

## 2018 年报及 2019 年一季报点评:

### 权益自营弹性较大, 业绩反转估值偏低

■ **事件:** 2018 年公司实现营业收入 41.6 亿元 (YoY+0.4%), 归母净利润 3.6 亿元 (YoY-55%); 2019Q1 公司实现营业收入 14.9 亿元 (YoY+81%, 环比-9%), 归母净利润 6.1 亿元 (YoY+944%, 环比+269%)。我们认为公司亮点有: (1) 业绩受自营业务影响反弹幅度预计较大, 2019Q1 公司自营业务收入 8.2 亿元, 占当期营业收入比重 55%, 弹性突出; (2) 受益长三角区域一体化发展, 公司享受优质的科创环境和客户资源, 拓展投行和经纪业务空间; (3) 当前估值仅为 1.5xPB, 具有吸引力。

■ **自营: 精准把握行情, 自营弹性较大。** 受 2019Q1 权益市场行情回暖叠加 IFRS9 准则影响, 公司一季度自营业务收入 8.2 亿元 (YoY+133%), 其中公允价值变动净收益 5.5 亿元, 较上年末 (-0.6 亿元) 大幅转正, 平均年化自营收益率 7.8%, 较上年末提升 3.2pct, 而 2018 年底公司权益类证券及证券衍生品占净资产比重 21%, 权益投资公允价值每变动 10% 将影响净损益 1.95 亿元, 占当年归母净利润 118%, 利润弹性较高。我们认为在市场行情回暖的背景下公司自营弹性较高, 全年业绩可期。

■ **经纪: 稳中有进, 佣金竞争充分。** 2018 年公司经纪业务净收入合计 8.1 亿元, 同比下降 20%, 但好于行业水平 (-27%), 股基交易额市占率稳定在 1.2%, 净佣金率略有下降至万分之 2.5, 考虑到东部地区佣金竞争已相对充分, 进一步下降空间不大; 一季度经纪业务净收入 2.6 亿元 (YoY+16%, 环比+47%)。2018 年公司于上海、浙江、江苏和福建新设 5 家营业部, 撤销沈阳 1 家营业部, 进一步扩展长三角地区业务, 分享长三角经济基础和客户资源优势。

■ **信用: 结构优化, 质押减值有望冲回。** 2019Q1 公司利息净收入 0.68 亿元, 同比扭亏为盈 (去年同期 -2.3 亿元)。受 2019 年权益市场改善和纾困基金影响, 公司两融和股权质押业务结构所有改善: 公司一季度融出资金 95.7 亿元 (YoY+22%), 买入返售金融资产 153.5 亿元 (YoY-27%)。此外, 2018 年公司计提资产减值 78.5 亿元, 其中 47.5 亿元来自股权质押业务。我们认为在 IFRS9 准则下, 2019 年股市回暖将带动减值冲回, 大幅提振公司业绩。

■ **投行: 投行业务有望迎来边际改善。** 2018 年公司投行业务收入 6.3 亿元 (YoY-18%), 但好于行业水平 (-27%); 一季度公司投行业务收入 1.1 亿元 (YoY+23%)。随着科创板密集发行和整体投行业务发行规模回升, 公司投行业务收入有望边际改善。

■ **资管: 发展遭遇瓶颈, 静待主动管理转型。** 受 2018 年资管新规出台和行业监管持续收紧影响, 公司资产管理规模同比下降 19%, 资管业务收入 1.6 亿元 (YoY-25%), 低于行业 (-11%); 2019Q1 收入 0.27 亿元 (YoY-49%, 环比-14%)。2018 年公司专注拓展主动管理业务, 压降通道规模, 主动管理占比提升至 21%, 期待主动管理能力有所突破。

■ **投资建议: 买入-A 投资评级。** 公司 2019-2021 年的 EPS 预计为 0.61 元/0.70 元/0.80 元, 给予公司 1.8xPB 估值, 对应目标价 13.4 元。

■ **风险提示:** 交易量大幅萎缩风险/投资风险/政策风险

摘要(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	4,144	4,162	7,321	7,755	8,770
净利润	811	347	1,826	2,097	2,409
每股收益(元)	0.27	0.12	0.61	0.70	0.80
每股净资产(元)	7.02	6.81	7.47	8.46	9.62

盈利和估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	38.08	88.85	16.91	14.72	12.81
市净率(倍)	1.47	1.51	1.38	1.22	1.07
净利润率	19.56%	8.35%	24.94%	27.04%	27.47%
净资产收益率	3.85%	1.70%	8.15%	8.26%	8.34%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**

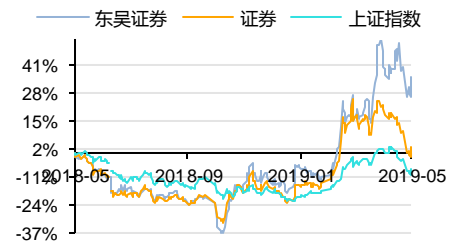
首次评级

6 个月目标价: **13.4 元**  
股价 (2019-05-10) **10.86 元**

#### 交易数据

总市值(百万元)	32,580.00
流通市值(百万元)	31,396.26
总股本(百万股)	3,000.00
流通股本(百万股)	2,891.00
12 个月价格区间	5.05/12.29 元

#### 股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.47	39.84	42.88
绝对收益	-3.81	52.1	35.92

张经纬

分析师

SAC 执业证书编号: S1450518060002

zhangjw1@essence.com.cn

021-35082392

蒋中煜

报告联系人

jiangzy@essence.com.cn

021-35082609

#### 相关报告

**财务报表预测和估值数据汇总**

资产负债表 (百万元)						损益表 (百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	94,360	84,209	95,777	108,282	122,723	<b>营业收入</b>	4,144	4,162	7,321	7,755	8,770
客户资金存款	10,766	10,921	14,198	15,617	17,179	手续费及佣金净收入	2,202	1,779	2,286	2,642	3,003
自有货币资金	2,563	3,014	3,617	3,979	4,377	其中: 代理买卖证券业务净收入	1,009	807	1,190	1,388	1,586
客户备付金	2,923	2,402	3,123	3,435	3,779	证券承销业务净收入	760	627	697	802	910
自有结算备付金	604	347	416	458	504	资产管理业务收入	212	160	165	181	199
融出资金	8,055	7,057	10,117	12,140	14,568	利息净收入	-566	-587	1,487	2,039	2,469
交易性金融资产	30,501	25,643	26,925	29,617	31,098	投资净收益	1,942	1,980	975	777	825
衍生金融资产	2	1	2	3	4	公允价值变动收益	-324	-63	1,976	1,557	1,653
买入返售金融资产	19,739	16,495	17,866	21,440	25,727	汇兑收益	1	4	2	2	2
可供出售金融资产	14,160	12,991	14,290	15,719	18,863	其他业务收入	890	1,050	596	737	818
持有到期金融资产	730	1,114	751	849	963	<b>营业支出</b>	3,063	3,779	5,337	5,495	6,159
其他资产合计	4,318	4,223	4,471	5,024	5,662	营业税金及附加	35	35	61	65	73
<b>总负债</b>	73,305	63,783	73,364	82,907	93,849	管理费用	1,798	1,933	3,400	3,602	4,073
应付短期融资款	2,207	5,668	7,369	8,843	7,959	资产减值损失	360	785	499	411	424
交易性金融负债	-	86	109	124	140	其他业务成本	870	1,026	1,377	1,418	1,589
衍生金融负债	1	1	1	2	2	<b>营业利润</b>	1,081	383	1,984	2,260	2,611
卖出回购金融资产款	9,494	8,670	7,803	7,413	8,154	加: 营业外收入	1	1	1	17	5
代理买卖证券款	14,062	13,819	17,964	19,761	21,737	减: 营业外支出	9	7	8	8	8
应付职工薪酬	673	641	723	817	925	<b>利润总额</b>	1,074	376	1,977	2,270	2,608
应付债券	30,144	21,147	22,204	24,424	29,309	减: 所得税费用	263	29	150	173	199
其他负债合计	16,723	13,751	17,191	21,524	25,624	<b>净利润</b>	811	347	1,826	2,097	2,409
<b>所有者权益</b>	21,056	20,426	22,413	25,375	28,874	减: 少数股东损益	23	-11	-58	-66	-76
股本	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	<b>归母公司净利润</b>	788	358	1,884	2,163	2,486
少数股东权益	235	266	292	330	376	<b>每股及估值指标</b>					
<b>归母公司净资产</b>	20,820	20,160	22,122	25,045	28,499	<b>每股盈利 (元)</b>	0.27	0.12	0.61	0.70	0.80
<b>ROAE</b>	3.85%	1.75%	8.53%	8.78%	8.88%	<b>每股净资产 (元)</b>	7.02	6.81	7.47	8.46	9.62
<b>ROAA</b>	0.88%	1.75%	2.03%	2.06%	2.09%	<b>市盈率 (倍)</b>	38.08	88.85	16.91	14.72	12.81
<b>杠杆率 (倍)</b>	3.86	3.49	3.52	3.53	3.54	<b>市净率 (倍)</b>	1.47	1.51	1.38	1.22	1.07

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

张经纬声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034