

## 非银金融

2021年01月19日

## 国金证券 (600109)

——民营券商标杆，打造特色精品投行

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据：2021年01月18日

收盘价(元)	16.08
一年内最高/最低(元)	19.46/7.4
市净率	2.2
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	48632
上证指数/深证成指	3596.22/15269.27

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2020年09月30日

每股净资产(元)	7.3
资产负债率%	66.18
总股本/流通A股(百万)	3024/3024
流通B股/H股(百万)	-/-

## 一年内股价与大盘对比走势：



## 证券分析师

马鲲鹏 A0230518060002  
makp@swsresearch.com  
许旖珊 A0230520080002  
xuys@swsresearch.com  
王丛云 A0230516090001  
wangcy@swsresearch.com  
葛玉翔 A0230519080010  
geyx@swsresearch.com

## 研究支持

李天奇 A0230120070006  
litq@swsresearch.com

## 联系人

李天奇  
(8621)23297818×转  
litq@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 投资要点：

- **民营券商标杆，盈利能力居前的中型上市券商，成长性显著优于行业。**9M20 公司平均 ROE 7.3%，在净资产 200-400 亿的 11 家中型券商中排名第 3，2017 年至今公司 ROE 均高于行业平均。9M20 公司归母净利润同比增速 78%，上市券商中排名第 4。重点打造精品投行的逻辑下，我们认为公司 ROE 将持续领先，且盈利排名有望不断向前。
- **特色之一：轻资产业务为主，重点发展精品投行，无忧减值问题。**公司战略发展模式为“以研究咨询为驱动，以经纪业务和投资银行业务为基础，以证券资产管理业务和创新业务为重点突破，以自营和其他业务为重要补充”。9M20 公司投行业务营收占比 28%，在上市券商中排名第 1，经纪业务营收占比 26%，9M20 公司信用减值计提 598 万元，1H20 公司表内股票质押余额仅 39.7 亿元，判断公司未来基本无信用减值风险。
- **特色之二：市场化激励机制，人员结构显著倾斜投行。**公司当前最大股东为民营集团，组织架构层级简单，人均薪酬连续多年位列行业前 10，激励具备市场竞争力。公司保荐代表人 216 人，数量排名全行业第 9，占总员工数比例达到 6.7%，在所有上市券商中排名第 1 且大幅领先，优秀而丰富的人才储备构成公司投行业务最重要壁垒之一。
- **IPO 承销市占率比肩头部券商，充分受益注册制改革。**国金证券 2020 年 IPO 主承销家数 20 家，承销规模达 172 亿元，市占率 3.6%，排名行业第 7 名，表现出极强业务竞争力。其中创业板注册制主承销 IPO 家数 5 家，仅次于中信建投、中金公司，发行规模 35.1 亿元，市占率 5.3%，排名行业第 5，注册制对投行专业化能力提出更高要求，股权业务集中度将提升，随着注册制改革全面推广，我们判断国金证券 IPO 业务市占率将持续提升。
- **代销业务发展快速，经纪业务趋向线上线下多元化布局。**公司经纪业务零售业务占比 80%，近年来全国扩张开设营业部，提升对线下业务、高净值客户的重视程度。公司代销金融产品收入 2019 年 1.11 亿元（行业第 13 名），1H20 增速达 79.4%，占经纪业务比重不断提升，1H20 约 8.7%。公司经纪业务经营理念较早转变向并重理财配置服务，成效逐步显现。
- **两融市占率稳步提升，投资杠杆率有所提升仍显著低于行业。**两融余额市占率由 2014 年 0.52% 升至 1H20 的 0.91%，上升趋势明显；交易性金融资产以债券类为主，投资收益率近 3 年稳定高于行业，投资杠杆稳步提升但 9M20 仅 1.03 倍，显著低于行业（2.18 倍）。
- **投资建议：投行标签的高成长性中型券商，首次覆盖给予“买入”评级，目标 PB 2.44x。**预计未来 3 年 ROE 9.8%/10.8%/11.4%，BPS 7.5/8.3/9.2 元。可比券商 PB-ROE 估值法，基于 21E ROE 10.8% 最终给予 21E 目标 PB 2.44x，目标价 20.2 元，向上空间 26%。
- **风险提示：股票市场大幅下跌，资本市场注册制改革推进不及预期。**

## 财务数据及盈利预测

	2019	20Q1-Q3	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	4,350	4,728	6,425	7,451	8,522
同比增长率(%)	15.5	62.8	47.7	16.0	14.4
归母净利润(百万元)	1,299	1,565	2,126	2,573	3,002
同比增长率(%)	28.5	78.4	63.7	21.0	16.7
每股收益(元/股)	0.43	0.52	0.70	0.85	0.99
净利润率(%)	29.9	33.1	33.1	34.5	35.2
ROE(%)	6.3	7.1	9.8	10.8	11.4
市盈率	37		23	19	16

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 投资案件

### 投资评级与估值

**投行标签的高成长性中型券商,首次覆盖给予“买入”评级,2021E目标PB 2.44x。** 预计未来3年ROE 9.8%、10.8%、11.4%,BPS 7.5、8.3、9.2元。采用可比券商PB-ROE估值法,基于2021E ROE 10.8%最终给予2021E目标PB 2.44x,目标价20.2元/股,向上空间为26%。

### 关键假设点

**投行业务:** 市场空间方面,2020-2022E全市场IPO融资额4726、5200、5800亿元,再融资额8963亿、1.04万亿、1.19万亿,债券融资额10.1、11.2、12.1万亿元;公司市占率方面,2020-2022E公司IPO主承销额市占率3.6%、3.8%、4.0%,再融资主承销额市占率0.6%、0.8%、1.0%,债券主承销额市占率0.9%、1.0%、1.1%。

**重资产业务:** 2020-2022E投资收益率分别为8.0%、7.8%、7.6%,2020年收益率较高此后两年缓慢回落,年底自营投资规模为250亿、290亿、320亿,投资类杠杆持续提升;2020-2022E两融市占率0.93%、1.00%、1.05%,平均利率维持在7.0%,买入返售金融资产规模维持在70亿元。

### 有别于大众的认识

**市场担忧中型券商在本轮机构化改革进程中竞争力下降。我们认为公司以投行业务为标签,ROE领先优势将保持,且业绩排名有望持续向前。** 市场普遍认可机构化进程中头部券商更加受益,但国金证券通过持续的人才培养激励、行业口碑建立、经验资源积累,在投行业务尤其是IPO业务方面专业能力不输头部券商,年初至今国金证券IPO已发行及排队中承销规模均排名行业前列,有望充分受益注册制改革红利。

**市场担忧减值问题影响券商资产质量从而压低PB估值。我们认为公司轻资产战略下,减值风险明显低于行业。** 股票质押业务违约导致信用减值使得市场担忧券商资产质量问题,是压制券商行业估值的重要原因之一,国金证券减值计提规模连续多年排上市公司后几名,公司业务结构中轻资产业务占据主导,股票质押规模相对较小且资产质量佳,判断未来信用减值风险较低,优异的资产质量是给予较高PB估值的前提。

### 股价表现的催化剂

存量市场注册制改革进一步深化推行进度加快;流动性宽松、市场热度高企等因素带动股基成交额大幅增长。

### 核心假设风险

股票市场大幅下跌,资本市场注册制改革推进不及预期。

## 目录

---

<b>1. 公司特色鲜明，高投入打造精品投行 .....</b>	<b>6</b>
1.1 特色之一：轻资产业务为主，无减值压力 .....	6
1.2 特色之二：民营企业+扁平化架构，员工结构、激励优秀 .....	8
<b>2. 投行业务为主要驱动，其他传统业务多元化发展 .....</b>	<b>11</b>
2.1 投行业务：比肩头部券商，显著受益注册制改革 .....	11
2.2 经纪业务：互联网金融转向线上线下并重，推进多元化发展 .....	14
2.3 重资产业务：杠杆稳步提升仍低于行业，两融市占率提升 .....	15
<b>3. 盈利预测与估值：首次覆盖给予“买入”评级 .....</b>	<b>17</b>
3.1 盈利预测：未来 3 年归母净利润增 64%、21%、17% .....	17
3.2 可比券商 PB-ROE 估值法给予 2021E 目标 PB 2.44 倍 .....	20

## 图表目录

图 1: 国金证券经纪、投行业务营收合计占比过半.....	7
图 2: 9M20 证券行业轻资产业务占比约 40%.....	7
图 3: 9M20 国金证券投行业务营收占比在全行业中最高.....	7
图 4: 2017 年至今公司 ROE 持续高于行业平均 .....	8
图 5: 国金 ROE 在净资产 200-400 亿券商中居前.....	8
图 6: 股票质押杠杆自高点至今已下降 17%.....	8
图 7: 公司 2018 年集中计提后无信用减值损失压力 .....	8
图 8: 国金证券最大股东为民营企业涌金集团.....	9
图 9: 国金证券组织架构具有扁平化特征 .....	9
图 10: 2020 年国金 IPO 承销规模市占率行业第 7.....	11
图 11: 创业板注册制 IPO 主承销规模国金市占率排名第 5 (截至 2021/1/15) .....	12
图 12: 创业板注册制 IPO 国金承销家数仅次于建投、中金 (截至 2021/1/15) .....	12
图 13: 国金证券创业板 IPO 排队项目数排名行业第 6 (截至 2021/1/15) .....	13
图 14: 股基成交额市占率近 5 年相对稳定 .....	14
图 15: 1H20 经纪业务零售占比约 80%.....	14
图 16: 近 4 年公司不断扩张开设四川省外营业部.....	15
图 17: 1H20 代销收入同比增速近 80%.....	15
图 18: 代销产品规模相对稳定, 费率明显提升 .....	15
图 19: 投资类杠杆逐年上升, 仍显著低于行业平均 .....	16
图 20: 1H20 交易性金融资产中债券占比 64.3% .....	16
图 21: 近 3 年综合投资收益率稳定高于行业水平.....	16
图 22: 公司两融余额市占率逐年稳步上升 .....	17
图 23: 综合负债成本率快速下降 .....	17
图 24: 可比券商 2021E PB-ROE 回归.....	21
表 1: 国金证券核心财务指标及排名情况 .....	6
表 2: 国金证券人均薪酬排名近 5 年均列行业前 10.....	10
表 3: 国金证券员工中保代数量占比上市券商中最高 .....	10

表 4: 国金证券 IPO 市占率排名显著好于再融资、债券承销.....	11
表 5: 2020 年国金证券 IPO 主承销项目具有平均募资规模较小的特点 .....	12
表 6: 国金证券主承销科创板 IPO 已发行 4 家, 排队中 8 家.....	13
表 7: 国金证券重要财务指标预测 .....	17
表 8: 投行业务核心假设.....	18
表 9: 经纪业务核心假设.....	19
表 10: 自营业务核心假设.....	19
表 11: 信用业务核心假设.....	19
表 12: 资管业务核心假设.....	20
表 13: 国金证券 2021E ROE 与 PB 估值存在不匹配.....	21
表 14: 国金证券预测合并利润表 .....	22
表 15: 国金证券预测合并资产负债表 .....	22

## 1. 公司特色鲜明，高投入打造精品投行

公司总量指标排名行业 20-23 名，投行、代销金融产品收入排名居前，财务杠杆、股票质押收入排名靠后。公司经营模式具有显著的轻资产特点。据中国证券业协会券商经营数据，2019 年国金证券净资产排名行业第 23 名，营收、净利润排名行业第 21 名。相比总量排名明显靠前的指标有代销金融产品收入（第 13 名）、投行收入及承销保荐收入（第 16 名）；明显靠后的指标有经营杠杆（第 81 名）、股票质押利息收入（第 39 名）。1H20 公司投行收入及承销保荐收入排名进一步提升至第 9 名、第 7 名。

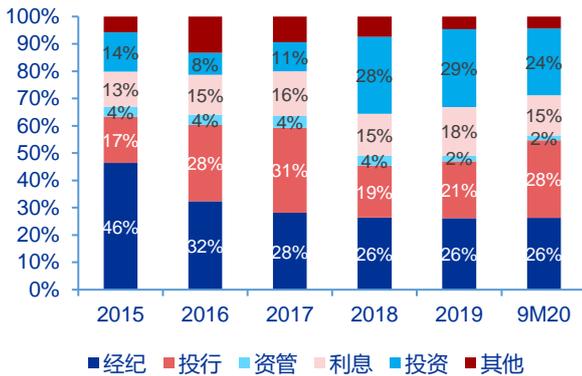
表 1：国金证券核心财务指标及排名情况

单位：亿元		2019 规模	2019 排名	1H20 规模	1H20 排名
规模	总资产	469	33	612	31
	净资产	204	23	210	22
	净资本	183	20	187	21
盈利	营业收入	39.9	21	25.7	21
	净利润	13.0	21	8.3	21
	财务杠杆	1.7	81	2.2	66
经纪与财富管理	客户资金余额	116	31	142	32
	经纪业务收入	10.8	21	6.9	23
	席位租赁业务收入	1.5	23	1.0	22
	代销金融产品收入	1.1	13	0.6	21
投行业务	投行业务收入	8.8	16	7.4	9
	承销与保荐收入	7.3	16	7.1	7
	财务顾问收入	1.4	21	0.3	37
信用业务	融资融券利息收入	5.1	32	3.2	31
	股票质押利息收入	1.9	39	0.5	45
投资业务	证券投资收入	12.6	26	7.2	27
	股权投资收入	0.005	47	0.018	44

资料来源：中国证券业协会，申万宏源研究

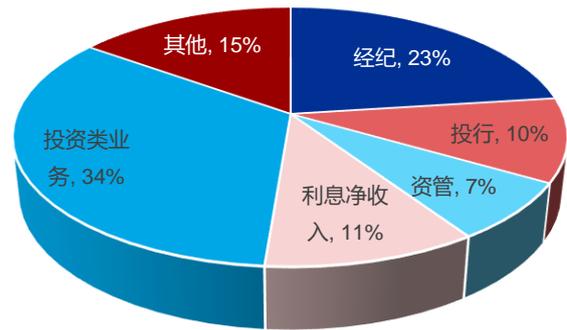
### 1.1 特色之一：轻资产业务为主，无减值压力

公司轻资产业务收入占比高，投行+经纪收入占比过半。公司轻资产业务占比相对较高，公司战略发展模式为“以研究咨询为驱动，以经纪业务和投资银行业务为基础，以证券资产管理业务和创新业务为重点突破，以自营和其他业务为重要补充”。9M20 公司投行业务营收占比 28%，为公司最大收入来源，经纪业务营收占比 26%，投行业务及经纪业务合计占比 54%。同期证券行业整体经纪业务收入占比为 23%，投行业务收入占比仅 10%，轻资产业务（经纪+投行+资管）合计占比约 40%，公司轻资产业务占比显著高于行业。

**图 1：国金证券经纪、投行业务营收合计占比过半**


资料来源：Wind，申万宏源研究

注：证券主营收入=手续费佣金净收入+总投资收入+利息净收入

**图 2：9M20 证券行业轻资产业务占比约 40%**


资料来源：Wind，申万宏源研究

投资类收入=投资净收益+公允价值变动净收益+投资咨询收入

**公司投行业务收入占比全行业最高，带动 ROE 排名行业前列。**9M20 国金证券投行业务营收占比行业排名第一，投行业务盈利能力在券商各项业务中相对较高，因此投行业务收入占比与券商 ROE 具有一定相关性，且公司投行业务中以 IPO 承销为最优势业务，使得公司 ROE 排名位居行业前列，9M20 公司平均 ROE 7.3%，排名行业第 14 名，在净资产 200-400 亿的 11 家中型券商中排名第 3。

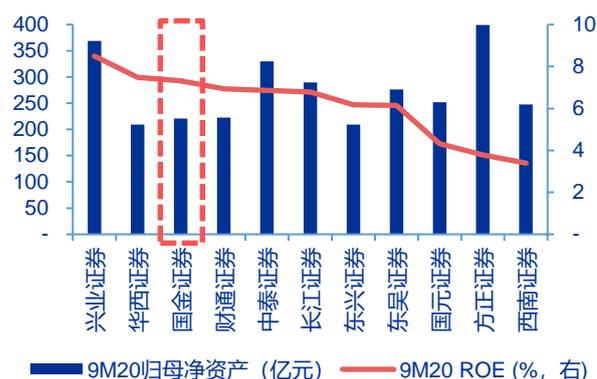
**ROE 稳定上升，受市场波动影响相对较小。**2017 年至今公司 ROE 均高于行业平均，且 2018 年市场整体较差的情形下公司 ROE 下降幅度显著小于行业整体，判断投行业务占比高、投资类业务风险敞口较小使得公司盈利能力受市场波动影响小。2018 年至今公司 ROE 稳步上升，9M20 超行业 2.2pcts。

**图 3：9M20 国金证券投行业务营收占比在全行业中最高**


资料来源：Wind，申万宏源研究

**图 4：2017 年至今公司 ROE 持续高于行业平均**


资料来源：Wind，申万宏源研究

**图 5：国金 ROE 在净资产 200-400 亿券商中居前**


资料来源：Wind，申万宏源研究

**轻资业务导向下股票质押规模较小，公司基本无减值问题。**自 2018 年起证券行业整体面临股票质押业务带来的信用/资产减值问题，国金证券 2018 年集中计提减值后近两年信用减值压力明显小于同业，9M20 公司信用减值计提 598 万元，占归母净利润比例仅 0.4%，在归母净利润大于 10 亿元的券商中排名第 3 低。轻资产为主的发展导向下，公司减值风险相对更小。1H20 表内股票质押余额仅 39.5 亿元（占净资产比重 18.4%），其中自有资金直接出资的股票质押待购回金额仅 14.4 亿元（占净资产比重为 6.7%）。

**图 6：1H20 公司股票质押杠杆为 18.4%**


资料来源：公司财报，申万宏源研究

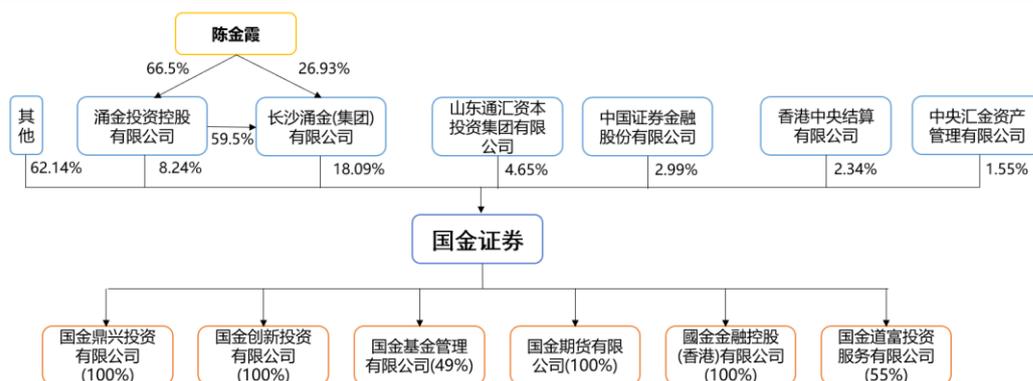
**图 7：公司 2018 年集中计提后无信用减值损失压力**


资料来源：Wind，申万宏源研究

## 1.2 特色之二：民营企业+扁平化架构，员工结构、激励优秀

**公司最大股东为民营集团，便于实施市场化激励机制。**公司最大股东为长沙涌金集团及涌金投资控股公司，实际控制人为陈金霞。长沙涌金集团持有国金证券 18.09% 的股份；涌金投资控股公司为长沙涌金集团控股股东，同时直接持有国金证券 8.24% 的股份；陈金霞女士持有涌金投资控股公司 66.5% 的股份，是两公司的控股股东。国金证券由民营集团控制，为公司市场化的激励机制奠定了重要基础。

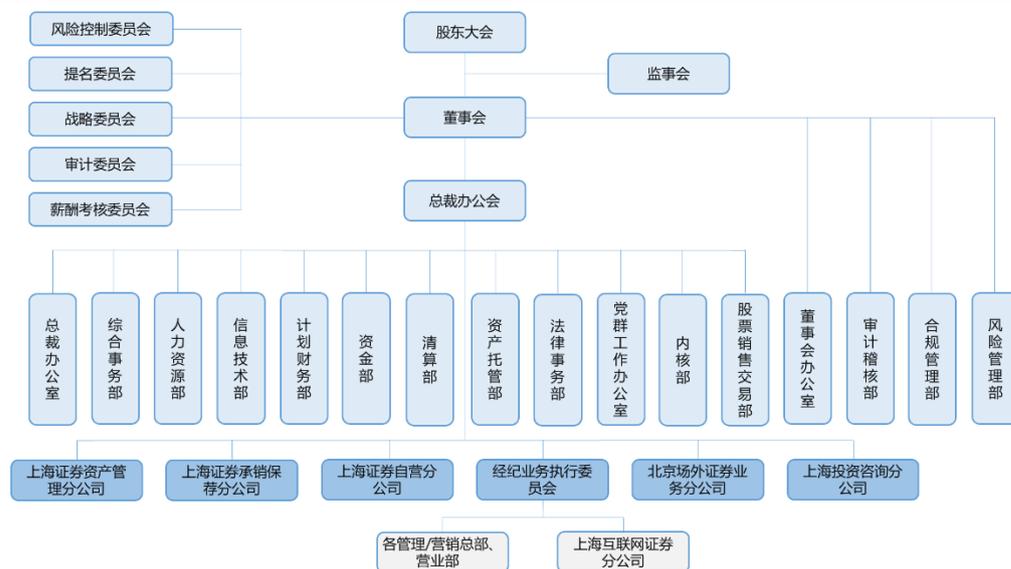
图 8：国金证券最大股东为民营企业涌金集团



资料来源：Wind，申万宏源研究

**组织架构层级简单，以分公司形式划分各业务部门。**国金证券总部位于成都，各分公司主要集中设立于上海，公司总裁办公会直接管理承销保荐、投资咨询、自营、资产管理、场外证券业务 5 大分公司，以及经纪业务执行委员会合计 6 个主要业务部门，组织结构相对扁平化。经纪业务执行委员会下管互联网证券分公司及各营业部，体现公司仍将互联网经纪业务作为公司重要发展方向之一。相对简化的层级关系有助于公司灵活开展业务、释放竞争力。

图 9：国金证券组织架构具有扁平化特征



资料来源：公司财报，申万宏源研究

**公司人均薪酬位列行业前 10，激励机制领先同业。**2015-2019，公司人均薪酬均排名行业前 10，与头部券商相当，激励机制市场化程度高。2019 年公司人均薪酬 61.5 万元，排名上市券商第 9，在同规模券商中较为领先。民营企业大股东为公司带来了具备竞争力的激励机制，而当前精兵策略已内化为企业文化的一部分，市场化的激励机制脱胎自民营属性但已不依存于民营属性，判断公司未来人才储备丰富、人均薪酬较高的特色将维持延续。

**表 2: 国金证券人均薪酬排名近 5 年均列行业前 10**

单位:万元	2015		2016		2017		2018		2019	
	排名	券商	人均薪酬	券商	人均薪酬	券商	人均薪酬	券商	人均薪酬	券商
1	招商证券	121.9	国金证券	69.0	中金公司	103.1	中金公司	75.7	中金公司	88.9
2	东方证券	103.5	中信证券	65.6	东方证券	76.4	中信证券	69.8	中信证券	79.2
3	广发证券	98.1	海通证券	62.6	中信证券	74.2	海通证券	58.9	华泰证券	73.7
4	中国银河	94.8	兴业证券	60.4	兴业证券	70.6	华泰证券	57.0	海通证券	67.6
5	中信证券	92.8	国海证券	60.3	国金证券	65.1	东方证券	54.9	招商证券	63.7
6	国投资本	91.9	东方证券	57.7	海通证券	63.5	国金证券	51.0	东方证券	63.3
7	兴业证券	90.2	广发证券	57.1	华泰证券	62.0	国泰君安	48.5	西南证券	63.0
8	海通证券	87.2	西南证券	52.0	广发证券	56.9	西南证券	47.7	国投资本	62.3
9	国金证券	86.5	华泰证券	50.6	西南证券	49.1	兴业证券	46.9	国金证券	61.5
10	东吴证券	83.0	国信证券	49.5	华鑫股份	47.4	中信建投	44.0	兴业证券	54.9

资料来源: Wind, 申万宏源研究

人员配置偏向投行业务, 公司保荐代表人数量占总员工数比例在上市券商中最高。国金证券人均薪酬较高的另一重要原因是公司员工设置大幅向投行、研究所业务倾斜。截至 2021/1/14, 公司共有保荐代表人 216 人, 数量绝对值排名全行业第 9, 保代人数占总员工数比例达到 6.7%, 在所有上市券商中排名第 1 且大幅领先。同时公司注册分析师 84 人, 占总员工数比例 2.6% 亦处于行业前列。公司在人员配置、薪酬激励方面均大力投入支持研究服务及投行业务, 打造精品投行具备长期基础。

**表 3: 国金证券员工中保代数量占比上市券商中最高**

排名	证券公司	保代	保代占总人数比例	分析师	分析师占总人数比例	保代+分析师占总人数比例	从业总人数
1	国金证券	216	6.7%	84	2.6%	9.3%	3,229
2	东兴证券	124	4.3%	35	1.2%	5.6%	2,854
3	中信建投	388	4.0%	90	0.9%	4.9%	9,779
4	中金公司	295	3.8%	155	2.0%	5.8%	7,789
5	东吴证券	98	2.4%	51	1.6%	4.0%	3,138
6	浙商证券	107	2.4%	50	0.8%	3.2%	3,437
7	国元证券	132	1.3%	22	2.6%	3.9%	4,247
8	华泰证券	272	2.0%	105	1.4%	3.4%	8,795
9	海通证券	286	1.4%	137	2.6%	4.0%	9,796
10	中信证券	390	2.6%	127	1.4%	4.0%	14,150
11	红塔证券	35	2.3%	37	1.2%	3.6%	1,333
12	招商证券	200	0.7%	99	2.3%	3.0%	8,455
13	国泰君安	251	1.7%	140	1.3%	2.9%	10,889
14	光大证券	165	1.7%	67	1.6%	3.3%	7,322
15	国信证券	250	1.4%	92	1.5%	3.0%	11,322

资料来源: 中国证券业协会, 申万宏源研究

## 2. 投行业务为主要驱动，其他传统业务多元化发展

### 2.1 投行业务：比肩头部券商，显著受益注册制改革

公司 2020 年 IPO 主承销规模行业第 7，比肩头部券商。国金证券 2020 年 IPO 主承销家数 20 家，承销规模达 172 亿元，市占率 3.6%，排名行业第 7 名，表现出极强业务竞争力。公司集中力量着重发展 IPO 业务，近 4 年 IPO 承销规模排名明显超过再融资、债券业务。

图 10：2020 年国金 IPO 承销规模市占率行业第 7



资料来源：Wind，申万宏源研究

表 4：国金证券 IPO 市占率排名显著好于再融资、债券承销

单位：亿元	首发市占率	IPO 规模	排名	再融资市占率	再融资规模	排名	债承市占率	债承规模	排名
2020	3.6%	172	7	0.6%	52	28	0.9%	911	27
2019	0.9%	23	21	1.0%	97	17	0.8%	601	27
2018	2.2%	31	8	0.6%	50	29	0.6%	345	30
2017	5.4%	117	6	2.0%	226	12	0.8%	371	24
2016	2.8%	46	12	1.4%	278	18	1.1%	592	25
2015	2.8%	45	13	1.9%	305	13	1.0%	306	28
2014	1.2%	9	23	2.5%	196	13	0.2%	44	58

资料来源：Wind，申万宏源研究

公司 IPO 项目行业、地域多元化布局，平均募资规模相对较小。2020 年公司 IPO 主承销项目行业、地域分布均相对平衡，项目地域未呈现明显的发达经济带集中等特点，行业涉及医药、电子、化工等诸多领域，20 家 IPO 项目中共有 8 家创业板、3 家科创板、9 家主板/中小板，上市板分布与行业整体相差较近。公司年初至今 IPO 项目平均募资规模为 8.6 亿元，相较其他头部投行相对较小，公司通过广泛的业务布局以获取项目数量优势与头部券商抗衡。

**表 5: 2020 年国金证券 IPO 主承销项目具有平均募资规模较小的特点**

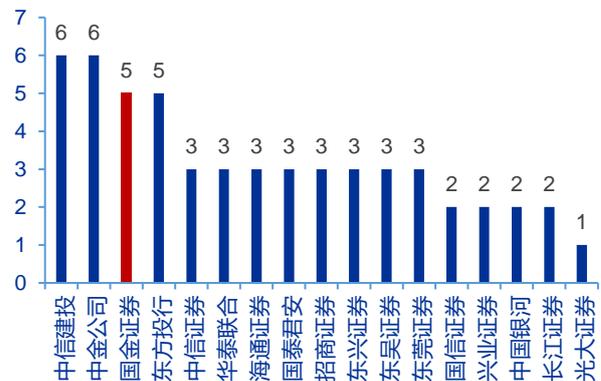
序号	代码	名称	上市板块	上市日期	发行规模(亿元)	承销收入(万元)	承销保荐费率	所在地	SW 一级行业
平均值					8.60	5,010.67	5.8%		
1	300928.SZ	华安鑫创	创业板	2021-11-06	7.61	6,202.91	8.2%	北京	汽车
2	300908.SZ	仲景食品	创业板	2020-11-23	9.94	6,749.53	6.8%	河南南阳	食品饮料
3	605058.SH	澳弘电子	主板	2020-10-21	6.51	4,347.17	6.7%	江苏常州	电子
4	300893.SZ	松原股份	创业板	2020-09-24	3.37	3,260.00	9.7%	浙江宁波	汽车
5	003005.SZ	竞业达	中小板	2020-09-22	8.43	5,832.72	6.9%	北京	计算机
6	603155.SH	新亚强	主板	2020-09-01	12.39	2,952.83	2.4%	江苏宿迁	化工
7	300870.SZ	欧陆通	创业板	2020-08-24	9.31	6,519.05	7.0%	广东深圳	电气设备
8	300876.SZ	蒙泰高新	创业板	2020-08-24	4.82	3,866.38	8.0%	广东揭阳	化工
9	605088.SH	冠盛股份	主板	2020-08-17	6.23	4,500.00	7.2%	浙江温州	汽车
10	002993.SZ	奥海科技	中小板	2020-08-17	12.15	7,450.32	6.1%	广东东莞	电子
11	605100.SH	华丰股份	主板	2020-08-11	8.56	4,258.00	5.0%	山东潍坊	机械设备
12	300859.SZ	西域旅游	创业板	2020-08-06	2.79	2,621.66	9.4%	新疆阜康	休闲服务
13	605118.SH	力鼎光电	主板	2020-07-30	3.80	1,800.00	4.7%	福建厦门	电子
14	688566.SH	吉贝尔	科创板	2020-05-18	11.07	7,298.70	6.6%	江苏镇江	医药生物
15	603392.SH	万泰生物	主板	2020-04-29	3.82	4,346.00	11.4%	北京	医药生物
16	300829.SZ	金丹科技	创业板	2020-04-22	6.38	6,164.68	9.7%	河南周口	农林牧渔
17	688228.SH	开普云	科创板	2020-03-27	9.95	7,439.13	7.5%	广东东莞	计算机
18	300820.SZ	英杰电气	创业板	2020-02-13	5.33	6,285.10	11.8%	四川德阳	电气设备
19	603195.SH	公牛集团	主板	2020-02-06	35.67	4,660.38	1.3%	浙江宁波	轻工制造
20	688278.SH	特宝生物	科创板	2020-01-17	3.83	3,658.91	9.5%	福建厦门	医药生物

资料来源: Wind, 申万宏源研究

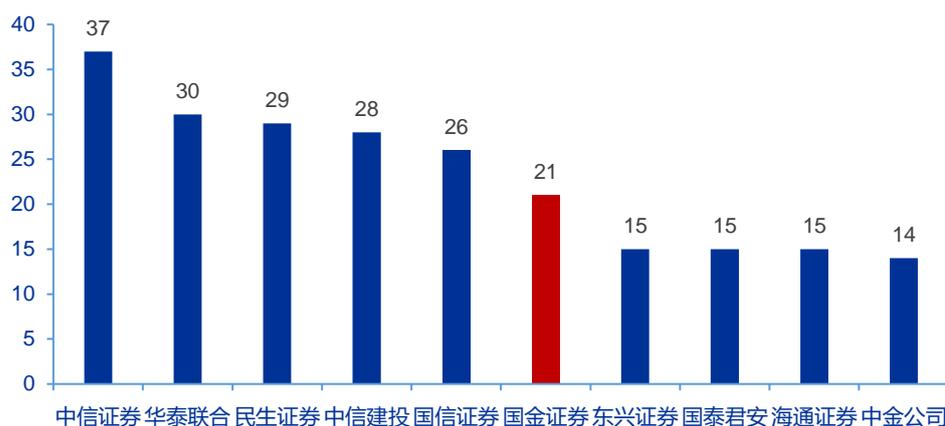
公司创业板项目储备丰富，注册制改革大潮下显著受益。创业板注册制改革带动投行业务市场空间大幅上升，公司高度重视注册制带来的机遇，发力创业板 IPO，自 8 月创业板注册制正式实施以来，主承销 IPO 家数 5 家，仅次于中信建投、中金公司，公司 IPO 发行规模 35.1 亿元，市占率 5.2%，排名行业第 5。截至 2021/1/15，公司创业板 IPO 排队项目数达 21 家，排名行业第 6，后劲十足，判断未来几年随着注册制改革深化，国金证券 IPO 业务市占率将持续提升。

**图 11: 创业板注册制 IPO 主承销规模国金市占率排名第 5 (截至 2021/1/15)**


资料来源: Wind, 申万宏源研究

**图 12: 创业板注册制 IPO 国金承销家数仅次于建投、中金 (截至 2021/1/15)**


资料来源: Wind, 申万宏源研究

**图 13：国金证券创业板 IPO 排队项目数排名行业第 6（截至 2021/1/15）**


资料来源：Wind，申万宏源研究

注：排队企业审核状态：报送证监会、已受理、已问询、待上会、已审核通过、证监会注册

**公司亦积极开展科创板 IPO 承销业务。**公司在科创板承销 IPO 项目中生物医药行业公司相对较多，截至 2021/1/15 公司承销 4 家已上市公司中 3 家为生物产业。当前公司 IPO 排队项目 8 家，项目储备较为充足。判断未来公司在科创板 IPO 市占率方面同样将维持一定的优势。

**表 6：国金证券主承销科创板 IPO 已发行 4 家，排队中 8 家**

发行阶段	Wind 代码	证券简称	注册地	科创主题	拟募集资金(亿元)	审核状态	更新日期
待发行	A20466	上海谊众	上海市	生物产业	10.3	已回复(第四次)	2021/1/11
	A20149	翼捷股份	上海市	新一代信息技术产业	3.9	报送证监会	2021/1/6
	A20409	英科环保	山东省	节能环保产业	8.8	已审核通过	2020/12/30
	A20561	天微电子	四川省	高端装备制造产业	5.2	已回复	2020/12/29
	A20726	泛海统联	广东省	新材料产业	9.0	已受理	2020/12/28
	A20614	博创智能	广东省	高端装备制造产业	6.4	已问询	2020/12/21
	A20116	罗普特	福建省	新一代信息技术产业	6.7	报送证监会	2020/12/9
	A17094	西力科技	浙江省	高端装备制造产业	4.0	已审核通过	2020/10/21
1H20 发行	688566	吉贝尔	江苏省	生物产业	6.9	已发行	2020/5/7
	688228	开普云	广东省	新一代信息技术产业	4.6	已发行	2020/3/18
	688278	特宝生物	福建省	生物产业	6.1	已发行	2020/1/8
2H19 发行	688358	祥生医疗	江苏省	生物产业	9.5	已发行	2019/11/22

资料来源：Wind，申万宏源研究

## 2.2 经纪业务：互联网金融转向线上线下并重，推进多元化发展

**零售经纪业务占主导，近 5 年市占率维持相对稳定。**公司经纪业务中个人代理买卖证券款占比维持 80%左右，零售业务占据主导。国金证券 2014 年与腾讯合作推出“佣金宝”App，成为最早进军互联网金融的券商之一，经纪业务线上化带动公司 2014-2016 年股基交易市占率快速提升，由 2013 年 0.49% 提升至 2016 年 1.32%。然而近几年各家券商零售经纪业务均大力发展线上化转型，国金证券互联网经纪业务的先发优势逐渐兑现完毕，市占率维持相对平稳。

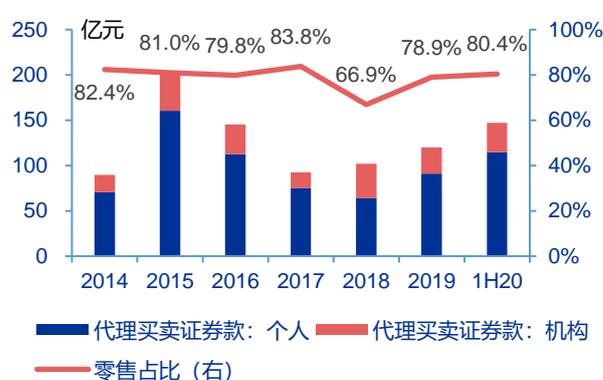
**全国扩张开设营业部，谋求经纪业务多元化转型。**公司谋求经纪业务的多元化转型，2018 年正式提出了“零售线上化、高客线下化”的战略，提升对线下业务、高净值客户的重视程度。公司过去营业部较少，且半数集中于四川省内，2017 年至今公司持续扩张线下网点铺设，同时新设营业部集中于四川省外，追求全国布局，截至 11/27 公司共有 71 家营业部，其中四川省外 47 家。公司对于线下高净值客户服务的前期准备工作已基本完成，同时公司持续升级线上 App 提升用户体验，线上线下双轨发展的新模式为公司未来实现财富管理转型打下基础。

图 14：股基成交额市占率近 5 年相对稳定



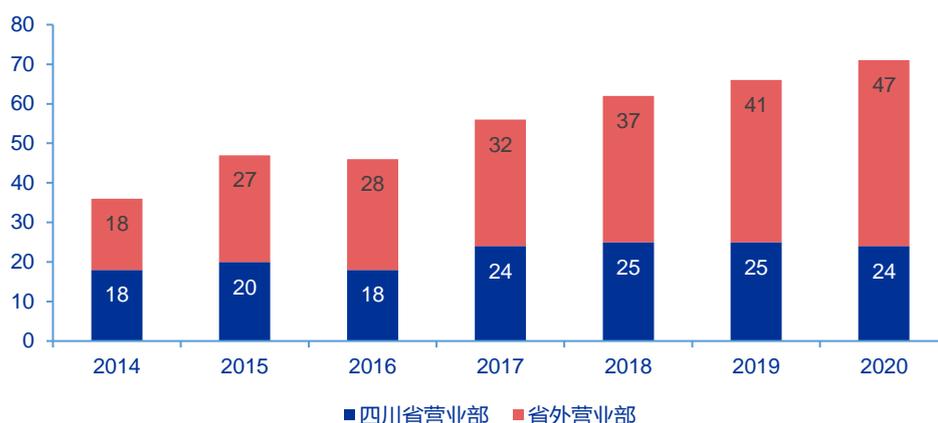
资料来源：Wind，公司财报，申万宏源研究

图 15：1H20 经纪业务零售占比约 80%



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 16: 近 4 年公司不断扩张开设四川省外营业部



资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

**代销金融产品收入高增, 综合费率显著提高。** 代销金融产品业务为公司的优势业务之一, 公司代销金融产品收入 2019 年 1.11 亿元, 1H20 为 6330 万元, 同比增速达 79.4%, 快于经纪业务整体业绩增速, 公司代销金融产品收入占经纪业务比重不断提升, 由 2014 年 0.8% 提升至 1H20 的 8.7%。2016 至今公司代销规模有所波动但未呈现明显增长趋势, 近 2 年代销收入高增主因综合费率提升, 判断因公司线上聚焦投顾宝客群、线下推进高净值客户服务的双线发展布局初步收获成效, 业务结构由过去的货基代销为主转为各类产品均衡发展。

图 17: 1H20 代销收入同比增速近 80%



资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

图 18: 代销产品规模相对稳定, 费率明显提升



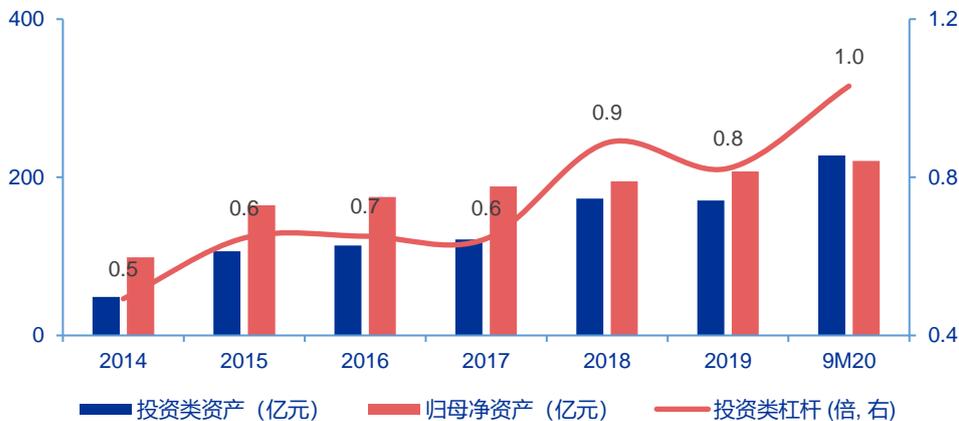
资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

## 2.3 重资产业务: 杠杆稳步提升仍低于行业, 两融市占率提升

**投资类杠杆显著低于行业平均, 近 3 年呈上升趋势。** 轻资产为主的发展战略导向下, 公司经营杠杆、投资类杠杆均显著低于行业平均, 9M20 公司投资类杠杆 1.03 倍, 显著低于行业加权平均投资类杠杆的 2.18 倍。由于投行业务跟投规模提高、债权投资仓位提升等

原因，公司近 3 年投资类资产规模明显提升，投资类杠杆呈上升趋势，9M20 投资类杠杆达到约 1.0 倍。判断投资类业务规模未来仍将上升，在对公司业绩带来稳定贡献的基础上，提供业绩弹性。

图 19：投资类杠杆逐年上升，仍显著低于行业平均

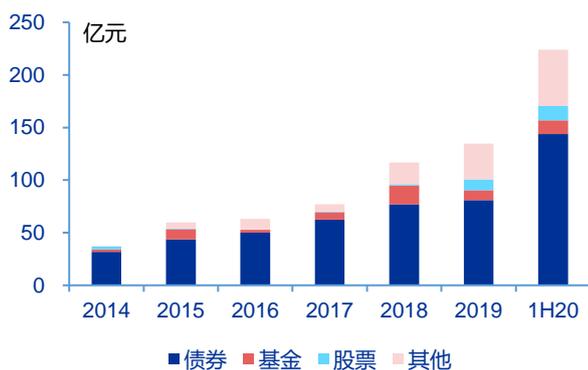


资料来源：Wind，申万宏源研究

注：投资类资产=交易性金融资产+债权投资+其他债权投资+其他权益工具投资+可供出售金融资产+衍生金融资产；投资类杠杆=投资类资产/归母净资产

**交易性金融资产以债券类为主，投资收益率近 3 年稳定高于行业。**公司交易性金融资产中债券占据主导，但 2014 年至今债券规模占比呈下降趋势，由 2014 年 86% 降至 1H20 的 64%，近 2 年交易性金融资产中公司股票投资规模明显扩张，1H20 占比达 6%。公司综合投资收益率近 3 年显著高于行业，同时稳中有升，业绩斐然，2018-9M20 年化收益率分别为 7.2%、7.2%、7.7%，9M20 相比行业整体高 2.6pcts。

图 20：1H20 交易性金融资产中债券占比 64.3%



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 21：近 3 年综合投资收益率稳定高于行业水平



资料来源：Wind，申万宏源研究

**两融余额市占率持续提高，负债成本率大幅下降，量价齐升下利息净收入增长可期。**公司两融业务零售占比相对较高，1H20 两融余额 106 亿元，2014 年至今市占率持续上升，由 2014 年 0.52% 升至 1H20 的 0.91%，未来有望持续带动信用业务利息收入规模稳步提

升。同时，伴随行业整体融资成本下降，公司综合负债成本率大幅下降，由2015年11.2%下降至9M20的3.0%，下降速率快于行业，带动公司信用业务息差上升。

**图 22：公司两融余额市占率逐年稳步上升**


资料来源：公司财报，申万宏源研究

**图 23：综合负债成本率快速下降**


资料来源：公司财报，申万宏源研究

注：综合负债成本率=利息支出/（卖出回购及拆入资金+短期融资券、应付债券及长短期借款）期初期末均值

## 3. 盈利预测与估值：首次覆盖给予“买入”评级

### 3.1 盈利预测：未来3年归母净利润增64%、21%、17%

预计公司2020-2022年营业收入64.3亿元、74.5亿元、85.2亿元，同比分别增长47.7%、16.0%、14.4%；预计2020-2022年归母净利润21.3亿元、25.7亿元、30.0亿元，同比分别增长63.7%、21.0%、16.7%，EPS分别为0.70元、0.85元、0.99元，年末BPS分别为7.51元、8.27元、9.16元，ROE分别为9.79%、10.78%、11.39%。

**表 7：国金证券重要财务指标预测**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					
每股收益	0.33	0.43	0.70	0.85	0.99
每股净资产	6.44	6.85	7.51	8.27	9.16
关键运营指标 (%)					
ROE	5.27%	6.46%	9.79%	10.78%	11.39%
净利润率	26.8%	29.9%	33.1%	34.5%	35.2%
收入同比增长率	-14.2%	15.5%	47.7%	16.0%	14.4%
净利润同比增长率	-15.9%	28.5%	63.7%	21.0%	16.7%
资产负债率	58.1%	58.5%	66.9%	67.3%	67.6%
估值指标 (倍)					
P/E	48.1	37.5	22.9	18.9	16.2
P/B	2.50	2.35	2.14	1.94	1.76

资料来源：Wind，申万宏源研究

假设 2020-2022E 公司 IPO、再融资、债券承销市占率均有所提升，投行业务随市场空间扩张实现收入快速增长。公司投行业务作为战略核心持续发力，判断市占率将在 2020 年高基数上继续稳中有升，假设：①IPO：2020-2022E 国金证券 IPO 主承销市占率分别为 3.6%、3.8%、4.0%，市场 IPO 融资额分别为 4726 亿元、5200 亿元、5800 亿元，公司在中型公司 IPO 业务积累较多后有望承销更多规模较大 IPO，假设 IPO 承销佣金率逐年增长分别为 6.0%、6.5%、7.0%。②再融资：2020-2022E 再融资主承销市占率 0.6%、0.8%、1.0%，市场再融资额分别为 8963 亿元、1.04 万亿元、1.19 万亿元。③债券：2020-2022E 债券主承销市占率市占率 0.9%、1.0%、1.1%，市场债券融资额分别为 10.14 万亿元、11.16 万亿元、12.07 万亿元。综合预计 2020-2022E 公司投行业务净收入 19.4 亿元、24.3 亿元、29.9 亿元，同比分别增长 115%、25%、23%。

表 8：投行业务核心假设

单位：亿元	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>投行业务净收入</b>	<b>13.7</b>	<b>7.2</b>	<b>9.0</b>	<b>19.4</b>	<b>24.3</b>	<b>29.9</b>
<b>IPO 融资业务净收入</b>	<b>8.0</b>	<b>2.4</b>	<b>2.1</b>	<b>10.3</b>	<b>12.8</b>	<b>16.2</b>
市场 IPO 融资额	125	112	105	4,726	5,200	5,800
IPO 融资市场份额	5.4%	2.2%	0.9%	3.6%	3.8%	4.0%
IPO 承销业务规模	7	2	1	172	198	232
IPO 承销佣金率	118.73%	96.33%	215.52%	6.00%	6.50%	7.00%
<b>再融资业务净收入</b>	<b>1.3</b>	<b>0.5</b>	<b>0.2</b>	<b>0.3</b>	<b>0.4</b>	<b>0.6</b>
市场再融资融资额	11,793	8,175	9,510	8,963	10,423	11,943
再融资市场份额	2.0%	0.6%	1.0%	0.6%	0.8%	1.0%
再融资承销业务规模	237	47	97	56	83	123
再融资承销佣金率	0.56%	1.01%	0.21%	0.50%	0.50%	0.50%
<b>债券融资业务净收入</b>	<b>1.4</b>	<b>1.9</b>	<b>4.7</b>	<b>7.3</b>	<b>8.9</b>	<b>10.6</b>
债券市场融资额	44,860	56,715	76,075	101,380	111,590	120,651
债券承销市场份额	0.8%	0.6%	0.8%	0.9%	1.0%	1.1%
债券承销业务规模	371	345	601	912	1116	1327
债券承销佣金率	0.38%	0.55%	0.78%	0.80%	0.80%	0.80%
<b>保荐、财务顾问业务净收入</b>	<b>3.0</b>	<b>2.4</b>	<b>2.0</b>	<b>1.8</b>	<b>2.5</b>	<b>3.0</b>

资料来源：Wind，申万宏源研究

假设代销金融产品收入维持上半年增长趋势，经纪业务市占率未来三年维持平稳，佣金率相对稳定。假设 2020-2022E 经纪业务市占率分别为 1.18%、1.20%、1.20%，假设佣金率保持稳定在 2.50bps 左右，未来 3 年跟随行业趋势略有下降，代销金融产品收入快速增长，交易单元席位租赁、期货经纪净收入维持相对平稳，假设 2020E-2022E 三项业务收入合计为 4.0 亿元、4.4 亿元、4.8 亿元。预计公司 2020-2022E 经纪业务净收入 16.7 亿元、17.1 亿元、18.8 亿元，同比增速分别为 47%、2%、10%。

**表 9：经纪业务核心假设**

单位：亿元	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经纪业务净收入	12.35	9.93	11.40	16.74	17.10	18.78
代理买卖证券业务净收入	8.99	6.68	8.31	12.74	12.70	13.98
市场日均交易额	5,025	4,139	5,599	9,071	9,076	10,199
经纪业务市场份额	1.35%	1.35%	1.22%	1.18%	1.20%	1.20%
经纪业务规模	33,106	27,265	33,336	52,020	52,931	59,481
佣金率	0.027%	0.025%	0.025%	0.025%	0.024%	0.024%
代销金融产品、交易单元席位租赁、期货经纪业务净收入	3.36	3.25	3.09	4.00	4.40	4.80

资料来源：Wind，申万宏源研究

假设投资类杠杆相对稳定，投资收益率在 2020 年高基数下略有回落。假设 2020-2022E 投资类资产杠杆分别为 1.10 倍、1.16 倍、1.15 倍，年底投资规模分别为 250 亿元、290 亿元、320 亿元，综合投资收益率分别为 8.0%、7.8%、7.6%。最终预计 2020-2022E 自营业务收入（含投资净收益、公允价值变动损益、其他债权投资利息收入）分别 16.8 亿元、21.1 亿元、23.2 亿元，同比分别增长 29%、25%、10%。

**表 10：自营业务核心假设**

单位：亿元	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
自营业务收入	4.7	10.2	13.0	16.8	21.1	23.2
同比增速	15.38%	116.86%	26.93%	29.33%	25.22%	10.07%
自营业务规模	121	173	170	250	290	320
自营业务资产/归母净资产	0.64	0.89	0.82	1.10	1.16	1.15
综合投资收益率	4.2%	7.3%	7.6%	8.0%	7.8%	7.6%

资料来源：Wind，申万宏源研究 注：自营业务收入=投资净收益+公允价值变动净收益+债权投资产生的利息收入；自营业务规模=金融投资+衍生金融资产-持有至到期投资

假设两融业务市占率持续提升，股票质押规模维持相对低位。假设 2020-2022E 市场日均两融余额分别为 1.62 万亿元、1.86 万亿元、2.08 万亿元，公司市占率维持提升趋势，分别为 0.93%、1.00%、1.05%，融资融券利率保持约为 7.0%。假设买入返售金融资产规模维持在 70 亿元，买入返售平均利率维持在 6.0%。

**表 11：信用业务核心假设**

单位：亿元	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
融资融券利息收入	5.0	5.1	5.3	8.4	11.8	14.1
融资融券市场总规模	9,364	7,557	10,192	16,190	18,569	20,795
市场份额	0.73%	0.78%	0.87%	0.93%	1.00%	1.05%
融资融券规模	75	59	89	151	186	218
融资融券利率	7.13%	7.59%	7.23%	7.00%	7.00%	7.00%
买入返售利息收入	2.7	2.7	3.4	3.7	4.2	4.2
买入返售业务规模	50	55	54	70	70	70
平均利差	5.38%	5.05%	6.30%	6.00%	6.00%	6.00%

资料来源：Wind，申万宏源研究

**集合、定向资管规模提升，主动管理转型下平均费率提升。**预计 2020-2022E 公司整体资管规模将有所回升，2020-2022E 集合、定向资管规模稳步增长，专向资管规模下滑，集合资管费率提升带动平均费率向上，预计受托资管净收入分别为 1.09 亿元、1.23 亿元、1.31 亿元。

**表 12：资管业务核心假设**

单位：亿元	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>受托客户资产管理业务净收入</b>	<b>1.89</b>	<b>1.33</b>	<b>0.96</b>	<b>1.09</b>	<b>1.23</b>	<b>1.31</b>
集合资产管理	0.78	0.37	0.23	0.34	0.45	0.50
定向资产管理	1.05	0.83	0.64	0.68	0.72	0.75
专向资产管理	0.06	0.14	0.10	0.06	0.05	0.05
<b>受托客户资产管理规模</b>	<b>2106</b>	<b>1438</b>	<b>1038</b>	<b>1042</b>	<b>1075</b>	<b>1113</b>
集合资产管理	98	29	30	42	45	48
定向资产管理	1716	1092	840	900	940	980
专向资产管理	292	317	167	100	90	85
<b>受托客户资产管理费率</b>	<b>0.10%</b>	<b>0.08%</b>	<b>0.08%</b>	<b>0.10%</b>	<b>0.12%</b>	<b>0.12%</b>
集合资产管理	0.61%	0.57%	0.76%	0.95%	1.00%	1.05%
定向资产管理	0.07%	0.06%	0.07%	0.08%	0.08%	0.08%
专向资产管理	0.02%	0.05%	0.04%	0.06%	0.06%	0.06%

资料来源：Wind，申万宏源研究

### 3.2 可比券商 PB-ROE 估值法给予 2021E 目标 PB 2.44 倍

公司作为中型上市券商，9M20 归母净资产规模为 221 亿元，我们选取归母净资产规模在 150-300 亿元的上市券商作为可比公司，最终选取了长江证券、东吴证券、长城证券、浙商证券、第一创业、国元证券 6 家券商作为可比券商。

**国金证券 2021E ROE 与 PB 估值水平不匹配。**我们预测国金证券 2021 年 ROE 为 10.78%。6 家可比券商 2021E ROE 平均为 7.54%，比国金证券低 42%，可比券商 2021E PB 估值平均 1.75 倍，比国金证券低 11%，公司以投行业务为核心特色业务，显著受益注册制改革，相比可比券商成长性更强，相比同规模券商国金证券更高的 ROE 理应匹配更高估值水平。

**判断国金证券合理静态 PB 估值 2.44 倍，对应目标价为 20.2 元，较当前收盘价存在 26% 上涨空间。**我们将可比券商 2021E ROE 作为自变量、将可比券商 2021E PB 估值作为因变量进行回归，得到回归模型：

$$2021E\ PB \sim 2021E\ ROE \times 0.21 + 0.13$$

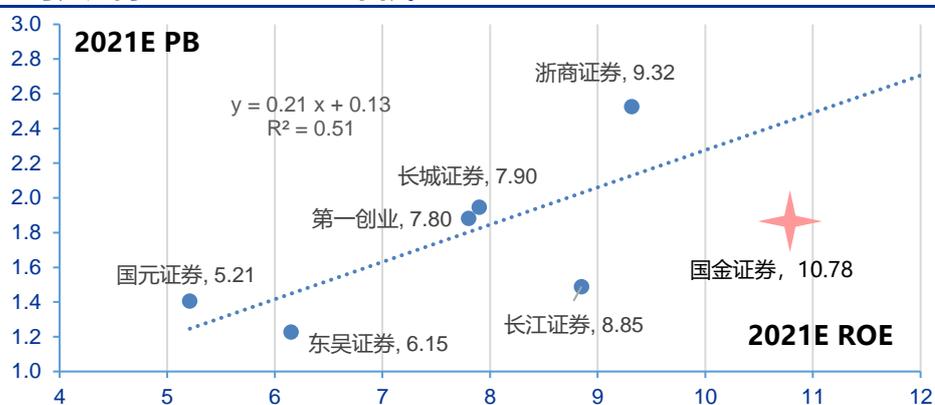
我们将国金证券 2021E ROE 10.78% 代入回归模型，给予国金证券 2021E 目标 PB 2.44 倍，对应目标价为 20.22 元/股，较当前（2021/1/18）收盘价 16.08 元/股上涨空间为 25.7%。

**表 13: 国金证券 2021E ROE 与 PB 估值存在不匹配**

代码	上市券商	预测来源	2020E 增速	9M20 归母净资产 (亿元)	2021E ROE (%)	2021E PB
600109.SH	国金证券	申万模型预测	64%	220.88	10.78	1.94
可比券商平均			41%		7.54	1.75
000783.SZ	长江证券	申万模型预测	58%	289.40	8.85	1.49
601555.SH	东吴证券	万得一致预测	58%	276.03	6.15	1.23
002939.SZ	长城证券	万得一致预测	57%	177.81	7.90	1.95
601878.SH	浙商证券	万得一致预测	74%	187.51	9.32	2.53
002797.SZ	第一创业	万得一致预测	105%	136.75	7.80	1.88
000728.SZ	国元证券	万得一致预测	49%	251.81	5.21	1.41

资料来源: Wind, 申万宏源研究

注: 2021E PB 为 2021/1/18 收盘价对应估值

**图 24: 可比券商 2021E PB-ROE 回归**


资料来源: Wind, 申万宏源研究

**表 14: 国金证券预测合并利润表**

人民币: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,766	4,350	6,425	7,451	8,522
手续费及佣金净收入	2,164	2,330	3,917	4,452	5,186
利息净收入	580	771	906	983	1,118
投资净收益及公允价值变动	1,014	1,239	1,602	2,016	2,218
其他业务收入	8	10	0	0	0
营业支出	2,502	2,697	3,640	4,071	4,569
营业税金及附加	20	22	32	37	42
管理费用	2,299	2,662	3,598	4,024	4,517
资产减值损失	183	-22	10	10	10
其他业务成本	-0	36	0	0	0
营业利润	1,264	1,652	2,785	3,380	3,953
营业外收支	96	53	50	50	50
利润总额	1,361	1,706	2,835	3,430	4,003
所得税	338	408	709	858	1,001
净利润	1,023	1,298	2,126	2,573	3,002
少数股东损益	13	-0	0	0	0
归属母公司净利润	1,010	1,299	2,126	2,573	3,002

资料来源: Wind, 申万宏源研究

**表 15: 国金证券预测合并资产负债表**

人民币: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	14,761	16,226	18,606	18,879	20,844
交易性及衍生金融资产	11,672	13,474	21,000	25,000	28,000
可供出售金融资产	5,623	3,572	4,000	4,000	4,000
存出保证金	543	985	1,561	1,588	2,379
长期股权投资	664	575	575	575	575
其他资产	13,404	15,319	23,100	26,611	29,878
资产合计	46,667	50,151	68,841	76,653	85,677
代理买卖证券款	11,437	13,596	15,606	15,879	17,844
卖出回购及拆入资金	6,712	3,069	8,400	10,000	11,200
短期融资券、应付债券及长短期借款	4,774	7,734	14,755	16,632	18,414
经营性负债及其他	4,184	4,964	7,316	9,061	10,443
负债合计	27,107	29,363	46,077	51,572	57,902
股本	3,024	3,024	3,024	3,024	3,024
其他所有者权益	16,465	17,698	19,674	21,991	24,685
归属母公司所有者权益	19,490	20,723	22,698	25,016	27,709
少数股东权益	71	66	66	66	66
负债及所有者权益合计	46,667	50,151	68,841	76,653	85,677

资料来源: Wind, 申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swhysc.com

## 股票投资评级说明

### 证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

### 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。