

齐鲁之子剑指全国，后起之秀前景可期

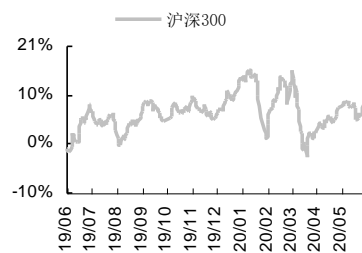
——中泰证券首次覆盖报告



投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (首次)

股价(2020年06月03日)	6.31元
目标价格	9.95元
52周最高价/最低价	6.31/6.31元
总股本/流通A股(万股)	696,863/69,686
A股市值(百万元)	43,972
国家/地区	中国
行业	证券
报告发布日期	2020年06月04日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	--	--	--	--
相对表现	--	--	--	--
沪深300	3.59	1.82	-2.63	9.68



资料来源: WIND、东方证券研究所

核心观点

- **立足齐鲁地缘优势显著，剑指全国力争上游。**1) 中泰证券2001年成立，其前身为齐鲁经纪、齐鲁证券，早期为经纪类券商，后逐渐发展为中大型综合券商。公司近10年九次获评证监会A类A级或以上券商。2) 公司为山东省国资委绝对控股，是山东省属唯一一家券商，地缘优势明显。3) 公司逐渐站稳券商行业第二梯队，总资产、净资产、营收、净利润均跻身TOP15；ROE、杠杆率等核心指标均位于上市券商中上游。经纪等传统业务优势明显，此次IPO以及后续再融资机遇将助公司发展重资产等创新业务。
- **经纪以齐鲁为根基开启财管转型，投行依托股东资源扬长补短。**1) 经纪业务是传统优势，截至19年公司营业部284家，不逊头部券商，山东省内优势尤其明显，并向其他富裕地区扩展版图，16-19年股票成交额市占率由2.4%提升至2.6%。投顾建设与金融科技位居行业前列，投顾数量及IT投入均列行业10名左右，为财管转型奠定基础。2) 依托股东资源，IPO实力较强，项目集中于山东等东部沿海，尤其以传统制造业项目见长。债券承销快速攀升，近5年内规模排名由39提升至9。借助注册制改革东风，扬长补短，加速大投行业务融合转型，提升专业能力。
- **加码重资产创新业务布局，把握机遇加速资管转型。**1) 公司传统自营业务以方向性投资见长，权益占比高，收益波动大，近年来加速发展FICC、衍生品等客需型交易投资业务，力求转型实现平滑增长的稳健收益。2) 依托经纪优势，两融市占率2.5%左右，稳居第10。政策利好释放且资本实力增强，紧抓两融发展机遇持续提升。3) 资管规模持续下降，主动管理占比较高(70%)但费率偏低；公司把握大资管时代机遇加速转型，公募基金或成为突破口。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司2020-2022年BVPS分别为4.74/5.13/5.59元，按照可比公司估值法，对应20PB估值为2.1倍，对应股价9.95，首次覆盖给予增持评级。

风险提示

- 系统性风险对非银金融企业估值的压制；成交量、IPO情况、自营投资业绩存在不确定性。次新股流通盘小，公司股价波动较大。

公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,025	9,709	11,105	12,669	14,261
同比增长	-14%	38%	14%	14%	13%
营业利润(百万元)	1,423	2,846	3,315	4,058	4,834
同比增长	-40%	100%	16%	22%	19%
归属母公司净利润(百万元)	1,009	2,249	2,592	3,185	3,792
同比增长	-44%	123%	15%	23%	19%
每股收益(元)	0.10	0.30	0.37	0.46	0.54
总资产收益率	0.8%	1.6%	1.6%	1.8%	1.9%
净资产收益率	3.0%	6.6%	6.9%	7.7%	8.5%
市盈率	63.10	21.03	16.96	13.81	11.60
市净率	1.54	1.42	1.33	1.23	1.13
经纪业务佣金率	0.043%	0.035%	0.033%	0.031%	0.030%

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算,

证券分析师

唐子佩

021-63325888*6083

tangzipei@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860514060001

联系人

孙嘉庚

021-63325888*6094

sunjiageng@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1. 扎根齐鲁大地，地缘优势显著，力争上游	5
1.1. 起源于山东，成熟于全国	5
1.2. 山东国资委绝对控股+省属区位优势显著，子公司大家庭日益壮大	6
1.3. 站稳第二梯队，资产规模与 ROE 力争上游	7
2. 轻资产聚焦财管、大投行转型，重资产扩大布局+多元化发展	10
2.1. 经纪：立足齐鲁，辐射全国，开启财富管理转型	10
2.2. 投行：乘注册制东风，依托股东资源，扬长补短	15
2.3. 自营：权益占比高+收益波动大，交易投资转型开启	20
2.4. 信用：资本实力增强，紧抓两融业务发展机遇	23
2.5. 资管：规模收缩+费率偏低，把握大资管机遇加速转型	26
3. 盈利预测与投资建议	29
3.1. 盈利预测	29
3.2. 投资建议	30
4. 风险提示	30

图表目录

图 1：中泰证券历史发展历程——大事记	5
图 2：中泰证券股权结构及子公司构成（截至 2020 年 4 月）	7
图 3：2013-2019 中泰证券总资产（亿元）及排名	8
图 4：2013-2019 中泰证券归母净资产（亿元）及排名	8
图 5：2013-2019 中泰证券营业收入（亿元）及排名	8
图 6：2013-2019 中泰证券归母净利润（亿元）及排名	8
图 7：2013-2019 中泰证券杠杆率及行业对比	9
图 8：2014-2019 中泰证券 ROE 及行业对比	9
图 9：2013-2019 公司业务收入结构	9
图 10：2013-2019 公司业务收入结构（除其他业务收入）	9
图 11：中泰证券全国营业网点分布图（截至 2020 年 5 月）	10
图 12：公司营业部数量与头部券商相比并无明显劣势（截至 2019 年底）	11
图 13：2016-2019 年公司省内营业部量市占率较高且稳定	11
图 14：2016-2019 年公司营业网点数量及区域分布情况	11
图 15：2016-2019 年公司股基交易额市场份额	12
图 16：2016-2019 年公司股基成交额（千亿）及地区分布	12
图 17：2016-2019 年公司经纪业务收入（亿元）及地区分布	13
图 18：2016-2019 年公司经纪业务佣金率	13
图 19：中泰证券投资顾问人数及占比（截至 2020 年 4 月）	14
图 20：2019/07-2020/03 齐富通 App 月活数（万）及排名	15
图 21：公司已完成的 IPO 项目地区分布（2010 年至今）	16
图 22：公司 IPO 排队项目地区分布（截至 2020 年 5 月）	16
图 23：公司已完成的 IPO 项目行业分布（2010 年至今）	17
图 24：公司 IPO 排队项目行业分布（截至 2020 年 5 月）	17
图 25：2016-2019 年公司新三板推荐挂牌数量及排名	20
图 26：2016-2019 年公司新三板股票发行家数	20
图 27：2016-2019 年公司新三板股票发行规模及排名	20
图 28：2016-2019 年公司新三板做市企业数量及排名	20
图 29：2013-2019 年公司自营资产规模（亿元）及排名	21
图 30：2013-2019 年公司权益类自营资产占比及排名	21
图 31：2013-2019 年公司自营业务收入（亿元）及排名	21
图 32：2016-2019/09 公司信用账户开户营业部数量	24
图 33：2016-2019/09 公司经纪业务客户开户数量(万户)	24

图 34：2016-2019/09 公司信用账户开户数及占比	24
图 35：2016-2019/09 公司融券业务余额(亿元)及占比	24
图 36：2016-2019 前三季股票质押家数及平均融资金额	25
图 37：2016-2019 前三季公司股票质押业务平均利率水平	25
图 38：2016-2019 年公司资产管理规模（亿元）及构成	27
图 39：上市券商 2018-2019 年末资产管理规模（亿元）及平均资管费率（截至 2019 年末） ...	27
图 40：2016-2019 年中泰资本管理基金个数与基金实缴规模（亿元）	28
表 1：中泰证券十大股东明细（截至 2020 年 4 月 28 日）	6
表 2：2016-2019 年公司经纪业务收入（亿元）及排名	12
表 3：公司 2020 年经纪业务收入占比弹性测算表	13
表 4：2017-2018 年中泰证券信息系统投入金额（万元）及排名（中证协披露）	14
表 5：券商 IPO 排队审核企业排行榜（截至 2020 年 4 月）	16
表 6：2015-2019 年公司股权承销家数及排名	17
表 7：2015-2019 年公司股权承销规模（亿元）及排名	17
表 8：2015-2019 年公司债权承销家数及排名	18
表 9：2015-2019 年公司债权承销规模（亿元）及排名	18
表 10：2016-2019 年公司并购重组交易金额、市场份额及排名	18
表 11：2016-2019 年公司投行业务收入（亿元）及行业排名	19
表 12：2019 年券商债券交割量（万亿元）排行榜	22
表 13：上市券商衍生金融工具名义本金排行（单位：亿元，截至 2019 年末）	23
表 14：2016-2019H1 中泰证券两融余额（亿元）、市占率及排名	24
表 15：2016-2019 年公司信用业务收入（亿元）及排名	26
表 16：2018-2019 年券商月均主动管理规模（亿元）排行榜（中基协）	27
表 17：中泰证券估值模型预测指标（单位：百万元）	29
表 18：中泰证券收入分类预测表（单位：百万元）	29
表 19：可比公司估值表	30

1. 扎根齐鲁大地，地缘优势显著，力争上游

1.1. 起源于山东，成熟于全国

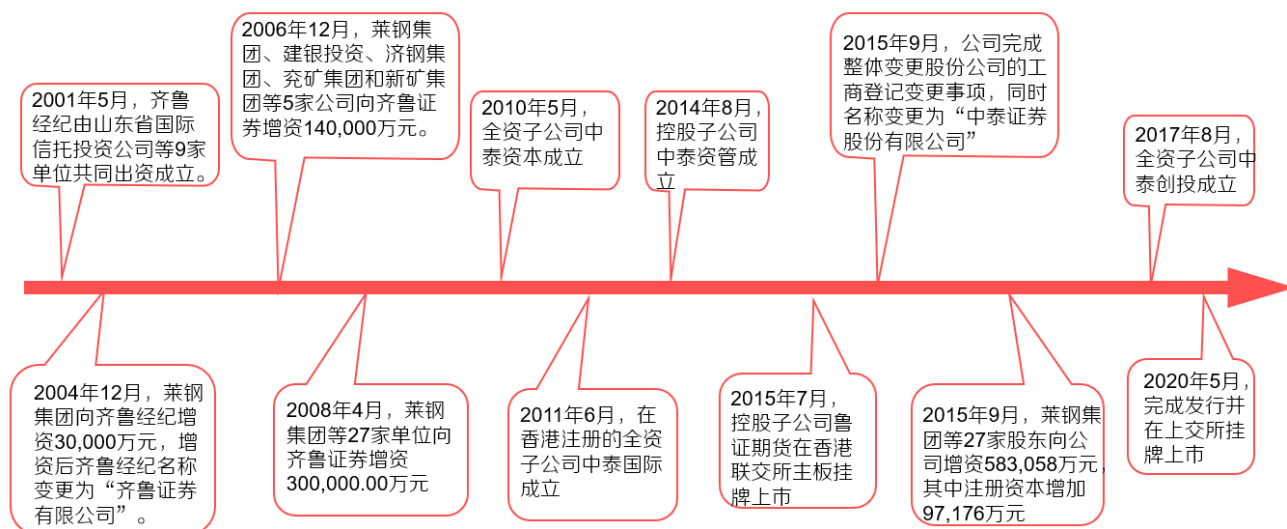
中泰证券的历史最早可追溯至 2001 年成立的齐鲁经纪。中泰证券由齐鲁证券整体股份制改制变更设立，而齐鲁证券的前身为齐鲁证券经纪有限公司。齐鲁经纪成立于 2001 年 5 月 15 日，由山东省齐鲁资产管理有限公司、山东省国际信托投资有限公司等 9 家山东省内的单位共同出资成立，初始注册资本仅为 5.12 亿元。顾名思义，齐鲁经纪的早期定位仅是一家经纪类证券公司。

齐鲁经纪变身齐鲁证券，公司雏形初现。2004 年 10 月，山东省国资委旗下的莱芜钢铁集团增资 3 亿元正式入主齐鲁经纪，注册资本增至 8.12 亿元，莱芜钢铁持股 36.93% 成为控股股东；同时齐鲁经纪更名为齐鲁证券有限公司，公司也逐渐走向综合型券商发展的道路。

多次增资后公司逐渐壮大，“齐鲁”改制变“中泰”为上市打下基础。自 2004 年首次增资至 2015 年 9 月最后一次增资，期间莱钢集团、济钢集团、兖矿集团等股东完成多次增资与股权受让，公司资本实力不断增强，注册资本也由 8.12 亿元增加至 62.72 亿元。2015 年 7 月，齐鲁证券以 2014 年末的净资产折股，整体变更设立股份有限公司，并正式更名为中泰证券，为上市奠定基础，同时也向市场传递了公司由山东大本营进军全国的经营战略信号。

三次冲击 IPO 终过会，公司成为山东省第一家、A 股第 38 家上市券商。2016 年 3 月，中泰证券首次启动 A 股上市工作但未果，2019 年 5 月重启上市后原定于 11 月 7 日的上市审核因故取消，同年 12 月 19 日中泰证券第三次 IPO 冲击终获过会，并于 2020 年成功完成发行上市，成为了山东省第一家、A 股市场第 38 家上市券商（自身为上市主体的券商，不包含上市公司全资或控股持有的券商）。

图 1：中泰证券历史发展历程——大事记



数据来源：公司招股说明书、东方证券研究所

公司分类评级结果领先且稳定。在中国证监会的券商分类评价中，除 2018 年外（BBB 级），2010 年至 2019 年均获得 A 类 A 级及以上评价结果，其中 2011 年和 2015 年被评为 A 类 AA 级。

1.2. 山东国资委绝对控股+省属区位优势显著，子公司大家庭日益壮大

山东省国资委处于绝对控股地位，公司未来发展将兼具稳定与效率。自 2004 年 10 月以来，莱芜钢铁集团一直是公司的第一大股东，地位稳固，且随着多次的增资扩股与股权变更受让，截至 2020 年 4 月 21 日，莱钢集团共持有 28.8 亿股，持股比例 45.91%，遥遥领先于第二大股东兖矿集团（持股 7.30%）。莱钢集团作为山东钢铁集团的控股子公司，其背后的最终股东是山东省国资委。此外，山东省国资委还通过直接以及间接持有的兖矿集团、济钢集团、新汶矿业等控股子公司持有部分中泰证券股份，合计持有上市前公司股份的比例高达 64.6%，即使考虑上市对公司股份的稀释效果，仍持有超过 58% 的股权，处于绝对控股地位。一方面，公司作为山东省政府唯一的全牌照券商平台，其战略地位不言而喻，未来获得持续且充足的资金支持与资源对接也是高确定性事件；另一方面，山东省国资委的绝对控股地位将有效地提升对公司未来发展战略与方向的把控性，并提升决策效率，有助于公司中长期的稳健与高效发展。

公司享有无法比拟的省内区位优势。山东地处环渤海经济圈、新亚欧大陆桥经济带、沿黄经济区的叠加地带，经济总量长期位于全国前三位，资本市场服务需求巨大。当前，山东正在深入实施新旧动能转换重大工程，公司作为唯一一家山东省属券商，得到山东省各级政府的大力支持，已成为山东现代金融产业发展的重要组成部分，在服务山东资本市场、促进实体经济转型升级方面有着其他券商难以比拟的政策优势和地缘优势。

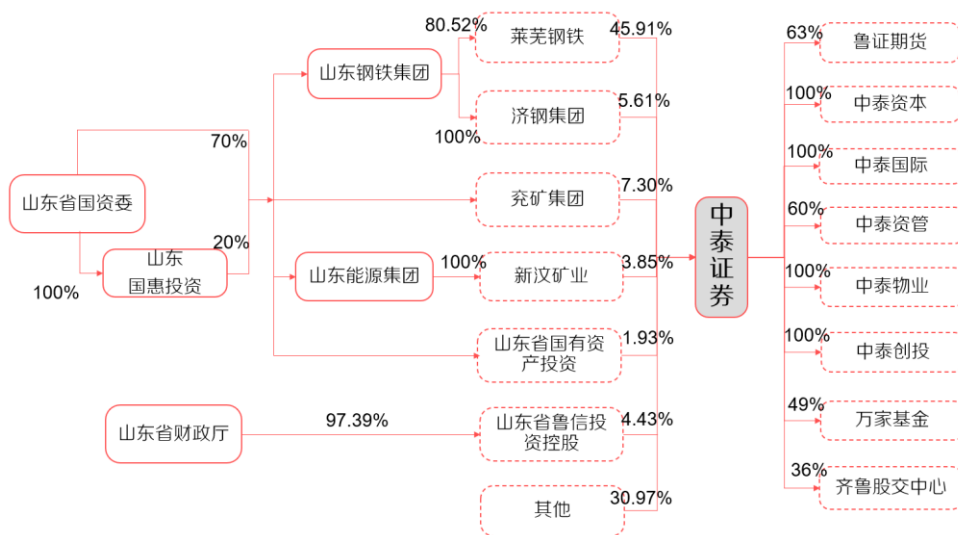
表 1：中泰证券十大股东明细（截至 2020 年 4 月 28 日）

序号	股东名称	持股数（股）	持股比例（%）
1	莱芜钢铁集团有限公司	2,879,559,900	45.9131
2	兖矿集团有限公司	458,091,900	7.3040
3	济钢集团有限公司	351,729,000	5.6081
4	山东省鲁信投资控股集团有限公司	277,566,330	4.4257
5	新汶矿业集团有限责任公司	241,737,300	3.8544
6	济南西城投资发展有限公司	241,737,300	3.8544
7	山东永通实业有限公司	203,366,300	3.2426
8	上海禹佐投资管理中心（有限合伙）	183,415,900	2.9245
9	宁波美舜投资管理中心（有限合伙）	152,523,400	2.4319
10	上海弘康实业投资有限公司	122,021,900	1.9456

数据来源：WIND、东方证券研究所

公司子公司大家庭日渐壮大，为公司全方位发展保驾护航。经过近 20 年发展，公司的子公司阵营日渐壮大，当前公司直接控股的公司有 6 家，直接参股的公司有 4 家，遍及衍生品、资产管理、私募基金、公募基金、海外业务、另类投资等领域，为公司的全方位综合发展奠定了坚实基础。

- 1) **鲁证期货**：成立于 1995 年，作为公司的衍生品业务子公司，是上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所、中国金融期货交易所和上海国际能源交易中心的会员，能够为国内各个期货、期权品种提供经纪服务，包括商品期货、期权和金融期货、期权。
- 2) **中泰资本**：成立于 2010 年，是中泰证券的私募投资基金业务子公司，主要从事私募股权投资以及私募投资基金管理等业务；
- 3) **中泰国际**：成立于 2011 年，是公司开展海外业务的平台子公司，当前以香港业务为主。中泰国际拥有 16 家一级子公司，能为客户提供海外股票交易、环球期货交易、国际市场融资、资产管理、投资咨询等全方位的综合金融服务，是公司实施国际化战略、拓展境外业务的优质平台。
- 4) **中泰资管**：成立于 2014 年，主要从事资产管理业务和公募基金管理业务，是公司重要的资管平台与未来财富管理转型的重要组成部分。
- 5) **中泰创投**：于 2017 年 8 月成立，是公司的另类投资子公司，主要从事以自有资金进行的私募股权投资等另类投资业务，也将作为公司科创板项目的跟投子公司。
- 6) **万家基金**：于 2002 年 8 月成立，公司作为第一大股东参股，持股比例为 49%，是公司重要的公募基金管理业务平台。

图 2：中泰证券股权结构及子公司构成（截至 2020 年 4 月）


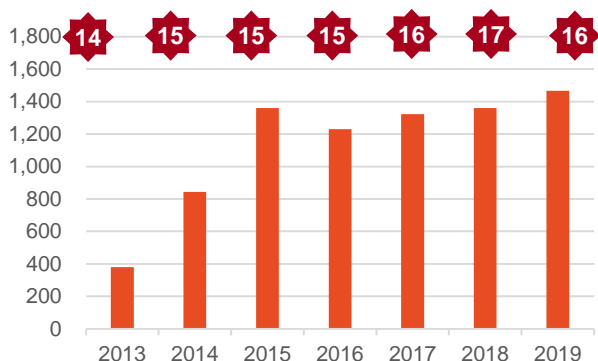
数据来源：WIND、东方证券研究所

1.3. 站稳第二梯队，资产规模与 ROE 力争上游

总资产与净资产规模站稳行业第二梯队，A 股 IPO 将助拓宽融资渠道、扩张资产规模。近年来公司资产规模跻身并站稳券商行业第二梯队，公司总资产规模由 2013 年末的 379.5 亿元增加至

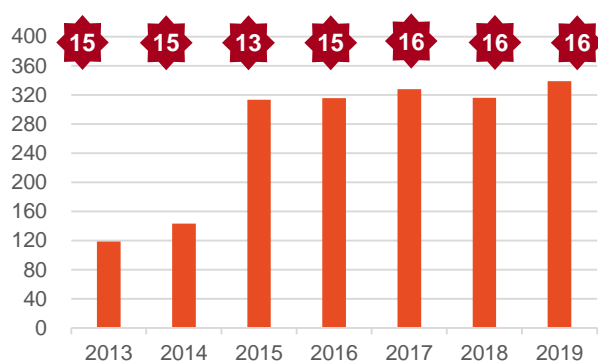
2019 年末的 1466.13 亿元，排名行业 14-17 名，归母净资产规模由 2013 年末的 118.62 亿元增长至 2019 年末的 339.1 亿元，排名行业第 13-16 名。公司此次 A 股 IPO 共募集 6.97 亿股，发行价 4.38 元，合计募集资金 30.52 亿元，IPO 完成后公司净资产将提升 9% 至 369.62 亿元，且随着公司成功上市以及再融资新规的大幅松绑，后续公司的融资渠道将显著拓宽，资产规模有望持续获得快速提升。

图 3：2013-2019 中泰证券总资产（亿元）及排名



数据来源：WIND、东方证券研究所

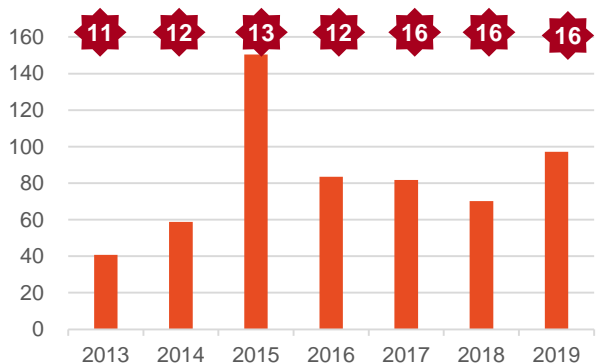
图 4：2013-2019 中泰证券归母净资产（亿元）及排名



数据来源：WIND、东方证券研究所

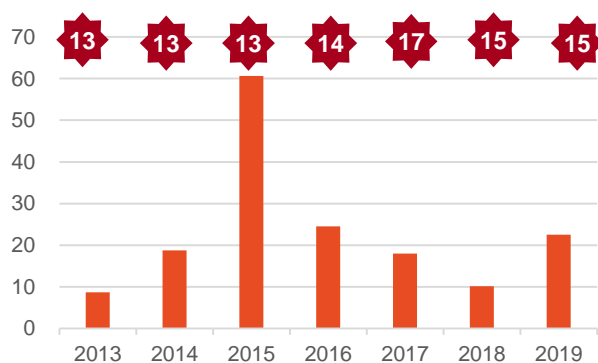
营业收入与归母净利润同样位居行业第二梯队。公司的盈利水平同样稳居券商行业第二梯队，公司 2017-2019 年分别实现营业收入 81.69/70.25/97.09 亿元，均排名行业第 16 名，分别实现归母净利润 17.95/10.09/22.49 亿元，分别排名行业第 17/15/15 名。此次 A 股 IPO 在增强资本实力的同时有望提升公司的盈利水平，并不断缩小与第一梯队的盈利差距。

图 5：2013-2019 中泰证券营业收入（亿元）及排名



数据来源：WIND、东方证券研究所

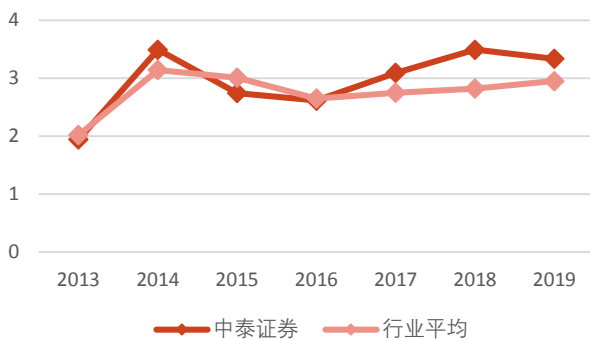
图 6：2013-2019 中泰证券归母净利润（亿元）及排名



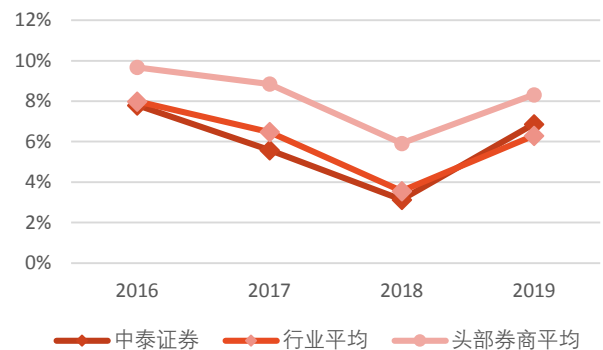
数据来源：WIND、东方证券研究所

公司杠杆率整体高于行业平均水平，ROE 处于上市券商中上游，借助上市良机提升盈利能力。

近年来公司的杠杆水平整体高于行业平均水平，2017-2019 年公司杠杆率（即权益乘数，剔除代理买卖证券款）分别为 3.09/3.49/3.34 倍，均高于行业平均的 2.75/2.82/2.95 倍，分别排在上市券商的第 22/15/21 位。公司的 ROE 处于上市券商中上游，2017-2019 年的 ROE 分别为 5.58%/3.14%/6.87%，分别排名上市券商第 26/24/17，有稳步回升的态势，2019 年公司 ROE 在时隔三年后重新超过行业平均水平。借助上市这一契机，公司资本实力得以显著增强，并可以撬动更多杠杆资金以扩大业务规模、提升盈利能力（ROE）并向头部券商靠拢。

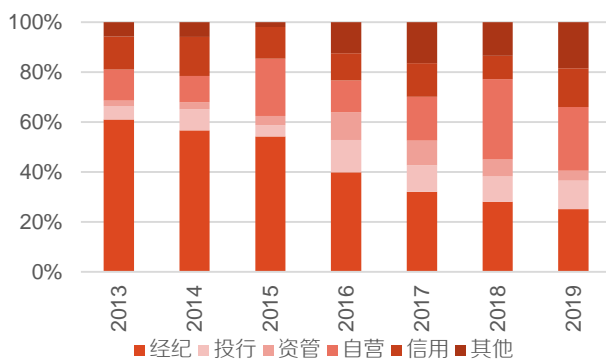
图 7：2013-2019 中泰证券杠杆率及行业对比


数据来源：WIND、东方证券研究所

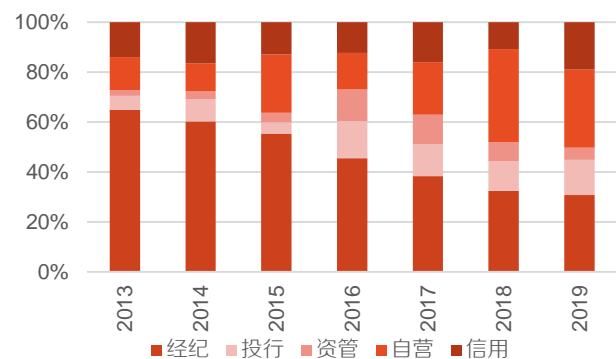
图 8：2014-2019 中泰证券 ROE 及行业对比


数据来源：WIND、东方证券研究所

坐拥轻资产传统优势，重资产转型进行时。公司以经纪业务起家，因此以经纪业务为代表的轻资产业务是公司的传统优势业务领域。近年来，公司跟随行业重资产化大潮，开启重资产化战略转型，轻资产业务（经纪、投行及资管）占比由 2013 年的 68.5% 下降至 2019 年的 40.5%，若不考虑其他业务收入（主要为鲁证经贸的期现结合业务现货销售收入），五大主营业务中轻资产占比也由 2013 年的 72.8% 下滑至 2019 年的 49.7%，重资产转型已现成效。

图 9：2013-2019 公司业务收入结构


数据来源：WIND、东方证券研究所

图 10：2013-2019 公司业务收入结构（除其他业务收入）


数据来源：WIND、东方证券研究所

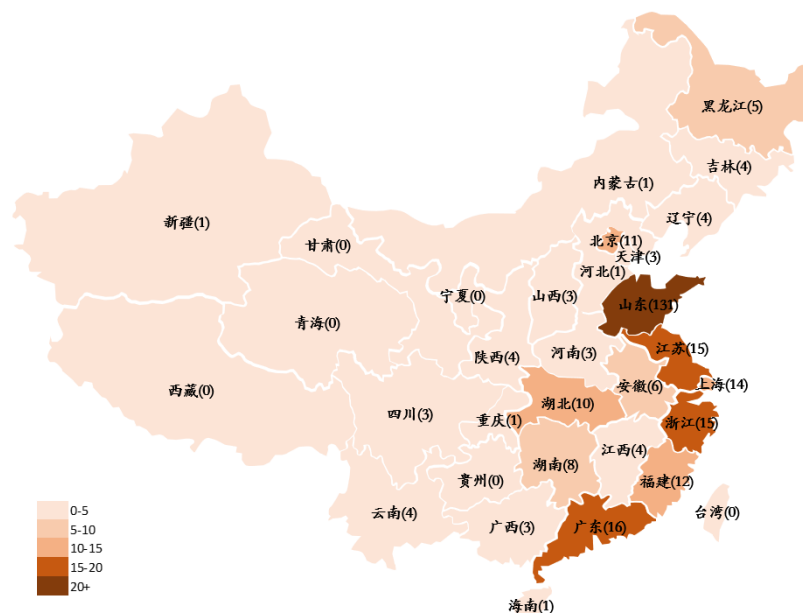
但相比于其他券商，公司的传统轻资产业务占比仍然较高，相对优势明显。未来公司的重资产转型有两大重点：1) 提升重资产业务的规模，主要通过不断增强资本实力的方式实现；2) 在补充资本的同时提升重资产业务的盈利能力，以稳住并提升公司的 ROE。

2. 轻资产聚焦财管、大投行转型，重资产扩大布局+多元化发展

2.1. 经纪：立足齐鲁，辐射全国，开启财富管理转型

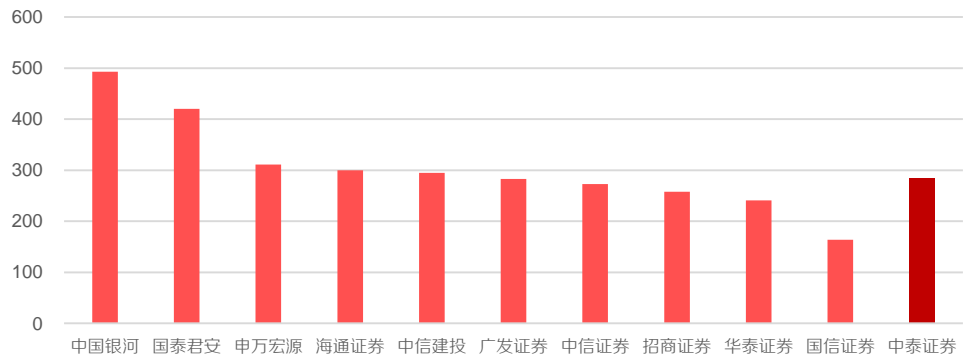
经纪业务立身，网点渠道布局优势突出且不断优化。中泰证券的前身齐鲁经纪是一家纯经纪类的券商，后来虽然公司发展为综合型券商，但是经纪业务的传统优势稳固且明显。2007 年以来公司营业网点开始快速增加，由 107 家增加到 2019 年 9 月 30 日的 284 家。1) 公司在山东省内网点布局优势明显，拥有 17 家分公司与 131 家营业部。近年来山东省内的证券经纪业务竞争日益激烈，一方面由于全省股基交易量随着大市的下滑而下降，另一方面入驻山东的券商与营业部数量在增加，券商数量由 2016 年的 70 家增至 2019 年的 112 家，营业部数量由 2016 年的 491 个增至 2019 年的 566 个，而公司在省内的营业部数量则相对稳定，致使省内占比由 2016 年的 26% 小幅下降至 23%，但是公司仍然牢牢掌握省内的绝对优势地位。2) 公司也非常重视对山东省外地区的经纪业务布局，省外营业网点数量由 2016 年的 112 家增至 2019 年的 153 家，占比由 47% 提升至 54%。其中富裕地区成为省外布局的重点区域，截至 2019 年末，公司京江浙沪闽粤六个富裕省市共有营业网点 83 家，占比高达 29%。公司全国网点渠道布局不断完善优化且日趋均衡。

图 11：中泰证券全国营业网点分布图（截至 2020 年 5 月）



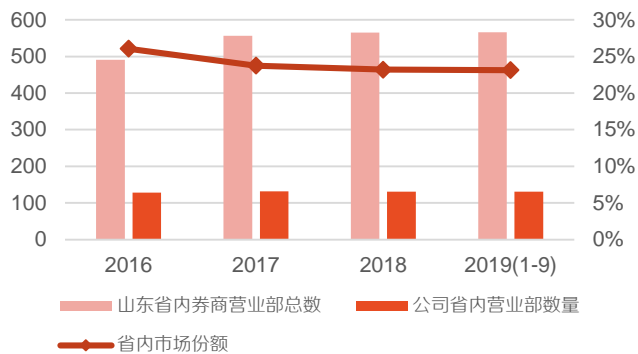
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 12：公司营业部数量与头部券商相比并无明显劣势（截至 2019 年底）



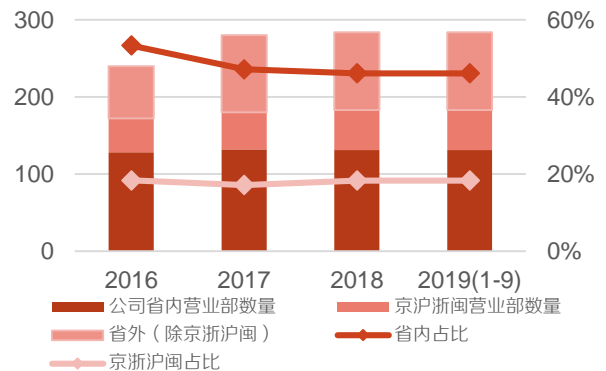
数据来源：WIND、东方证券研究所 注：公司营业部数量截至 2019 年三季度末

图 13：2016-2019 年公司省内营业部量市占率较高且稳定



数据来源：WIND、东方证券研究所

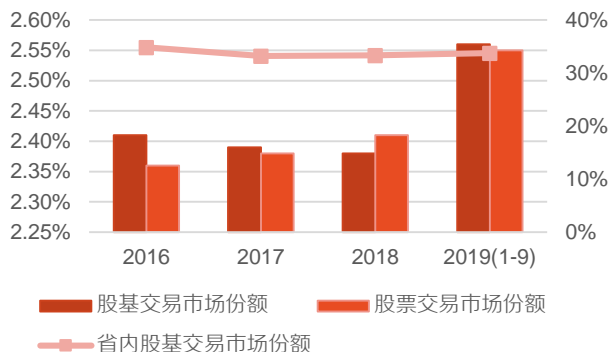
图 14：2016-2019 年公司营业网点数量及区域分布情况



数据来源：WIND、东方证券研究所

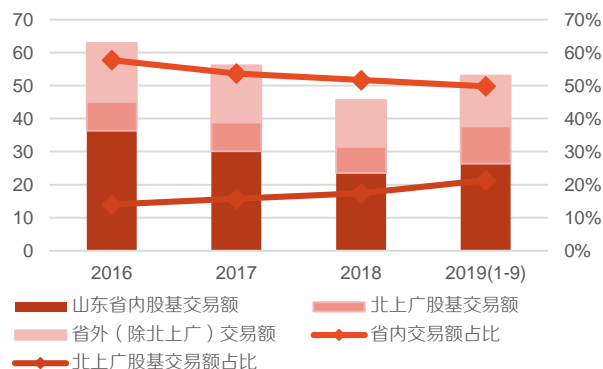
股基交易市场份额稳步提升，省内份额高而稳定。近年来公司两市成交额市场份额稳步提升，股基成交额市占率由 2016 年的 2.41% 提升至 2019 年的 2.56%，其中股票成交额市占率由 2016 年的 2.36% 提升至 2019 年的 2.55%。公司的主战场山东省内的股基成交额持续保持高市占率，2016-2019 年保持在 33%-35%。近年来随着公司对省外市场的开发，省内股基成交额占公司总成交额的比重由 2016 年的 58% 降至 2019 年的 50%，但省内市场仍是公司经纪业务的压舱石。

图 15：2016-2019 公司股基交易额市场份额



数据来源：WIND、东方证券研究所

图 16：2016-2019 年公司股基成交额（千亿）及地区分布



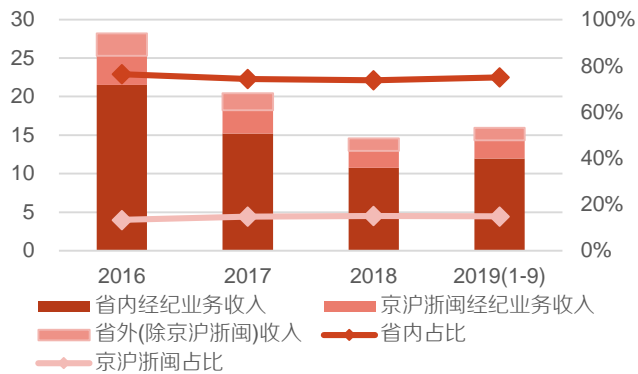
数据来源：WIND、东方证券研究所

公司传统经纪业务收入稳居第二梯队头部。近年来公司经纪业务稳居行业前列，2016-2019 年公司分别实现经纪业务收入 33.21/26.11/19.66/24.32 亿元，排名行业第 12/14/14/14 名。其中山东省内经纪业务仍是收入的主要贡献来源。2016-2019 年，省内经纪业务收入占比分别为 76.37/74.30%/73.78%/75.03%，占比明显高于股基成交额，主要由于公司在省内资本市场有着较长的服务历史，省内口碑及客户认可度高，客户基础稳固，使得省内佣金费率远高于省外佣金率。2016-2019 年，公司省内佣金率分别为千分之 0.59/0.50/0.46/0.45，明显高于公司平均佣金率（2016-2019 年分别为千分之 0.49/0.42/0.38/0.33）。

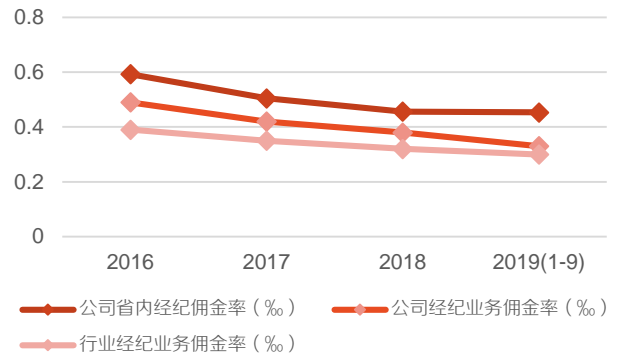
表 2：2016-2019 年公司经纪业务收入（亿元）及排名

排名	2016		2017		2018		2019	
	券商	金额	券商	金额	券商	金额	券商	金额
1	中信证券	94.95	中信证券	80.45	中信证券	74.29	中信证券	74.25
2	国泰君安	70.59	国泰君安	56.06	国泰君安	43.80	国泰君安	56.30
3	申万宏源	58.97	申万宏源	45.59	中国银河	34.64	中国银河	45.51
4	中国银河	57.51	中国银河	43.95	广发证券	34.53	广发证券	41.98
5	国信证券	55.95	国信证券	43.93	华泰证券	33.86	华泰证券	41.08
6	华泰证券	54.29	广发证券	43.36	申万宏源	32.62	国信证券	40.92
7	广发证券	53.81	华泰证券	42.10	国信证券	32.57	招商证券	39.93
8	海通证券	53.14	招商证券	40.36	招商证券	31.54	申万宏源	37.97
9	招商证券	47.20	海通证券	39.41	海通证券	30.06	海通证券	35.71
10	中信建投	38.95	中信建投	30.46	中金公司	26.17	中金公司	29.79
11	方正证券	36.62	方正证券	28.98	中信建投	22.91	中信建投	28.47
12	中泰证券	33.21	中金公司	27.79	方正证券	22.32	方正证券	27.56
13	光大证券	31.13	光大证券	26.46	光大证券	22.04	光大证券	25.12
14	安信证券	28.72	中泰证券	26.11	中泰证券	19.66	中泰证券	24.32
15	长江证券	21.11	安信证券	22.87	安信证券	18.29	平安证券	24.00

数据来源：WIND、东方证券研究所

图 17：2016-2019 公司经纪业务收入（亿元）及地区分布


数据来源：WIND、东方证券研究所

图 18：2016-2019 年公司经纪业务佣金率


数据来源：WIND、东方证券研究所

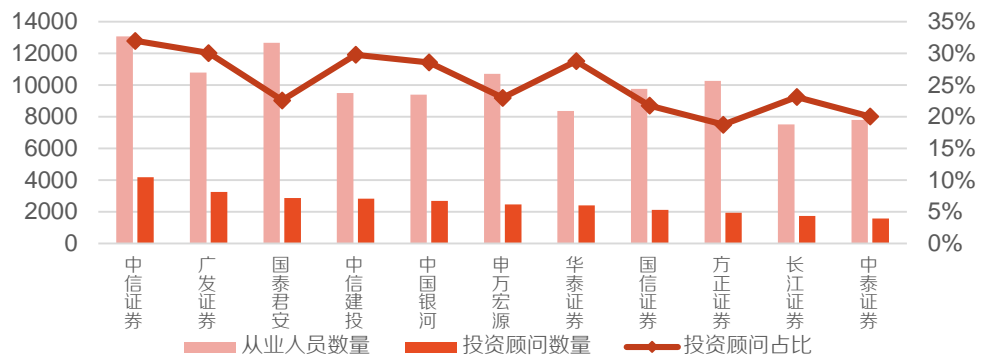
佣金率下滑冲击传统通道业务模式，财富管理转型大势所趋。随着行业传统通道类经纪业务竞争的日趋激烈，行业佣金率呈现逐年下滑的态势，虽然公司有山东省内经纪业务的加持，但是佣金率下滑已是不争的事实，且仍将持续。在此影响之下，公司经纪业务收入弹性与贡献度均持续下滑，经纪业务收入占营收比重由 2013 年的 61.0% 降至 2019 年的 25.1%，经过我们的测算，在公司股基成交额市占率维持 2.56% 的情况下，不同佣金率下滑假设下，公司 2020 年经纪业务收入占比将分别降至 25.1%-21.5%，若市占率下滑至 2.46%，不同佣金率下滑假设下，公司 2020 年经纪业务收入占比将分别降至 24.5%-21.0%。由此可见财富管理转型已是大势所趋。

表 3：公司 2020 年经纪业务收入占比弹性测算表

市占率	佣金率 (‰)			
	0.33	0.31	0.29	0.27
2.56%	25.1%	24.0%	22.8%	21.5%
2.46%	24.5%	23.4%	22.2%	21.0%

数据来源：WIND、东方证券研究所

财富管理转型方面，公司在投顾团队建设及金融科技发展均处于行业前列。为了更好地满足财富管理转型的需要，公司在投顾团队建设与金融科技发展两方面取得了一定成效。1) 公司注重投顾团队的建设，以为后续转型买方投顾模式奠定人才基础。截至 2020 年 4 月，公司 7799 名证券从业人员中，投资顾问达 1562 名，排名行业第 11 位，占比为 20.0%，同样居于行业第 18 位。2) 作为最早将互联网与经纪业务融合的券商，公司早在 2013 年即正式推出自主开发的基于互联网及移动互联的网上开户系统及个人理财终端，成为业内第一家获得中登公司授权认可网上证券账户开户的券商，也是业内首家实现移动互联网开户的券商。截至 2019 年三季度末，公司通过网上开户方式累计开立账户 248 万户，线上业务种类 33 项，成功受理 556 万例业务。

图 19：中泰证券投资顾问人数及占比（截至 2020 年 4 月）


数据来源：WIND、东方证券研究所

公司重视金融科技发展，致力于打造财富管理平台闭环。公司高度重视金融科技发展，成立了金融科技委员会，将金融科技纳入公司战略，持续加大信息技术战略性投入。据中证协，2017-2018 年，公司分别完成信息系统投入金额 3.55 亿元/3.54 亿元，排名行业第 7 和第 12，占营收比重达到 4.34%与 5.05%，体现出公司发展金融科技的决心。通过持续的投入，公司积极落地金融科技实施战略，推进公司经纪业务全方位的数字化、智能化、平台化转型，致力于打造财富管理 Fintech 平台闭环：即客户端财富管理平台（包含齐富通 App、齐富通答、中泰智投）与员工端移动展业平台（以掌 e 通为代表）。其中齐富通 App 月活数稳步提升，跻身并稳居证券公司 App 前十。

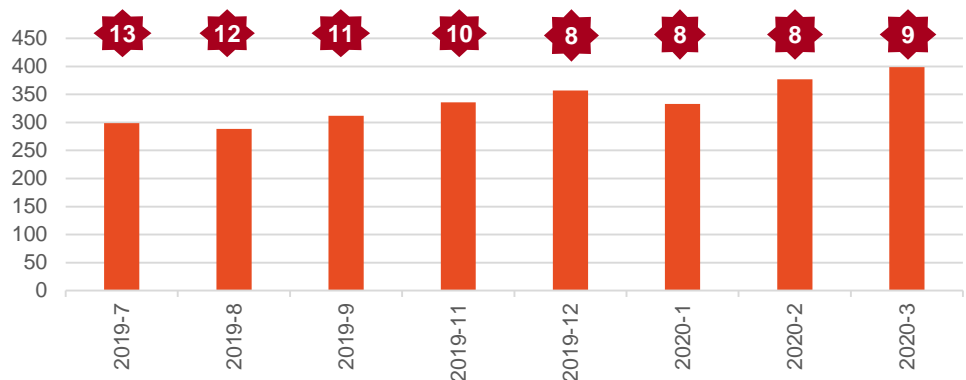
表 4：2017-2018 年中泰证券信息系统投入金额（万元）及排名（中证协披露）

2017			2018		
序号	券商简称	信息系统投入金额	序号	券商简称	信息系统投入金额
1	国泰君安	64,324	1	国泰君安	70,355
2	中信证券	57,785	2	中信证券	57,989
3	海通证券	43,433	3	广发证券	48,529
4	华泰证券	43,366	4	华泰证券	48,064
5	中信建投	39,938	5	平安证券	46,015
6	平安证券	37,317	6	海通证券	45,968
7	中泰证券	35,455	7	中金公司	42,812
8	广发证券	35,392	8	中信建投	39,870
9	申万宏源	34,022	9	国信证券	37,904
10	银河证券	33,843	10	申万宏源	36,735
11	中金公司	33,814	11	招商证券	36,025
12	招商证券	32,364	12	中泰证券	35,448
13	国信证券	31,465	13	银河证券	31,637
14	安信证券	25,256	14	安信证券	30,528
15	光大证券	24,117	15	东方证券	28,274
16	东方证券	23,316	16	方正证券	27,359

17	方正证券	20,307	17	光大证券	25,980
18	长江证券	16,492	18	兴业证券	18,527
19	东兴证券	15,243	19	长江证券	17,553
20	兴业证券	14,633	20	东吴证券	16,959

数据来源：WIND、东方证券研究所

图 20：2019/07-2020/03 齐富通 App 月活数（万）及排名



数据来源：WIND、东方证券研究所

公司在服务零售客户的同时，也致力于为机构客户提供行业领先的 PB 业务服务。公司主经纪商服务 (PB) 聚焦于为私募基金等专业投资机构服务。公司较早获得私募基金综合托管服务资格，并获得证券投资基金托管资格和私募基金业务外包服务机构备案证明。截至 2019 年 9 月 30 日，公司资产托管与私募基金业务外包服务共服务 2,784 个产品，服务总规模 564.90 亿元。其中托管 1,370 个产品，规模 252.23 亿元；外包 1,414 个产品，规模 312.67 亿元。未来，公司将围绕高净值客户与机构客户，双管齐下发展财富管理业务。

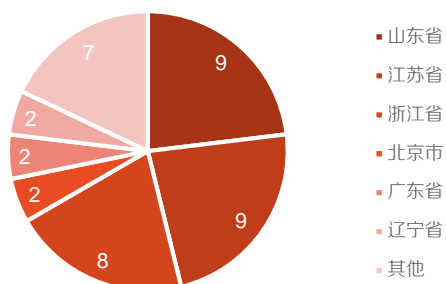
2.2. 投行：乘注册制东风，依托股东资源，扬长补短

依托股东资源，投行项目集中于鲁苏浙，传统制造业优势显著。 1) 中泰证券依靠山东省国资委的强大股东背景及实力，在局部省份及地区拥有较强的项目资源优势，公司自 2010 年以来主承的 39 个 IPO 项目中，注册地位于山东、江苏、浙江的分别为 9 个、9 个、8 个，占比达 2/3；公司当前在证监会 IPO 排队审核的 63 个项目中，主要集中于山东、浙江、北京、上海（分别为 14 个、11 个、10 个、7 个），可以看出公司的 IPO 项目资源较为集中。2) 中泰证券自成立以来，长期深耕山东省内资本市场，而山东省内的第一产业与第二产业较为强势，因此公司积累了非常丰富的传统制造业投行项目经验，制造业投行业务能力日趋成熟。公司自 2010 年以来主承的 39 个 IPO 项目中，制造业企业达 31 个，占比近八成。公司当前在证监会 IPO 排队审核的 24 个项目（辅导备案登记受理阶段的企业所属行业未定）中，制造业企业达 15 家，占比同样较高。3) 相对而言，公司在新经济行业与科创型项目方面相对弱势，截至 2020 年 4 月，公司仅完成独立主承销科创板项目 1 家（另有联合承销一家，即澜起科技），募集资金 5.2 亿元，排名行业第 33。

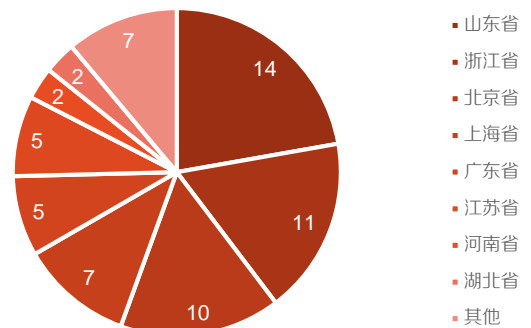
表 5：券商 IPO 排队审核企业排行榜（截至 2020 年 4 月）

券商简称	合计	已受理	已反馈	已预披露更新	中止审查	暂缓表决	终止审查	辅导备案登记	其他
1 中信证券	212	6	10	13	1	0	38	125	19
2 中信建投	191	3	6	25	0	0	38	103	16
3 海通证券	157	3	5	13	0	0	36	91	9
4 招商证券	148	0	11	10	2	0	32	85	8
5 广发证券	141	2	5	10	0	0	43	75	6
6 华泰证券	127	2	4	6	2	0	17	78	18
7 国信证券	125	0	7	5	0	0	34	69	10
8 民生证券	123	6	9	7	1	0	22	70	8
9 申万宏源	120	1	2	5	1	0	23	84	4
10 国金证券	119	1	5	9	0	0	21	78	5
11 中金公司	110	1	7	10	1	0	24	49	18
12 国泰君安	105	3	8	8	1	0	8	66	11
13 安信证券	96	2	3	4	0	0	15	65	7
14 光大证券	77	0	6	2	0	0	15	45	9
15 东兴证券	75	1	4	6	0	0	9	50	5
16 兴业证券	73	1	7	2	1	0	9	48	5
17 国元证券	68	3	3	6	1	0	8	45	2
18 长江证券	63	2	5	5	1	0	16	31	3
19 中泰证券	63	1	1	1	0	0	18	38	4
20 东方证券	52	2	3	5	1	0	10	29	2

数据来源：WIND、东方证券研究所

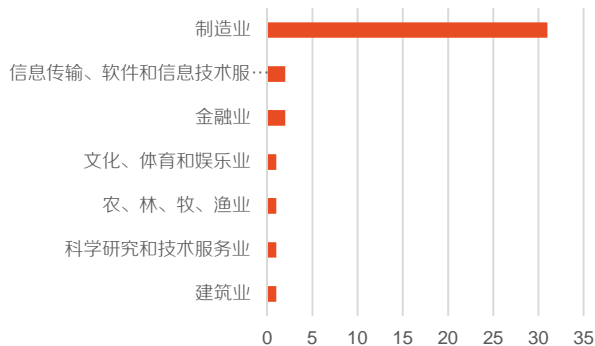
图 21：公司已完成的 IPO 项目地区分布（2010 年至今）


数据来源：WIND、东方证券研究所

图 22：公司 IPO 排队项目地区分布（截至 2020 年 5 月）


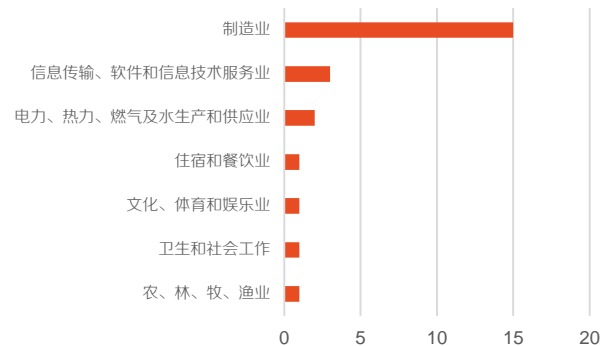
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 23：公司已完成的 IPO 项目行业分布（2010 年至今）



数据来源：WIND、东方证券研究所

图 24：公司 IPO 排队项目行业分布（截至 2020 年 5 月）



数据来源：WIND、东方证券研究所 注：已剔除所属行业未定 IPO 项目

公司投行业务优势在于 IPO 与债权承销。1) 近年来，公司依靠相对稳定的项目资源供给，保持相对稳定的 IPO 业务输出（2018 年除外）。据 Wind 资讯，IPO 承销规模由 2015 年的 16.7 亿元增至 2019 年的 44.4 亿元，排名由 2015 年的第 24 名提升至 2019 年的第 12 名。2) 公司的债权承销业务发展更为强势。据 Wind 资讯，自 2015 年以来公司债权承销呈现快速增长态势，债权承销（公司债+企业债+ABS）规模由 2015 年的 103.0 亿元增长至 2019 年的 1233.5 亿元，CAGR 高达 86%，行业排名由第 39 名提升至第 9 名，实现快速逆袭。

表 6：2015-2019 公司股权承销家数及排名

承销家数	股权承销	排名	首发	首发排名	再融资	再融资排名
2015	16	24	5	15	10	26
2016	15	25	6	12	6	36
2017	18	20	10	16	5	32
2018	5	32	0	-	2	35
2019	15	14	7	10	1	45

数据来源：WIND、东方证券研究所

表 7：2015-2019 公司股权承销规模（亿元）及排名

募集资金	股权承销	排名	首发	首发排名	再融资	再融资排名
2015	156.47	27	16.73	24	137.75	22
2016	158.35	31	16.68	19	96.39	37
2017	150.54	27	55.46	16	76.39	32
2018	48.64	35	0.00	-	3.85	51
2019	71.12	29	44.36	12	2.41	55

数据来源：WIND、东方证券研究所

表 8：2015-2019 年公司债权承销家数及排名

承销家数	企业债	公司债	ABS	总计	总计排名
2015	10	7	0	17	44
2016	10	36	29	75	26
2017	7	30	57	94	14
2018	4	89	104	197	9
2019	13	125	195	333	9

数据来源：WIND、东方证券研究所

表 9：2015-2019 年公司债权承销规模（亿元）及排名

募集资金	企业债	公司债	ABS	总计	总计排名
2015	72.00	31.00	0.00	103.00	39
2016	97.30	206.57	89.90	393.77	33
2017	64.00	213.93	166.18	444.10	15
2018	28.40	580.13	210.94	819.47	11
2019	53.82	862.74	316.89	1,233.45	9

数据来源：WIND、东方证券研究所

再融资业务与并购重组业务表现相对弱势。1) 相比之下，公司的再融资业务表现比较弱势。据 Wind 资讯，公司再融资规模（增发+配股）由 2015 年的 137.8 亿元下滑至 2019 年的 2.4 亿元，排名也由第 22 名下滑至第 55 名。2) 公司并购重组业务起步较晚，同样较为弱势。据公司招股说明书披露，公司在 2016 年与 2018 年均未完成经证监会核准的并购重组财务顾问业务，2017 年和 2019 年分别仅完成 1 单与 2 单。据 Wind 资讯，在全市场并购重组交易方面，公司 2016-2019 年分别完成交易金额 152.9/66.8/20.9/104.8 亿元，分别为排名行业第 24/35/69/28 名。

表 10：2016-2019 年公司并购重组交易金额、市场份额及排名

	交易数量	交易金额（亿元）	市场份额（%）	排名
2016	4	152.88	0.70	24
2017	11	66.80	0.44	35
2018	4	20.88	0.14	69
2019	6	104.76	0.68	28

数据来源：WIND、东方证券研究所

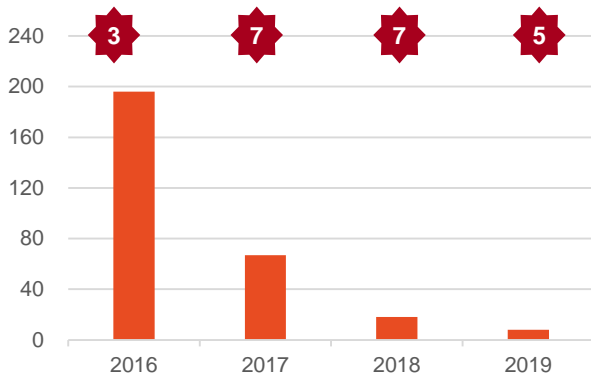
在债权承销快速增长的带动之下，公司投行业务收入排名持续提高。近年来公司股权承销业务表现波动较大，但是债权承销业务快速增长，年化符合增长率高达 86%，在此带动之下公司 2016-2019 年分别实现投行业务收入 10.83 亿元、8.73 亿元、7.16 亿元、11.13 亿元，排名由 2016 年的第 19 名提升至 2019 年的第 13 名。

表 11：2016-2019 年公司投行业务收入（亿元）及行业排名

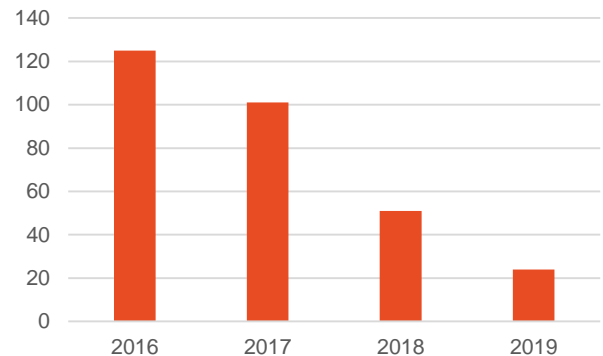
排名	2016		2017		2018		2019	
	券商	金额	券商	金额	券商	金额	券商	金额
1	中信证券	53.89	中信证券	44.06	中信证券	36.39	中信证券	44.65
2	中信建投	41.63	中信建投	33.48	海通证券	32.17	中金公司	42.48
3	国泰君安	34.98	海通证券	33.30	中金公司	31.71	中信建投	36.85
4	海通证券	33.56	中金公司	27.91	中信建投	31.35	海通证券	34.57
5	广发证券	32.81	广发证券	27.55	国泰君安	20.09	国泰君安	25.93
6	中金公司	32.59	国泰君安	27.08	华泰证券	19.49	华泰证券	19.47
7	国信证券	26.83	招商证券	21.98	招商证券	14.46	招商证券	18.13
8	招商证券	21.54	国信证券	21.30	广发证券	12.16	广发证券	14.38
9	申万宏源	21.15	华泰证券	20.39	东方证券	11.36	国信证券	14.26
10	华泰证券	20.97	申万宏源	13.97	国信证券	10.94	光大证券	13.78
11	安信证券	15.93	国金证券	13.67	光大证券	10.59	申万宏源	11.62
12	东方证券	14.88	安信证券	13.34	申万宏源	8.76	平安证券	11.20
13	光大证券	14.66	东方证券	13.23	平安证券	8.48	中泰证券	11.13
14	兴业证券	14.16	兴业证券	11.55	兴业证券	8.36	东方证券	10.50
15	西南证券	13.68	光大证券	11.39	国金证券	7.21	东兴证券	10.16
16	平安证券	13.20	中泰证券	8.73	中泰证券	7.16	国金证券	9.01
17	国金证券	13.05	平安证券	8.46	东吴证券	6.27	长江证券	8.61
18	国海证券	12.96	东吴证券	7.60	东兴证券	6.13	安信证券	7.85
19	中泰证券	10.83	东兴证券	7.47	长江证券	5.51	兴业证券	7.44
20	长城证券	10.66	长江证券	7.08	中国银河	5.31	天风证券	7.44

数据来源：WIND、东方证券研究所

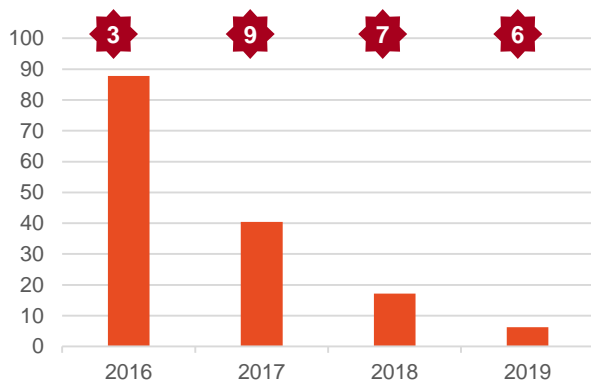
新三板改革全面推开、重要性提升，公司有望重拾传统优势。新三板发展初期，公司在新三板业务方面具有明显的先发优势。以 2016 年为例，公司全年新增新三板挂牌公司数量 196 家，排名行业第 3；新增股票发行数量 125 家，募资规模 87.8 亿元，排名行业第 3；做市公司家数达 274 家，排名行业第 2。随着新三板市场功能弱化与流动性恶化，新三板业务陷入半停滞状态，逐渐边缘化。2019 年以来，监管开启对新三板制度的革新，包括引入公开发行制度、优化定向发行制度、优化转板制度、允许公募基金投资精选层企业等具体举措，旨在改善市场流动性，盘活市场，加强新三板与一板、二板市场的联通，提升新三板市场重要性。在一系列政策指引下，公司有望重拾新三板业务传统优势，带来增量投行业务贡献。

图 25：2016-2019 年公司新三板推荐挂牌数量及排名


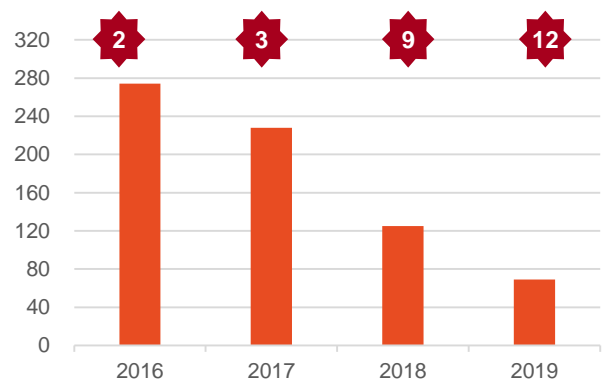
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 26：2016-2019 年公司新三板股票发行家数


数据来源：WIND、东方证券研究所

图 27：2016-2019 年公司新三板股票发行规模及排名


数据来源：东方证券研究所

图 28：2016-2019 年公司新三板做市企业数量及排名


数据来源：东方证券研究所

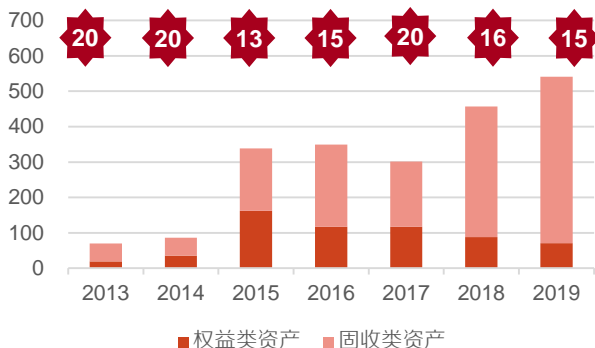
全面注册制改革东风已至，公司充分发挥自身优势、以强扶弱，加速大投行转型。当前我国资本市场全面注册制改革正在快速推进，公司面临着大投行转型的迫切需求：1）借助 IPO 业务与债权承销的项目资源与业务能力优势，充分激活再融资与并购重组业务，促进各业务加速融合与均衡发展，力争实现横跨企业全生命周期的持续跟踪式综合金融服务；2）顺应注册制改革大潮，不断提升企业估值能力、定价能力与销售能力等综合专业能力，打造新时代专业化投行；3）在巩固制造业投行业务优势的基础上，重点开发增量的新旧产业融合项目乃至新经济科创项目；在持续深耕山东市场的基础上，积极布局国内其他地区资本市场，加大市场板块与行业地区覆盖面，实现更加全面且均衡的投行业务发展格局。

2.3. 自营：权益占比高+收益波动大，交易投资转型开启

公司自营资产持续增长，权益占比高。1）公司历来以研究与投资能力见长，自营业务也是公司的高弹性业务。随着股东完成多次增资，公司资本实力逐渐增强，自营资产规模持续扩张，由

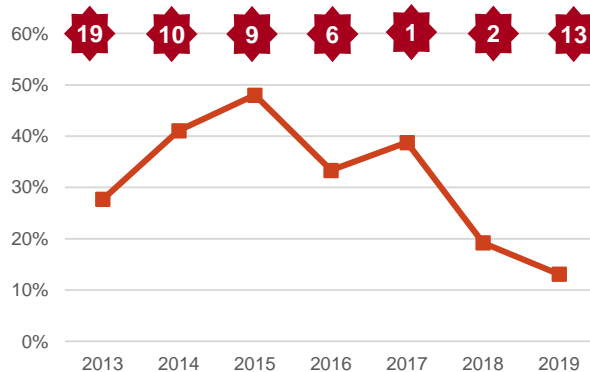
2013 年的 69.9 亿元增长至 2019 年三季度末的 541.3 亿元。2) 公司投资风格激进积极，自营资产中权益类资产占比较高。2014-2017 年公司权益类占比持续保持在 33%以上，2015 年更是高达 48.0%。2017-2018 年公司权益类自营资产比重排名上市券商前两位。

图 29：2013-2019 年公司自营资产规模（亿元）及排名



数据来源：WIND、东方证券研究所

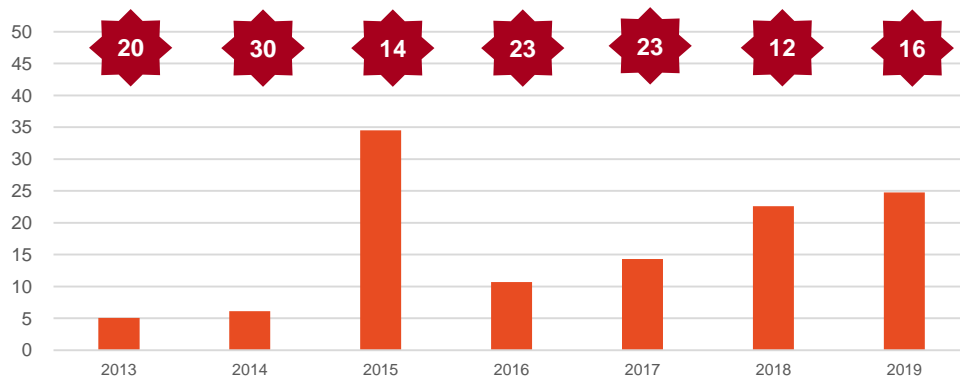
图 30：2013-2019 年公司权益类自营资产占比及排名



数据来源：WIND、东方证券研究所

纯方向性投资主导+权益裸头寸较高，公司自营收入波动较大。公司自营业务以纯方向性投资为主，叠加权益占比较高，市场风险敞口较大，导致投资收益波动性较大。2014-2016 年公司分别实现自营业务收入 6.2 亿元/34.5 亿元/10.7 亿元，收入贡献度分别为 10.5%/22.9%/12.8%，上市券商排名分别为 30/14/23 位，收入排名的大幅波动体现出自营投资虽然弹性较大，但同时也带来业绩不确定性的增高。

图 31：2013-2019 年公司自营业务收入（亿元）及排名



数据来源：WIND、东方证券研究所

公司主动降低权益类资产头寸，并着力交易投资转型。2017 年以来公司开始着手调整自营投资策略，并开启交易投资转型：1) 主动降低权益类自营资产规模，由 2017 年的 116.6 亿元降至

2019 年三季度末的 70.9 亿元，占比则由 38.7% 大幅降至 13.1%。2) 持续增加固收类自营资产配置，且固收类投资品种齐全，可以较好的起到风险对冲的作用。2019 年三季度末公司固收类资产 470.4 亿元，较年初增加 27.6%。公司同时发力债券交易业务（FICC），2019 年公司债券交割量 2 万亿元，同比大幅增长 134.2%，排名由 36 提升至 24。3) 大力推进纯方向性投资向交易型投资转型，并着力推动交易投资模式向“结构平衡互补、风险有效对冲、规模稳健提升”的新方向转型。

表 12：2019 年券商债券交割量（万亿元）排行榜

排名	券商简称	债券交割量	市占率	同比增速	排名变化
1	中信证券	9.81	7.09%	37.38%	-
2	华泰证券	7.28	5.26%	278.94%	↑14
3	国泰君安	7.09	5.12%	69.86%	↑1
4	国信证券	6.25	4.52%	130.72%	↑8
5	民生证券	5.80	4.19%	131.95%	↑10
6	招商证券	5.74	4.15%	98.86%	↑4
7	山西证券	5.05	3.65%	31.95%	↓1
8	万联证券	4.83	3.49%	75.36%	↑3
9	广发证券	4.76	3.44%	10.52%	↓7
10	华创证券	4.67	3.38%	46.81%	↓1
11	东方证券	4.47	3.23%	7.33%	↓6
12	中信建投	4.44	3.21%	30.11%	↓4
13	申万宏源	4.43	3.20%	23.21%	↓6
14	国海证券	4.41	3.19%	69.07%	↓1
15	平安证券	4.11	2.97%	-4.46%	↓12
16	东兴证券	3.70	2.68%	346.10%	↑21
17	太平洋	3.61	2.61%	237.34%	↑8
18	首创证券	3.17	2.29%	96.14%	-
19	东北证券	2.76	1.99%	88.16%	↑1
20	申港证券	2.40	1.73%	953.79%	↑43
21	东海证券	2.22	1.61%	110.77%	↑5
22	第一创业	2.22	1.60%	39.40%	↓3
23	中金公司	2.20	1.59%	-13.69%	↓9
24	中泰证券	2.00	1.45%	134.16%	↑12
25	华林证券	1.78	1.29%	70.42%	↑2

数据来源：WIND、东方证券研究所

衍生品业务是公司交易投资重点布局业务领域之一。1) 公司衍生产品业务作为交易投资业务重点布局的业务领域，将股票期权做市业务和低风险套利类业务作为部门的主要业务发展方向。2014 年以来，公司陆续开展商品期货、期权自营及分级基金等方向性业务，成为 50ETF 期权首批做市商之一（2016-2019 年，公司上证 50ETF 期权做市业务连续获得最高评级 AA），并顺利取得

场外期权业务资格。2) 截至 2019 年三季度末，公司权益衍生金融工具名义本金 59.6 亿元，排名行业第 11；利率、货币等其他衍生金融工具名义本金 362.0 亿元，排名行业第 12；合计衍生金融工具名义本金 421.6 亿元，排名行业第 11。19 年以来公司权益类衍生金融工具构成发生显著变化，截至 2019 年三季度末，股指期货名义本金 4.18 亿，较年初增长 243.5%；场内期权名义本金 21.29 亿元，较年初增长 68.9%；场外期权名义本金 33.46 亿元，较年初下滑 72.3%；由此可见，公司权益类衍生品业务重心由场外向场内倾斜。

表 13：上市券商衍生金融工具名义本金排行（单位：亿元，截至 2019 年末）

排名	券商简称	权益类	排名	券商简称	FICC 及其他	排名	券商简称	合计
1	中信证券	1852.8	1	中信证券	12,750.0	1	中信证券	14,602.8
2	华泰证券	982.4	2	国泰君安	11,266.8	2	国泰君安	11,792.1
3	中国银河	830.3	3	东方证券	6,788.4	3	东方证券	6,843.3
4	申万宏源	819.2	4	华泰证券	2,589.6	4	华泰证券	3,572.0
5	中信建投	711.4	5	招商证券	1,766.0	5	中国银河	2,237.0
6	国泰君安	525.3	6	广发证券	1,704.1	6	招商证券	2,213.0
7	招商证券	447.1	7	中信建投	1,481.4	7	中信建投	2,192.8
8	海通证券	445.6	8	中国银河	1,406.7	8	广发证券	1,802.5
9	国信证券	142.1	9	申万宏源	968.3	9	申万宏源	1,787.5
10	广发证券	98.4	10	海通证券	857.4	10	海通证券	1,303.0
11	中泰证券	59.6	11	东北证券	407.8	11	中泰证券	421.6
12	东方证券	54.9	12	中泰证券	362.0	12	东北证券	413.1
13	财通证券	20.7	13	国海证券	337.1	13	国海证券	341.4
14	光大证券	15.7	14	长江证券	242.6	14	长江证券	253.8
15	兴业证券	15.6	15	天风证券	218.1	15	山西证券	225.6

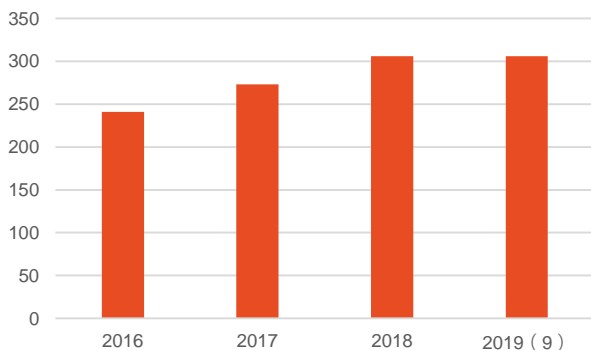
数据来源：WIND、东方证券研究所 注：中泰证券的数据截至 2019 年 9 月 30 日

直投业务也将成为公司自营业务重要的组成部分。2017 年公司成立中泰创投，作为公司另类投资子公司，负责开展公司直投业务。自创立至 2019 年三季度末，中泰创投对外投资 12 个项目（包含受让中泰资本以自有资金投资的项目），中泰创投的累计投资额 2.88 亿元。直投业务不仅将丰富公司的自营资产组合，有效分散风险，并能显著增强公司自营投资收益。此外，中泰创投负责公司科创板乃至后续创业板保荐项目的跟投业务，截至 2020 年 5 月 14 日，公司累计完成一个科创板保荐项目（兴图新科）的跟投，投入资金 2595 万元，累计浮盈 1277.9 万元，收益率 49.2%。

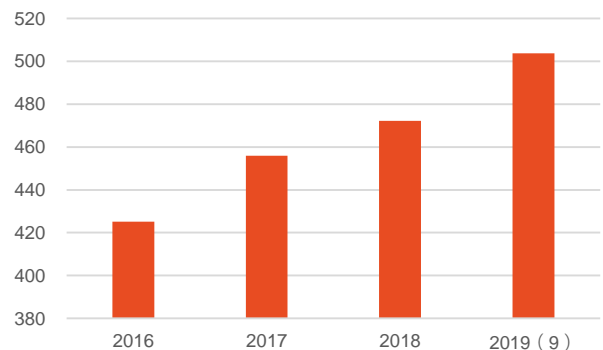
2.4. 信用：资本实力增强，紧抓两融业务发展机遇

两融业务迎发展良机，融券业务将成为重要增长点。2019 年以来，监管全方位松绑了券商两融业务规则，两融标的大幅提升，转融资费率下调，科创板与创业板将带来可观增量两融业务，一系列的政策利好有望彻底激活 2020 年两融市场，公司两融业务迎来重要发展机遇：1) 公司两融业务依托强大的证券经纪业务，信用账户开户营业部数量由 2016 年的 241 个增至 2019 年三季度末

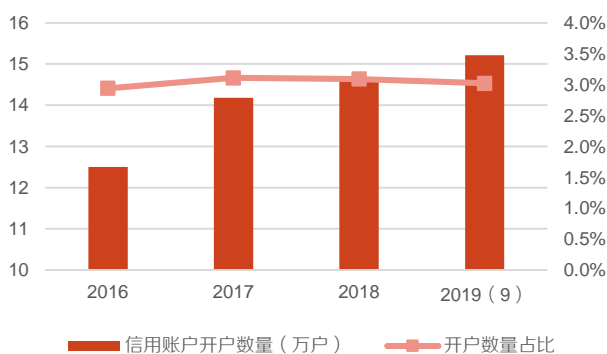
的 306 个，信用客户数量实现稳步增长。随着公司经纪业务开户数量由 2016 年的 425.2 万户增至 2019 年三季度末的 503.7 万户以及信用账户占比稳中有升（由 2.94% 增至 3.02%），公司信用账户开户数量由 12.5 万户增至 15.2 万户。考虑到庞大的经纪业务客户群体以及当前信用账户占比仍然较低，未来两融业务客户仍有较大的开发挖掘空间；2）公司两融业务市场份额与排名均保持相对稳定，2016-2019，公司两融余额市占率分别为 2.52%/2.67%/2.56%/2.22%，市场排名稳居第 10。公司 2019 年两融市占率明显低于股基成交额市占率 2.56%，仍有较大提升空间。3）注册制全面改革下，融券业务作为重要的做空机制，重要性显著提升，公司融券业务也水涨船高，融券余额由 2016 年末的 2.59 亿元增至 2019 年三季度末的 5.21 亿元，占两融余额比重由 1.1% 提升至 2.4%。未来融券业务是公司重要的业务增长点。

图 32：2016-2019/09 公司信用账户开户营业部数量


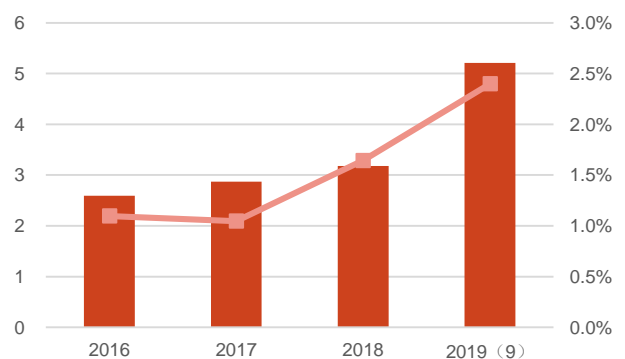
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 33：2016-2019/09 公司经纪业务客户开户数量(万户)


数据来源：WIND、东方证券研究所

图 34：2016-2019/09 公司信用账户开户数及占比


数据来源：WIND、东方证券研究所

图 35：2016-2019/09 公司融券业务余额(亿元)及占比


数据来源：WIND、东方证券研究所

表 14：2016-2019H1 中泰证券两融余额（亿元）、市占率及排名

	2016			2017			2018			2019 (6)		
	券商简称	金额	市占率	券商简称	金额	市占率	券商简称	金额	市占率	券商简称	金额	市占率
1	中信证券	626.39	6.67%	中信证券	709.36	6.91%	中信证券	547.34	7.24%	中信证券	620.22	6.81%

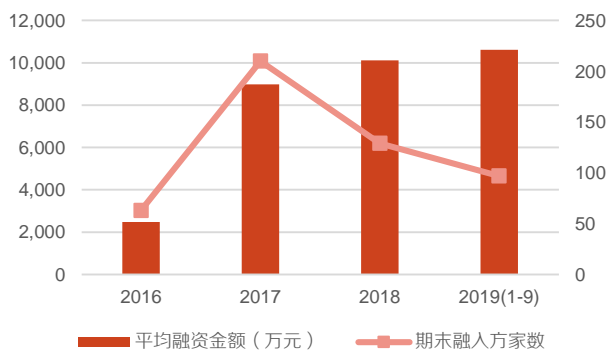
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

2	国泰君安	577.35	6.15%	国泰君安	641.39	6.25%	国泰君安	455.26	6.02%	华泰证券	548.39	6.02%
3	华泰证券	551.43	5.87%	华泰证券	588.13	5.73%	华泰证券	435.15	5.76%	国泰君安	548.25	6.02%
4	广发证券	540.85	5.76%	银河证券	570.09	5.56%	银河证券	402.43	5.33%	银河证券	488	5.36%
5	银河证券	529.14	5.63%	广发证券	560.03	5.46%	广发证券	398.77	5.28%	招商证券	461.41	5.07%
6	招商证券	510.08	5.43%	招商证券	546.99	5.33%	招商证券	386.81	5.12%	广发证券	446.84	4.91%
7	海通证券	447.08	4.76%	海通证券	480.09	4.68%	海通证券	347.16	4.59%	海通证券	396.1	4.35%
8	国信证券	379.38	4.04%	国信证券	389.18	3.79%	国信证券	287.94	3.81%	国信证券	344.71	3.78%
9	光大证券	303.95	3.24%	光大证券	300.82	2.93%	光大证券	225.04	2.98%	光大证券	255.57	2.81%
10	中泰证券	236.26	2.52%	中泰证券	274.46	2.67%	中泰证券	193.37	2.56%	中泰证券	213.33	2.34%
11	长江证券	223.39	2.38%	长江证券	227.6	2.22%	长江证券	143.4	1.90%	方正证券	181.29	1.99%
12	方正证券	172.9	1.84%	方正证券	179.86	1.75%	方正证券	121.83	1.61%	长江证券	176.97	1.94%
13	兴业证券	120.52	1.28%	兴业证券	142.44	1.39%	兴业证券	120.27	1.59%	兴业证券	143.83	1.58%

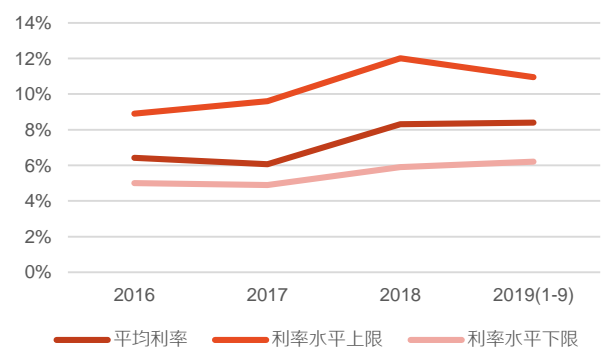
数据来源：WIND、东方证券研究所

公司两融业务风险整体可控。2016-2019 年三季度末公司平均融资保证金比例维持在 1 左右，平均融券保证金比例维持在 0.7 以上，平均维持担保比例分别为 254%/241%/212%/247%，所有风控指标均明显高于行业监管最低要求，显示出公司的合规经营理念，两融业务风险整体可控。

顺应行业趋势，公司主动压降股票质押业务规模，加强风控新增业务态度谨慎。1) 近年来公司顺应行业的趋势，主动缩减股票质押业务规模，公司自有资金参与股票质押式回购业务规模由 2017 年末的 189.7 亿元下降至 2019 年三季度末的 117.3 亿元，累计缩减幅度达到 38.2%。2) 公司新增业务态度更加谨慎，大幅减少资金融入方家数，而平均融资金额则逐年提升，2017-2019 年前三季公司资金融入方家数由 210 家减少至 97 家，平均融资金额则由 8982 亿元增至 10611 亿元，显示出公司股票质押风控尺度趋严。3) 公司股票质押业务平均质押率维持在 38%左右，整体利率呈现上升趋势，平均利率由 2016 年的 6.4%提高至 2019 年 1-9 月的 8.4%。4) 2017-2019 年前三季公司分别为计提信用减值损失 4.0 亿/6.7 亿/2.2 亿，占营业收入比重分别达到 4.94%/9.56%/3.01%。整体来看，公司减值计提与风险释放较为充分，后续股票质押风险整体可控。

图 36：2016-2019 前三季股票质押家数及平均融资金额


数据来源：WIND、东方证券研究所

图 37：2016-2019 前三季公司股票质押业务平均利率水平


数据来源：WIND、东方证券研究所

公司信用业务收入排名稳定。2013-2019 年公司信用业务收入由 5.4 亿元增长至 15.0 亿元，除 2018 年排名略有下滑至 16 名，其余年份均稳居行业第 12/13 位。随着公司完成上市以及后续大概率进行的再融资，公司资本实力持续增强，信用业务收入有望保持增长态势。

表 15：2016-2019 年公司信用业务收入（亿元）及排名

2016		2017		2018		2019		
券商	金额	券商	金额	券商	金额	券商	金额	
1	国泰君安	45.55	国泰君安	57.07	国泰君安	58.32	国泰君安	52.27
2	海通证券	38.40	海通证券	36.66	海通证券	48.20	海通证券	41.48
3	华泰证券	34.84	华泰证券	36.00	广发证券	36.89	中国银河	34.92
4	中国银河	24.62	中国银河	29.86	中国银河	34.45	申万宏源	32.20
5	中信证券	23.48	中信证券	24.05	申万宏源	33.57	广发证券	31.68
6	国信证券	19.14	国信证券	23.38	华泰证券	30.15	华泰证券	21.22
7	申万宏源	18.67	招商证券	17.96	中信证券	24.22	中信证券	20.45
8	光大证券	15.96	申万宏源	17.50	中信建投	19.93	安信证券	19.55
9	中信建投	15.92	安信证券	13.82	招商证券	18.46	招商证券	18.95
10	长江证券	13.55	中信建投	13.25	光大证券	17.17	国信证券	17.00
11	安信证券	10.28	光大证券	12.46	国信证券	14.49	光大证券	15.73
12	兴业证券	9.57	长江证券	11.31	东方证券	8.71	中信建投	15.59
13	中泰证券	9.03	中泰证券	11.01	平安证券	7.81	中泰证券	15.02
14	招商证券	8.95	国元证券	8.43	安信证券	7.40	方正证券	13.76
15	国元证券	8.22	中银证券	7.19	中银证券	6.82	国元证券	12.79
16	广发证券	7.28	国金证券	7.18	中泰证券	6.61	平安证券	11.81
17	浙商证券	7.20	方正证券	6.07	国金证券	5.80	华西证券	11.70
18	国金证券	6.83	华安证券	5.69	华西证券	5.55	东方证券	8.91
19	华安证券	4.68	红塔证券	5.09	国元证券	5.40	中银证券	8.30
20	长城证券	4.61	广发证券	4.70	长江证券	4.73	长江证券	7.91

数据来源：WIND、东方证券研究所

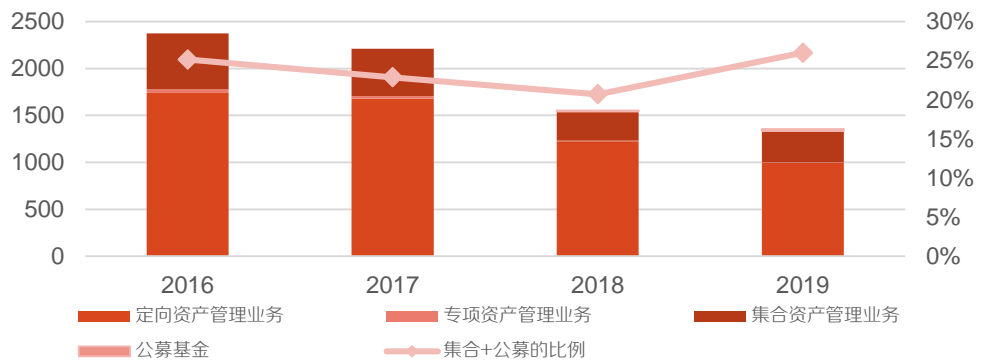
2.5. 资管：规模收缩+费率偏低，把握大资管机遇加速转型

受资管新规影响，公司持续压缩大集合和通道类资管规模。2018 年以来，在金融机构资产管理业务降杠杆、去通道的大环境下，中泰资管主动压缩大集合产品和通道业务规模，公司受托资产管理规模由 2016 年的 2375.9 亿元下滑至 2019 年的 1353.0 亿元（行业排名第 19），其中集合资产管理业务规模由 597.5 亿元下滑至 332.6 亿元，定向资产管理规模由 1636.2 亿元下滑至 996.4 亿元。

主动管理产品规模较高，但整体费率偏低。1) 2014 年齐鲁资管（即中泰资管）成立后，公司资产管理业务将发展重心放在主动管理产品上，管理规模迅速扩大。据中基协数据，公司 2018 年/2019 年月均主动管理资管规模分别为 1142.6 亿元/970.0 亿元，排名行业第 9/第 12。2) 公司

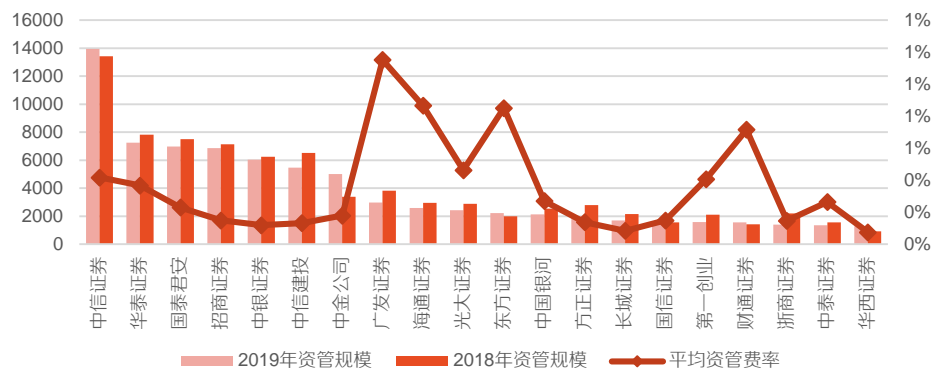
2017-2019 年平均资产管理费率为 0.35%/0.25%/0.25%，其中 2019 年费率仅排名上市券商第 18 位。

图 38：2016-2019 年公司资产管理规模（亿元）及构成



数据来源：WIND、东方证券研究所

图 39：上市券商 2018-2019 年末资产管理规模（亿元）及平均资管费率（截至 2019 年末）



数据来源：WIND、东方证券研究所

表 16：2018-2019 年券商月均主动管理规模（亿元）排行榜（中基协）

排名	2018	主动管理规模	排名	2019	主动管理规模
1	中信证券	6020.5	1	中信证券	4937.7
2	国泰君安	3099.3	2	国泰君安	3480.0
3	广发证券	2606.1	3	华泰证券	2382.8
4	华泰证券	2264.7	4	广发证券	2200.9
5	华融证券	1585.1	5	中信建投	1747.0
6	中信建投	1540.7	6	申万宏源	1389.5
7	中金公司	1396.8	7	招商证券	1381.1
8	申万宏源	1376.0	8	华融证券	1282.0

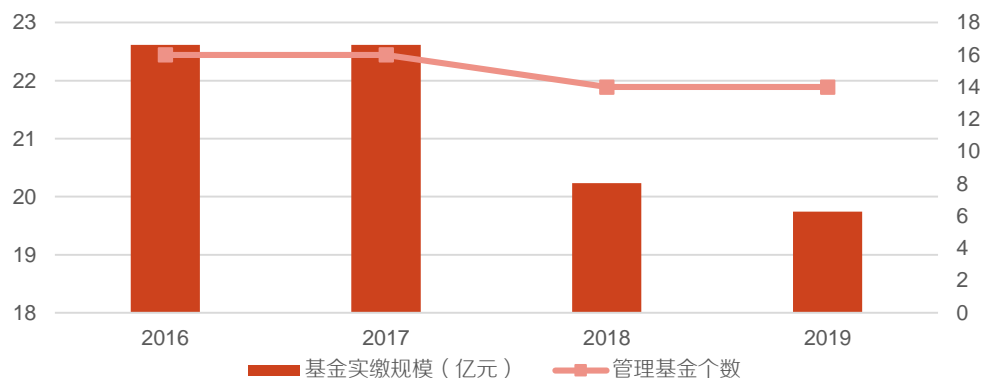
9	中泰证券	1142.6	9	中金公司	1185.6
10	光大证券	1132.3	10	光大证券	1180.7
11	东方证券	1075.9	11	海通证券	1038.1
12	招商证券	1016.6	12	中泰证券	970.0
13	海通证券	870.4	13	东方证券	931.1
14	安信证券	848.1	14	安信证券	859.0
15	中银证券	846.6	15	财通证券	766.6
16	财通证券	776.2	16	天风证券	734.0
17	天风证券	738.7	17	中银证券	710.1
18	长江证券	707.8	18	长江证券	641.3

数据来源：WIND、东方证券研究所

大资管转型加速，公募基金成为重要突破口。随着大资管时代的来临，主动管理转型成为了券商行业的共识。对于公司来说，提高主动管理规模与提升主动管理能力成为重中之重。公司在巩固与扩大主动管理产品规模优势的基础上，将拓宽客户资源，进一步丰富产品线，实现业务和产品多元化，打造和提升品牌影响力，进而能够提高管理费率与资管业绩弹性。公募基金管理业务将是公司实现这一目标的重要突破口。2018 年公司公募基金管理收入仅 98.3 万，2019 年前三季度已实现 1948.7 万元，足以看出公司已开始发力公募基金管理。此外，公司重要的参股公司万家基金（持股 49%）也有望持续为公司带来增量基金管理收入。2018 年，万家基金实现净利润 8317.4 万元，2019 年前三季度已实现净利润 6084.2 万元。

中泰资本转型私募资产管理，项目进入退出期，业绩有望持续兑现。2018 年，中泰证券整改方案完成，成为公司私募基金子公司。近年来中泰资本管理私募基金陆续进入退出期，截至 2019 年末，中泰资本管理私募资金 14 个，较 17 年第减少 2 个，基金实缴规模 19.74 亿元，较 17 年底 22.61 亿元降低 12.70%。2019 年前三季度中泰资本实现净利润 6151.3 亿元，已远超 2018 年全年净利润 2520.9 亿元。后续随着公司资本实力日益增强，中泰资本或将持续加大私募资产管理与投资规模，且其管理的私募基金投资项目或将持续退出，业绩有望持续兑现。

图 40：2016-2019 年中泰资本管理基金个数与基金实缴规模（亿元）



数据来源：WIND、东方证券研究所

3. 盈利预测与投资建议

3.1. 盈利预测

我们对公司 2020-2022 年盈利预测做如下假设：

表 17：中泰证券估值模型预测指标（单位：百万元）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市场日均成交额	413,853	558,000	669,600	736,560	810,216
%日均成交额增速	-17%	35%	20%	10%	10%
佣金市占率	2.27%	2.56%	2.66%	2.76%	2.86%
佣金率（%）	0.43	0.35	0.33	0.31	0.30
IPO 规模	137,541	253,342	292,501	337,839	371,623
IPO 市占率	0.00%	1.75%	1.80%	1.90%	2.00%
再融资承销规模	752,352	681,304	749,434	824,378	906,816
再融资市占率	0.05%	0.04%	0.50%	0.70%	0.90%
债券承销规模	3,588,825	4,679,588	5,404,924	6,302,142	7,348,297
债券承销市占率	2.28%	2.64%	2.84%	2.94%	3.04%
两融市占率	2.56%	2.22%	2.32%	2.42%	2.52%
集合资管规模	32,456	33,802	35,492	37,266	39,130
%增长率	-37%	2%	5%	5%	5%
%集合资管费率	0.79%	0.75%	0.80%	0.82%	0.85%
定向资管规模	114,748	102,296	97,181	92,322	92,322
%增长率	-29%	-13%	-5%	-5%	0%
%定向资管费率	0.18%	0.11%	0.17%	0.18%	0.20%
自营总规模	54,457	61,614	69,127	75,536	82,411
总投资收益率	4.1%	4.3%	4.5%	4.6%	4.6%

数据来源：WIND、东方证券研究所

表 18：中泰证券收入分类预测表（单位：百万元）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经纪业务	1,965.50	2,432.03	2,858.60	3,113.86	3,436.27
占比	28%	25%	26%	25%	24%
同比增速	-25%	24%	18%	9%	10%
投行业务	715.82	1,112.91	1,323.21	1,574.16	1,871.48
占比	10%	11%	12%	12%	13%
同比增速	-18%	55%	19%	19%	19%
资管业务	506.97	435.55	584.75	688.89	786.00
占比	7%	4%	5%	5%	6%

同比增速	-40%	-14%	34%	18%	14%
投资交易业务	2,259.77	2,478.24	2,921.96	3,298.53	3,602.78
占比	32%	26%	26%	26%	25%
同比增速	58%	10%	18%	13%	9%
资本中介业务	660.51	1,501.98	1,618.04	2,104.33	2,579.48
占比	9%	15%	15%	17%	18%
同比增速	-40%	127%	8%	30%	23%
其他业务	916.65	1,748.28	1,806.67	1,898.52	1,995.14
占比	13%	18%	16%	15%	14%
同比增速	-30%	91%	3%	5%	5%

数据来源：WIND、东方证券研究所

3.2. 投资建议

我们选择可比公司估值法进行估值，参考指标为市净率。公司作为新股流通市值低，且其经纪业务等轻资产业务是传统优势业务，同时考虑到当前 A 股市场券商次新股较非新股溢价率高，因此我们选取了轻资产业务占比较高的次新股券商长城证券、天风证券以及非次新股券商第一创业、浙商证券、中原证券，五家可比公司对应 20PB 估值为 2.1 倍，我们预测公司 2020 年 BVPS（剔除永续债）为 4.74 元，对应目标价 9.95 元。首次覆盖，给予公司增持评级。

表 19：可比公司估值表

股票代码	可比公司	2019	2020E	2021E	2022E
002939	长城证券	2.24	2.06	1.92	1.75
601162	天风证券	3.28	2.21	2.12	2.00
002797	第一创业	2.73	2.52	2.36	2.21
601878	浙商证券	2.28	2.12	1.95	1.83
601375	中原证券	2.22	1.95	1.89	1.87
	平均值		2.10	2.00	1.90

数据来源：WIND、东方证券研究所

4. 风险提示

系统性风险对非银行金融业务及估值的压制。在券商业务属性高 beta 的前提下，一旦系统性风险最终发生，将对券商业绩与股价产生重大负面影响。

市场成交量、IPO 数量与规模存在不确定性。在对公司业绩进行预测的过程中，我们对市场进行了一定判断与假设，这些假设基于当前市场情况以及我们对未来行业的判断，我们预测 20 年公司经纪、投行业务收入占比分别为 26%、12%，若后续市场出现较大变化，会影响券商的业绩表现。

公司自营投资业绩存在不确定性。自营业务是券商弹性最大的一个版块，我们需要对公司权益与债券自营投资业绩进行预测，我们预测 20 年自营业务收入占比 26%，若市场出现比较大的波动，可能会对这一预测效果带来影响。

次新股流通盘小，股价波动较大。公司新近于 A 股上市，目前自由流通市值在券商中较小，受市场波动与交易层面变化影响更加显著，股价波动较大。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						主要财务比率					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	25,816	30,916	38,548	43,997	50,151	成长能力					
其中：客户存款	19,114	26,167	32,627	37,239	42,447	营业收入	-14.0%	38.2%	14.4%	14.1%	12.6%
公司存款	6,701	4,749	5,922	6,759	7,704	手续费及佣金净收入	-25.3%	25.3%	18.2%	12.8%	13.3%
结算备付金	5,330	6,763	8,433	9,625	10,971	其中：经纪业务	-24.7%	23.7%	17.5%	8.9%	10.4%
其中：客户备付金	4,352	4,533	5,653	6,452	7,354	投行业务	-18.0%	55.5%	18.9%	19.0%	18.9%
公司备付金	978	2,230	2,781	3,174	3,617	资产管理	-39.8%	-14.1%	34.3%	17.8%	14.1%
投资资产	55,322	61,614	69,127	75,536	82,411	净利息收入	-40.0%	127.4%	7.2%	30.1%	22.6%
其中：交易性资产	27,821	33,343	37,409	40,876	44,597	自营收入	59.8%	9.3%	19.0%	12.9%	9.2%
其他债权投资	16,306	18,522	20,781	22,707	24,774	营业支出	-3.2%	22.5%	13.5%	10.5%	9.5%
其他权益工具投资	7,715	5,511	6,183	6,756	7,371	管理费用	-3.1%	21.4%	10.5%	11.8%	10.3%
存出保证金	3,088	5,904	5,605	6,846	8,225	营业利润	-40.3%	100.0%	16.5%	22.4%	19.1%
买入返售资产	19,696	12,573	15,677	17,892	20,395	归属于母公司净利润	-43.8%	122.9%	15.2%	22.9%	19.1%
长期股权投资	666	684	705	685	520	资产分布					
固定资产（含在建工程）	977	923	979	960	750	自有存款/总资产	4.9%	3.2%	3.5%	3.5%	3.6%
资产总计	136,060	146,613	170,980	192,042	215,986	客户存款/总资产	14.0%	17.8%	19.1%	19.4%	19.7%
交易性金融负债	120	346	415	498	598	投资资产/总资产	40.7%	42.0%	40.4%	39.3%	38.2%
代买卖证券款	25,653	33,494	41,763	47,667	54,333	买入返售资产/总资产	14.5%	8.6%	9.2%	9.3%	9.4%
应付职工薪酬	1,461	1,887	2,499	2,794	2,875	投资资产/净资产	168.4%	176.0%	172.2%	176.0%	178.6%
负债总计	103,209	111,607	130,837	149,117	169,835	收入分布					
股本	6,272	6,272	6,969	6,969	6,969	手续费收入/营业收入	46.3%	41.9%	43.3%	42.8%	43.1%
资本公积	10,855	10,858	13,213	13,213	13,213	经纪业务/营业收入	28.0%	25.0%	25.7%	24.6%	24.1%
一般风险准备	3,972	4,547	5,075	5,725	6,498	投行业务/营业收入	10.2%	11.5%	11.9%	12.4%	13.1%
其他综合收益	(1,403)	(429)	(31)	419	911	资管业务/营业收入	7.2%	4.5%	5.3%	5.4%	5.5%
盈余公积	1,600	1,839	2,104	2,428	2,815	自营业务/营业收入	31.0%	17.8%	18.4%	18.2%	17.6%
未分配利润	4,379	4,824	5,716	7,019	8,536	净利息收入/营业收入	9.4%	15.5%	14.5%	16.5%	18.0%
少数股东权益	1,177	1,097	1,097	1,152	1,209	净利润驱动指标					
股东权益合计	32,851	35,007	40,142	42,925	46,151	公司股基交易额	4,567,224	6,970,982	8,691,944	9,920,579	11,308,023
负债和股东权益总计	136,060	146,613	170,980	192,042	215,986	公司股基交易市占率	2.27%	2.56%	2.66%	2.76%	2.86%
						净佣金率(%)	0.43	0.35	0.33	0.31	0.30
						IPO市占率	0.00%	1.75%	1.80%	1.90%	2.00%
利润表						再融资市占率	0.05%	0.04%	0.50%	0.70%	0.90%
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	债券承销市占率	2.28%	2.64%	2.84%	2.94%	3.04%
营业收入	7,025	9,709	11,105	12,669	14,261	营业税金/营业收入	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
手续费及佣金净收入	3,249	4,073	4,814	5,428	6,149	成本收入比	79.7%	70.7%	70.1%	68.0%	66.1%
其中：经纪收入	1,966	2,432	2,859	3,114	3,436	有效税率	24.0%	19.0%	20.0%	20.0%	20.0%
证券承销收入	716	1,113	1,323	1,574	1,871	资本公积变化	18	2	2,355	0	0
资产管理收入	507	436	585	689	786	获利能力					
利息净收入	661	1,502	1,610	2,095	2,569	净利率	14.4%	23.2%	23.3%	25.1%	26.6%
投资收益	2,178	1,729	2,039	2,301	2,513	ROA	0.8%	1.6%	1.6%	1.8%	1.9%
公允价值变动	82	749	883	997	1,089	ROE	3.0%	6.6%	6.9%	7.7%	8.5%
营业支出	5,602	6,863	7,790	8,611	9,427	每股指标（元）					
营业税金及附加	62	68	78	89	100	每股收益	0.10	0.30	0.37	0.46	0.54
业务及管理费用	4,140	5,025	5,553	6,208	6,845	每股净资产	4.09	4.45	4.74	5.13	5.59
营业利润	1,423	2,846	3,315	4,058	4,834	每股经纪业务交易额	728.22	1,111.49	1,247.30	1,423.61	1,622.70
利润总额	1,408	2,833	3,304	4,060	4,834	估值比率					
所得税	338	539	661	812	967	市盈率	63.10	21.03	16.96	13.81	11.60
少数股东损益	61	45	51	63	75	市净率	1.54	1.42	1.33	1.23	1.13
归属于母公司股东的净利润	1,009	2,249	2,592	3,185	3,792						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

