

证券研究报告 / 公司动态报告

买入

上次评级: 首次覆盖

新锐券商增资到位, 各项业务持续发力

报告摘要:

盈利能力稳步提升, 2020 年业绩提升空间大。天风证券是一家拥有全牌照的综合类上市证券公司, 在 2019 年被评为 A 类 AA 级券商。近 5 年公司营业收入整体成上升趋势, 年均复合增速达 4.6%; 归母净利润由于计提大额资产减值而有所下降。2020 年随着经济的恢复, 本金的补充, 收购恒泰带来的业务增长和资本市场深化改革各项利好政策的出台, 公司盈利能力有望回升。

证券经纪业务: 转型财富管理, 有望实现弯道超车。2019 年, 行业竞争激烈, 公司经纪业务业绩承压下滑。收购恒泰证券为公司经纪业务提供补充, 聘用招行财富管理元老王洪栋更是大大提升了团队专业度。今年公司提高财富管理业务地位, 有望通过基金投顾业务实现弯道超车, 从稳定战略地位、提升服务质量、培养专业能力三方面打造券商财富管理护城河, 成为财富管理新锐券商。

投行业务: 业绩稳居前列, 打造全能投行。19 年公司投行实现收入 7.35 亿元, 同比+89.23%, 债承和并购业务位居行业第一梯队。丁晓文、吕英石领衔投行和并购, 投行业绩有望稳中前进。

资管业务: 子公司获批, 规模稳步提升。公司受托资金规模优势明显, 2019 年底受托客户资产规模 1674 亿元。此外, 天风资管子公司获批, 并通过恒泰证券将新华基金收入囊中, 业务规模大大拓展。

自营业务: 业绩增长, 规模扩张, 固收自营有望再创佳绩。2019 年, 公司自营业务净收入达 11.98 亿元, 同比+283%, 增速位居行业前列。收购恒泰后, 公司自营证券规模有大幅提升。预计在翟晨曦的带领下, 天风证券固收团队业绩有望持续提升。

投资建议: 公司各项业务布局完整, 今年是向龙头券商进军的元年, 战略方向确定, 各块业务都有业内专家领军, 叠加牛市周期, 业绩爆发可期, 成长性凸显。我们预计公司 2020-2022 年每股净收益分别为 0.08、0.11 和 0.13 元。首次覆盖, 给予“买入”投资评级。

风险提示: 新冠疫情导致市场波动加剧、债务违约风险上升

股票数据

2020/5/25

6 个月目标价 (元)	7.15
收盘价 (元)	5.43
12 个月股价区间 (元)	5.00 ~ 11.78
总市值 (百万元)	36,196
总股本 (百万股)	6,666
A 股 (百万股)	6,666
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	300

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	2%	-15%	-24%
相对收益	2%	-7%	-31%

相关报告

- 《信托新规: 避免监管套利, 利好证券市场》
--20200511
- 《证券板块: 牛市不缺席, 三周内布局》
--20200429
- 《券商行业动态: 一季度业绩出炉, 部分券商表现出色》
--20200413
- 《券商分类监管征求意见利好风控强的券商》
--20200407

证券分析师: 王凤华

执业证书编号: S0550520020001
13801276398 wangfh@nesc.cn

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,277	3,846	5,643	7,105	8,110
(+/-)%	9.75%	17.35%	46.73%	25.90%	14.16%
归属母公司净利润	303	308	562	756	854
(+/-)%	-26.16%	1.62%	82.45%	34.67%	12.90%
每股收益 (元)	0.05	0.05	0.08	0.11	0.13
市盈率	137.13	159.41	64.46	47.87	42.40
市净率	3.37	4.05	2.01	1.93	1.84
净资产收益率 (%)	2.46%	2.54%	3.11%	4.02%	4.35%
总股本 (百万股)	5,180	5,180	6,666	6,666	6,666

投资逻辑：

投资评级与估值

我们预计公司 2020-2022 年实现营业收入分别为 56.43、71.05 和 81.10 亿元，同比增速分别为 46.73%、25.90%和 14.16%；实现归母净利润分别为 5.62、7.56 和 8.54 亿元，同比增速分别为 82.45%、34.67%和 12.90%；实现每股净收益分别为 0.08、0.11 和 0.13 元，以 2020 年 5 月 25 日的收盘价 5.43 元计算，对应的 PE 分别为 64.46、47.87 和 42.40 倍。公司各项业务布局完整，今年是向龙头券商进军的元年，战略方向确定，各块业务都有业内专家领军，叠加牛市周期，业绩爆发可期，成长性凸显。首次覆盖，给予“买入”投资评级。

关键假设点

1. 证券经纪业务获得恒泰证券的客户资源，抓住市场机遇积极进行财富管理转型；同时配股募资，资金重点投入财富管理业务和经纪业务。2. 投行业务保持优势，公司战略看重叠加资本市场改革带来投行业务东风，业绩持续健康向上。3. 资管业务继续强化主动管理品牌，发挥固定收益类产品优势。4. 自营业务与恒泰结合，扩大自营证券规模，叠加配股增资，业务发展前景可期。5. 私募基金业务获得公司大量资金补充，在未来几年将持续贡献业绩回报。6. 2020 年天风与恒泰财报并表，带动证券经纪、资产管理、自营业务的收入利润大幅提升。

有别于大众的认识

市场普遍认为天风是中型省级券商，各项业务受到龙头券商挤压，发展渠道单一，业务空间不大，难以弯道超车，多数时间是跟随市场牛熊走势波动。

我们认为，天风证券董事会确定了公司的战略目标，将公司未来发展定位为龙头大券商。公司大领导举旗定向后，公司各项业务向业内顶尖水平方向部署。最近 3-4 年，公司从证券研究业务开始突围，研究能力从名不见经传迅速跻身行业前十，以产业链研究协同带动各项业务风生水起。公司近几年重点部署各项业务板块，收购恒泰补齐业务短板，广纳人才，投行、经纪、资管、自营、研究等业务掌门已部署到位，今年有望持续发力。今年是其迈向龙头券商之路的元年，恰逢资本市场改革推进，财富管理业务兴起，基金投顾业务有望突破，公司有望复制招商银行在财富管理方面的成功经验，3-5 年后有望实现弯道超车，挤进龙头券商之列。

股价表现催化剂

1. 配股募资对公司自营、证券经纪、私募基金业务的助力作用。2. 各项业务请来业内大拿担任掌门；收购恒泰，双方优势互补，驱动股价上升。3. 2019 年资本市场制度改革全面铺开，科创板推出、再融资新规、创业板注册制改革等一系列政策利好券商业绩。4. 2020 年，超预期的政策宽松，释放大量流动性，降低公司融资成本，一系列利好政策提升市场风险偏好。

核心风险提示

1. 新冠疫情导致市场波动加剧 2. 经济下行，债务违约风险上升。

目 录

1.行业分析：市场回暖叠加政策利好，券商板块业绩提升.....	6
1.1. 资本市场：投资需求旺盛多元，市场交投显著回暖.....	6
1.2. 证券行业：板块业绩提升，政策助力发展.....	7
2.公司概况：拥有全牌照的综合类上市证券公司.....	9
2.1. 历史沿革：三个阶段持续向前发展.....	9
2.1.1.股份制改造，推进全牌照布局（2000-2013年）.....	9
2.1.2.扩股增资积蓄实力，公司A股上市（2013-2019年）.....	9
2.1.3.多方面发力向头部券商迈进（2019-至今）.....	10
2.2. 股本结构：股权分散、股东结构多元且均衡.....	11
3.业务表现：投行、自营业绩亮眼，经纪转型财富管理.....	12
3.1. 整体业绩：盈利能力颇具韧性，业务结构均衡，成长潜力大.....	12
3.1.1.收入渐升，利润逐降，2020年业绩提升空间大.....	12
3.1.2.营收结构：自营、经纪各占三成，投行成果丰硕.....	13
3.2. 证券经纪业务：元老加盟，转型财富管理，有望实现弯道超车.....	14
3.2.1.经纪业务布局良好，业绩承压下滑.....	14
3.2.2.王洪栋加盟，助力公司财富管理转型.....	15
3.2.3.收购恒泰，补齐经纪业务短板.....	15
3.2.4.逐鹿基金投顾，有望弯道超车.....	16
3.2.5.三方面打造券商财富管理护城河.....	16
3.3. 投行业务：业绩稳居前列，打造全能投行.....	16
3.3.1.多指标位居前列，全能型大投行前景可期.....	16
3.3.2.投行业绩回升，进入行业前十.....	17
3.3.3.两大人才领衔，助力投行业务发展.....	17
3.4. 资产管理业务：业绩稳定发展，资管子公司获批.....	17
3.4.1.资管业务位居行业前列，发展态势稳定.....	17
3.4.2.资管子公司获批，业务竞争激烈.....	18
3.4.3.间接控股新华基金，天风资管规模扩张.....	18
3.5. 研究业务：聚合业内人才，拓展研究领域.....	18
3.5.1.新财富分析师齐聚，研究人员阵容强大.....	18
3.5.2.研报产出名列前茅，在固收、金工等领域具有影响力.....	19
3.6. 自营业务：业绩增长，规模扩张，固收团队有望再创佳绩.....	19
3.6.1.行情回暖，自营业绩高增.....	19

3.6.2.收购恒泰，自营规模扩张.....	19
3.6.3.翟晨曦带领固收团队，未来业绩看好.....	20
3.7. 其他业务：私募基金初具规模，海外业务积极拓展.....	20

4. 盈利预测与投资建议.....21

4.1. 盈利预测.....	21
4.2. 投资建议.....	22

5. 风险提示：23

图 1：中国个人持有可投资资产总体规模（万亿元）.....	6
图 2：中国高净值人群的规模及构成.....	6
图 3：中国高净值人群的可投资资产规模及构成.....	6
图 4：公募基金规模及环比增速.....	6
图 5：两市股基季度累计成交金额及环比增速.....	7
图 6：万德全 A 月度换手率.....	7
图 7：证券行业营业收入及净利润率情况.....	8
图 8：证券行业各项业务收入情况.....	8
图 9：证券行业各项业务收入占比情况.....	8
图 10：证券行业集中度变化.....	8
图 11：天风证券 2000-2013 年业务扩张史.....	9
图 12：天风证券 2013-2019 年标志性事件.....	10
图 13：天风证券 2019-至今标志性事件.....	11
图 14：证券公司近 5 年营业收入增长率对比（%）.....	12
图 15：证券公司近 5 年归母净利润增长率对比（%）.....	12
图 16：天风证券与券商行业收入增长率对比（%）.....	12
图 17：天风证券与行业归母净利润增长率对比（%）.....	12
图 18：天风证券近 5 年整体业绩表现.....	13
图 19：天风证券近 3 年一季度业绩对比.....	13
图 20：证券公司近 5 年营收对比（亿元）.....	13
图 21：证券公司近 5 年归母净利润对比（亿元）.....	13
图 22：天风证券近 5 年营收结构（%）.....	14
图 23：天风证券 2019 年营收结构.....	14
图 24：证券经纪业务净收入对比（百万元）.....	15
图 25：证券经纪业务净收入对比（亿元）.....	15
图 26：证券经纪业务行业对比.....	15
图 27：证券经纪业务净收入对比（亿元）.....	15
图 28：投行业务净收入对比 1（百万元）.....	17
图 29：投行业务净收入对比 2（元）.....	17
图 30：资管业务净收入对比（百万元）.....	18
图 31：受托资金对比 2（亿元）.....	18

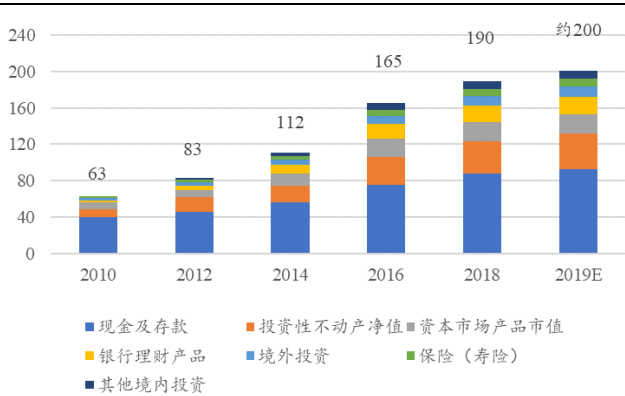
图 32: 新华基金规模 (亿元)	18
图 33: 新华基金业绩表现.....	18
图 34: 证券投资业务净收入对比 (百万元)	19
图 35: 证券投资业务同比增速对比.....	19
图 36: 自营证券规模对比 (亿元)	20
图 37: 天风与恒泰合并后自营规模 (亿元)	20
表 1: 天风证券十大股东.....	11
表 2: 从业人员数量.....	16
表 3: 公司各业务营收预测 (百万元)	22

1. 行业分析：市场回暖叠加政策利好，券商板块业绩提升

1.1. 资本市场：投资需求旺盛多元，市场交投显著回暖

投资需求旺盛，高净值人群扩增。随着国民经济的发展和人民生活水平的提高，个人投资需求日益旺盛且呈现多元化的趋势。2018年，中国个人持有的可投资资产总体规模达190万亿元人民币，2010-2018年的年复合增速达14.80%。预计到2019年底，可投资资产总规模将首次突破200万亿大关。非现金及存款类投资的类型逐渐多样化且规模增速突出，其中资本市场产品和其他境内投资规模在2012-2018年的年复合增速分别达到16.10%和25.95%。除此之外，中国高净值人群（可投资资产超过1000万元的人群）的规模不断扩大。2018年已有197万人，共持有61万亿元的可投资资产；超高净值人群（可投资资产超过1亿元的人群）持有资产25万亿元人民币，占比高达40.98%，2016-2018年复合增速为17.85%。随着居民理财需求多样性显著提高和高净值核心客户不断涌现，财富管理领域有着广阔成长空间，资产配置将向权益市场逐步转移，利好券商行业。

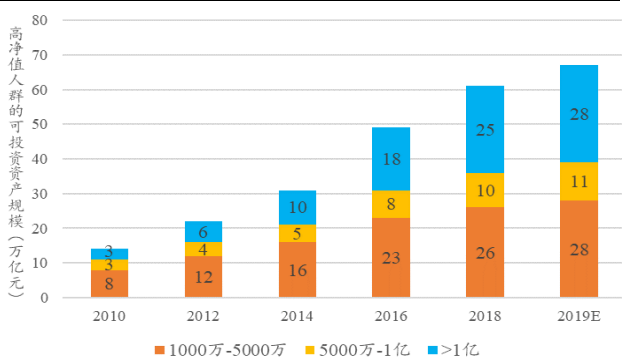
图 1：中国个人持有可投资资产总体规模(万亿元)



数据来源：东北证券，招商银行，贝恩咨询

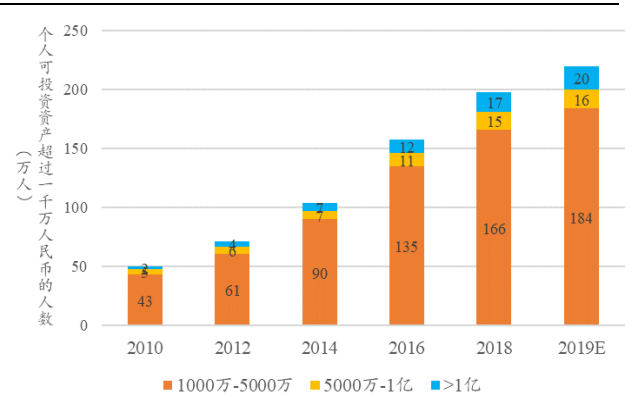
注：“资本市场产品”包含个人持有的股票、公募基金、新三板和债券；“其他境内投资”包含个人持有的信托、基金专户、券商资管、私募股票投资产品、黄金、私募股权、互联网金融产品等。

图 3：中国高净值人群的可投资资产规模及构成



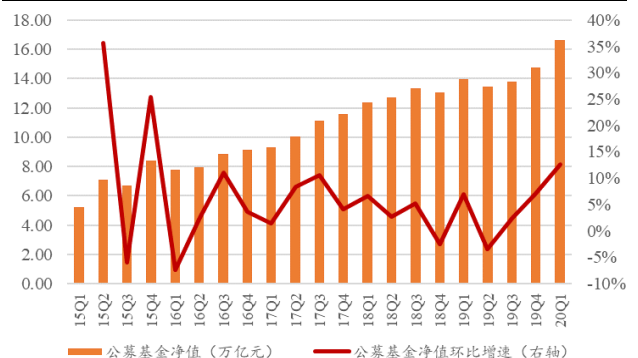
数据来源：东北证券，招商银行，贝恩咨询

图 2：中国高净值人群的规模及构成



数据来源：东北证券，招商银行，贝恩咨询

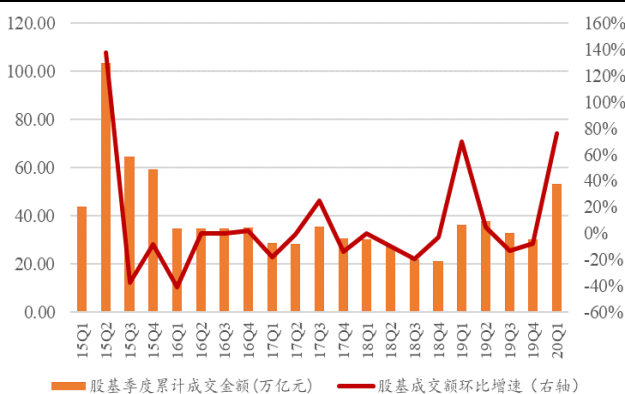
图 4：公募基金规模及环比增速



数据来源：东北证券，中国证券投资基金业协会

市场交投活跃度明显提升。2019年以来国内多项深化改革举措落地，社会经济健康发展，推动资本市场迎来回暖行情。市场风险偏好逐渐提升，叠加市场流动性的持续改善，交投活跃度较2018年明显提升：1) 公募基金规模逐年增长，2020Q1公募基金净值达到16.64万亿元，环比增速12.66%；2) 2019年两市股基成交额136.62万亿元，较2018年的100.57万亿元同比增加35.85%；2020Q1的股基成交额为53.04万亿元，环比增长76.10%，增速亮眼；3) 换手率可以间接反映市场的活跃度和风险偏好情况。2019年的平均月度换手率为20.85%，明显高于2018年的14.52%，表明投资者风险偏好提升。进入2020年，年初受疫情影响，市场情绪相较2019年有所下落，但随着疫情进入尾声、全面复工开启、财政及货币政策力度加大，市场风险偏好显著改善，3月换手率已抬升至32.65%。

图 5：两市股基季度累计成交金额及环比增速



数据来源：东北证券，Wind

图 6：万德全 A 月度换手率



数据来源：东北证券，Wind

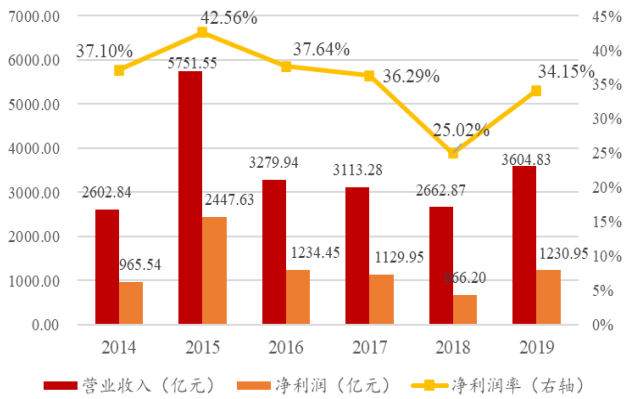
1.2. 证券行业：板块业绩提升，政策助力发展

业绩大幅增长，业务结构变化显著。根据中证协公布的数据，1) 2019年133家券商一改近几年的疲软之势，合计实现营业收入3604.83亿元，仅低于2015年的5751.55亿元；净利润1230.95亿元，同比增长84.77%。2019年证券行业的净利润率回升至34.15%的正常水平，较2018年提升9个百分点，但当前证券行业的净利润率距离2015年的42.56%的历史最高点仍有一定差距。2) 经纪、自营、投行、信用业务营收在2019年均有明显增长，其中信用业务2019年同比翻倍增长115.81%至463.66亿元，增长势头亮眼；自营业务的同比增速也达到了52.65%，2019年营收达到1221.60亿元，逐渐回升接近2015年的牛市水平。3) 在业务收入结构方面，经纪业务营收占比逐年下降，2019年降为22%；信用业务占比上升5个百分点至13%，表明证券行业正告别开户引流圈地的传统经纪业务，逐步转向聚焦高净值客户价值的创新业务。自营业务营收占比从2014年的27%提升到2019年的34%，2017年赶超经纪业务，近三年保持行业第一大收入贡献来源地位。

多项政策催化，证券行业后续发展向好。2019-2020年，资本市场制度改革全面铺开，科创板推出、新三板改革、再融资新规正式落地、创业板改革并试点注册制方案揭开面纱，证券法修订的通过为改革保驾护航，资本市场迎来新一轮的发展窗口期。资本市场的深化改革为不同生命周期的企业提供差异化的融资环境和交易市场，券商周期行业的整体经营环境得到改善，投行业务、并购重组业务，两融业务等迎来巨大机会。天风证券致力于建设全能型大投行，因此，借助一系列的政策东风，天风有望把握注册制推广实施机遇，发掘新的业务增长点，迎来黄金发展期。除此之外，近期因为疫情的原因，超预期的政策宽松成为证券板块最重要的催化剂。

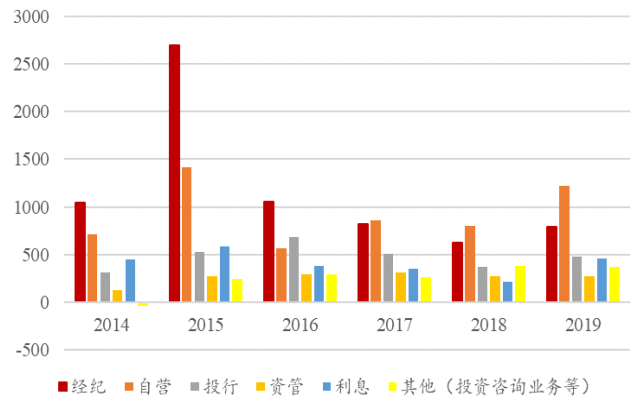
央行持续出台运用降准、降息、再贷款等政策，引导贷款市场利率下行，释放大量流动性，降低证券公司的融资成本。券商自营收益和两融收入有望增厚。

图 7：证券行业营业收入及净利润率情况



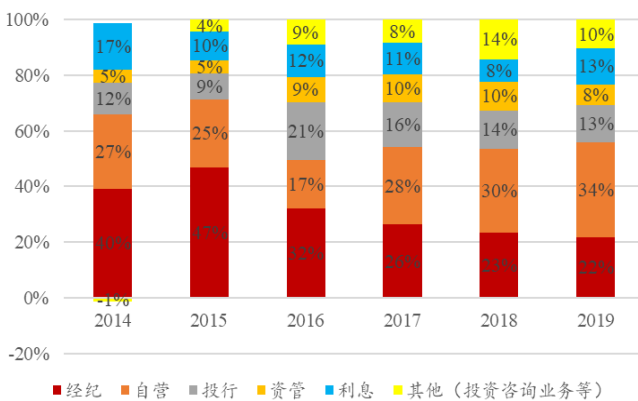
数据来源：东北证券，中国证券业协会

图 8：证券行业各项业务收入情况



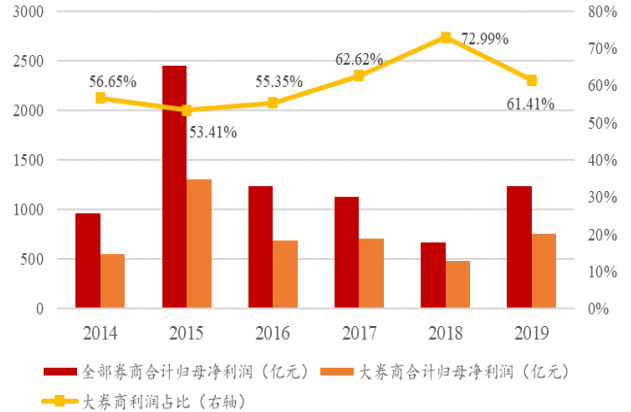
数据来源：东北证券，中国证券业协会

图 9：证券行业各项业务收入占比情况



数据来源：东北证券，中国证券业协会

图 10：证券行业集中度变化



数据来源：东北证券，中国证券业协会，Wind

行业长期呈头部集中化趋势，刺激中小券商业务优化。2014-2019年，10家大型上市券商（中信证券、国泰君安、华泰证券、广发证券、海通证券、申万宏源、招商证券、中信建投、国信证券、中国银河）合计归母净利润占全部券商合计净利润的比例始终在60%上下小幅波动。虽然2019年较2018年的72.99%回落近12个百分点，但短暂回落难以改变行业头部集中化的长期趋势。与此同时，行业内部竞争白热化，2020年期货、基金和证券公司外资股比限制将陆续放开，国内本土券商将与更多外资机构展开正面竞争。银行理财子公司和互联网巨头也纷纷入场资产管理领域。在愈发激烈的竞争环境中，头部券商强者恒强形成趋势，中小券商深耕某类核心业务，聚焦特定客户的专业型券商转型，优化业务结构，推动盈利模式转入新阶段，应对行业浪潮。

2. 公司概况：拥有全牌照的综合类上市证券公司

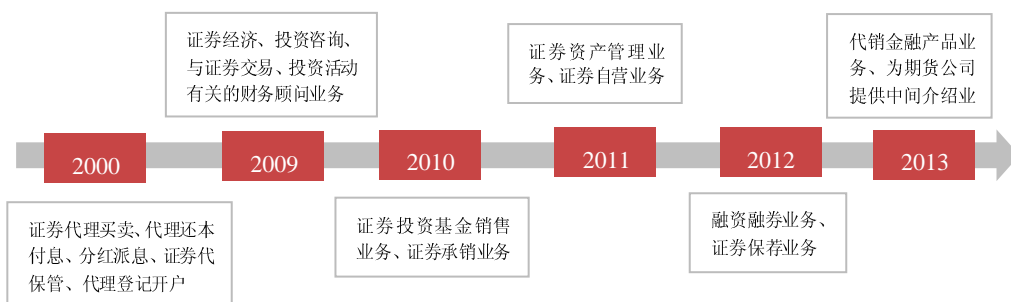
天风证券于2000年3月17日成立，在全国重点区域和城市设有15家分公司及近百家证券营业部，拥有多家全资及控股一级子公司，包括1家境外子公司，综合规模已跃居中等券商行列。2017年起获中国证监会券商A类A级，并保持至2018年。此后公司抓住市场机遇，持续聚焦主业，坚持推进大投行服务能力和财富管理能力为双核驱动的综合金融服务能力建设，2019年公司被评为A类AA级，在10家获得AA级的券商中，天风证券是唯一一家非龙头券商。

2.1. 历史沿革：三个阶段持续向前发展

2.1.1. 股份制改造，推进全牌照布局（2000-2013年）

天风证券由天风有限整体变更设立，天风有限前身为四川省天风证券经纪有限责任公司，于2000年3月17日成立。成立初期公司的经营业务主要包括证券的代理买卖、代理还本付息与分红派息、证券代保管和代理登记开户等。2008年公司注册地址迁至湖北武汉。2009年8月17日，公司更名为“天风证券有限责任公司”，经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、与证券交易和投资活动有关的财务顾问业务。2010年1月，公司增加了证券投资基金销售业务和证券承销业务资格。2011年5月，公司增加资管业务与自营业务资格。2012年1月20日，证监会核准公司变更为股份有限公司，变更后公司名称为“天风证券股份有限公司”，注册资本为83,700万元。完成股份制改造以后，公司持续推进业务全牌照布局的进程，在接下来两年时间里，先后增加了融资融券业务资格、证券保荐业务资格、代销金融产品业务资格以及为期货公司提供中间介绍业务资格，全牌照布局取得了重大的突破。

图 11：天风证券 2000-2013 年业务扩张史



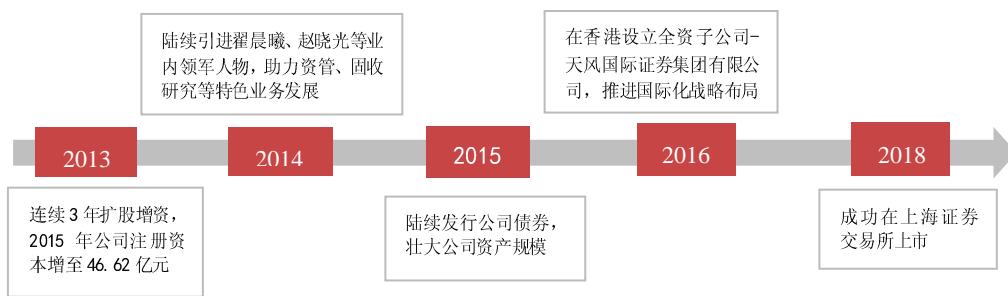
数据来源：东北证券，Wind

2.1.2. 扩股增资积蓄实力，公司 A 股上市（2013-2019 年）

2013 至 2015 年期间，天风进入积蓄实力、向上爬坡的阶段。2012 年公司完成股份改制后，注册资本增至 15.7 亿元，之后公司连续三年不断增资扩股，2015 年公司注册资本增至 46.62 亿元。在资本的不断扩充的同时，公司开始不断引入人才，发展特色业务，壮大公司实力。2014 年引入翟晨曦作为固收投资业务的核心管理人员，带领交易团队先后多次获得全国同业拆借中心颁发的最佳交易主管、最佳券商等奖项；2016 年引入以赵晓光领衔的众多新财富分析师，壮大研究业务，助力公司在研究领域保持竞争优势力和市场影响力。2016 年 6 月，公司在香港设立全资子公司天风国际证券集团有限公司，以天风国际为桥头堡全球化资源配置，推进国际化战略布局。2018 年 10 月 19 日，发行人社会公众股在上海证券交易所上市交易，股票简称为“天风证券”，股票代码为“601162”。发行人最终确定发行方案中本次拟公

公开发行普通股（A股）518,00万股，占发行后总股本的比例为10%，本次发行后，发行人注册资本增加至51.8亿元。

图 12：天风证券 2013-2019 年标志性事件



数据来源：东北证券，Wind

2.1.3. 多方面发力向头部券商迈进（2019-至今）

对于天风未来发展路径，天风证券董事长余磊用“四个坚定不移”进行了阐述：第一，零售业务坚定不移地向财富管理转型；第二，坚定不移地通过“抓两头促中间”，以研究业务为核心，带动整个综合机构服务能力的强大；第三，坚定不移地加大在金融科技方面的投入，打造具有特色的金融科技供应链；第四，坚定不移地走国际化战略。

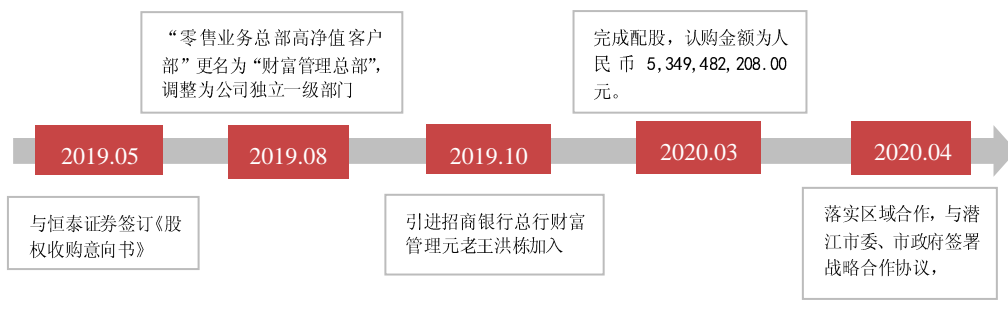
天风证券于2019年5月28日与恒泰证券签订了《股权收购意向书》，有意收购交易对方所持恒泰证券的781,365,375股内资股，占目标公司已发行股份的29.99%。截止2020年4月13日，公司累计已办理完毕恒泰证券股份有限公司总股份的26.49%的过户手续。恒泰证券历史悠久，业务经营基础良好，尤其在天风证券比较薄弱的零售方面，优势业务与天风证券形成互补。另外，天风证券对恒泰证券的收购，使得新华基金成为天风体系内唯一一家公募公司。

近年来，头部券商引领财富管理转型的大潮，天风证券也表示“将以研究为驱动打造综合金融服务平台，启动财富管理转型，筹划大投行整合，系统提升公司价值发现能力和综合金融服务能力”。2019年8月，天风证券将“零售业务总部高净值客户部”更名为“财富管理总部”，调整为公司独立一级部门。2019年10月，招商银行总行财富管理元老王洪栋加入天风证券，足见天风证券将财富管理地位大大提高，财富管理将会是天风证券重视和发力的方向。

另一方面，天风证券于2020年3月10日启动配股，此次配股比例为10配3，截至3月17日认购缴款结束日，天风证券配股有效认购数量为1,485,967,280股，认购金额为人民币5,349,482,208.00元。所募资金用于子公司增资及优化布局、加强财富管理业务投入、适度增加证券自营规模、加大研究业务的投入、加大IT技术平台建设的投入以及其他营运资金安排，共计六大方面。

同时，公司还积极落实区域战略合作。2020年4月29日，天风证券赴潜江与潜江市委、市政府进行洽谈，并签署战略合作协议，双方将建立长期战略合作关系。天风证券可以为潜江经济社会的高质量发展提供更多优质高效的金融服务，同时潜江市委书记吴祖云表示，将积极营造良好的投融资环境，全力支持天风证券在潜发展壮大。立足地方，携手产业链上下游上市公司，做大投行和投资业务，布局全国，寻找业务机会，向高水平的头部券商标准看齐，天风证券的发展路径清晰，成果值得期待。

图 13: 天风证券 2019-至今标志性事件



数据来源：东北证券，Wind

2.2. 股本结构：股权分散、股东结构多元且均衡

截止 2020 年 3 月 31 日，公司总股本 6,665,967,280 股，均为 A 股，其中非限售流通 A 股为 3,838,479,938 股，限售流通 A 股为 2,827,487,342 股。截止 2020 年一季度末，公司前十大股东分别为：武汉国有资产经营有限公司、人福医药集团股份有限公司、湖北省联合发展投资集团有限公司、陕西大德投资集团有限责任公司、宁波信达天赢投资合伙企业(有限合伙)、中航信托股份有限公司、武汉高科国有控股集团有限公司、武汉当代科技产业集团股份有限公司、苏州建丰投资中心(有限合伙)和湖北省科技投资集团有限公司，总持股比例为 56.38%。持股超过 5%的就只有 3 家，分别为武汉国资、人福医药和湖北联合发展，三大股东合计股本占总股本的 32.75%。

表 1: 天风证券十大股东

股东名称	期末参考市值(亿元)	持股数量(股)	持股比例(%)
武汉国有资产经营有限公司	42.3756	827,648,581	12.42
人福医药集团股份有限公司	34.8205	680,087,537	10.20
湖北省联合发展投资集团有限公司	34.5686	675,167,641	10.13
陕西大德投资集团有限责任公司	15.2695	298,233,121	4.47
宁波信达天赢投资合伙企业(有限合伙)	13.9776	273,000,000	4.10
中航信托股份有限公司	13.2096	258,000,000	3.87
武汉高科国有控股集团有限公司	9.9952	195,218,819	2.93
武汉当代科技产业集团股份有限公司	9.8727	192,826,610	2.89
苏州建丰投资中心(有限合伙)	9.4208	184,000,000	2.76
湖北省科技投资集团有限公司	8.8999	173,826,666	2.61
合计	192.4101	3,758,008,975	56.38

数据来源：东北证券，Wind

天风证券持股比较分散，目前没有控股股东和实际控制人，相对分散的股权，避免了寡头的出现，也就给了天风证券相对市场化的操作空间，比如股权激励、薪酬体系、人事任命以及业务风格。并且天风证券自身股东结构多元且均衡，股东类型涵盖国有企业、上市公司、产业集团以及国有资产管理机构、信托机构等不同参与主体，在国有资本的助推下，可以将国企股东的经验，与民营资本灵活的机制和创新思维有效融合，优势互补，形成完善的法人治理结构和市场化的规范经营模式，发挥混合所有制的优势。

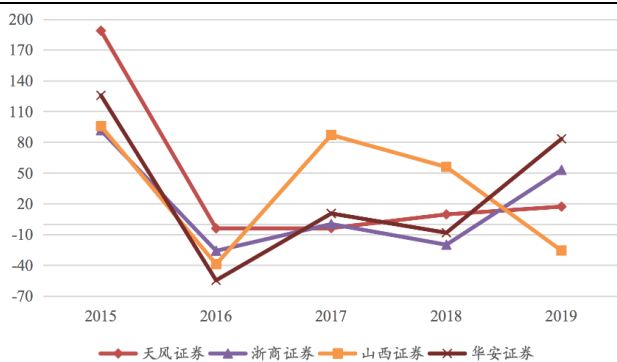
3. 业务表现：投行、自营业绩亮眼，经纪转型财富管理

3.1. 整体业绩：盈利能力颇具韧性，业务结构均衡，成长潜力大

3.1.1. 收入渐升，利润逐降，2020 年业绩提升空间大

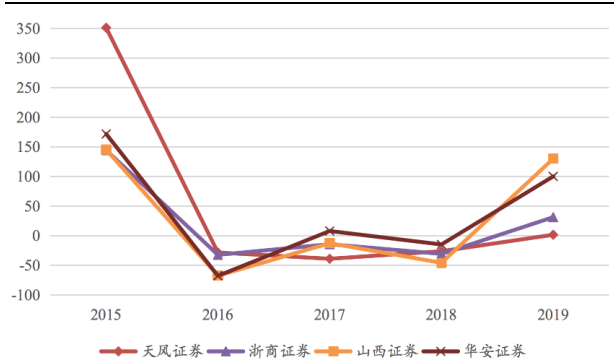
近 5 年公司营业收入逐年回升，归母净利润有所下降。营业收入方面，2015 年-2019 年公司营业收入整体成上升趋势，年均复合增速达 4.6%。2015-2016 年公司营收和归母净利润增速均高于同类券商和行业平均增速；2018 年在不甚乐观的市场环境下，天风证券逆势而上，公司营业收入增长 9.75%，扭转 2017 年负增长率的态势，高出券商行业增速 20 个百分点，营收增速位于同类券商前列；2019 年公司在前一年高增长基数的情况下，营业收入 38.46 亿元，同比增速 17.35%，虽低于行业平均增速，但上升趋势已然形成，成长空间大。归母净利润方面，2015 年-2019 年整体呈下降趋势，其原因在于公司合规管理不足，风险控制缺失，期间出现多次监管处罚和大额资产减值。2018 年公司计提资产减值损失 6358.67 万元，其他综合收益-8808.43 万元，所有者投入和减少资本为-1812.73 万元；2019 年公司信用减值损失为 4.84 亿元，其他金融资产减值准备增加 1.13 亿元，其他综合收益-3.10 亿元，所有者投入和减少资本为-10.08 亿元。

图 14: 证券公司近 5 年营业收入增长率对比 (%)



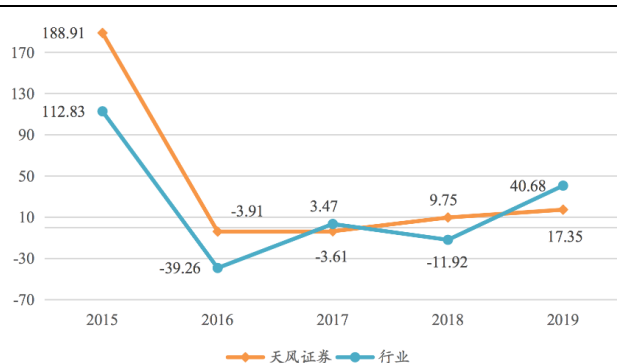
数据来源：东北证券，Wind

图 15: 证券公司近 5 年归母净利润增长率对比 (%)



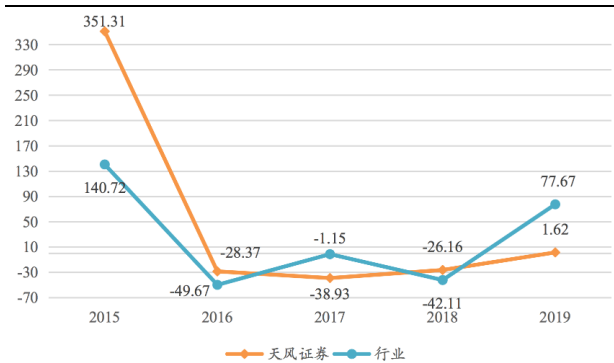
数据来源：东北证券，Wind

图 16: 天风证券与券商行业收入增长率对比 (%)



数据来源：东北证券，Wind

图 17: 天风证券与行业归母净利润增长率对比 (%)

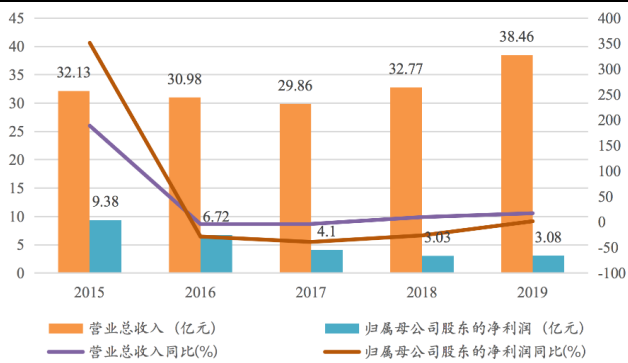


数据来源：东北证券，Wind

值得注意的是，2019 年公司归母净利润达 3.08 亿元，同比增长 1.62%，相较于 2018 年-26.16%的同比增速，公司盈利能力实现回升。2020 年一季度，受新冠疫情影响，市场环境不容乐观，公司实现营业收入 8.39 亿元，同比下降 18.62%；归母

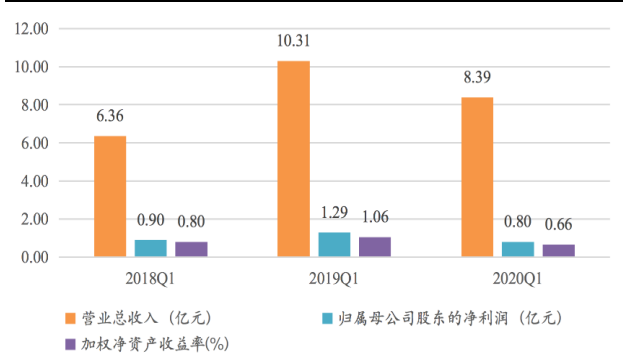
净利润为 0.8 亿元，同比下降 39.98%。尽管 2020 年公司业绩有所下滑，但营业收入和归母净利润高于 2018 年一季度，随着经济的恢复，资本金的补充，收购恒泰带来的业务增长和各项利好政策的出台，公司盈利能力有望回升。

图 18: 天风证券近 5 年整体业绩表现



数据来源：东北证券，Wind

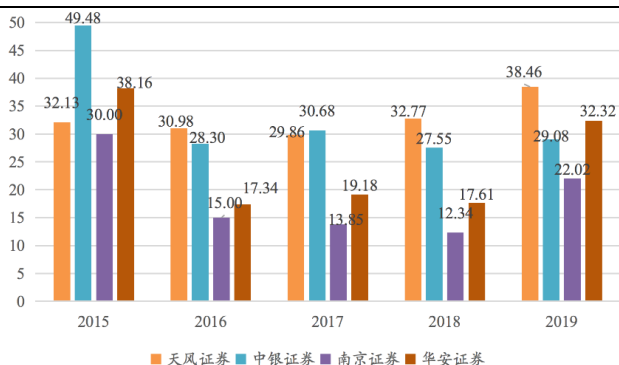
图 19: 天风证券近 3 年一季度业绩对比



数据来源：东北证券，Wind

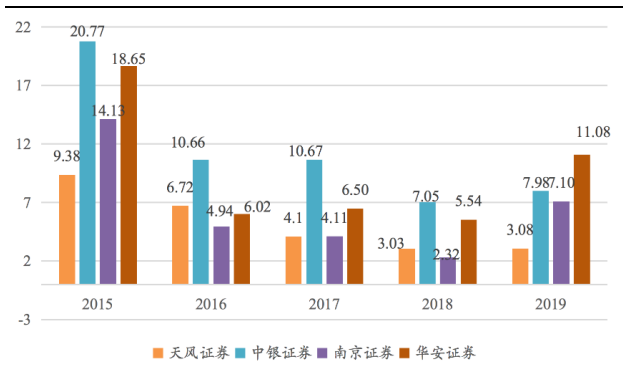
公司收入领先同类券商，盈利能力有待提升。从近 5 年同类证券公司营收情况来看，天风证券营收始终保持在 30 亿元上下，较为稳定，且在 2018 年同类券商营收纷纷下滑的背景之下，天风证券营收实现逆市增长，同比增长 9.75%，公司业绩韧性大于同类券商。横向对比各券商的营收情况，发现天风证券逐步显示出领先优势，2015 年天风证券营业收入较中银证券相差 17.35 亿元，较华安证券低 6.03 亿元；2018 年，天风证券营收一度反超同类券商，逐步领先；2019 年，天风证券营收高出中银证券 9.38 亿元，高出南京证券 16.44 亿元，高于华安证券 6.14 亿元，明显领先同类券商。归属母公司净利润方面，天风证券不敌同类券商，但与多数券商归母净利润差距在逐渐缩小。2015 年-2019 年，中小整体券商归母净利润整体式微，出现趋势性下降，券商行业分化明显，头部券商强者恒强形成趋势，中小券商抱团发展成为常态。2019 年天风证券归母净利润虽有所回升，维持在 3 亿元以上，但同比增长幅度低于同类券商，公司盈利能力有待进一步提升。

图 20: 证券公司近 5 年营收对比 (亿元)



数据来源：东北证券，Wind

图 21: 证券公司近 5 年归母净利润对比 (亿元)



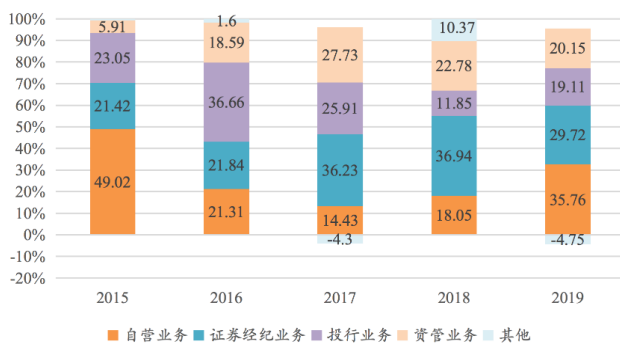
数据来源：东北证券，Wind

3.1.2. 营收结构：自营、经纪各占三成，投行成果丰硕

近年来，公司各项业务占比较为均衡。2019 年天风证券自营、证券经纪、投行、资管、期货经纪业务营收占比分别为 35.76%、29.72%、19.11%、20.15%、2.02%，

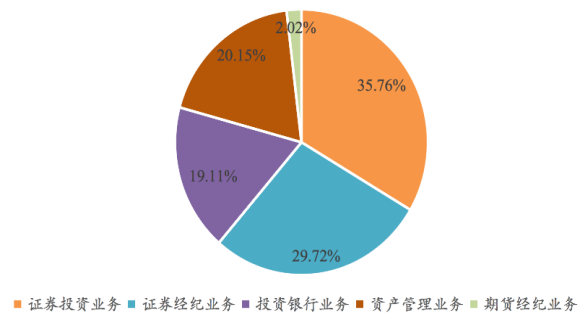
自营及经纪业务营收占比较大，均在 30% 以上，成为公司营收主要来源。近 5 年来，公司营收结构不断调整，自营业务保持稳健投资风格，坚持板块多元化，报告期内，公司开拓业务细分品种，获得首批国债期货做市商和债券通报价机构两项重要的业务资格；经纪业务注重业务布局与转型，报告期内新设证券营业部 6 家，初步完成相关业务组织架构调整，有序推进财富管理业务的开展，期货经纪方面 2019 年总成交额 33154 亿元，同比增长 231.49%，天风期货在期货分类评级中被评为 A 类；投行业务保持优势地位，债券承销、并购业务排名均位居行业第一梯队，且增长势头较快。

图 22：天风证券近 5 年营收结构（%）



数据来源：东北证券，Wind

图 23：天风证券 2019 年营收结构



数据来源：东北证券，Wind

3.2. 证券经纪业务：元老加盟，转型财富管理，有望实现弯道超车

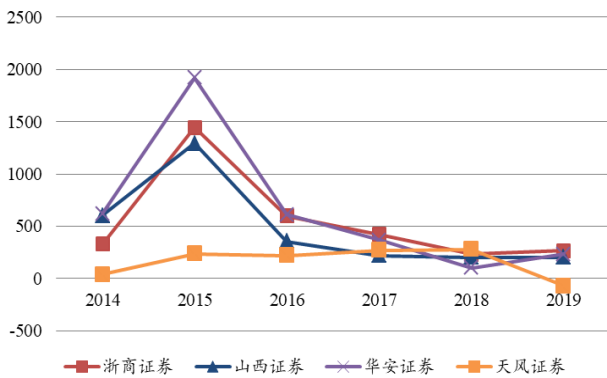
3.2.1. 经纪业务布局良好，业绩承压下滑

报告期内，公司经纪业务托管规模、客户数均较上年度有显著增长。截至报告期末，托管客户资产为 1,779.37 亿元，同比增长 23.50%；报告期新增客户 19.82 万户，报告期末总客户数达到 64.35 万户，同比增长 44.53%。业务布局方面，报告期内新设证券营业部 6 家，报告期末公司营业部及分公司数量分别为 103 家和 15 家，业务布局良好。

近几年，证券经纪业务竞争激烈，国金证券、西南证券、华西证券、财通证券、东吴证券这五家净资产均高于天风证券的公司，与浙商证券、山西证券、华安证券三家净资产与天风证券相近的公司经纪业务均呈现下降趋势，可见经纪业务的竞争激烈。加之高达 4.84 亿元、2.49 亿元的信用减值计提和证券经纪业务减值计提，公司 2019 年实现证券经纪业务营业收入 11.43 亿元，同比下降 5.59%，净收入同比下降 26.7%，六年来首次亏损，且 2019 年佣金排名下滑 7 个名次。与同为湖北的券商长江证券相比，由于长江证券成立时间早，营业网点多，天风劣势明显。与行业相比，公司证券经纪业务净收入处于缓慢上升趋势，与行业下滑趋势形成对比。

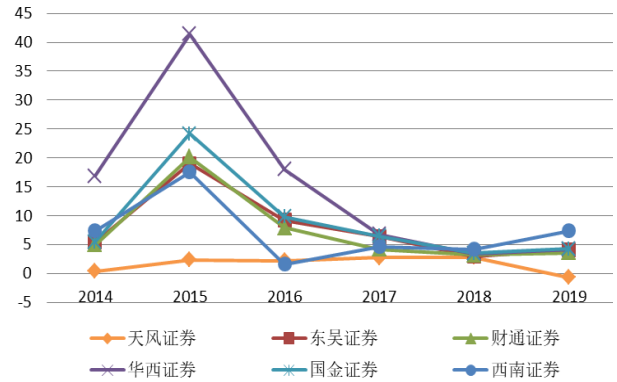
不过，经纪业务是券商的传统业务，后发券商无法通过新开营业部的的方法快速扩大客户量，采取收购兼并老券商的方法是最佳扩充途径。通过研究监管政策，深入分析《证券公司分类监管》的各项加减分项目，在加分项上发力，在减分项上力控风险，获得分类评级的提升，才能在各项业务上获得先机。公司上市两年后就获得最高级评级 A 类 AA 级，为公司能获得收购恒泰证券的权利打下坚实的基础。只有吃透政策，才能抓住时机获得发展机遇。相信今年《证券公司分类监管》新修订后，公司也会战略规划提高得分的途径。

图 24: 证券经纪业务净收入对比 (百万元)



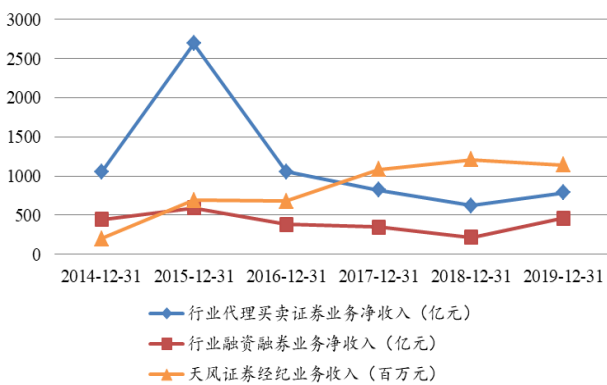
数据来源: 东北证券, Wind

图 25: 证券经纪业务净收入对比 (亿元)



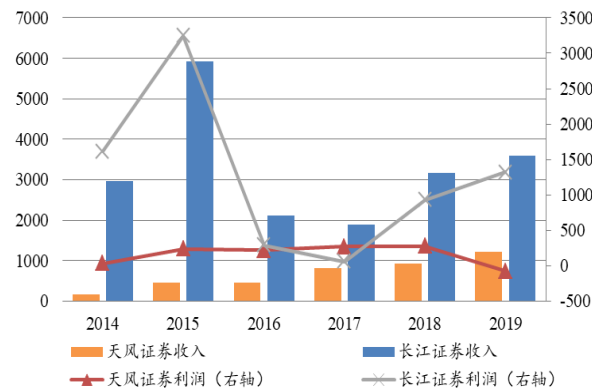
数据来源: 东北证券, Wind

图 26: 证券经纪业务行业对比



数据来源: 东北证券, Wind

图 27: 证券经纪业务净收入对比 (亿元)



数据来源: 东北证券, Wind

3.2.2. 王洪栋加盟, 助力公司财富管理转型

近年来, 券商财富管理浪潮兴起, 中信、招商、华泰等头部券商均从组织架构上突出了“财富管理”条线的地位。中投证券更名“中国中金财富证券有限公司”, 在更名后, 中投证券将变更为中金公司零售经纪与财富管理的统一平台。中信证券收购广州证券 100% 股权也是剑指零售财富管理。

2019 年 8 月, 天风证券将财富管理总部更名为机构投顾总部, 将零售业务总部高净值客户部更名为财富管理总部, 调整为公司独立一级部门, 业务组织架构调整初步完成, 财富管理地位大大提高。2020 年 4 月, 公司公告显示王洪栋任公司零售业务总部总监、副总裁。王洪栋历任招商银行总行财富管理部总经理助理、副总经理, 负责招行财富管理业务战略制定、产品研究、营销管理等工作。王洪栋加入招总行财富管理部后, 招商银行公募基金销售一举成为行业内第一, 超越其他国有银行及其他渠道, 其业务能力毋庸置疑。王洪栋的加盟, 助力公司财富管理业绩强势崛起。不过, 财富管理是慢工细活, 招行铸就领先地位有 9 年时间, 天风借鉴复制至少也需要 3-5 年才能见到成效, 业内国联证券的财富管理新打法也不可小视。

3.2.3. 收购恒泰, 补齐经纪业务短板

2020 年 4 月 13 日, 公司完成对恒泰证券的收购。恒泰证券在天风证券比较薄弱的零售方面有良好的业务经营基础, 且旗下拥有 140 多家营业部和完整的牌照业务, 与天风证券形成互补。此外, 中国证券业协会数据显示, 天风证券目前拥有投

资顾问 212 人，恒泰证券投资顾问 424 人，收购恒泰后，天风投顾团队将壮大两倍之多，助力公司未来经纪业务业绩提升。

表 2：从业人员数量

	从业人员数	一般证券业务	证券经纪业务营销	投资主办人	分析师	投资顾问	证券经纪人	保荐代表人
天风证券	4314	2494	2	42	85	212	1455	24
恒泰证券	3341	1786	27	10	5	424	1081	0
长江证券	7496	3396	60	0	98	1741	2146	0

数据来源：东北证券，中国证券业协会

3.2.4. 逐鹿基金投顾，有望弯道超车

作为财富管理转型的重要探索，基金投顾试点被各方认为是破题的开始。招商银行作为业内财富管理首屈一指的机构，获批首批基金投顾试点，这与包括王洪栋在内的财富管理条线领导在招商银行多年的经营和努力息息相关。2020 年，王洪栋加盟，天风证券有望在后续基金投顾试点中获批。基金投顾业务是一项新业务，各大机构都还谈不上有“先发优势”，众多券商、银行、基金公司都刚刚开始转型。天风证券有望凭借优秀的财富管理团队，实现弯道超车。

3.2.5. 三方面打造券商财富管理护城河

稳定战略地位。转型财富管理将是一个漫长的过程，招商银行用了近 10 年时间才坐到业内龙头老大地位，而天风证券财富管理之路刚刚开启。近 3 年内，天风证券财富管理业务很难实现较高盈利，这就需要财富管理团队有较强的战略定力，同时公司决策层也需要有战略定力，无论经历熊市牛市，都能坚持做下去，扛住前期较高成本投入的压力，客户基础规模扩大后，盈利自然水涨船高。

竞争点在服务。服务的优劣是能否留住客户的关键所在。基金投顾业务是买方投顾，强调为客户提供基金理财规划服务，而不是靠一味地做大销售规模来实现发展。收费模式从收取申购、赎回等费用，调整为按资产保有规模、收益情况等收取顾问费用，使得销售机构与投资者利益保持一致。销售机构又可以反过来进一步推进基金管理人提供更好的产品和服务，形成投资者、投资顾问、基金管理人的多方共赢，促使整个行业的良性循环。

专业驱动型投顾。能够为客户赚取利润，获得客户的信任，是一个优秀的管理团队必备的条件。如何让客户把传统的基金销售“卖方模式”和以基金投顾为代表的“买方模式”区分开来，让客户认同基金投顾的“买方立场”，相信公司团队的专业能力，这是未来业务能否获得发展的关键。

3.3. 投行业务：业绩稳居前列，打造全能投行

3.3.1. 多指标位居前列，全能型大投行前景可期

2019 年，公司债券承销、并购业务排名均位居行业第一梯队，并保持较快增长势头。债权融资方面，共承销债券 99 只，其中企业债 22 只、公司债 74 只，金融债券 3 只，合计承销规模 588.87 亿元。股权融资方面，积极参与科创板注册制改革试点，北京安博通科技股份有限公司科创板首次公开发行股票、苏州工业园区凌志软件股份有限公司科创板首次公开发行股票等 2 个保荐项目通过交易所审核。资产证券化业务稳中有进，报告期内公司作为管理人发行的企业 ABS 项目共 43 单，规模合计 346.91 亿元，在交易所市场（含报价系统）规模排名第 8 名，单数排名第 6 名。

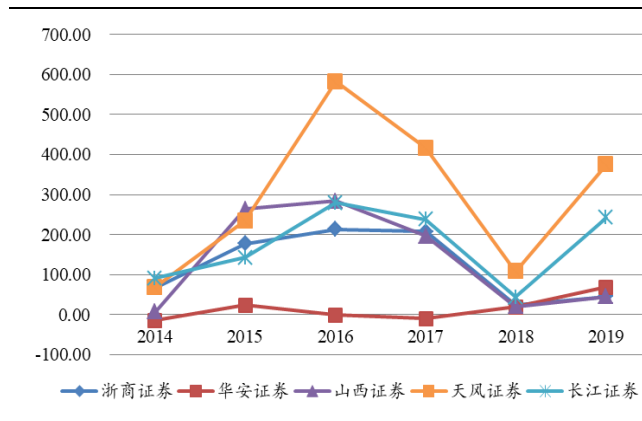
公司投行客户质量提升明显，承做了成都轨道交通集团有限公司公司债券、浙

江吉利控股集团有限公司公司债券、武汉中商集团股份有限公司重大资产重组等一批有市场影响力的项目。2019年，公司获得证券时报颁发的“新锐投行君鼎奖”、“中国区财务顾问团队君鼎奖”、“资产证券化投行君鼎奖”。

3.3.2. 投行业绩回升，同比大幅增长

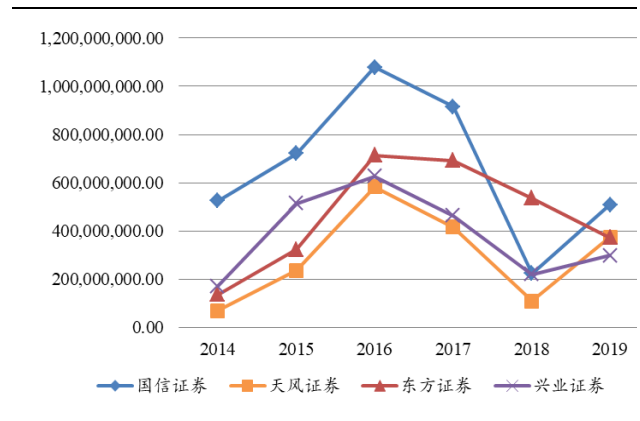
从业绩表现来讲，天风证券投行业务优势明显。2019年，公司实现投资银行业务收入7.35亿元，同比增长89.23%。与同为湖北券商且净资产远高于天风的长江证券相比，天风证券投行业务净收入由2014年实现反超，此后一直领先长江证券，并且在2016年远远超过与其净资产相当的浙商证券、华安证券和山西证券，而后持续领先。2018年，公司投行业绩受市场影响出现较大幅度下滑，2019年业绩回升，进入行业前十名，创下新高，与国信证券、东方证券、兴业证券势均力敌，其中，国信证券、东方证券净资产为天风证券的五倍，兴业证券净资产为天风证券的三倍，可见公司投行业务优势显著。

图 28: 投行业务净收入对比 1 (百万元)



数据来源：东北证券，Wind

图 29: 投行业务净收入对比 2 (元)



数据来源：东北证券，Wind

3.3.3. 两大人才领衔，助力投行业务发展

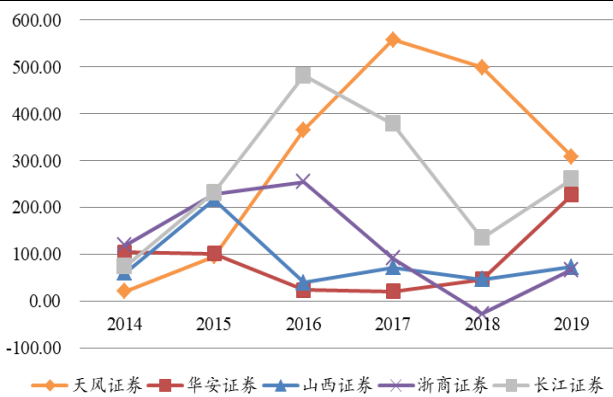
天风证券丁晓文，曾担任中国银河证券股份有限公司投资银行总部副总监，瑞银证券有限责任公司投资银行总部主管、保荐业务负责人，瑞士银行亚洲投资银行部董事总经理，在投资银行业务方面颇有建树。2017年加入天风证券，现任公司副总裁。吕英石，曾担任中国成套设备进出口(集团)总公司法律部职员、华泰联合证券有限责任公司并购私募融资总部业务董事。2011年3月加入天风有限并担任并购融资总部总经理，2013年7月起担任公司副总裁至今。两大人才领衔，投行业绩有望继续做大做强，在创业板注册制改革的背景下再创佳绩。

3.4. 资产管理业务：业绩稳定发展，资管子公司获批

3.4.1. 资管业务位居行业前列，发展态势稳定

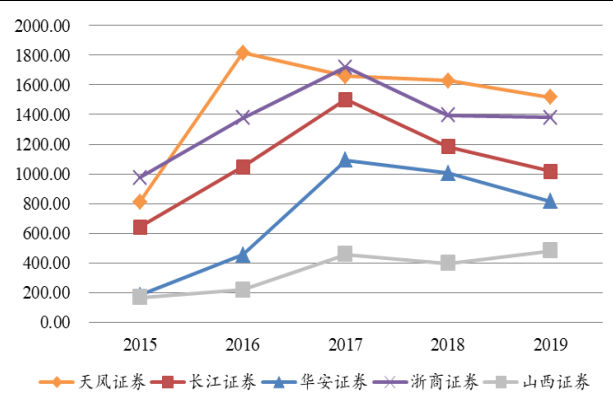
2018年，天风证券资产管理业务收入排名第10位，业绩突出。2019年资管行业新规全面落地实施，公司资产管理业务持续回归业务本源，积极提升主动管理能力，严控业务风险。2019年6月，公司资产管理业务实现营业收入3.78亿元，受托管理客户资产规模1623亿元，公司资产管理业务主动管理产品规模占总规模比为83.23%。2019年末，公司资产管理业务实现营业收入7.75亿元，同比增长3.82%；由于成本的提升，业务净收入同比下降38.23%。与净资产相当的证券公司相比，公司受托资金规模优势明显，2019年年底规模为1516.26亿元，与省内长江证券相比规模领先。表明公司资管条线的人才布局更加完善，懂业务能开拓的人才更多。

图 30: 资管业务净收入对比 (百万元)



数据来源: 东北证券, Wind

图 31: 受托资金对比 2 (亿元)



数据来源: 东北证券, Wind

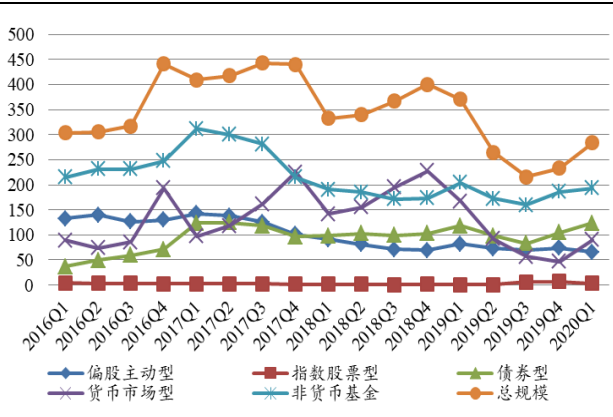
3.4.2. 资管子公司获批, 业务竞争激烈

2020年4月9日, 证监会发布了对天风证券设立资管子公司的批复, 天风资管注册资本为5亿元, 注册地为上海, 由天风证券100%出资, 成为行业内第19家资管子公司。在资管新规和券商资管大集合改造的大背景下, 券商资管行业的竞争更加激烈。截至2020年3月末, 天风证券资管团队人数约为150余人, 资产管理规模约1600亿元左右。在获得批复后, 公司下一步将根据监管要求并结合市场变化, 发挥在固定收益、混合型产品和资产证券化业务的既有优势, 不断提升产品研发能力, 丰富完善资管产品线。

3.4.3. 间接控股新华基金, 天风资管规模扩张

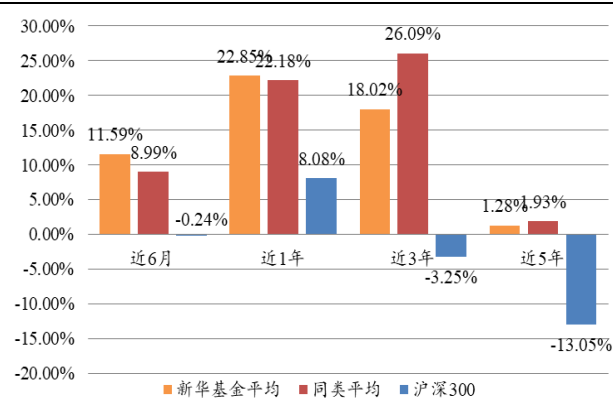
2020年, 天风证券完成对恒泰证券的收购, 通过恒泰证券间接拥有新华基金58.62%股权。新华基金规模在2019年上半年经历一波下滑, 下半年回升, 目前, 约为285.59亿元, 排在66名左右。从业绩表现来看, 新华基金业绩优于沪深300, 近1年内优于行业平均业绩。天风证券将新华基金收入囊中, 将大大拓展其资管业务规模。拥有公募基金牌照, 有助于公司扩张资管业务, 并与财富管理业务形成上下游产业链。

图 32: 新华基金规模 (亿元)



数据来源: 东北证券, Wind

图 33: 新华基金业绩表现



数据来源: 东北证券, 东方财富网

3.5. 研究业务: 聚合业内人才, 拓展研究领域

3.5.1. 新财富分析师齐聚, 研究人员阵容强大

公司研究人员规模处于行业第一梯队，业务聚合、资源整合功能逐步显现。天风研究所由连续七年获得《新财富》电子行业分析师第一名、“新财富白金分析师”赵晓光领衔。他曾担任东方证券股份有限公司高级研究员、中国国际金融有限公司副总经理、海通证券股份有限公司所长助理、安信证券股份有限公司研究中心总经理，在任期间挖掘了诸如歌尔声学等众多有潜力的公司，在电子行业研究领域独步当时。此外，徐彪、文浩、杨焯辉、孙彬彬等新财富分析师也均在几年前奔赴天风证券，分析师阵容可谓强大。天风研究成为卖方市场中崛起最快的研究机构。

研究排名方面，天风证券获得 2019 年新财富最佳研究机构第 4 名，新财富最具影响力研究机构第 6 名，其中 23 个行业入围，占参选行业 80%，16 个行业进入前五名。分析师评选上获 1 项第 1 名、5 项第 2 名、1 项第 3 名，3 项第 4 名和 6 项第 5 名。研究所深入开展产业研究，提升对优质资产的挖掘、定价、赋能能力，服务科研项目孵化。研究佣金排名方面，18 年、19 年分别位列行业第 8、15 名。

3.5.2. 研报产出名列前茅，在固收、金工等领域具有影响力

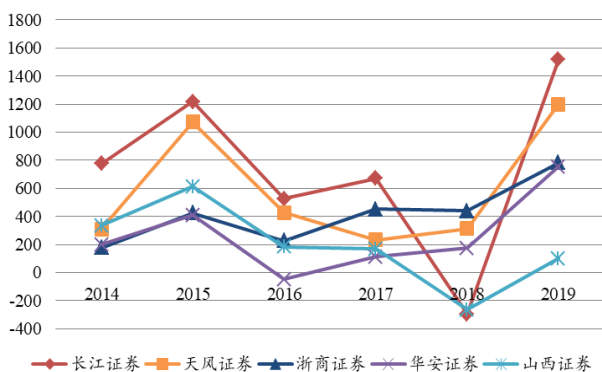
天风研究产业覆盖全面、生态系统搭建日益成熟。根据东方财富 Choice 统计，2019 年天风证券研报产出量居行业第三，紧随中金公司与兴业证券之后，全年研究报告产出 6713 份；阅读次数达 93 万，位居第一；覆盖公司 722 家，位列第二。在金融工程、固定收益、行业研究领域，始终保持了优势竞争力和市场影响力。不过，在华西、浙商、长城等券商发力研究的围堵下，各行业研究人才流动性加大。

3.6. 自营业务：业绩增长，规模扩张，固收团队有望再创佳绩

3.6.1. 行情回暖，自营业绩高增

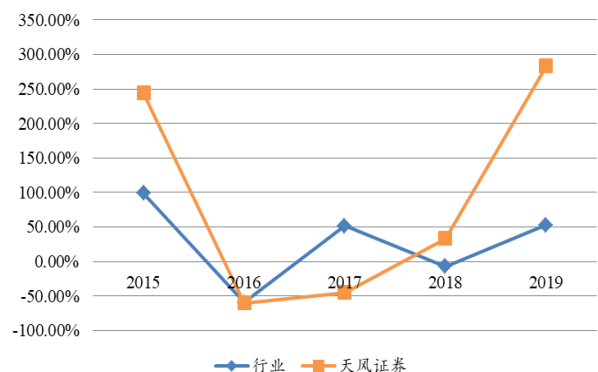
2019 年，公司实现自营业务收入 13.76 亿元，同比增长 132.47%，净收入达 11.98 亿元，同比增加 283%，位居行业第十二名，业绩略低于长江证券，大幅超过与其净资产相当的浙商证券、华安证券与山西证券。此外，公司证券投资业务稳定性较强，近五年波动幅度均小于长江证券，除 2017 年外，市场行情好的情况下，增幅远超行业，行情差的情况下，降幅亦低于行业水平，稳定性较好。2019 年，自营业绩超过资管业务，成为公司第一大利润来源，同时也是第一大收入来源。

图 34：证券投资业务净收入对比（百万元）



数据来源：东北证券，Wind

图 35：证券投资业务同比增速对比



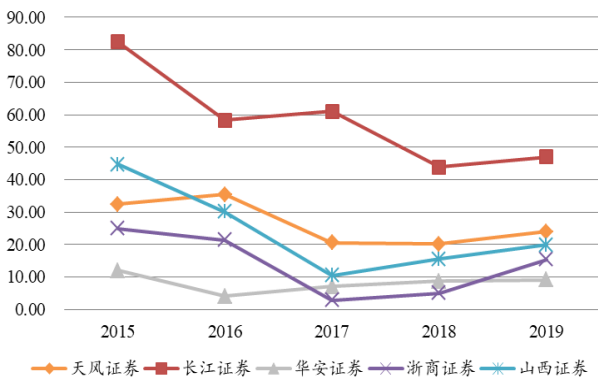
数据来源：东北证券，Wind

3.6.2. 收购恒泰，自营规模扩张

报告期内，公司自营业务保持稳健投资风格，保持板块多元化。报告期内，公司不断开拓新的业务细分品种，获得首批国债期货做市商和债券通报价机构两项重要的业务资格。公司自营证券规模在净资产相同规模的证券公司中处于领先地位，

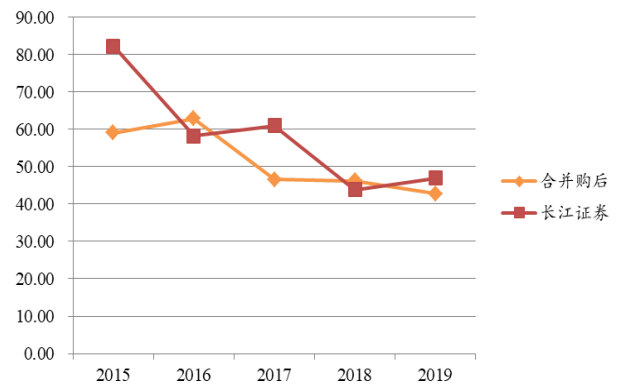
2019年，公司自营证券规模达到23.94亿元，超过山西证券、华安证券与浙商证券，但与同为湖北券商的长江证券相比，差距较大。收购恒泰后，公司自营证券规模有大幅提升，与长江证券势均力敌。

图 36: 自营证券规模对比 (亿元)



数据来源: 东北证券, Wind

图 37: 天风与恒泰合并后自营规模 (亿元)



数据来源: 东北证券, Wind

3.6.3. 翟晨曦带领固收团队，未来业绩看好

天风证券固收投资核心管理人员翟晨曦，曾担任国家开发银行投资业务局及评审三局项目经理、国家开发银行资金交易部交易员、副处长及处长，曾被评为全国优秀交易员，入选国家开发银行海外项目谈判专家，实力雄厚。自2014年加入天风证券，带领交易团队先后多次获得全国同业拆借中心颁发的最佳交易主管、最佳券商等奖项，中央国债登记结算公司颁发的债券业务最佳进步奖，中国金融期货交易所颁发的国债期货最佳交易团队奖等奖项，业务能力卓越。在翟晨曦的带领下，天风证券固收团队业绩有望持续提升。

3.7. 其他业务：私募基金初具规模，海外业务积极拓展

私募基金业务初具规模。天风证券直接控股子公司天风天睿投资股份有限公司主要从事私募基金业务。2019年，公司以5.16亿元购买天风天睿8.574%股权，收购后公司持有天风天睿65.724%的股权。19年末，天风天睿总资产达81.16亿元，净资产46.81亿元；实现营业收入2.88亿元，利润总额9459万元，净利润达7432万元。天风天睿及下属机构共管理备案基金25只，管理基金规模达62.32亿元。2019年，天风天睿完成设立和备案基金5只，实缴规模7.48亿元。2020年4月22日，天风天睿宣布两支新基金同期完成募集及设立，总规模为2.5亿元人民币。两只基金分别为医疗专项并购基金及科技产业投资基金，基金规模分别为2亿元及5000万元人民币。截至目前，天风天睿管理基金总规模超过61亿元人民币。

海外业务积极拓展。公司通过子公司天风国际集团从事海外业务。报告期内天风国际集团及其下设机构获得香港证券及期货事务监察委员会颁发的第1类业务和第2类业务牌照。19年末，天风国际集团及其下设机构拥有第1类（证券交易）、第2类（期货合约交易）、第4类（就证券提供意见）、第5类（就期货合约提供意见）、第9类（提供资产管理）牌照，可开展的业务品种包括证券交易、期货合约交易、证券咨询、期货咨询及资产管理等业务。

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

证券经纪业务：公司的经纪业务近几年遭遇激烈竞争，营收缓慢增长。2019 年天风开始进行财富管理转型，调整业务结构并请来业内大拿，积极推进基金投顾业务试点申请，提升全天候财富管理能力，公司有望抓住市场机遇大幅提振未来业绩。除此之外，2020 年恒泰加入，业务并表，经纪业务作为恒泰的王牌业务，将对天风经纪业务的客户、产品、营销渠道带来长足的支持；新华基金的加入也将提高公司发展基金投顾业务的效率与水平。2020 年 3 月天风配股募资，拟利用不超过 15 亿元加强财富管理业务与新增经纪业务网点，天风的经纪业务营收有望在新增资金的支持下获得新的发展。因此，我们预计 2020-2022 年该业务的营收增速分别为 45%、35% 和 19%。

投行业务：公司投行业务优势显著，2019 年，债券承销、并购业务排名均位居行业第一梯队，并保持较快增长势头；总体业绩大步进入行业前十名，创下新高。致力于建设全能型大投行的战略，叠加 2019 年以来的资本市场深化改革带来的政策利好，公司有望把握注册制改革实施机遇，发掘新的利润增长点。因此，公司的投行业务将持续演绎高成长性。我们预计 2020-2022 年该业务的营收增速分别为 24%、23% 和 15%。

资产管理业务：公司的资管业务发展态势稳定，受托资金规模远高于同类可比公司，2018 年业务收入已经排名第 10 位。公司已经获批成立资管子公司。2020 年恒泰将与天风并表，业务规模扩增明显。此外，恒泰的主动管理产品业绩处于市场中段水平，结合天风在固定收益、混合型产品和资产证券化业务上的既有优势，天风的资管业务未来增速可期。我们预计 2020-2022 年该业务的营收增速分别为 28%、20% 和 14%。

自营业务：自营业务作为天风目前的第一大营收来源，近几年保持稳健投资风格，业绩表现优异、稳定性强。收购恒泰后，与投研优势正向协同，自营证券规模大幅提升，投资品种大量扩展从而减小风险，自营业绩将健康稳定上升。除此之外，2020 年公司配股注资，将使用不超过 15 亿元募集资金适度增加证券自营规模，证券投资业务预计迎来较好的发展前景。因此，我们预计 2020-2022 年该业务的营收增速分别为 32%、26% 和 16%。

私募基金业务：公司的私募基金业务已经初具规模，管理基金总规模超过了 61 亿元。2020 年，公司拟利用不超过 25 亿元募集资金用于进一步做强私募基金管理业务，加大对规范私募基金管理业务子公司的整改投入。这些投入的增加将在未来 3 年内产生新增的产出。因此，我们预计 2020-2022 年该业务的营收增速分别为 13%、12% 和 5%。

其他业务：公司的期货经纪业务对营业收入的贡献逐年走低，2019 年营收占比仅为 2.02%；其他业务的营收连年为负数。2020 年，公司各项主营业务发展势头良好，且公司的营运资金得到补充，我们预计 2020-2022 年相关业务依旧维持低速发展态势。

表 3：公司各业务营收预测（百万元）

	指标	2019A	2020E	2021E	2022E
证券经纪业务	营收	1143.05	1,657.42	2,237.52	2,662.65
	同比增长(%)	-5.59%	45.00%	35.00%	19.00%
投行业务	营收	735.05	911.47	1121.10	1289.27
	同比增长(%)	89.23%	24.00%	23.00%	15.00%
资产管理业务	营收	775.05	992.06	1,190.48	1,357.14
	同比增长(%)	3.82%	28.00%	20.00%	14.00%
自营业务	营收	1375.55	1,815.73	2,287.82	2,653.87
	同比增长(%)	132.47%	32.00%	26.00%	16.00%
私募基金业务	营收	284.79	321.81	360.43	378.45
	同比增长(%)	22.19%	13.00%	12.00%	5.00%
期货经纪业务	营收	77.74	84.73	92.36	96.05
	同比增长(%)	49.08%	9.00%	9.00%	4.00%
其他业务	营收	-203.89	-70.00	-90.00	-165.00
	同比增长(%)	-262.42%	-65.67%	28.57%	83.33%
内部抵消	营收	-341.24	-70.00	-95.00	-162.00
	同比增长(%)	382.57%	-79%	36%	62%

数据来源：东北证券，公司报告

4.2. 投资建议

在上述盈利预测的关键假设的基础上，由于 2020 年之后天风将与恒泰并表，收入利润将有大幅提升。我们预计公司 2020-2022 年实现营业收入分别为 56.43、71.05 和 81.10 亿元，同比增速分别为 46.73%、25.90%和 14.16%；实现归母净利润分别为 5.62、7.56 和 8.54 亿元，同比增速分别为 82.45%、34.67%和 12.90%；实现每股净收益分别为 0.08、0.11 和 0.13 元，以 2020 年 5 月 25 日的收盘价 5.43 元计算，对应的 PE 分别为 64.46、47.87 和 42.40 倍。

公司从中小券商起步，各项业务敢于招聘业内一流人才，开拓一流的事业。经过数年布局，公司各个业务板块掌门人都已经部署到位，逐步贡献力量；2020 年完成收购恒泰，配股募资 53.49 亿元用于业务发展，促进公司业务再上一个台阶。随着去杠杆接近尾声，资本市场改革政策不断出台，证券市场迎来新的发展机遇。公司战略定位不甘居于中型省级券商，目标是迈向龙头券商，励精图治，抓住机会扩充资本，在行业内寻找机会展开并购，业绩具备内含和外延同时扩张的能力，未来具备较高成长性，不能采用常规的券商 PB 估值方法来估值，适宜采用成长股估值模型。鉴于公司高成长性，我们首次覆盖，给予“买入”投资评级。

5. 风险提示:

- (1) 新冠疫情导致市场波动加剧
- (2) 经济下行, 导致可投资上市公司债务违约风险上升

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	8,880	17,426	20,676	24,261
交易性金融资产	23,141	25,480	27,818	30,474
应收款项	748	802	1,107	1,331
存货	0	0	0	0
其他流动资产	15,430	15,916	15,899	16,357
流动资产合计	48,199	59,624	65,501	72,423
可供出售金融资产				
长期投资净额	645	670	695	725
固定资产	113	106	99	92
无形资产	584	807	876	972
商誉	67	68	69	70
非流动资产合计	11,721	12,082	12,285	12,527
资产总计	59,920	71,706	77,785	84,951
短期借款	0	0	0	0
应付款项	34	96	146	118
预收款项	57	56	88	100
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	22,940	26,032	28,546	31,806
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	19,473	22,133	24,792	27,727
长期负债合计	19,473	22,133	24,792	27,727
负债合计	42,413	48,165	53,338	59,533
归属于母公司股东权益合计	12,123	18,034	18,790	19,644
少数股东权益	5,384	5,507	5,657	5,773
负债和股东权益总计	59,920	71,706	77,785	84,951

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,846	5,643	7,105	8,110
营业成本	3,448	2,936	3,605	4,259
营业税金及附加	30	46	55	63
资产减值损失	0	0	0	0
销售费用	0	0	0	0
管理费用	2,406	3,612	4,369	4,704
财务费用	0	0	0	0
公允价值变动净收益	323	0	0	0
投资净收益	1,221	1,721	1,961	1,987
营业利润	398	778	1,044	1,080
营业外收支净额	64	58	57	60
利润总额	462	836	1,101	1,140
所得税	41	151	195	170
净利润	421	685	906	970
归属于母公司净利润	308	562	756	854
少数股东损益	113	123	149	116

现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	421	685	906	970
资产减值准备	484	0	0	0
折旧及摊销	92	55	55	55
公允价值变动损失	-538	0	0	0
财务费用	883	0	0	0
投资损失	-577	-1,721	-1,961	-1,987
运营资本变动	-2,949	2,552	2,225	2,585
其他	8	-59	-58	-61
经营活动净现金流量	-2,176	1,512	1,167	1,562
投资活动净现金流量	-567	-975	-577	-894
融资活动净现金流量	5,219	8,009	2,660	2,918
企业自由现金流	-1,394	-899	-396	-772

财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标				
每股收益 (元)	0.05	0.08	0.11	0.13
每股净资产 (元)	1.82	2.71	2.82	2.95
每股经营性现金流量 (元)	-0.33	0.23	0.18	0.23
成长性指标				
营业收入增长率	17.4%	46.7%	25.9%	14.2%
净利润增长率	1.6%	82.4%	34.7%	12.9%
盈利能力指标				
毛利率	10.4%	48.0%	49.3%	47.5%
净利率	8.0%	10.0%	10.6%	10.5%
运营效率指标				
应收账款周转率 (次)	70.97	51.87	56.88	59.91
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	70.8%	67.2%	68.6%	70.1%
流动比率	2.10	2.29	2.29	2.28
速动比率	2.10	2.29	2.29	2.27
费用率指标				
销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用率	62.5%	64.0%	61.5%	58.0%
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)	159.41	64.46	47.87	42.40
P/B (倍)	4.05	2.01	1.93	1.84
P/S (倍)	7.07	6.20	4.93	4.31
净资产收益率	2.5%	3.1%	4.0%	4.3%

资料来源：东北证券

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，对券商等行业有深入的研究。

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洗村街道黄埔大道西 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
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13636606340	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
金悦	021-20361229	15213310661	jinyue@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	wanguan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
赵稼恒	021-20361229	15921911962	zhaojiaheng@nesc.cn