



经纪业务转型蓄势待发 自营投资扩张后来居上

——中原证券（601375）半年报点评

2018年08月30日

推荐/首次

中原证券

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012	
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031	
安嘉晨	研究助理		
	anjc@dxzq.net.cn	010-66554014	

事件：

中原证券近日发布 2018 年半年度报告，公司 2018H1 实现营业收入 8.7 亿元，同比增长 2.7%；归母净利润 1.5 亿元，同比增加 9.3%。总资产 458.6 亿元，较期初上升 12.8%；归母净资产 100.5 亿元，较期初减少 1.2%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	418.49	423.31	418.96	728.79	576.56	450.52	414.73
增长率（%）	-	-1.43%	-21.44%	16.12%	37.77%	6.43%	-1.01%
毛利率（%）	54.79%	35.80%	20.13%	43.02%	21.49%	32.94%	11.82%
期间费用率（%）	-	-	-	-	-	-	-
营业利润率（%）	54.79%	35.80%	20.13%	43.02%	21.49%	32.94%	11.82%
净利润（百万元）	183.47	114.79	53.18	242.39	110.81	120.32	36.96
增长率（%）	-	-08.61%	-71.83%	-02.61%	-39.61%	04.82%	-30.50%
每股盈利（季度，元）	0.04	0.03	0.01	0.06	0.02	0.03	0.01
资产负债率（%）	71.41%	69.57%	72.40%	71.26%	71.84%	72.67%	75.32%
净资产收益率（%）	1.59%	0.95%	0.47%	2.08%	0.97%	1.04%	0.33%
总资产收益率（%）	0.45%	0.29%	0.13%	0.60%	0.27%	0.29%	0.08%

观点：

- **公司规模加速扩张，重资产化倾向明显。**截至报告期末，公司总资产规模为458.6亿元，较2017年末增长12.8%，总负债345.4亿元，大幅增长18.3%，归属于上市公司股东的所有者权益100.5亿元，减少1.2%。本期内，公司通过多种筹资手段，加速资产规模扩张，应付短期融资款、拆入资金和卖出回购金融资产款较期初分别大幅增加98.1%、118.2和50.7%，杠杆率水平因此明显上升，由2017年末的65.4%上升4.7pct至70.1%（剔除代理买卖证券款）。从分部报告来看，公司重资产化趋势明显，重资产业务中自营投资业务和信用业务负债端较2017年末分别增长54.6%和13.4%，而轻资产业务中投行业务收缩，资产、负债较期初均下降90%以上。

注：通过公司在“经营情况的讨论与分析”中对各部门业务的描述，我们重新将分部报告中列示的证券投资业务和直接投资业务重分类为自营投资业务，融资融券业务和总部及其他重分类为信用业务（下同）。

- **自营投资后来居上，重资产业务比重加大。**2018H1，公司实现营业收入8.6亿元，同比增长2.7%，轻资产业务增速明显放缓，而重资产业务在投资力度加大的情况下，增速加快。本期经纪业务收入同比下降14.1%，在总收入中比重下降5.3pct至27.23%，自营投资业务则后来居上从占比5.3%提升至18.4%，使得重资产业务收入比例进一步上升，达到46.9%。
- **经纪业务转型财富管理，股基交易量市占率反弹。**2018H1，公司实现经纪业务收入2.36亿元，同比减少14.1%。报告期内，公司积极推动经纪业务转型发展，全面开展投资顾问业务，对投顾采用业务竞赛、交流培训等方式，加强投资顾问的专业服务能力。通过转型，公司2018年一季度股基交易量市占率为0.54%，自2014年后首次出现反弹，其中基金交易量市占率上升至0.79%，创造历史新高，业务转型初见成效。
- **增发项目实现突破，债承业务同比下滑。**2018H1公司投资银行业务实现收入2396.9万元，同比增长3.4%。上半年市场监管态势从严，102家拟IPO企业中，58家过会，44家被否，过会率仅为56.86%。公司上半年增发项目1单，较2017年来说实现零的突破，目前在辅导IPO项目6单。债权承销方面，公司作为主承销商完成公司债承销项目1单，募集资金8亿元，去年同期债承业务共募集资金20.8亿元，同比缩减61.5%。
- **资管业务去通道转型，业务收入稳步上升。**2018H1，公司资产管理业务净收入3641.9万元，同比增长15.2%。在市场整体去通道的行业背景下，公司顺应时势，向主动管理模式靠拢。本期末，公司集合计划受托资金规模118.7亿元，较期初增加4%；定向计划期末受托资金规模114.1亿元，较期初下降14.1%，专项计划期末受托资金规模8.3亿，较期初下降9.7%，从资管产品结构上来看，集合计划占比已经上升至49.2%。我们认为，目前公司资管产品结构转型趋势良好，并且本期对资管业务支出增加9.2%，资管业务仍有较大上升空间。
- **融资业务加强风险控制，股权质押支撑业绩表现。**2018H1，公司信用业务实现收入2.5亿元，同比降低22.3%，业绩下降主要受负债规模扩张，利息支出加大的影响。期末融出资金余额为53.3亿元，较期初降低16.2%，担保物比例从上年末306.5%下降至2018H1的300.3%，变动幅度不大。融资期限结构则明显朝短期发展，三个月内的融出资金占比较年初上涨20pct至32%。买入返售金融资产规模为138.7亿元，较2017年末大幅上升50.7%，其中自有资金上半年日均规模45.7亿元，同比增长88.5%。经测算，股权质押担保物比例从上年末221.7%下降至2018H1的195.4%，整体风险还在可控范围内。
- **投资业务规模大增，证券投资+直投双管齐下。**2018H1，公司投资业务实现收入1.6亿元，同比大幅增长256.9%。根据公司公告，2018H1自营权益类占净资本比例为10.94%，自营非权益类占净资本比例为189.25%，较上年末大幅增加62pct。报告期内，公司充分地把握住上半年“股熊债牛”的趋势，在债券市场上加大投资力度，当期金融工具持有期间收益为2.7亿元，同比增长26.4%。公司在直投业务上也实现快速发展，期末长期股权投资金额较年初增加36.8%，直投业务收入9881.7万元，增速达34.7%，与扩张速度基本持平，仍处于高速发展阶段。

结论：

我们看好公司经纪业务向财富管理转型后，能带动股基交易量市占率进一步反弹，并且自营投资业务仍处在高速增长阶段，将为公司带来丰厚投资收益。我们预计公司2018-2020年的营收分别为21.5亿元、25.2亿元

和26.4亿元，归母净利润分别为4.8亿元、5.6亿元和5.9亿元，EPS分别为0.12元、0.14元、0.15元，对应PE分别为35倍、30倍和28倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：

股票市场成交量进一步萎缩、自营业务市场波动风险、股票质押风险事件、财富管理转型不及预期

公司盈利预测表（单位：亿元）

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
资产：						营业收入	20.3	21.5	21.5	25.2	26.4
货币资金	120.9	86.4	79.8	83.4	87.0	手续费及佣金净收入	12.6	9.2	9.1	10.1	10.7
其中：客户资金存款	77.2	58.5	57.4	60.0	62.7	代理买卖证券业务净收入	7.2	5.4	6.2	6.6	6.9
结算备付金	31.0	23.5	22.6	23.7	24.7	证券承销业务净收入	3.0	1.2	1.0	1.5	1.8
其中：客户备付金	23.5	19.0	18.2	19.0	19.9	受托客户资产管理业务净收入	0.6	0.9	1.0	1.0	1.1
拆出资金	0.0	0.4	0.0	0.0	0.0	利息净收入	3.2	4.6	3.5	4.3	5.0
融出资金	61.2	63.5	63.4	66.1	68.8	投资净收益	4.8	5.0	3.3	3.9	4.2
交易性金融资产	-	-	114.9	104.1	114.2	公允价值变动净收益	-0.6	-0.9	3.6	4.2	4.2
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	80.4	76.2	-	-	-	汇兑净收益	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
以摊余成本计量的金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	其他收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
债权投资	-	-	24.6	24.2	26.0	其他业务收入	0.4	3.5	1.9	2.7	2.3
其他债权投资	-	-	10.5	10.3	11.1	营业支出	10.7	14.7	15.5	18.1	18.9
其他权益工具投资	-	-	-	-	-	税金及附加	0.6	0.2	0.4	0.5	0.5
以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产	25.8	29.5	-	-	-	业务及管理费	10.1	10.7	12.7	14.6	15.7
衍生金融资产	0.0	0.6	0.7	0.7	0.8	资产减值损失	-0.3	0.8	-	-	-
买入返售金融资产	59.1	92.1	122.8	120.8	129.6	信用减值损失	-	-	0.7	0.7	0.7
应收款项	0.4	1.0	1.0	1.1	1.2	其他业务成本	0.3	3.1	1.7	2.4	2.1
应收利息	4.0	4.5	3.9	4.0	4.2	营业利润	9.6	6.7	6.0	7.1	7.5
存出保证金	4.9	2.6	3.7	3.5	3.8	加：营业外收入	0.4	0.2	0.3	0.3	0.3
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	减：营业外支出	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	3.7	5.1	6.6	8.6	11.1	利润总额	9.7	6.8	6.3	7.3	7.8
固定资产+在建工程	2.4	2.4	2.3	2.2	2.1	减：所得税	2.3	1.6	1.5	1.8	1.9
无形资产	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5	净利润	7.5	5.2	4.8	5.6	5.9
商誉	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2	减：少数股东损益	0.3	0.8	0.0	0.0	0.0
递延所得税资产	1.2	1.6	1.3	1.5	1.5	归属于母公司所有者的净利润	7.2	4.4	4.8	5.5	5.9
投资性房地产	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	每股收益：					
其他资产	6.9	15.2	8.4	11.8	10.1	基本每股收益	0.2200	0.1100	0.1222	0.1433	0.1522
资产总计	403.8	406.6	468.4	467.8	497.9						
负债：											
短期借款+拆入资金	10.6	32.0	42.1	41.4	44.4						
应付短期融资款	38.1	28.6	55.0	68.0	71.6						
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	12.1	3.6	4.0	4.4	4.8						
衍生金融负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0						
卖出回购金融资产款	56.1	72.8	94.7	104.2	114.6						
代理买卖证券款	103.7	75.3	77.1	80.6	84.1						
代理承销证券款	0.0	4.3	0.0	0.0	0.0						
应付职工薪酬	4.7	4.2	4.3	5.1	5.3						
应交税费	1.0	0.9	2.7	3.2	3.3						
应付款项	2.1	2.1	1.8	1.9	2.0						
应付利息	3.5	2.2	3.8	3.3	3.6						
长期借款	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0						
应付债券	54.9	65.0	64.3	32.1	35.3						
递延所得税负债	0.3	0.1	0.2	0.3	0.3						
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0						
其他负债	0.7	0.9	0.8	0.9	0.9						
负债合计	288.4	292.1	350.9	345.3	370.3						
所有者权益(或股东权益)：											
股本	39.2	39.2	38.7	38.7	38.7						
资本公积	38.4	38.3	37.6	37.6	37.6						
其他综合收益	0.6	-0.2	1.1	2.4	3.8						
盈余公积	7.0	7.6	8.3	9.1	9.9						
未分配利润	8.9	4.0	5.4	7.1	8.8						
一般风险准备	11.6	12.7	13.7	14.8	16.0						
归属于母公司所有者权益合计	105.8	101.7	104.7	109.6	114.7						
少数股东权益	9.6	12.8	12.8	12.8	12.9						
所有者权益合计	115.5	114.5	117.5	122.5	127.6						
负债及股东权益总计	403.8	406.6	468.4	467.8	497.9						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

安嘉晨

本科毕业于北京航空航天大学，硕士毕业于北京大学。曾经在腾讯、香港云锋金融工作多年。在互联网金融与金融科技等领域有丰富工作经验和深入研究。2018 年加入东兴证券，从事非银金融行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。