



600999.SH

增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 12.75

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	(25.3)	(2.9)	(3.3)	(34.2)
相对上证指数	(1.3)	7.0	8.3	(8.6)

发行股数(百万)	6,699
流通股(%)	73
流通股市值(人民币 百万)	62,522
3个月日均交易额(人民币 百万)	115
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
深圳市招融投资控股有限公司	24

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2018年10月29日收市价为标准

相关研究报告

《招商证券》20180829

《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

招商证券

自营业务改善显著, 单季业绩环比略有好转

公司发布2018年三季报, 前三季度公司实现营业总收入77.92亿元, 同比下滑18.19%; 实现归属上市公司股东的净利润为30.72亿元, 同比下滑26.36%; EPS0.66元, BVPS12.16元。

- **营收与净利润大幅下滑, 自营业务占比大幅提升:** 1) 公司前三季度营收和归母净利润同比分别下滑18.19%和26.36%, 其中第三季度归母净利润12.65亿元, 同比下降21.87%, 降幅较上半年的29.21%有所收窄。2) 经纪、自营、投行、资管、信用业务收入占比分别为32%、21%、13%、11%、8%。其中经纪业务与自营业务占比比去年同期提升2.9个百分点与2.6个百分点, 自营业务占比较上半年大幅提升11个百分点。
- **自营业务收入大幅改善, 资管业务保持同比正增长:** 前三季度公司实现自营业务收入16亿元, 同比下滑7%, 但是较上半年同比下降幅度显著收窄, 三季度单季自营业务收入11亿元远超上半年。前三季度公司资管业务收入9亿元, 同比增长9%, 总体保持平稳增长态势, 资管业务结构受资管新规影响持续调整改善。
- **投行业务收入降幅收窄, 经纪与信用业务降幅扩大:** 前三季度公司投行业务收入达10亿元, 同比下降33%, 降幅较上半年收窄, 主要得益于股债承销金额与IPO金额市占率分别回升至6.54%与5.71%。前三季度经纪业务收入达25亿元, 受三季度股基成交额持续萎缩影响同比下滑17%。前三季度公司实现信用业务收入7亿元, 同比大幅下降54%, 降幅扩大。
- **PB业务资产规模继续扩张, 助公司抢占机构业务先机。** 公司在证券行业内率先开展主券商业务, 不断发挥主券商服务链条“销售+托管+研究+PB系统+资金”的优势, 为主券商客户提供高品质的综合金融服务。在全行业佣金率不断下降以及市场成交额不断萎缩的背景下, 机构经纪业务成为公司未来经纪业务的增长点, 公司拥有先发优势, 把握发展先机。

风险提示

- 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

- 由于受三季度业绩下滑加剧的影响, 我们将公司18、19、20年归母净利润预测下调至58、66、78亿元, 对应EPS0.66、0.77、0.88元, 维持**增持**评级。

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)	11,695	13,353	11,238	13,463	15,229
变动(%)	(54)	14	(16)	20	13
归母净利润(人民币, 百万)	5,403	5,786	4,444	5,185	5,903
变动(%)	(50)	7	(23)	17	14
EPS(元)	0.81	0.86	0.66	0.77	0.88
EPS(原预测, 元)			0.69	0.88	1.00
调整幅度(%)			(3)	(12)	(11)
BVPS(元)	8.93	11.83	12.16	12.55	12.99
市净率(倍)	1.43	1.08	1.05	1.02	0.98

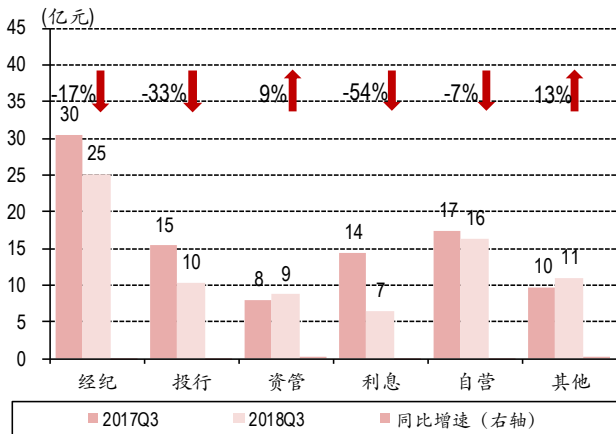
资料来源: 公司数据及中银证券预测

图表 1. 2018 年前三季度业绩摘要

单位: 百万元	2017Q3	2018Q3	同比 (%)
一、营业收入	9,524	7,792	(18.19)
手续费及佣金净收入	5,756	4,832	(16.05)
经纪业务手续费净收入	3,045	2,517	(17.34)
投资银行业务手续费净收入	1,534	1,027	(33.07)
资产管理业务手续费净收入	799	873	9.32
利息净收入	1,432	654	(54.36)
投资净收益	1,784	2,908	62.95
对联营企业和合营企业的投资收益	678	712	5.06
公允价值变动净收益	636	(570)	(189.56)
其他业务收入	31	13	(59.35)
二、营业支出	4,392	4,036	(8.11)
营业税金及附加	73	69	(4.98)
管理费用	4,276	3,870	(9.49)
三、营业利润	5,132	3,756	(26.82)
四、利润总额	5,105	3,770	(26.16)
减: 所得税	929	701	(24.57)
五、净利润	4,176	3,069	(26.51)
归属于母公司所有者的净利润	4,171	3,072	(26.36)
总资产	257,771	291,413	13.05
归属于母公司所有者的净资产	78,341	79,835	1.91

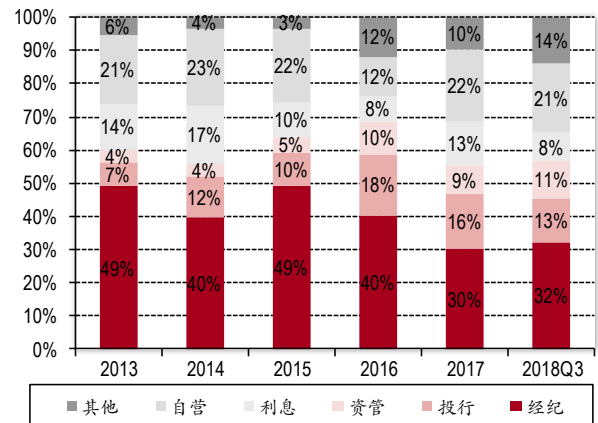
资料来源: 公司数据、中银证券

图表 2. 2018 前三季度公司分业务收入及同比增速



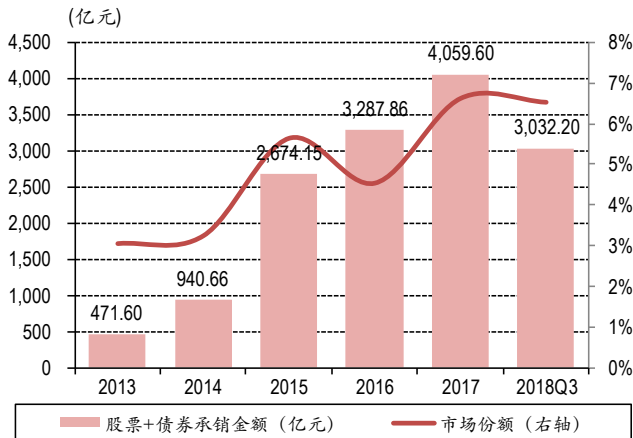
资料来源: 公司数据及中银证券

图表 3. 2013-2018Q3 公司分业务收入结构



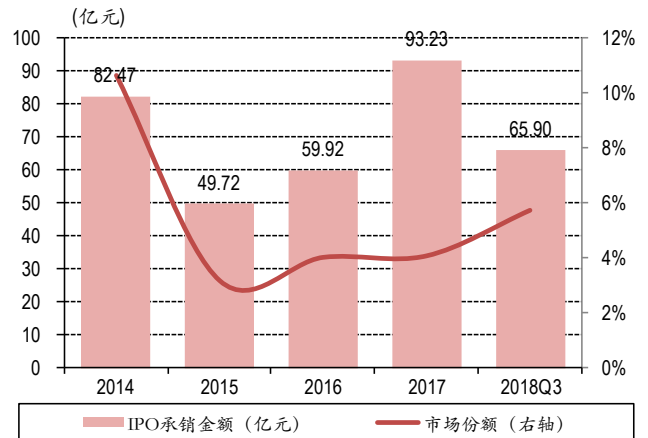
资料来源: 万得数据及中银证券

图表 4. 2013-2018Q3 公司股票承销金额及份额



资料来源: 公司数据及中银证券

图表 5. 2014-2018Q3 公司 IPO 承销金额及份额



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	2,016	2,017	2018E	2019E	2020E
一、营业收入	11,695	13,353	11,238	13,463	15,229
手续费净收入	8,473	7,937	7,249	7,840	8,860
其中:代理买卖证券	4,720	4,036	3,728	3,880	4,074
证券承销业务	2,154	2,198	1,614	1,851	2,045
委托管理资产	1,143	1,145	1,267	1,435	2,034
利息净收入	895	1,796	1,155	1,224	1,569
投资净收益	3,620	2,712	2,792	4,358	4,757
其中:对联营和合营	629	845	-	-	-
公允价值变动净收益	(1,596)	1,010	-	-	-
汇兑净收益	259	(150)	-	-	-
其他业务收入	44	38	41	42	44
二、营业支出	5,309	6,249	5,762	6,708	7,595
营业税金及附加	412	96	104	111	133
业务及管理费	4,829	6,112	5,546	6,328	7,158
资产减值损失	66	41	112	269	305
其他业务成本	1	-	-	-	-
三、营业利润	6,387	7,104	5,476	6,755	7,633
加:营业外收入	81	16	-	-	-
减:营业外支出	15	14	-	-	-
四、利润总额	6,453	7,107	5,476	6,755	7,633
减:所得税费用	1,036	1,302	1,013	1,250	1,412
五、净利润	5,417	5,805	4,463	5,205	5,921
归母净利润	5,403	5,786	4,444	5,185	5,903

主要比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入构成					
经纪佣金 (%)	40	30	33	29	27
投行收入 (%)	18	16	14	14	13
资产管理 (%)	10	9	11	11	13
自营收入 (%)	26	14	25	32	31
利息收入 (%)	8	13	10	9	10
其它 (%)	(6)	13	0	0	0
成长性					
营业收入增长率 (%)	(54)	14	(16)	20	13
营业利润增长率 (%)	(53)	11	(23)	23	13
归母净利润增长率 (%)	(50)	7	(23)	17	14
每股指标					
EPS (元)	0.81	0.86	0.66	0.77	0.88
BVPS (元)	8.93	11.83	12.16	12.55	12.99
盈利能力					
经营利润率 (%)	55	53	49	50	50
净资产收益率(ROE)	9	7	5	6	7
总资产收益率(ROA)	2	2	2	2	2
估值比率					
PB	1.43	1.08	1.05	1.02	0.98
PE	15.81	14.76	19.22	16.47	14.47

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371