

证券研究报告 / 公司点评报告

增持

首次覆盖

证券投资一枝独秀 驱动利润高增

事件: 红塔证券 2019 年实现营收 20.66 亿元, 同比增长 71.94%; 实现归母净利润 8.38 亿元, 同比增长 116.72%。对应 EPS 0.24 元/股, 同比增长 100.00%; 加权平均净资产收益率 6.78%, 同比增长 3.30 个百分点。

投资要点:

证券投资业务收入大幅增长, 成收入最主要来源。受资本市场整体回暖影响, 报告期内, 公司证券投资业务实现利润 14.37 亿元, 同比增长 206.00%。营收、利润占比分别增长 21.66 和 19.38 个百分点, 达 59.87% 和 75.81%。

信用交易业务规模稳步上升, 收入基本保持稳定。报告期末, 公司信用交易业务总规模 75.03 亿元, 同比增加 23.30%, 其中融资融券规模 11.52 亿元, 股票质押规模 63.51 亿元, 股质风险可控。营收、利润占比分别为 17.08%、20.65%。

线上线下融合发展, 证券经纪业务利润高增。公司致力于线上线下联动, 建设统一业务和服务平台。报告期内, 公司证券经纪业务实现利润 2,088.60 万元, 同比增长 671.20%。

市场竞争加剧, 投行业务严重下滑。市场股权融资规模同比下降, 新三板二级市场持续低迷, 做市业务公允价值变动收益为负值, 对投资银行业务造成极大负面影响。报告期内, 公司投行业务实现利润 -2,414.61 万元, 同比减少 492.56%。

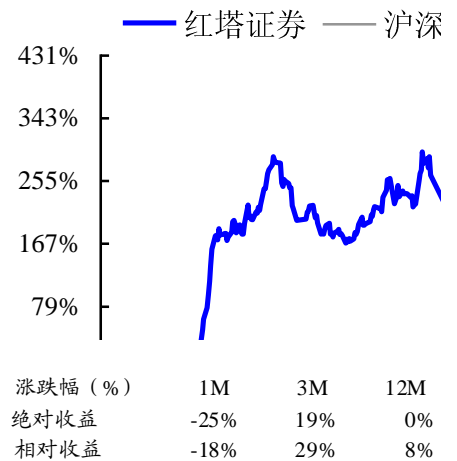
资管结构不断优化, 私募基金收入迅猛增长。公司大力拓展固定收益类业务, 专项资管业务实现突破。19 年公司资管业务实现利润 767.96 万元, 同比增长 303.33%。私募投资基金业务方面, 公司子公司红证利德共计投资项目 12 个, 其中 3 个项目已成功退出, 部分项目已获得后轮融资。

投资建议: 公司证券投资业务投入规模大, 固收权益都有收益, 收入占比高, 业绩弹性大。我们看好公司的投资能力, 预计 2020-2022 年每股收益分别为 0.25、0.29、0.31 元。首次给予“增持”投资评级。

风险提示: 新冠肺炎导致市场波动风险; 市场竞争加剧。

股票数据	2020/4/16
6 个月目标价 (元)	25.18
收盘价 (元)	19.37
12 个月股价区间 (元)	4.15~27.88
总市值 (百万元)	70,379
总股本 (百万股)	3,633
A 股 (百万股)	3,633
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	32

历史收益率曲线



相关报告

- 《券商分类监管征求意见利好风控强的券商》 --20200407
- 《保险资管新规有哪些新变化?》 --20200329
- 《券商外资股比解禁, 机遇与挑战并存》 --20200315
- 《东北非银行业动态点评: 政策红利三箭齐发, 哪些公司受益最大?》 --20200309

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,201	2,066	2,256	2,535	2,804
(+/-)%	7.93%	71.94%	9.22%	12.37%	10.60%
归属母公司净利润	386	838	918	1,038	1,144
(+/-)%	6.44%	116.72%	9.55%	13.15%	10.25%
每股收益 (元)	0.12	0.24	0.25	0.29	0.31
市盈率	0.00	89.67	77.48	66.79	62.48
市净率	0.00	4.55	4.93	4.59	4.27
净资产收益率 (%)	3.42%	6.26%	6.42%	6.77%	6.95%
总股本 (百万股)	3,269	3,633	3,633	3,633	3,633

证券分析师: 王凤华

执业证书编号: S0550520020001

13801276398 wangfh@nesc.com

1. 事件:

红塔证券发布 2019 年年报, 报告期内, 公司实现营业收入 20.66 亿元, 同比增长 71.94%; 实现归母净利润 8.38 亿元, 同比增长 116.72%; 对应 EPS 0.24 元/股, 同比增长 100.00%; 加权平均净资产收益率 6.78%, 同比增长 3.30 个百分点。

红塔证券 4 月 7 日发布月度财务数据简报, 2020 年 1-3 月份营收分别为 5.35 亿元、3.45 亿元、-0.26 亿元, 环比增长 50.36%、-35.55%、-107.46%; 净利润分别为 3.19 亿元、1.94 亿元、-0.43 亿元, 环比增长 65.29%、-39.35%、-122.47%。公司 3 月份业绩严重下滑的主要原因是公司证券投资业务投入较多, 3 月份市场波动较大: 上证指数下跌 4.51%, 深证成指下跌 9.28%。全年来看, 市场对疫情的恐慌已经告一段落, 公司投资业绩受极端行情影响不会太大

2. 投资要点:

2.1. 整体盈利能力增强, 股东结构不断优化。

公司整体盈利能力增强, 2019 年净资产收益率同比增长 3.30 个百分点至 6.78%, 一是公司证券投资业务受资本市场回暖影响, 营收、利润大幅增长所致; 二是除证券投资和信用交易业务外, 公司其他业务规模基数较小, 受市场回暖和公司上市两大利好因素影响, 利润逐渐由负转正。其中证券经纪和私募投资基金利润增长尤为明显, 分别多达 671.2% 和 259.44%。

2019 年证券市场整体回暖, 全年上证综指、深圳成指分别上涨 22.30%、44.08%, 沪深两市日均股票基金成交额 5,615.79 亿元, 同比增长 36.34%。受资本市场波动上升影响, 2019 年公司营业收入同比增长 71.94% 至 20.66 亿元; 归母净利润同比增长 116.72% 至 8.38 亿元。同时, 公司股权结构进一步优化, 报告期内公开发行的 36,400 万股人民币普通股, 顺利实现 A 股上市, 公司总股本由 326,940.54 万股增至 363,340.54 万股。

2019 年 12 月 16 日, 公司股票成为入选上证 50 指数样本股, 表明公司在行业中的地位获得资本市场认可。

2.2. 证券投资收入大幅增长, 成收入最主要来源。

报告期内, 公司证券投资业务严格把控投资风险。权益类证券投资方面, 坚持个股和基金均衡配置, 个股方面保持板块的多元化配置; 固定收益类证券投资方面, 严格控制整体仓位和组合久期, 严控信用风险和流动性风险; 衍生品类证券投资方面, 尝试开展多元化的投资策略, 主要以中低风险策略为主; 另类投资方面, 以一级市场股权投资为核心业务, 辅以风险较小的量化私募基金及其他非自营清单资产的投资。报告期内, 公司荣获上交所“债券优秀交易商”荣誉称号。

受资本市场整体回暖影响, 报告期内, 公司证券投资业务实现营收 15.00 亿元, 同比增长 205.89%; 实现利润 14.37 亿元, 同比增长 206.00%。营收、利润占比分别增长 21.66 和 19.38 个百分点, 达 59.87% 和 75.81%。报告期内, 公司投资收益同比增长 268.39%, 达 15.32 亿元, 投资收益占比同比增长 39.53 个百分点, 达 74.15%。证券投资业务已成公司最主要的营收、利润来源。公司证券投资能力在固收和权益上都体现出较强水平, 预期在牛市中收入弹性会更大。

2.3. 信用交易业务规模稳步上升, 收入基本保持稳定。

报告期内, 公司信用交易业务在加强风险控制、优化业务流程及项目管理的同时, 积极推动与公司其他业务的同步发展; 同时, 公司在业务开展过程中给予新兴行业、中小企业更多的关注。

报告期末, 公司信用交易业务总规模 75.03 亿元, 同比增长 23.30%, 其中融资

融券规模 11.52 亿元，同比增长 18.64%，平均维持担保比例同比增长 56.29 个百分点至 283.67%；股票质押规模 63.51 亿元，同比增长 11.23%，平均履约保障比例同比增长 58.69 个百分点至 270.07%，股质风险可控。报告期内，公司信用交易业务实现营收 4.28 亿元，同比减少 1.79%；实现利润 3.92 亿元，同比增长 15.35%，营收、利润占比分别为 17.08%、20.65%，信用交易业务成为公司第二大营收、利润来源。

2.4. 线上线下融合发展，证券经纪业务利润高增。

公司证券经纪业务立足于云南，并逐渐向全国发展。报告期内，公司新设 5 家分支机构，进一步优化营业网点布局。另一方面，公司致力于线上线下联动，建设统一业务和服务平台，以高效低成本的方式通过线上平台为用户提供标准化的专业服务，支撑公司财富管理业务转型发展。

报告期内，公司证券经纪业务实现营收 1.61 亿元，同比增长 30.65%；实现利润 2088.60 万元，同比增长 671.20%。

2.5. 市场竞争加剧，投行业务严重下滑。

当前我国证券行业集中度持续上升，马太效应呈放大趋势。营业收入排名前 20 名的券商在 2017 年、2018 年的营业收入占行业总营业收入的比重分别约为 69% 和 72%。目前头部券商优势明显，中型券商面临更大的竞争和转型压力。同时，我国资本市场对外开放进程加速，外资全资投行的进入可能加剧当前的行业竞争。

报告期内，市场股权融资规模同比下降，新三板二级市场持续低迷，做市业务公允价值变动收益为负值，对投资银行业务造成极大负面影响。报告期内，公司投行业务实现营收 4,359.34 万元，同比减少 17.94%，实现利润-2,414.61 万元，同比减少 492.56%。后期要看以投资带动投行业务发展，逐步累积优势。

2.6. 资管结构不断优化，私募基金收入迅猛增长。

公司大力拓展固定收益类业务，专项资管业务实现突破。报告期内，公司资管业务实现营收 2,791.41 万元，同比增长 236.38%；实现利润 767.96 万元，同比增长 303.33%。

私募投资基金业务方面，公司子公司红证利德共计投资项目 12 个，其中 3 个项目已成功退出，部分项目已获得后轮融资。报告期内，公司私募投资基金业务实现营收 4,531.65 万元，同比增长 253.49%；实现利润 1,794.27 亿元，同比增长 259.44%。

基金管理业务方面，公司把握股市向好带来的权益类基金市场行情以及科创板设立带来的业务机会，积极营销客户，公募基金管理规模实现较快增长。报告期内，公司基金管理业务实现营收 1.40 亿元，同比增长 30.66%；实现利润 3,999.07 亿元，同比增长 55.54%。

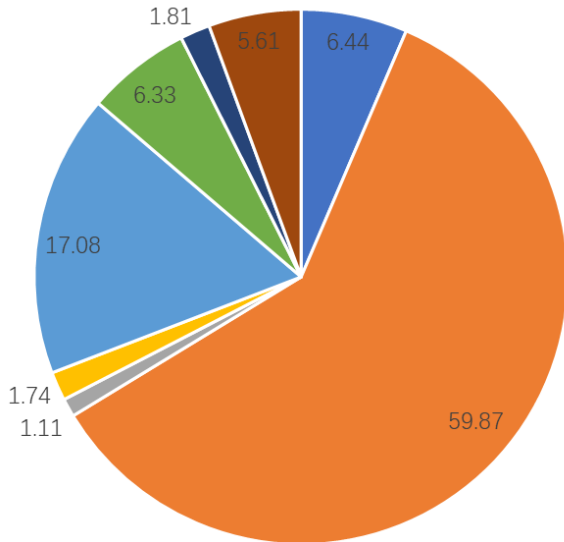
3. 投资建议：

报告期内，公司证券投资业务投入规模大，固收、权益都有良好收益，收入占比高，业绩弹性大。我们看好公司的投资能力，预计 2020-2022 年每股收益分别为 0.25、0.29、0.31 元。首次给予“增持”投资评级。

4. 风险提示：

新冠肺炎导致市场波动风险；市场竞争加剧。

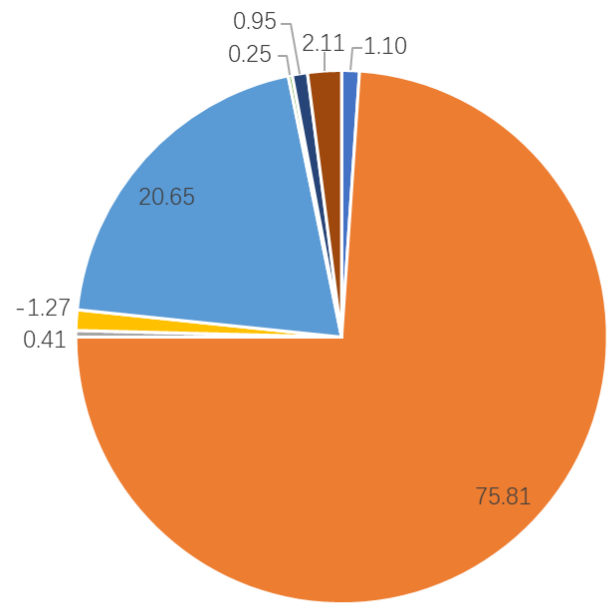
图 1：2019 年各项业务营收占比



- 证券经纪
- 证券投资
- 资产管理
- 投资银行
- 信用交易
- 期货
- 私募投资基金
- 基金管理

数据来源：东北证券，公司年报

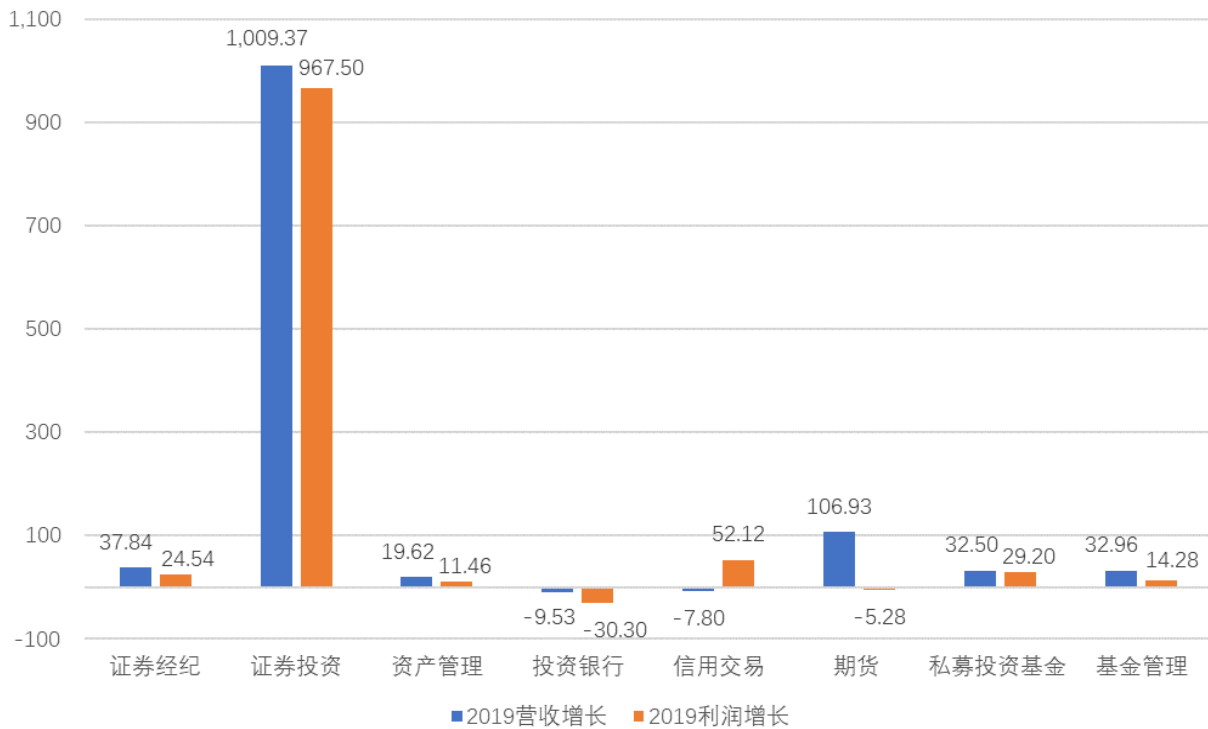
图 2：2019 年各项业务利润占比



- 证券经纪
- 证券投资
- 资产管理
- 投资银行
- 信用交易
- 期货
- 私募投资基金
- 基金管理

数据来源：东北证券，公司年报

图 3：2019 年各项业务营收、利润增长（单位：百万元）



数据来源：东北证券，公司年报

表 1：2019 年各项业务营收增速表

业务(百万元)	2019 年	2018 年	同比增长%
证券经纪业务	161.29	123.45	30.65
证券投资业务	1,499.61	490.25	205.89
资产管理业务	27.91	8.30	236.38
投资银行业务	43.59	53.12	-17.94
信用交易业务	427.93	435.73	-1.79
期货业务	158.64	51.71	206.80
私募投资基金业务	45.32	12.82	253.49
基金管理业务	140.48	107.52	30.66

表 2：2019 年各项业务利润增速表

业务(百万元)	2019 年	2018 年	同比增长%
证券经纪业务	20.89	-3.67	671.20
证券投资业务	1,437.17	469.66	206.00
资产管理业务	7.68	-3.78	303.33
投资银行业务	-24.15	6.15	-492.56
信用交易业务	391.53	339.41	15.35
期货业务	4.78	10.06	-52.46
私募投资基金业务	17.94	-11.25	259.44
基金管理业务	39.99	25.71	55.54

表 3：母公司的净资本及风险控制指标

项目(单位: 亿元)	2019 年	2018 年
净资本	150.24	124.40
净资产	132.06	111.87
净资本/各项风险准备之和 (%)	336.76	559.24
资本杠杆率 (%)	25.24	36.38
流动性覆盖率 (%)	810.12	1,409.34
净稳定资金率 (%)	166.03	205.87
净资本/净资产 (%)	113.76	111.20
净资本/负债 (%)	53.69	93.58
净资产/负债 (%)	47.20	84.16
自营权益类证券及证券衍生品/净资本 (%)	7.38	2.06
自营固定收益类证券/净资本 (%)	158.99	114.06
融资(含融券)的金额/净资本 (%)	48.87	48.91

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	5,804	12,578	20,391	26,399
交易性金融资产	26,006	28,495	30,459	32,712
应收款项	83	97	114	122
存货	0	0	0	0
其他流动资产	12,292	9,517	11,215	12,684
流动资产合计	44,185	50,687	62,179	71,917
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期投资净额	80	83	86	88
固定资产	103	90	75	63
无形资产	104	123	143	164
商誉	0	0	0	0
非流动资产合计	1,276	1,298	1,312	1,336
资产总计	45,461	51,985	63,492	73,253
短期借款	100	159	139	142
应付款项	30	28	32	36
预收款项	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	14,948	19,525	24,293	27,645
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	16,893	17,911	23,598	28,849
长期负债合计	16,893	17,911	23,598	28,849
负债合计	31,841	37,436	47,891	56,493
归属于母公司股东权益合计	13,378	14,295	15,334	16,478
少数股东权益	242	254	267	282
负债和股东权益总计	45,461	51,985	63,492	73,253

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,066	2,256	2,535	2,804
营业成本	939	1,026	1,144	1,269
营业税金及附加	15	15	18	20
资产减值损失	-35	-61	-61	-62
销售费用	0	0	0	0
管理费用	781	991	1,082	1,185
财务费用	0	0	0	0
公允价值变动净收益	291	142	179	204
投资净收益	1,532	574	761	777
营业利润	1,127	1,230	1,392	1,535
营业外收支净额	-1	-1	-1	-1
利润总额	1,125	1,229	1,391	1,534
所得税	278	300	339	375
净利润	847	929	1,051	1,159
归属于母公司净利润	838	918	1,038	1,144
少数股东损益	10	12	13	15

资料来源：东北证券

现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	847	929	1,051	1,159
资产减值准备	35	61	61	62
折旧及摊销	49	41	42	41
公允价值变动损失	-291	-142	-179	-204
财务费用	533	358	446	402
投资损失	-1	-1	-1	-1
运营资本变动	14,236	-3,166	1,056	1,133
其他	-22,472	6,229	1,769	515
经营活动净现金流量	-7,063	4,308	4,246	3,107
投资活动净现金流量	-190	-1,813	-1,054	-1,313
融资活动净现金流量	10,652	4,279	4,621	4,213
企业自由现金流	681	925	1,023	1,134

财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标				
每股收益 (元)	0.24	0.25	0.29	0.31
每股净资产 (元)	3.68	3.93	4.22	4.54
每股经营性现金流量 (元)	-1.94	1.19	1.17	0.86
成长性指标				
营业收入增长率	71.9%	9.2%	12.4%	10.6%
净利润增长率	116.7%	9.5%	13.1%	10.2%
盈利能力指标				
毛利率	54.5%	54.5%	54.9%	54.7%
净利率	40.5%	40.7%	40.9%	40.8%
运营效率指标				
应收账款周转率 (次)	14.72	15.66	16.41	15.88
存货周转率 (次)	0.00	0.00	0.00	0.00
偿债能力指标				
资产负债率	70.0%	72.0%	75.4%	77.1%
流动比率	2.69	2.60	2.56	2.60
速动比率	2.69	2.60	2.56	2.60
费用率指标				
销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用率	37.8%	43.9%	42.7%	42.3%
财务费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
分红指标				
分红比例	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
估值指标				
P/E (倍)	89.67	77.48	66.79	62.48
P/B (倍)	4.55	4.93	4.59	4.27
P/S (倍)	35.96	31.19	27.76	25.10
净资产收益率	6.3%	6.4%	6.8%	6.9%

分析师简介:

王风华: 东北证券非银行金融行业首席分析师。中国人民大学硕士研究生，证券行业从业22年，2019年加入东北证券。曾任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小盘首席分析师、申万宏源证券研究所中小盘研究部总监、联讯证券研究院执行院长。2012年至2014年连续三年带领团队上榜《新财富》最佳中小市值分析师，2016—2017年带领联讯研究院获得《新财富》最具潜力研究机构奖项。多次获得水晶球、Wind资讯金牌分析师、今日投资天眼分析师、金融界最佳分析师等多项奖项。深入调研过500+上市公司，对券商行业有深入的研究。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险（R3）等级金融产品及服务，包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内，股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内，股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内，行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn