



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

2017-03-31

公司点评报告

买入/首次

中原证券(601375)

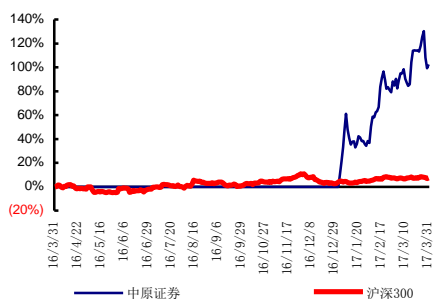
目标价: 13.9

昨收盘: 11.66

非银金融 证券 II

中原证券 2016 年报点评：第八家 A+H 股，加快布局节奏

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	3,924/1,950
总市值/流通(百万元)	45,751/22,737
12 个月最高/最低(元)	13.26/5.76

证券分析师：魏涛

电话：010-88321708

E-MAIL: weitao@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030001

证券分析师：孙立金

电话：010-88321730

E-MAIL: sunlj@tpyzq.com

执业资格证书编码：S119051609002

事件：公司公布 2016 年报，实现营业收入 20 亿，同比下降 49%；归母净利润 7 亿，同比-49%。稀释 EPS 为 0.22，同比-55%。每 10 股派发现金股利 1.21 元。

点评：

净利润同比下降 49%，与行业平均水平持平。中原证券 2016 年公司实现营业收入 20 亿，同比下降 49%，略低于行业平均水平（-43%）；归母净利润 7 亿，同比下降 49%，与行业平均水平持平（-50%）。净利润较 2015 年减少了 7 亿，其中，代理买卖证券业务净收入减少了 14 亿，同比下降 66%，主要受市场成交量萎缩 50%影响，同时相对竞争力有所减弱；投资收益+公允价值变动总计 4 亿，比 2015 年减少了 2.4 亿，同比-36%，二级市场年初和年末波动较大，市场形势多变，对自营业务影响较大。从收入结构来看，2016 年代理证券买卖净收入占比 35%，创下了 2010 年以来的新低；自营业务为第二大收入来源，占比 21%。投行业务占比显著提升，从去 2015 年的 5%提升到了 15%，同时投行业务净收入同比增长 45%，受益于定增市场火热。

A+H 股上市，资本补充能力增强打开新成长空间。2017 年 1 月 3 日，公司在上交所挂牌上市，正式成为全国证券行业第八家 A+H，公司融资的能力大幅增强，公司加快布局，加大营业网点的铺设，加快经纪、投行、资管等各项业务的拓展，重视对高端人才的吸引，争取 2017 年完成中原人寿的组建，深化国际化布局。

投资建议：公司是河南唯一的法人券商，深耕河南市场，受益于河南经济发展和资产证券化过程；公司是 A+H 股券商中市值最小的一个，完善的资本补充平台提升了公司的资本实力；公司布局保险取得了阶段性的进展，走金融集团路线，发展空间大；公司作为次新股，流通市值小，且为券商板块行情龙头，在板块行情预期提高的情况下，公司龙头效应有望强化。给予公司“买入”评级。预计 2017-2019 年 EPS 分别为：0.21、0.30、0.32，同比增长 17%、39%、9%，六个月目标价 13.9 元/股，对应 2017 年 65 倍 PE。

风险提示：监管趋严，政策性风险；业绩受股市波动影响的风险。

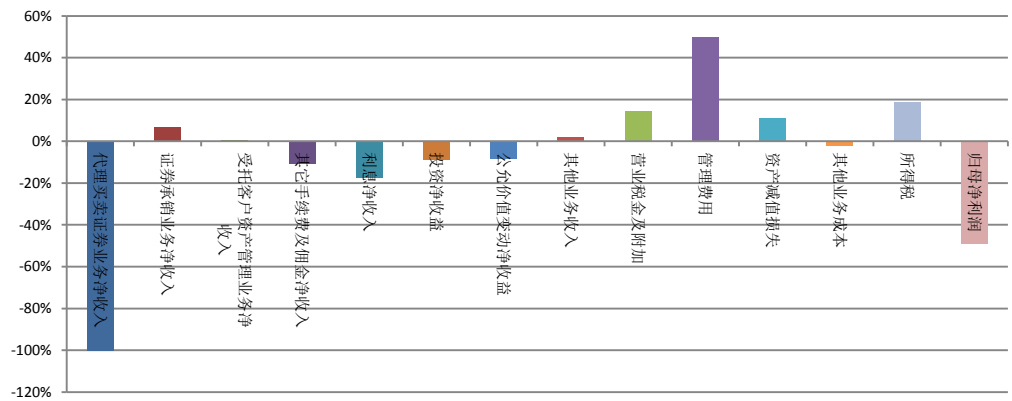
■ 主要财务指标

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,027	2,251	2,871	3,095
净利润(百万元)	719	838	1,161	1,267
摊薄每股收益(元)	0.18	0.21	0.30	0.32

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

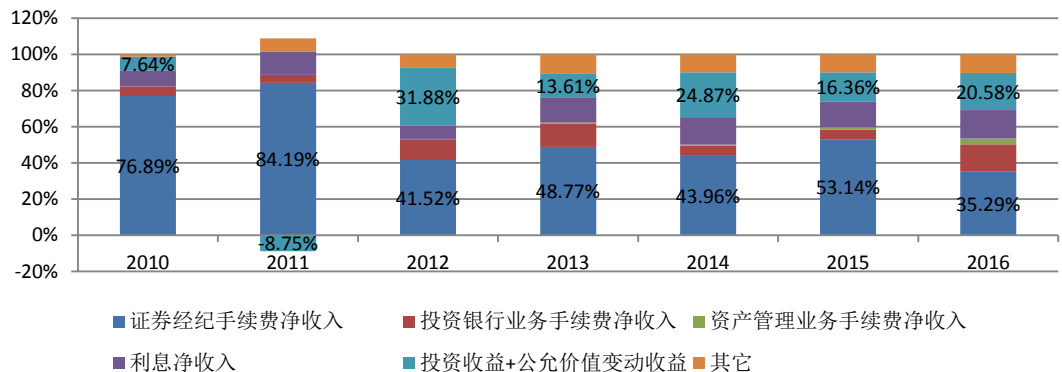
净利润同比下降 49%，与行业平均水平持平。 中原证券 2016 年公司实现营业收入 20 亿，同比下降 49%，略低于行业平均水平 (-43%)；归母净利润 7 亿，同比下降 49%，与行业平均水平持平 (-50%)。净利润较 2015 年减少了 7 亿，其中，代理买卖证券业务净收入减少了 14 亿，同比下降 66%，主要受市场成交量萎缩 50%影响，同时相对竞争力有所减弱；投资收益+公允价值变动总计 4 亿，比 2015 年减少了 2.4 亿，同比-36%，二级市场年初和年末波动较大，市场形势多变，对自营业务影响较大。从收入结构来看，2016 年代理证券买卖净收入占比 35%，创下了 2010 年以来的新低；自营业务为第二大收入来源，占比 21%。投行业务占比显著提升，从去 2015 年的 5%提升到了 15%，同时投行业务净收入同比增长 45%，受益于定增市场火热以及公司债、企业债发行政策改革，直接融资提速等因素，增长了 0.95 亿。

图表 1：中原证券归母净利润降幅归因分析



资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 2：中原证券历年收入结构



资料来源：WIND，太平洋证券研究院

表 3：中原证券归母净利润降幅分析

单位：亿元	2015/12/31	2016/12/31	同比增长率	增长额	增长率贡献度
归母净利润	14.06	7.19	-48.87%	-6.87	
代理买卖证券业务净收入	21.28	7.15	-66.39%	-14.13	-100.52%
证券承销业务净收入	2.09	3.04	45.40%	0.95	6.76%
受托客户资产管理业务净收入	0.53	0.63	19.02%	0.10	0.72%
利息净收入	5.62	3.18	-43.32%	-2.43	-17.31%
投资净收益	5.99	4.78	-20.21%	-1.21	-8.61%
公允价值变动净收益	0.56	-0.61	-208.36%	-1.17	-8.31%
其他业务收入	0.09	0.35	278.48%	0.26	1.84%
营业支出	20.93	10.68	-48.99%	-10.25	72.96%
税金及附加	2.55	0.57	-77.53%	-1.98	14.09%
管理费用	17.09	10.09	-40.93%	-7.00	49.77%
资产减值损失	1.28	-0.27	-121.16%	-1.55	11.00%
其他业务成本	0.01	0.28	2426.84%	0.27	-1.91%
营业利润	19.11	9.59	-49.82%	-9.52	-67.74%
利润总额	18.91	9.75	-48.46%	-9.16	-65.20%
所得税	4.89	2.28	-53.37%	-2.61	18.55%
净利润	14.02	7.47	-46.75%	-6.56	-46.65%
归属于母公司所有者的净利润	14.06	7.19	-48.87%	-6.87	-48.87%

资料来源：WIND，太平洋证券研究院

深耕河南市场，受益于河南资产证券化加速进程。公司是河南唯一一家法人证券公司，公司深耕河南市场十多年，对河南证券市场有着深入的理解，与地方政府机构及企业建立了良好关系，董事长管明军和总裁周小全曾经分别在国家财政部和中国证监会等国家综合经济管理部门关键岗位工作，具有丰富的管理经验。公司拥有 82 家证券营业部，证券营业部分布在全国 12 个省，其中河南省 65 家、北京市 2 家、上海市 3 家、广东省 2 家。募集资金占河南省全年增发融资额的 23%、增发公司数量的 30%，继续保持河南市场领先地位。河南省金融业发展相对滞后，截至 2016 年底，河南省证券化率只有 22.5%，远低于全国 68.2% 的平均水平。2017 年 4 月 1 日，河南自贸区挂牌，金融改革加速。公司将受益于河南省的金融改革试点和资产证券化比例提升。

A+H 股上市，资本补充能力增强打开新成长空间。2017 年 1 月 3 日，公司在上交所挂牌上市，正式成为全国证券行业第八家 A+H 即内地和香港两地上市券商，实现了香港上市、香港增发和 A 股回归的三大跨越。随着资本实力的增强，公司加快布局，向中国保监会提交中原人寿保险股份有限公司（拟筹）筹建申请材料并获受理，中国证监会河南监管局已出具无异议意见，控股子公司中原股权交易中心挂牌企业突破 1000 家。2017 年，中原证券将利用 A 股上市的红利，加大营

业网点的铺设，加快经纪、投行、资管等各项业务的拓展，重视对高端人才的吸引，争取完成中原人寿的组建，深化国际化布局。

投资建议：

公司是河南唯一的法人券商，深耕河南市场，受益于河南经济发展和资产证券化过程；公司是 A+H 股券商中市值最小的一个，完善的资本补充平台提升了公司的资本实力，为公司做大做强打下了良好的基础；公司布局保险取得了阶段性的进展，多元金融布局意味着公司走金融集团路线，发展空间大；公司作为次新股，流通市值小，且为券商板块行情龙头，在板块行情预期提高的情况下，公司龙头效应有望强化。给予公司“买入”评级。预计 2017-2019 年 EPS 分别为：0.21、0.30、0.32，同比增长 17%、39%、9%，六个月目标价 13.9 元/股，对应 2017 年 65 倍 PE。

风险提示：

- 1、监管趋严，合规风险；
- 2、业绩随市场波动较大的风险。
- 3、组建寿险公司尚未完全落地。

附表：中原证券盈利预测表 20170331

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	12,707	12,090	13,559	16,387	16,233	营业收入	4,004	2,027	2,251	2,871	3,095
结算备付金	4,456	3,097	3,541	4,012	4,093	手续费及佣金净收入	2,716	1,260	1,352	1,534	1,682
拆出资金	0	0	0	0	0	其中：经纪业务净收入	2,128	715	789	921	1,052
融出资金	8,159	6,119	6,268	6,813	6,473	承销业务净收入	209	304	314	293	265
交易性金融资产	5,045	8,037	8,409	13,903	11,975	资管业务净收入	53	63	91	114	143
衍生金融资产	0	0	0	0	0	利息净收入	562	318	340	322	313
买入返售金融资产	6,827	5,912	4,144	4,144	4,144	投资净收益	655	417	533	987	1,065
应收款项	28	43	46	75	65	公允价值变动净收益	56	-61	15	15	20
应收利息	258	397	416	687	592	其它	9	35	13	14	16
存出保证金	423	490	603	502	607	营业支出	2,093	1,068	1,082	1,297	1,371
可供出售金融资产	2,444	2,582	2,701	4,466	3,847	营业税金及附加	255	57	64	81	88
持有至到期投资	0	0	0	0	0	管理费用	1,709	1,009	1,035	1,235	1,300
长期股权投资	107	370	370	370	370	资产减值损失	128	-27	-28	-30	-29
固定资产	236	242	247	250	253	其他业务成本	1	28	10	11	13
无形资产	156	156	169	189	193	营业利润	1,911	959	1,169	1,574	1,723
商誉	7	21	21	21	21	其他非经营损益	14	34	23	38	36
递延所得税资产	209	118	123	204	176	利润总额	1,891	975	1,192	1,612	1,759
投资性房地产	21	23	23	23	23	所得税	489	228	321	405	442
其他资产	569	686	718	1,186	1,022	净利润	1,402	747	871	1,207	1,317
资产总计	41,651	40,385	41,357	53,234	50,087	少数股东损益	-3	28	33	45	50
短期借款	0	661	622	1,055	873	归母股东净利润	1,406	719	838	1,161	1,267
应付短期融资款	5,107	3,810	3,585	6,081	5,031	主要财务比率					
拆入资金	0	400	376	638	528		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
交易性金融负债	1,144	1,208	1,137	1,929	1,595	成长能力					
衍生金融负债	0	0	0	0	0	营业收入增长率	121.45%	-49.38%	11.05%	27.57%	7.77%
卖出回购金融资产款	4,713	5,608	5,277	8,952	7,405	净利润增长率	149.96%	-48.87%	16.65%	38.55%	9.13%
代理买卖证券款	14,867	10,368	12,172	12,009	13,150	盈利能力					
应付职工薪酬	711	472	457	561	583	营业利润率	47.73%	47.31%	51.94%	54.82%	55.68%
应交税费	267	96	140	154	174	净利润率	35.10%	35.46%	37.24%	40.45%	40.96%
应付款项	152	207	158	248	242	回报率分析					
应付利息	327	355	289	316	287	总资产收益率	4.02%	1.75%	2.05%	2.46%	2.45%
长期借款	52	55	52	88	73	净资产收益率	20.15%	7.67%	7.83%	10.53%	11.07%
递延所得税负债	49	29	27	46	38	每股指标					
其他负债	93	73	69	117	97	EPS-摊薄(元)	0.36	0.18	0.21	0.30	0.32
负债合计	32,775	28,838	29,532	40,965	37,331	每股净资产(元)	2.53	2.70	2.76	2.86	2.97
股本	3,224	3,924	3,924	3,924	3,924	每股股利(元)	0.00	0.12	0.14	0.20	0.21
资本公积金	1,865	3,842	3,842	3,842	3,842	估值分析					
归母权益合计	8,162	10,582	10,827	11,226	11,663	市盈率	32.55	63.66	54.58	39.39	36.10
所有者权益合计	8,876	11,547	11,825	12,269	12,755	市净率	4.61	4.32	4.23	4.08	3.92
负债及股东权益总计	41,651	40,385	41,357	53,234	50,087	股息收益率	0.00%	1.04%	1.21%	1.68%	1.83%

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

分析师简介：

【魏涛】太平洋证券研究院院长，非银金融行业首席分析师
2015 年“新财富”非银第一；2011 年“新财富”非银第三名；2012 年“新财富”非银第二名；2013 年“新财富”非银第三名；2016 年“新财富”非银第四。

【孙立金】非银金融行业分析师，北京大学企业管理硕士，复合学科背景，八年金融行业从业经验，2015 年加入太平洋证券。覆盖非银，擅长证券细分领域。今年以来，每市组合收益约 14%，位于该平台非银金融行业第一；2016 年度东方财富分析师指数排名行业第六。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566