

投资评级 中性 维持

经纪业务表现突出，归母净利润+79.1%

股票数据

04月02日收盘价(元) 4.52
52周股价波动(元) 4.28-8.49

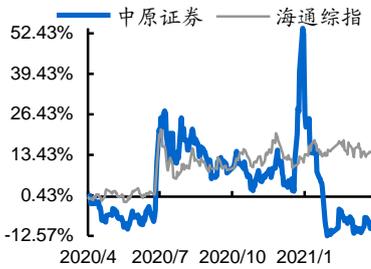
股本结构

总股本(百万股) 4643
流通A股(百万股) 3448
B股/H股(百万股) 0/1195

相关研究

《自营表现不佳，归母净利润同比-87%》
2020.09.15
《加大减值计提，20Q1归母净亏损0.67亿元》2020.04.30

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-1.3	-0.7	-35.6
相对涨幅(%)	2.2	5.5	-34.7

资料来源：海通证券研究所

分析师:孙婷

Tel:(010)50949926

Email:st9998@htsec.com

证书:S0850515040002

分析师:何婷

Tel:(021)23219634

Email:ht10515@htsec.com

证书:S0850516060001

联系人:任广博

Tel:(010)56760090

Email:rgb12695@htsec.com

投资要点：河南唯一的法人证券公司，A+H两地上市融资能力大幅提升，各个条线全方位改革，坚持高分红率。合理价值区间 4.34-4.91元，维持“中性”评级。

- **【事件】**中原证券2020年实现营业收入31.0亿元，同比+30.8%；归母净利润1.0亿元，同比+79.1%；对应EPS 0.02元，ROE 0.93%。2020年四季度实现营业收入8.9亿元，同比+131.1%；归母净利润0.2亿元，同比扭亏为盈。2020年经纪、投行、资管、利息、自营占营业收入分别为25%、7%、2%、3%、16%。全年净利润大幅增加的主要原因为经纪业务表现强势，利息支出大幅减少。
- **深耕本土市场，多渠道协同发展。**2020年实现经纪收入7.9亿元，同比+52.7%。全年公司股票基金交易总金额为1.9万亿元，市场份额4.31%。公司两融余额为71.9亿元，同比+30.1%。表内股票质押式回购业务待购回融出本金17.1亿元，同比-16.0%。公司经纪业务深耕河南市场，聚焦客户运营，积极把握资本市场深化发展新机遇，推动线上线下一体化布局。证券经纪业务客户总数176.97万户，同比+14.77%。
- **持续拓展省外市场，储备优质项目资源。**2020年实现投行业务收入2.1亿元，同比-16.2%。股、债承销规模分别同比+4.5%、+52.5%，股权主承销规模110.3亿元，排名第27；再融资5家，承销规模96.2亿元。债券主承销规模147.4亿元，排名第64；其中公司债、金融债、地方政府债分别110.5亿元、16.7亿元、12.2亿元。IPO储备项目合计23家，排名第30，主板3家，创业板8家。
- **积极应对资管新规，稳步提升投研水平，加大投入标准化产品设计。**2020年实现资管收入0.5亿元，同比-27.3%。截止20年12月末公司资产管理业务总规模63亿元，同比-17.3%，其中，集合资管规模46亿元，同比-9.1%；定向资管规模11亿元，同比-40.8%；专项资管规模6亿元，同比-14.2%。公司资产管理业务认真落实资管新规要求、加快推进存续资产管理产品规范整改的同时，增强主动管理能力，稳妥启动了标准化新产品发行工作。
- **投资策略及时调整，减弱疫情及市场波动冲击，收益重新向好。**2020年实现投资净收益(含公允价值)5.0亿元，同比-30.2%。四季度投资收益(含公允价值)1.3亿元，同比+299.9%。在2020年初受疫情影响市场波动较大背景下，公司及时调整策略，压缩业务规模通过委托投资、参与定向增发和股票投资等方式，2020H2业绩逐渐向好，收回部分损失。固定收益投资适时调仓，提升交易价差及估值变化收益，把握住债券市场两轮上涨行情机遇，获得持续稳定收入。
- **【投资建议】**我们预计公司2021-2023E年每股净利润分别为0.03、0.03、0.03元，每股净资产分别为2.89、2.91、2.92元。考虑到公司数字化转型成效显著，投行业务不断向省外拓展，多项业务具备增长潜力。此外公司为A+H上市，2020年7月完成了36亿元A股非公开发行融资，预计资本消耗类业务等有望加速增长。我们给予其略高于行业平均估值水平，给予2021年1.5-1.7x P/B，对应合理价值区间为4.34-4.91元，维持“中性”评级。
- **风险提示：市场持续低迷导致业务规模下滑，市场监管进一步加强。**

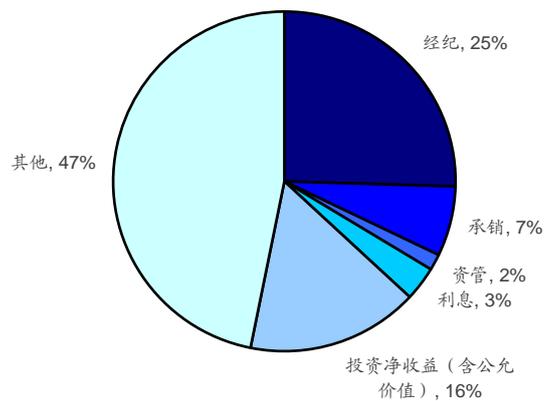
主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2372.53	3103.30	3269.19	3425.66	3607.41
(+/-)YoY(%)	44%	31%	5%	5%	5%
净利润(百万元)	58.22	104.30	125.44	137.07	144.56
(+/-)YoY(%)	-11%	79%	20%	9%	5%
每股净利润(元)	0.02	0.02	0.03	0.03	0.03
每股净资产(元)	2.50	2.88	2.89	2.91	2.92

资料来源：公司年报(2019-2020)，海通证券研究所

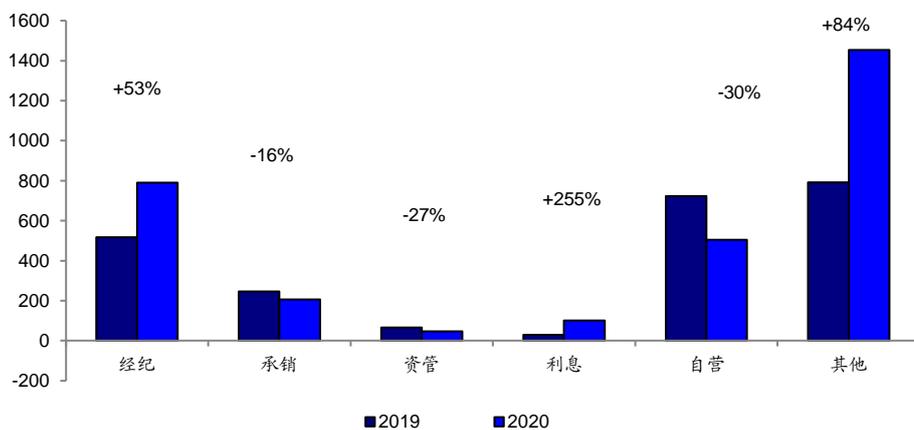
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

图1 中原证券 2020 年收入结构



资料来源：公司 2020 年年报，海通证券研究所

图2 中原证券 2020 年各业务同比变化情况 (百万元)



资料来源：公司 2020 年年报，海通证券研究所

表 1 中原证券盈利预测 (百万元)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
一、营业收入	2373	3103	3269	3426	3607
手续费	961	1172	1257	1318	1389
经纪收入	518	791	855	856	856
投行收入	247	207	202	219	236
资管收入	65	47	46	55	64
利息净收入	28	101	73	86	76
投资净收益	930	607	548	492	460
联合营企业	42	54	13	13	13
资产处置收益	23	(0)			
公允价值变动净收益	(165)	(49)	-	-	-
汇兑净收益	(2)	(3)			
其他收益	9	11			
其他业务收入	589	1265	1391	1530	1683
二、营业支出	2259	2954	3095	3236	3407
营业税及附加	14	19	20	21	23
管理费用	1304	1334	1438	1473	1515
信用减值损失	350	345	290	260	240
其他资产减值损失	10	32			
其他业务成本	581	1224	1347	1481	1629
三、营业利润	114	149	174	190	200
加: 营业外收入	9	6	0	0	0
减: 营业外支出	7	11	0	0	0
四、利润总额	116	144	174	190	200
减: 所得税	41	42	51	55	58
五、净利润	75	102	123	135	142
减: 少数股东损益	17	(2)	(2)	(2)	(3)
归属于母公司所有者的净利润	58	104	125	137	145
六、每股收益 (元)	0.02	0.02	0.03	0.03	0.03

资料来源: 公司 2019、2020 年年报, 海通证券研究所

表 2 中原证券资产负债表 (百万元)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	9332	10951	13002	13275	13418
其中: 客户资金存款	6582	8194	9728	9933	10040
结算备付金	2518	2379	2825	2884	2915
其中: 客户备付金	2347	2288	2716	2773	2803
融出资金	6061	7401	7407	7629	7858
交易性金融资产	17227	22593	21296	21744	21978
衍生金融资产	11	-	-	-	-
买入返售金融资产	3024	2056	1394	1210	894
应收款项	154	169	186	205	225
存出保证金	395	745	884	903	913
划分为持有待售的资产	-	-	-	-	-
债权投资	676	456	502	552	607
其他债权投资	665	2089	1969	2010	2032
长期股权投资	1105	1067	1174	1291	1421
投资性房地产	17	16	17	18	19
固定资产	193	179	197	217	238
使用权资产	185	163	-	-	-
在建工程	36	52	63	75	91
无形资产	157	188	207	228	250
商誉	22	20	22	24	26
递延所得税资产	346	465	511	562	619
其他资产	1446	1387	1526	1679	1847
资产总计	43570	52377	53181	54507	55351
短期借款	1569	316	332	348	366
应付短期融资券	4455	4155	4238	4323	4409
拆入资金	2361	3694	3768	3844	3921
交易性金融负债	1115	1356	1424	1495	1570
衍生金融负债	0	0	0	0	0
卖出回购金融资产款	8721	12200	12444	12693	12947
代理买卖证券款	8895	10555	10766	10982	11201
应付职工薪酬	479	562	573	585	596
应交税费	57	132	138	145	152
应付款项	183	66	69	73	76
合同负债	20	26	28	29	31
长期借款	13	1	1	1	1
应付债券	4624	4610	4610	5110	5110
租赁负债	178	158	166	174	183
递延所得税负债	8	14	15	16	16
其他负债	394	344	362	380	399
负债合计	33072	38190	38934	40197	40978
股本	3869	4643	4643	4643	4643
资本公积金	3487	6331	6331	6331	6331
其他综合收益	37	13	29	45	62
盈余公积金	808	838	874	913	954
一般风险准备	1382	1442	1513	1591	1674
未分配利润	88	103	42	-26	-101
归属于母公司所有者权益合计	9671	13369	13431	13497	13562
少数股东权益	827	818	815	813	811
所有者权益合计	10498	14186	14247	14310	14373
负债及股东权益总计	43570	52377	53181	54507	55351

资料来源: 公司 2019、2020 年年报, 海通证券研究所

表 3 券商可比公司估值(2021 年 4 月 2 日)

证券简称	股价 (元)	市值 (亿元)	P/E (倍)			P/B (倍)		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
中信证券	24.13	3119	25.5	20.9	16.6	1.9	1.7	1.6
华泰证券	16.96	1539	17.1		11.7	1.3		1.1
海通证券	11.05	1444	15.2	13.3	11.3	1.1	0.9	0.9
国泰君安	16.34	1456	16.9	13.1	11.2	1.2	1.2	1.0
申万宏源	4.64	1162	20.3		15.0	1.4	1.3	
国信证券	11.89	1143	23.3		12.2	2.2	1.6	
招商证券	19.76	1718	23.6	18.1	15.6	2.5	1.7	1.6
中国银河	10.40	1054	20.2	14.6	12.5	1.5	1.4	1.2
广发证券	15.81	1205	16.0	12.0	9.8	1.3	1.2	1.1
东方证券	8.78	614	25.2	22.6	14.2	1.1	1.1	1.0
方正证券	8.64	711	70.6			1.8		
国投资本	12.71	537	18.1	13.0	10.2	1.4	1.3	1.1
红塔证券	13.93	506	60.4	35.8		3.8	3.5	
长城证券	10.92	339	34.2			2.0		
华林证券	12.11	327	74.0	40.2		6.1	5.4	
天风证券	5.04	336	109.2			2.8		
兴业证券	8.52	571	32.4		14.0	1.7		1.4
长江证券	7.14	395	23.7		15.0	1.5		
财通证券	11.21	402	21.5			1.9		
西部证券	8.83	395	64.7			2.2		
国元证券	7.73	337	36.9	24.6	22.5	1.4	1.1	1.1
东吴证券	9.63	374	36.0	20.5	21.5	1.8		
浙商证券	12.88	465	48.1	28.6		3.2	2.4	
国金证券	13.15	398	30.6		16.9	1.9		1.7
西南证券	4.68	311	29.8			1.6		
华西证券	10.06	264	18.4			1.3		
南京证券	10.14	374	52.7			3.4		
太平洋	3.23	220	47.6			2.1		
华安证券	6.42	232	21.0	18.3	18.2	1.8	1.6	1.5
华创阳安	10.25	178	68.5			1.2		
第一创业	7.75	326	63.5		34.6	3.6		2.2
山西证券	7.05	253	49.6			2.0		
国海证券	4.48	244	50.0	33.6		1.7	1.3	
东北证券	8.62	202	20.0			1.3		
大券商平均			20.3	16.4	13.0	1.6	1.3	1.2
平均			37.8	21.9	15.7	2.0	1.8	1.3

资料来源: Wind 一致预期, 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

孙婷 银行行业
何婷 非银行金融行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 兴业银行, 中信银行, 第一创业, 江苏银行, 中国太保, 国金证券, 邮储银行, 杭州银行, 光大证券, 东吴证券, 宁波银行, 东方财富, 建设银行, 中国人寿, 汇丰控股, 国泰君安, 苏州银行, 上海银行, 重庆银行, 兴业证券, 招商证券, 常熟银行, 中国银河, 华安证券, 华泰证券, 中国平安, 工商银行, 平安银行, 中国财险, 中金公司

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下, 本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通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。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。