

2019年03月28日

## 业绩符合预期，业务协同稳健发展

### 买入（维持）

**事件：**公司发布2018年报，实现营业总收入105.1亿元，同比增长1.7%；归属于上市公司股东净利润16.8亿元，同比下滑35.2%，对应每股收益0.40元/股；归母净资产364.1亿元，对应BVPS为8.61元每股；每股分红0.081元（含税）。

#### 投资要点

- **2018年业绩符合预期，核心资产安信证券（净利润占比达70%）表现优于同业：**1) 2018年由于一二级市场低迷，证券行业整体净利润下滑41.0%，安信证券（合并）实现净利润同比-33.8%至15.2亿元，表现优于同业。2) 受市场低迷和一级市场IPO收缩影响（据Wind数据，2018年沪深两市股基日均成交额同比-18%，IPO募资额同比下滑40%），安信经纪业务同比-14.6%至31.7亿元，投行业务同比-67.01%至4.50亿元。3) 安信证券资管/投资/信用业务收入分别同比+41.9%/-8.8%/+8.8%至5.0亿元/2.6亿元/23.2亿元，表现相对稳定。
- **信托主动管理能力显著提升，财富管理转型顺利：**1) 受资管新规影响，国投泰康信托管理信托规模同比-25.8%至2693亿元，其中主动管理规模同比+13%至582亿元，致信托业务收入同比+18.9%至8.8亿元（其中主动管理信托业务收入同比+39.5%至5.8亿元）。2) 信托大力推进财富管理板块建设，从产品销售向资产配置和财富管理转变，为客户提供多元化金融服务，客户结构持续优化，实现销售收入同比+40%至645亿元（个人客户销售规模同比+133%）；3) 在传统业务萎缩的情况下，以房地产信托、小微金融、供应链金融等为代表的创新信托业务规模增长显著，已经成为新的盈利支撑。
- **综金平台业务协同效应明显，基金及期货整体表现稳健：**1) 公司背靠央企中最大的投资控股公司国投公司（控股41.62%），已逐步打造成覆盖证券+信托+基金+期货等多领域的央企上市综合金融服务平台（未来将进一步布局银行、保险等），2018年集团内部业务协同累计规模约1105亿元，实现协同收入2.7亿元，产融协同、融融协同效应明显。2) 国投瑞银基金整体投资表现稳健，实现2018年净利润同比-21.0%至1.95亿元，管理各类资产规模同比-28.4%至1347亿元，其中公募基金规模同比-22.7%至773亿元，近5年总收益率为52.85%（排名9/65）。3) 国投安信期货（单体）净利润1.9亿元，同比增加11.9%，成交额市场份额提升0.7%至3.87%，主要指标均进入行业前十。
- **盈利预测与投资评级：**随市场回暖及科创板的加速推进，国投资本核心资产安信证券业绩有望迎来高弹性，同时信托、基金、期货共同发力，协同集团资源实现产融、融融有效结合，静待行情回暖，投资拉动盈利增长。考虑业务发展空间及业绩成长性，看好发展前景，我们预计公司2019、2020年净利润分别为25.1、26.9亿元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1) 市场成交活跃度下降；2) 股市波动冲击自营投资收益。

证券分析师 胡翔

执业证号：S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

研究助理 朱洁羽

zhujeyu@dwzq.com.cn

#### 股价走势



#### 市场数据

|             |            |
|-------------|------------|
| 收盘价(元)      | 13.21      |
| 一年最低/最高价    | 6.63/16.30 |
| 市净率(倍)      | 1.53       |
| 流通A股市值(百万元) | 55136.32   |

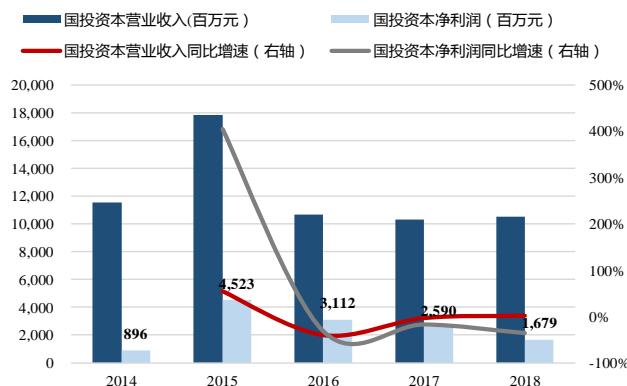
#### 基础数据

|           |         |
|-----------|---------|
| 每股净资产(元)  | 8.61    |
| 资产负债率(%)  | 74.40   |
| 总股本(百万股)  | 4227.13 |
| 流通A股(百万股) | 4173.83 |

#### 相关研究

- 1、《国投资本(600061):产融+融融结合，立足证券放眼未来》  
2018-12-13

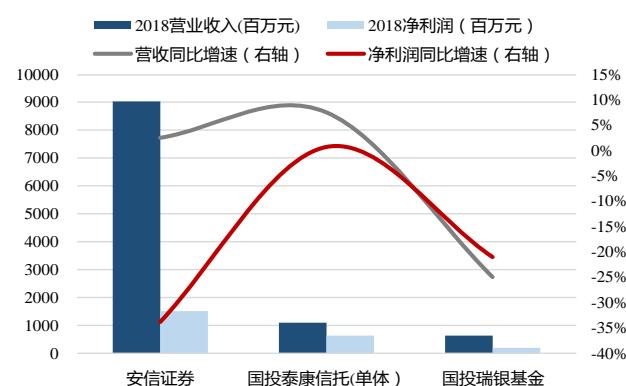
图 1：2014~2018 年收入及净利润情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

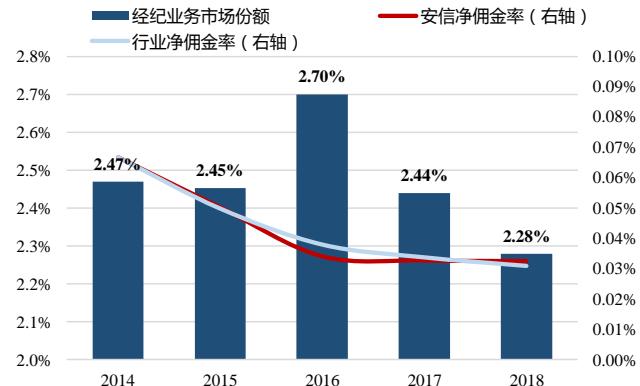
图 2：2017、2018 年国投资本分业务情况

图 2：2017、2018 年国投资本分业务情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3：2014~2018 年安信证券经纪业务市场份额



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

图 5：2012~2018 年安信证券 IPO 承销规模



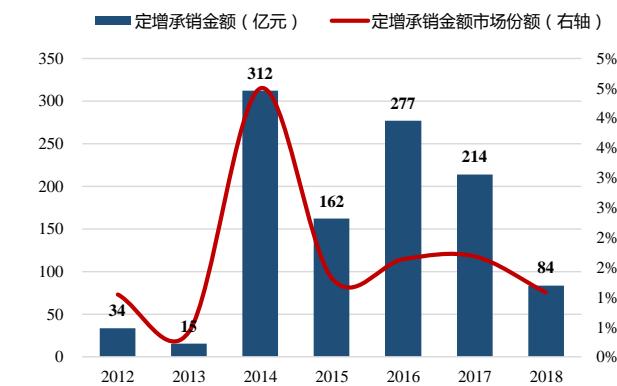
数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

图 4：2014~2018 年安信证券股票质押式回购情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6：2012~2018 年安信证券定增承销规模



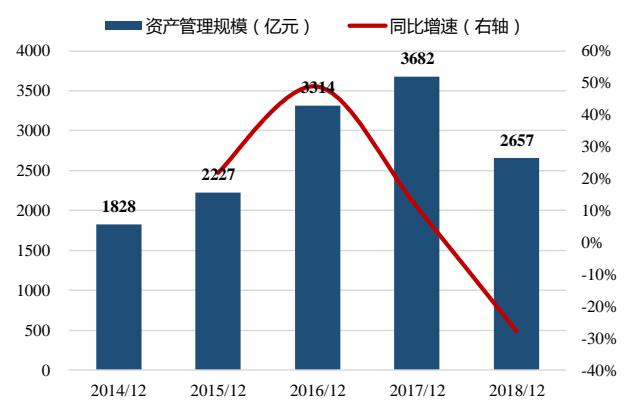
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5：2012~2018 年安信证券债券承销规模



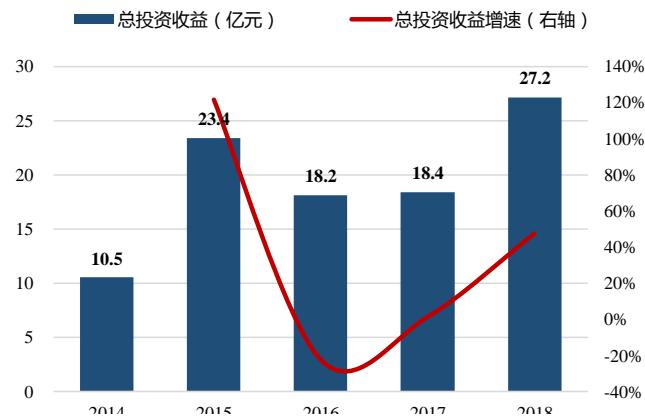
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图 6：2012~2018 年安信证券资产管理规模



数据来源：公司公告, 东吴证券研究所

图 7：2014~2018 年国投资本总投资收益



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图 8：2014~2018 年国投资本交易性金融资产



数据来源：公司公告, 东吴证券研究所

## 国投资本财务预测表

| 合并资产负债表                | 2018A         | 2019E         | 2020E         | 2021E         | 合并利润表               | 2018A         | 2019E         | 2020E         | 2021E         |
|------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金                   | 31460         | 32404         | 33376         | 34377         | 营业收入                | 10513.8       | 12523.1       | 12529.7       | 12802.4       |
| 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 | 37876         | 40620         | 44282         | 48310         | 营业收入                | 2364.3        | 2553.5        | 2808.8        | 3089.7        |
| 衍生金融资产                 | 52            | 60            | 69            | 79            | 利息收入                | 3556.6        | 3609.5        | 3856.9        | 3850.8        |
| 应收款项                   | 455           | 409           | 363           | 316           | 手续费及佣金收入            | 4592.9        | 6360.1        | 5864.0        | 5862.0        |
| 预付款项                   | 193           | 193           | 193           | 193           | 营业总成本               | 10704.8       | 11587.7       | 11968.8       | 12377.9       |
| 融出资金                   | 20808         | 27534         | 25607         | 25610         | 营业成本                | 2341.6        | 2529.0        | 2781.9        | 3060.1        |
| 存出保证金                  | 1790          | 1790          | 1790          | 1790          | 利息支出                | 2848.0        | 2165.7        | 2314.2        | 2310.5        |
| 应收利息                   | 1494          | 1495          | 1497          | 1498          | 手续费及佣金支出            | 574.0         | 763.2         | 703.7         | 703.4         |
| 应收股利                   | 5             | 5             | 5             | 5             | 税金及附加               | 47.3          | 56.3          | 56.4          | 57.6          |
| 其他应收款                  | 2091          | 2091          | 2091          | 2091          | 业务及管理费              | 4218.4        | 5259.7        | 5262.5        | 5377.0        |
| 买入返售金融资产               | 12121         | 12727         | 13364         | 14032         | 管理费用                | 36.1          | 42.9          | 43.0          | 43.9          |
| 存货                     | 125           | 125           | 125           | 125           | 财务费用                | 255.6         | 304.5         | 304.7         | 311.3         |
| 其他流动资产                 | 127           | 127           | 127           | 127           | 资产减值损失              | 383.8         | 466.4         | 502.6         | 514.2         |
| 可供出售金融资产               | 26834         | 26301         | 26728         | 26317         | 公允价值变动收益            | 44.2          | 56.8          | 73.1          | 88.6          |
| 持有至到期投资                | 182           | 182           | 182           | 182           | 加： 投资收益             | 2814.0        | 2847.2        | 3479.9        | 3763.5        |
| 长期股权投资                 | 2061          | 2061          | 2061          | 2061          | 对联营企业和合营企业的投资收益     | 138.3         | 90.0          | 95.0          | 96.0          |
| 投资性房地产                 | 60            | 60            | 60            | 60            | 资产处置收益              | -0.8          | -0.8          | -0.8          | -0.8          |
| 固定资产                   | 302           | 311           | 318           | 324           | 汇兑收益                | 6.4           | 12.0          | 12.0          | 12.0          |
| 在建工程                   | 360           | 370           | 378           | 385           | 其他收益                | 69.6          | 69.6          | 69.6          | 69.6          |
| 无形资产                   | 754           | 754           | 754           | 754           | 营业利润                | 2742.5        | 3920.3        | 4194.8        | 4357.4        |
| 商誉                     | 4628          | 4628          | 4628          | 4628          | 加： 营业外收入            | 6.9           | 6.9           | 6.9           | 6.9           |
| 长期待摊费用                 | 81            | 81            | 81            | 81            | 减： 营业外支出            | 14.6          | 14.6          | 14.6          | 14.6          |
| 递延所得税资产                | 936           | 936           | 936           | 936           | 利润总额                | 2734.8        | 3912.5        | 4187.1        | 4349.7        |
| <b>资产总计</b>            | <b>155460</b> | <b>167525</b> | <b>171395</b> | <b>176787</b> | 减： 所得税费用            | 709.6         | 978.1         | 1046.8        | 1087.4        |
| 短期借款                   | 1050          | 2325          | 2545          | 1459          | <b>净利润</b>          | <b>2025.2</b> | <b>2934.4</b> | <b>3140.3</b> | <b>3262.3</b> |
| 卖出回购金融资产款              | 21892         | 22153         | 24246         | 30432         | <b>归属于母公司股东的净利润</b> | <b>1679.5</b> | <b>2508.9</b> | <b>2685.0</b> | <b>2789.2</b> |
| 代理买卖证券款                | 31918         | 40645         | 33856         | 34735         | 少数股东损益              | 345.8         | 425.5         | 455.3         | 473.0         |
| 一年内到期的非流动负债            | 4561          | 4561          | 4561          | 4561          |                     |               |               |               |               |
| 其他流动负债                 | 46            | 46            | 46            | 46            |                     |               |               |               |               |
| 长期借款                   | 6323          | 6964          | 7622          | 8790          |                     |               |               |               |               |
| 应付债券                   | 20300         | 16018         | 17532         | 28218         |                     |               |               |               |               |
| 预计负债                   | 5             | 5             | 5             | 5             |                     |               |               |               |               |
| 递延所得税负债                | 2             | 14            | 16            | 3             |                     |               |               |               |               |
| 其他非流动负债                | 2             | 2             | 2             | 2             |                     |               |               |               |               |
| <b>负债合计</b>            | <b>115659</b> | <b>125230</b> | <b>126480</b> | <b>129107</b> |                     |               |               |               |               |
| 实收资本（或股本）              | 4227          | 4227          | 4227          | 4227          |                     |               |               |               |               |
| <b>归属于母公司所有者权益合计</b>   | <b>36408</b>  | <b>38690</b>  | <b>41087</b>  | <b>43616</b>  |                     |               |               |               |               |
| 少数股东权益                 | 3392          | 3605          | 3828          | 4064          |                     |               |               |               |               |
| <b>负债及股东权益总计</b>       | <b>155460</b> | <b>167525</b> | <b>171395</b> | <b>176787</b> |                     |               |               |               |               |
| <b>重要财务与估值指标</b>       |               |               |               |               |                     |               |               |               |               |
|                        | 2018A         | 2019E         | 2020E         | 2021E         |                     |               |               |               |               |
| 营业收入增长率                |               | 19.11%        | 0.05%         | 2.18%         |                     |               |               |               |               |
| 归母净利润增速                |               | -35.15%       | 49.39%        | 7.02%         |                     |               |               |               |               |
| 归母净资产增速                |               | 0.25%         | 6.27%         | 6.20%         |                     |               |               |               |               |
| 每股收益（EPS）              |               | 0.40          | 0.59          | 0.64          |                     |               |               |               |               |
| 每股净资产（BVPS）            |               | 8.61          | 9.15          | 9.72          |                     |               |               |               |               |
| 净资产收益率（ROE）            |               | 4.62%         | 6.68%         | 6.73%         |                     |               |               |               |               |
| P/E                    |               | 33.25         | 22.26         | 20.80         |                     |               |               |               |               |
| P/B                    |               | 1.53          | 1.44          | 1.36          |                     |               |               |               |               |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 东吴证券投资评级标准：

#### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

#### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>