

2018年报及2019年一季报点评：自营带动利润反转，具低估值高弹性属性

■事件：2018年公司实现营业收入67.8亿元（YoY+38%），归母净利润3.0亿元（YoY-57%）；2019Q1公司实现营业收入22.8亿元（YoY+141%），归母净利润5.7亿元（YoY+307%）。2018年公司收入和利润增速背离的原因是低利润率的期货子公司现货交易业务收入大幅提升。我们认为公司投资亮点有：（1）自营业务拉动业绩大幅反弹，公司2019Q1自营收入同比增长370%，弹性优势明显；（2）对应2018年末当前估值低至1.3xPB，仍具有吸引力。

■自营：扩大自营规模，把握住股市行情。2018年公司自营收入15.7亿元（YoY+5%），表现好于行业（-35%），主因是加强固收投资把握住2018年债券趋势性行情，2018年底公司自营固定收益类资产/净资产由83%升至90%，总年化投资收益率达6.2%。在加强固收投资的同时，2018年下半年公司在市场底部增持股票，权益资产/净资产由2018H的23%升至年末的25.2%，把握住了2019Q1股市上升的行情。2019Q1公司自营收益10.6亿元，占公司收入比（剔除其他收入）为70%，同比和环比分别增长370%和38%，其中公允价值变动净收益同比大增953%。我们认为公司自营对业绩的影响较大，在股市反弹周期中相较同业有更强的业绩弹性。

■经纪：维持区域优势，业绩稳中有升。2018年公司经纪业务收入达6.8亿元，同比下降10%，但在市场低迷背景下，降幅优于行业水平。2019Q1公司单季经纪业务收入达2.34亿元，环比四季度增长67%、同比增长28%。公司以吉林省为中心，在东北地区形成区域优势，截至2018年底公司在吉林省内营业网点占比超30%。2018年全国股基交易量市占率为0.8%，较2017年略有下降。

■信用交易：两融逐步复苏，资产减值有望冲回。公司2019Q1利息净收入为-0.4亿元，同比由盈转亏，主要原因是股票质押回购业务规模收缩和两融余额同比下滑导致信用业务利息收入减少，叠加债券回购业务利息支出大幅增加。边际来看，一方面两融业务持续回暖将带来增量业绩，另一方面虽然2018年公司资产减值损失达6.8亿元（YoY+195%），拖累整体业绩，但随着市场回暖，公司部分减值有望得到冲回。

■投行：投行业务迎边际改善。2018年公司投行业务收入2.3亿元，同比下降29%（行业-27%）。2019Q1公司没有落地的股权承销业务，导致投行收入同比仍下降29%（行业+8%），据WIND统计截至5月9日公司已预披露更新项目数达9家，股权融资业务仍有改善空间。随着整体债券承销规模提升，公司2019Q1债券承销规模环比增加77%，投行收入有望迎来边际改善。

■资管：受托资产规模持续下降，转型压力凸显。2018年公司资管净收入1.7亿元（YoY-19%），低于行业水平（-4%）。2019Q1资管净收入0.24亿元（YoY-40%），远低于行业水平（-8%）。2018年公司资管业绩低迷主要来源于行业监管收紧导致的资管规模大幅下降（YoY-44%）和管理费减少。资管新规倒逼券商压缩通道业务、转型主动管理的背景下，公司旗下资管子公司东证融汇主动管理规模逐年提升，新发行17只集合资产管理计划。预计公司主动管理规模将持续扩大，加速资管业务转型。

■投资建议：买入-A投资评级。公司2019-2021年的EPS预计为0.67元/0.75元/0.78元，给予公司1.4xPB估值，对应目标价10.96元。

■风险提示：投资风险/交易量大幅萎缩风险/政策风险

摘要(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,926	6,780	9,055	10,209	11,402
净利润	703	312	1,575	1,758	1,823
每股收益(元)	0.30	0.13	0.67	0.75	0.78
每股净资产(元)	7.18	6.89	7.83	8.77	9.74

盈利和估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	27.44	61.82	12.25	10.97	10.58
市净率(倍)	1.15	1.20	1.05	0.94	0.85
净利润率	14.26%	4.60%	17.39%	17.22%	15.99%
净资产收益率	4.18%	1.93%	8.60%	8.56%	8.00%

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

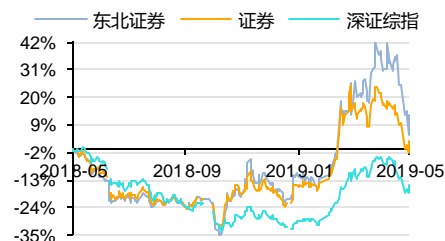
6个月目标价：10.96元

股价(2019-05-10) 8.84元

交易数据

总市值(百万元)	20,689.60
流通市值(百万元)	20,689.60
总股本(百万股)	2,340.45
流通股本(百万股)	2,340.45
12个月价格区间	5.11/11.15元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.5	9.12	26.64
绝对收益	-16.53	28.86	13.66

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)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	损益表 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
总资产	59,939	65,023	62,119	69,096	75,693	营业收入	4,926	6,780	9,055	10,209	11,402
客户资金存款	9,147	8,875	10,651	11,716	12,887	手续费及佣金净收入	1,651	1,321	1,901	2,081	2,317
自有货币资金	2,044	2,694	3,503	3,853	4,238	其中: 代理买卖证券业务净收入	754	675	1,100	1,191	1,309
客户备付金	888	806	967	1,064	1,171	证券承销业务净收入	320	227	250	309	381
自有结算备付金	1,364	561	729	802	882	资产管理业务收入	208	169	158	151	148
融出资金	8,432	6,978	10,768	12,921	15,505	利息净收入	-127	78	-162	311	436
交易性金融资产	7,984	20,044	21,047	23,151	24,309	投资净收益	1,556	1,403	1,994	1,715	1,545
衍生金融资产	18	2	4	5	6	公允价值变动收益	8	238	833	715	640
买入返售金融资产	8,510	6,747	7,744	8,131	8,538	汇兑收益	-1	-1	0	-0	-0
其他债权投资	15,217	11,219	-	-	-	其他业务收入	1,840	3,741	4,489	5,387	6,465
其他权益工具投资	599	628	524	583	639	营业支出	4,171	6,531	7,584	8,564	9,693
其他资产合计	5,735	6,467	6,183	6,869	7,518	营业税金及附加	27	28	37	42	47
总负债	43,133	48,899	43,800	48,565	52,904	管理费用	2,085	2,100	2,805	2,846	3,002
应付短期融资款	2,900	4,504	6,755	8,107	7,296	资产减值损失	231	681	275	317	212
交易性金融负债	-	-	-	-	-	其他业务成本	1,829	3,722	4,467	5,360	6,432
衍生金融负债	4	1	3	3	3	营业利润	755	249	1,472	1,645	1,710
卖出回购金融资产款	7,227	14,514	17,417	16,546	18,201	加: 营业外收入	32	58	45	48	46
代理买卖证券款	11,526	10,557	12,668	13,935	15,328	减: 营业外支出	6	7	6	6	6
应付职工薪酬	768	679	674	748	815	利润总额	781	299	1,511	1,687	1,749
应付债券	6,171	9,946	10,443	11,488	13,785	减: 所得税费用	78	-13	-64	-71	-74
其他负债合计	14,538	8,698	-4,161	-2,261	-2,524	净利润	703	312	1,575	1,758	1,823
所有者权益	16,806	16,124	18,319	20,530	22,789	减: 少数股东损益	36	11	54	60	62
股本	2,340	2,340	2,340	2,340	2,340	归母公司净利润	667	301	1,521	1,698	1,761
少数股东权益	1,135	1,088	1,237	1,386	1,538	每股及估值指标					
归母公司净资产	15,671	15,035	17,083	19,144	21,250	每股盈利 (元)	0.30	0.13	0.67	0.75	0.78
ROAE	4.26%	1.96%	9.14%	9.05%	8.42%	每股净资产 (元)	7.18	6.89	7.83	8.77	9.74
ROAA	1.04%	1.96%	2.48%	2.68%	2.52%	市盈率 (倍)	29.44	66.32	13.14	11.77	11.35
杠杆率 (倍)	3.09	3.62	2.89	2.88	2.84	市净率 (倍)	1.23	1.28	1.13	1.01	0.91

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