

601688.SH
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 17.64

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	(13.3)	2.1	(6.9)	(12.5)
相对上证指数	(4.8)	0.3	(1.7)	(4.7)

发行股数(百万)	9,077
流通股(%)	72
总市值(人民币 百万)	160,112
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,561
净负债比率(%) (2020E)	净现金
主要股东(%)	
江苏省国信集团有限公司	14

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2020 年 4 月 29 日收市价为标准

相关研究报告

《华泰证券》 20200331
《华泰证券》 20200312
《华泰证券》 20191029

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
兰晓飞

(8610)6622-9085

xiaofei.lan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511040003

*张天愉为本报重要贡献者

华泰证券

高基数下投资收益大增, 经纪、资管维持增势

公司 1Q2020 实现营业收入 68.65 亿元, 同比增长 9.87%; 实现归母净利润 28.88 亿元, 同比增长 3.90%。

- **净利润实现正增长, 盈利能力高于行业:** (1) 1Q2020 全行业归母净利润同比减少 11.69%, 公司归母净利润同比增长 3.90%, 展现出公司业绩较强的韧性。净利润率与年化 ROE 分别为 42.1% 与 9.3%, 均高于行业平均 (分别为 39.5% 和 7.6%)。 (2) 自营、经纪、资管、信用、投行收入占比分别为 36%、22%、12%、6%、6%, 收入构成较为稳定。
- **高基数下投资收益大增 48%, 经纪、资管保持增长态势:** (1) 全行业自营业务收入同比减少 43%, 公司自营业务收入 25.00 亿元, 在上年同期高基数下仍然实现 13% 的同比增长, 其中投资收益大幅增加 48% 至 38.58 亿元, 公允价值变动收益由 7.65 亿元收益减少为 5.47 亿元的亏损。期末自营规模 3,015 亿元, 较期初增长 5.83%。 (2) 公司实现经纪业务收入 15.15 亿元, 同比增长 35%, 主要受益于市场活跃度提升, 全市场成交额同比增加 47%。流量平台优势稳固, 据易观千帆数据, 截至报告期末“涨乐财富通”活跃用户数 890 万 (较期初增长 14%), 高居券商 app 榜首。 (3) 公司实现资管业务收入 8.47 亿元, 同比增长 19%, 保持稳健的增长势头 (2019 年资管收入同比增加 12%)。
- **投行业务收入改善, 利息收入降幅收窄:** (1) 尽管受到疫情冲击, 公司实现投行业务收入 3.82 亿元, 同比大幅提升 54%, 投行业务优势彰显。公司 1Q2020 股债承销金额 1,083 亿元, 市场份额小幅降至 4.54%。 (2) 由于利息支出增幅大于利息收入, 公司实现利息净收入 4.46 亿元, 同比下滑 11%, 但降幅较 2019 年显著收窄 (2019 年降幅为 30%)。报告期内计提信用减值损失 1,071 万元, 同比增加 73%, 主要为子公司其他债权投资计提减值, 业务风险得到释放。 (3) 公司获得基金投顾试点资格, 有助于财富管理转型推进。据 3 月 30 日公告, 公司拟回购不超过 26.15 亿元股份用于股权激励, 体现公司对未来发展信心。看好公司长期发展。

估值

- 维持原有盈利预测, 预计公司 20/21/22 年的归母净利润为 102/116/132 亿元, 对应 EPS 1.12/1.28/1.45 元, 维持**买入**评级。

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。

投资摘要

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(人民币, 百万)	16,108	24,863	26,961	29,630	32,488
变动幅度(%)	(23.69)	54.35	8.4	9.9	9.6
归母净利润(人民币, 百万)	5,033	9,002	10,168	11,633	13,150
变动幅度(%)	(45.75)	78.86	13.0	14.4	13.0
每股收益(元/股)	0.55	0.99	1.12	1.28	1.45
每股净资产(元/股)	11.39	13.50	14.17	14.94	15.81
市净率(倍)	1.55	1.31	1.24	1.18	1.12
市盈率(倍)	31.81	17.79	15.75	13.76	12.18

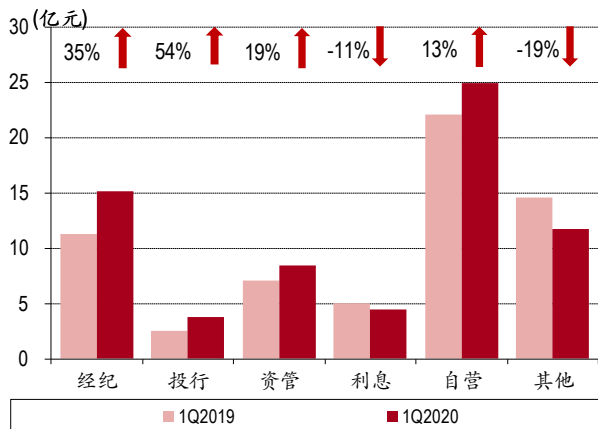
资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 1Q2020 业绩摘要

单位：百万元	1Q2019	1Q2020	同比(%)
一、营业收入	6,248	6,865	10
手续费及佣金净收入	2,141	2,792	30
经纪业务手续费净收入	1,124	1,515	35
投资银行业务手续费净收入	248	382	54
资产管理业务手续费净收入	712	847	19
利息净收入	503	446	(11)
投资净收益	2,607	3,858	48
对联营企业和合营企业的投资收益	1,168	811	(31)
公允价值变动净收益	765	(547)	亏损
其他业务收入	206	155	(25)
二、营业支出	2,596	3,067	18
营业税金及附加	40	43	9
管理费用	2,359	2,871	22
三、营业利润	3,652	3,798	4
四、利润总额	3,652	3,773	3
减：所得税	847	863	2
五、净利润	2,805	2,910	4
归属于母公司所有者的净利润	2,780	2,888	4
总资产	445,581	599,233	34
归属于母公司所有者的净资产	106,626	125,152	17

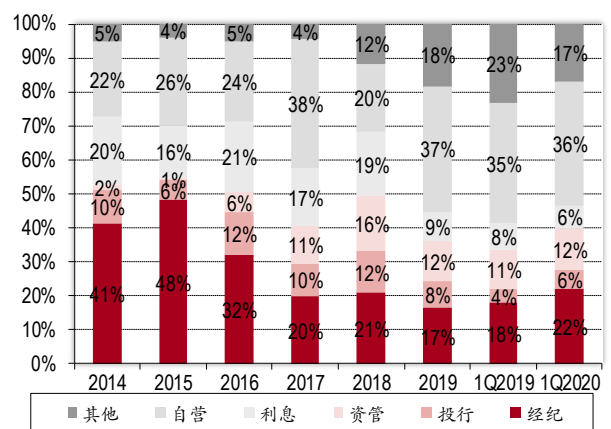
资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 1Q2020 公司分业务收入及同比增速



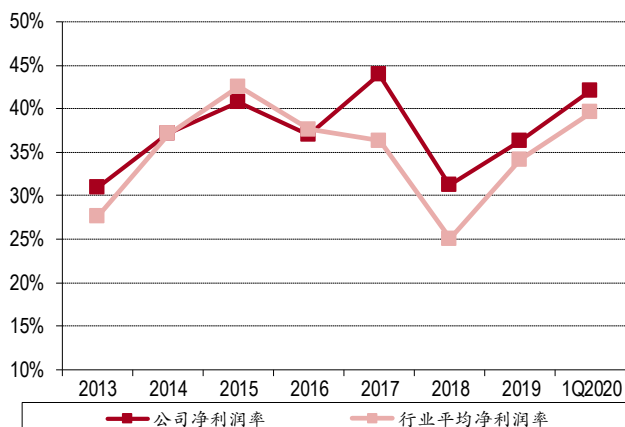
资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 2014-1Q2020 公司分业务收入结构



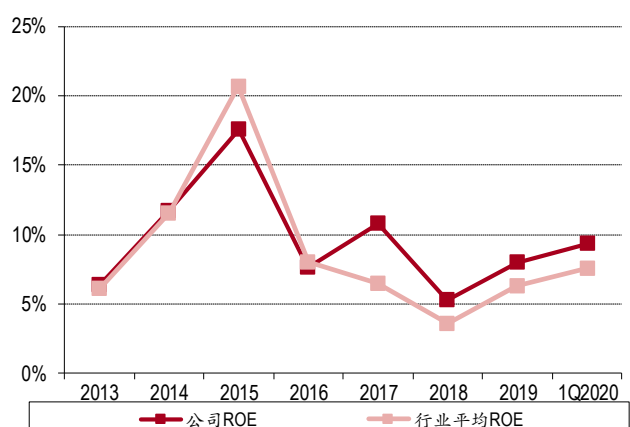
资料来源：万得，中银证券

图表 4. 2013-1Q2020 公司净利润率



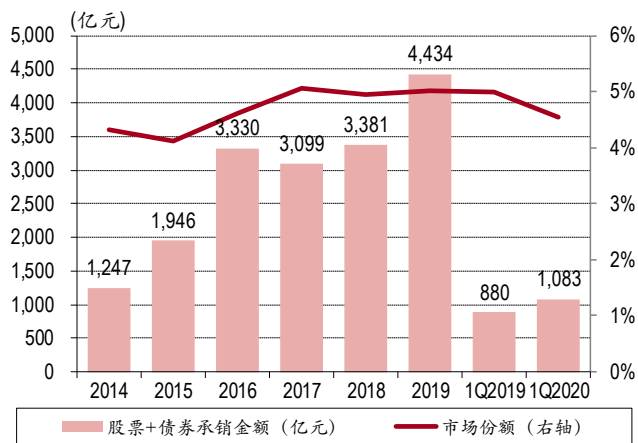
资料来源：公司公告，中银证券

图表 5. 2013-1Q2020 公司 ROE



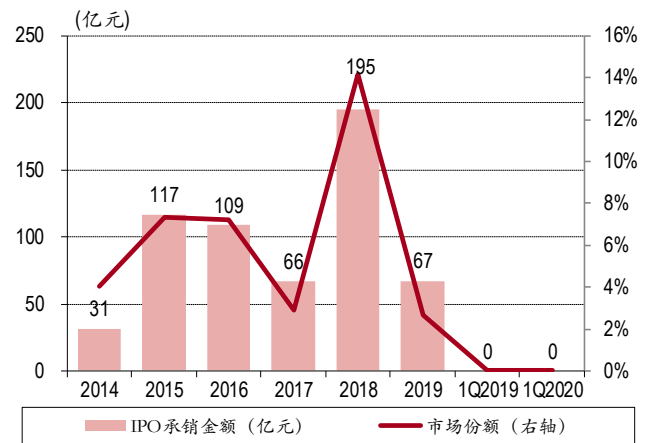
资料来源：万得，中银证券

图表 7. 2014-1Q2020 公司股债承销金额及份额



资料来源：公司公告，中银证券

图表 8. 2014-1Q2020 公司 IPO 承销金额及份额



资料来源：公司公告，中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
一、营业收入	16,108	24,863	26,961	29,630	32,488
手续费净收入	8,062	9,288	11,468	13,071	14,703
其中:代理买卖证券	3,386	4,108	4,862	5,563	6,241
证券承销业务	1,949	1,947	2,469	2,712	2,974
委托管理资产	2,624	2,952	3,843	4,488	5,163
利息净收入	3,015	2,122	2,978	3,163	3,596
投资净收益	2,411	9,849	11,157	11,978	12,708
其中:对联营和合营	959	2,726	-	-	-
公允价值变动净收益	1,798	2,057	-	-	-
汇兑净收益	31	148	148	148	148
其他业务收入	609	1,152	1,209	1,270	1,333
二、营业支出	9,633	13,255	13,850	14,702	15,714
营业税金及附加	140	152	154	169	185
业务及管理费	8,167	11,367	12,052	12,948	13,872
资产减值损失	863	720	539	370	325
其他业务成本	458	1,019	1,105	1,214	1,331
三、营业利润	6,475	11,608	13,111	14,928	16,774
加:营业外收入	3	16	10	13	11
减:营业外支出	30	38	34	36	35
四、利润总额	6,449	11,586	13,087	14,905	16,750
减:所得税费用	1,288	2,529	2,487	2,832	3,183
五、净利润	5,161	9,057	10,301	11,773	13,268
归母净利润	5,033	9,002	10,168	11,633	13,150

资料来源:公司公告,中银证券预测

主要比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入构成					
经纪佣金 (%)	21.02	16.52	18.03	18.77	19.21
投行收入 (%)	12.10	7.83	9.16	9.15	9.16
资产管理 (%)	16.29	11.87	14.25	15.15	15.89
自营收入 (%)	20.17	36.92	41.38	40.42	39.12
利息收入 (%)	18.72	8.53	11.05	10.68	11.07
其它 (%)	11.06	17.19	5.03	4.78	4.56
成长性					
营业收入增长率 (%)	(23.69)	54.35	8.44	9.90	9.65
营业利润增长率 (%)	(40.31)	79.27	12.95	13.85	12.37
归母净利润增长率 (%)	(45.75)	78.86	12.95	14.42	13.04
每股指标					
每股收益 (元/股)	0.55	0.99	1.12	1.28	1.45
BVPS (元)	11.39	13.50	14.17	14.94	15.81
盈利能力					
经营利润率 (%)	40.20	46.69	48.63	50.38	51.63
净资产收益率(ROE)	4.87	7.35	7.90	8.58	9.16
总资产收益率(ROA)	1.37	1.60	1.75	1.93	2.11
估值比率					
PB	1.55	1.31	1.24	1.18	1.12
PE	31.81	17.79	15.75	13.76	12.18

资料来源:公司公告,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：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 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