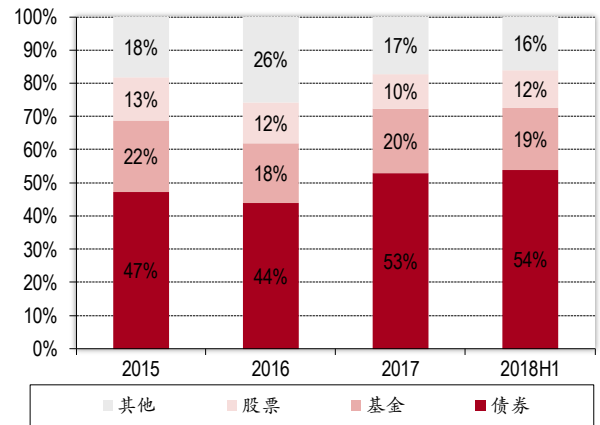
资料来源：万得数据及中银证券

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. 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	25,765	23,804	23,655	28,274	31,874
手续费净收入	13,260	10,450	9,640	11,010	12,634
其中:代理买卖证券	7,059	5,606	5,344	6,075	6,647
证券承销业务	3,498	2,708	2,168	2,429	2,861
委托管理资产	2,370	1,783	1,711	2,068	2,666
利息净收入	4,555	5,707	5,521	6,167	7,060
投资净收益	8,202	6,907	6,794	9,057	9,732
其中:对联营和合营	43	15	-	-	-
公允价值变动净收益	(469)	(7)	-	-	-
汇兑净收益	31	(193)	-	-	-
其他业务收入	187	213	1,700	2,040	2,448
二、营业支出	11,696	10,345	11,946	13,355	15,014
营业税金及附加	566	153	155	185	208
业务及管理费	9,748	9,264	9,942	11,004	12,404
资产减值损失	1,211	738	1,283	1,457	1,561
其他业务成本	171	190	566	710	840
三、营业利润	14,069	13,459	11,709	14,919	16,860
加:营业外收入	769	728	748	738	743
减:营业外支出	64	122	46	53	62
四、利润总额	14,774	13,661	12,411	15,604	17,542
减:所得税费用	3,421	3,178	2,925	3,640	4,103
五、净利润	11,353	10,483	9,486	11,663	13,139
归母净利润	9,841	9,882	8,752	10,812	12,201

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 (%)	27	24	23	21	21
投行收入 (%)	14	11	9	9	9
资产管理 (%)	9	7	7	7	8
自营收入 (%)	32	29	29	32	31
利息收入 (%)	18	24	23	22	22
其它 (%)	(1)	3	7	7	8
成长性					
营业收入增长率 (%)	(31)	(8)	(1)	20	13
营业利润增长率 (%)	(35)	(4)	(13)	27	13
归母净利润增长率 (%)	(37)	0	(11)	24	13
每股指标					
每股收益 (元/股)	1.29	1.13	1.00	1.24	1.40
BVPS (元)	11.80	14.13	14.63	15.25	15.95
盈利能力					
经营利润率 (%)	55	57	49	53	53
净资产收益率(ROE)	9	7	6	7	8
总资产收益率(ROA)	2	2	2	2	3
估值比率					
PB	1.24	1.03	1.00	0.96	0.92
PE	11.33	12.89	14.56	11.78	10.44

资料来源: 公司数据及中银证券预测