

## 产融+融融结合，立足证券放眼未来 买入（首次）

2018年12月10日

证券分析师 胡翔

执业证号：S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

研究助理 朱洁羽

zhujiayu@dwzq.com.cn

### 投资要点

■ **依托深厚股东背景+牌照资源优势，集团内部业务协同发展：**1) 公司控股股东国投公司（持股41.62%），是我国目前最大的国有投资控股公司和51家国有重要骨干企业之一，拥有6家A股上市公司和100多家控股投资企业，覆盖基础产业、前瞻性战略性新兴产业、金融及服务业和国际业务等，国资背景深厚，综合实力强劲。2) 公司股东背景强大，推动集团内部协同。除国投公司外，股东投保基金、深圳远致为公司提供监管、资金及客户资源等全方位支持，将有效形成协同。3) 公司依靠股东背景，借力资本市场，已逐步打造成覆盖证券+信托+基金+期货等多领域的央企上市综合金融服务平台（未来将进一步布局银行、保险等），凭借牌照、资金、资源等优势，推进协同产融结合、融融结合。

■ **证券瞄准高净值客户和机构客户，业务转型增强抗周期属性：**1) 面对行业成交量低迷及佣金率持续下行的冲击，公司积极发展财富客户，加大私募拓展力度，经纪业务收入逆势增长（上半年同比+1.65%），为各项业务持续发展及业务创新提供有力支撑。2018年9月公司正式取得证券投资基金托管业务资格，优化多层次PB业务综合服务体系，改善券商“靠天吃饭”的困境。2) 聚焦高净值及机构客户，融资类业务稳健发展，同时公司严控股权质押规模，截至2018上半年，买入返售金融资产中股票质押式回购交易余额95.51亿元，占公司净资产26.15%，风险可控。3) 受IPO减速影响，上半年公司投行业绩出现下滑，但公司积极储备科创板项目并设立生命健康组，创新投资子公司获证监批复，未来投资+股权承销+并购+债券交易联动，向交易型投行转型。凭借安信证券在中小企业IPO业务的竞争优势，叠加控股股东国投集团高新投资平台在科创企业的项目经验，安信投行在科创板机遇中将大有可为。

■ **业务结构显著优化，聚焦财富管理，打造未来业绩增长点：**1) 受“资管新规”影响，信托通道业务受限，国投泰康信托积极转型主动管理，截至2018年6月，集合类信托规模同比增加456亿元（增幅63%），业务结构优化带动信托业务收入同比增长18.6%至3.47亿元。同时，公司通过开展股权投资、证券投资、现金管理等资管业务，建立“实业投行+资产管理+财富管理”三足鼎立的业务模式。2) 2018年上半年股市波动剧烈，但国投瑞银基金保持稳健收益，其中固定收益类产品近5年总收益率为45.38%（排名8/65），同时发展资产配置（FOF）和量化投资能力，预计市场回暖后，持续贡献业绩增长。3) 国投安信期货业绩排名稳居前列，上半年期末客户权益达118亿元（排名第8位），实现成交量0.53亿手（单边，排名第4位）、日均持仓49.18万手（排名第5位），静待股指期货开放催化期货交易加速发展，在手续费收入等方面为公司带来可观业绩增量。公司集信托、基金和期货于一体，打造以客户为中心的财富管理平台，稳健经营并积极创新，未来业绩提升可期。

■ **盈利预测与投资评级：**国投资本核心资产安信证券聚焦中高端客户，积极实施业务结构转型，拓展创新业务。信托、基金、期货共同发力，协同集团资源实现产融、融融有效结合，静待行情回暖，投资拉动盈利增长。考虑业务发展空间及业绩成长性，看好发展前景，我们预计公司2018、2019年净利润分别为16.38、19.63亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**1) 证券市场不景气；2) 信托主动管理规模增长不及预期；3) 股权投资收益不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	9.93
一年最低/最高价	6.63/14.60
市净率(倍)	1.14
流通A股市值(百万元)	41446.15

### 基础数据

每股净资产(元)	8.67
资产负债率(%)	75.14
总股本(百万股)	4227.13
流通A股(百万股)	4173.83

### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 依托强大股东背景，打造一流金融服务平台</b> .....	<b>4</b>
1.1. 国资背景深厚，综合实力强劲 .....	4
1.2. 产融、融融有效结合，金融牌照积极拓展 .....	6
<b>2. 证券瞄准机构客户，打造“全能投行+财富管理”平台</b> .....	<b>8</b>
2.1. 经纪：聚焦中高端客户，转型财富管理 .....	8
2.2. 资本中介：两融业务稳健发展，股票质押风险可控 .....	10
2.3. 投行：交易型投行转型可期，项目储备迎接科创板 .....	11
<b>3. 优化业务结构，聚焦财富管理</b> .....	<b>12</b>
3.1. 信托：主动管理能力显著增强，业务结构持续优化 .....	12
3.2. 基金：投资能力稳健，积极布局海外市场 .....	14
3.3. 期货：业绩稳居前列，股指期货开放，未来潜力较大 .....	15
<b>4. 盈利预测与估值</b> .....	<b>16</b>
4.1. 核心假设 .....	16
4.2. 盈利预测与估值 .....	17
4.3. 投资建议 .....	17
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>18</b>

## 图表目录

图 1: 国投资本股权结构 (截至 2018 年三季报)	4
图 2: 国家开发投资集团有限公司业务结构	5
图 3: 国投资本业务布局	7
图 4: 2014~2018H1 国投资本营业收入、净利润及增速	7
图 5: 2018H1 国投资本子公司营业收入、净利润及增速	7
图 6: 2018H1 国投资本收入占比	8
图 7: 2018H1 国投资本净利润占比	8
图 8: 2014~2017 年安信证券经纪业务市场份额及佣金率	8
图 9: 2014~2018H1 公司代理买卖证券款个人及机构占比	8
图 10: 2014~2017 安信证券营业收入结构	9
图 11: 2014~2018H1 安信证券代销金融产品收入及增速	9
图 12: 2014~2018 年 9 月中国证券投资基金业协会已登记私募基金数量及规模	10
图 13: 2015~2017 年安信证券 PB 管理资产规模及已上线产品数量	10
图 14: 安信证券两融余额及市场份额	10
图 15: 2014~2018H1 公司股权质押规模及增速	10
图 16: 2012~2018Q3 安信证券 IPO 承销金额及市场份额	11
图 17: 2012~2018Q3 安信证券债券承销金额及市场份额	11
图 18: 2012~2018H1 年国投泰康信托经营业绩概况	12
图 19: 2012~2017 年国投泰康信托受托管理资产结构	12
图 20: 2013~2017 人均净利润及加权年化信托报酬率	12
图 21: 2012~2018H1 国投泰康信托信托业务收入及占比	12
图 22: 2013~2017 年国投泰康信托受托管理资产类型	13
图 23: 2012~2017 年国投泰康信托固有业务投资规模及增速	13
图 24: 国投泰康信托股权结构 (截至 2018 年三季报)	13
图 25: 2013~2017 年国投泰康信托受托管理资产行业分部	14
图 26: 国投泰康信托业务结构	14
图 27: 2015~2018H1 国投安信期货期末客户权益及增速	15
图 28: 2015~2018H1 国投安信期货成交量、成交额及市场份额	15
图 29: 国投资本盈利假设 (亿元)	16
表 1: 国投资本十大股东 (截至 2018 年 9 月末)	5
表 2: 国投资本历史沿革	6
表 3: 国投资本盈利预测	17
表 4: 可比公司估值	18

## 1. 依托强大股东背景，打造一流金融服务平台

### 1.1. 国资背景深厚，综合实力强劲

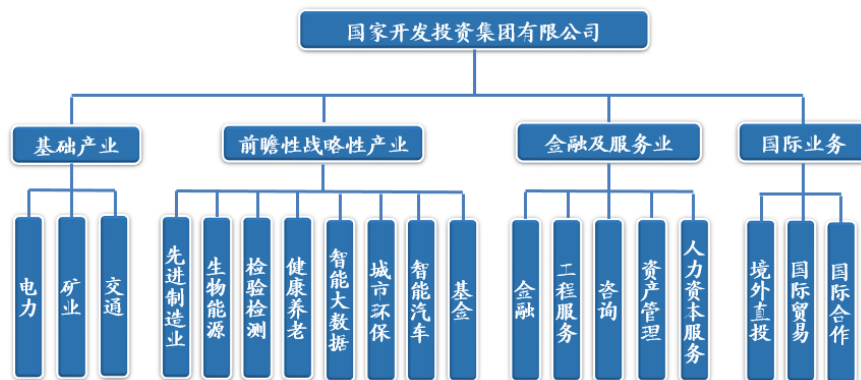
**控股股东国资背景深厚，产业覆盖全面。**公司控股股东国家开发投资集团(持股41.62%)是我国目前最大的国有投资控股公司和51家国有重要骨干企业之一，拥有6家上市公司(国投资本、国投电力、华联国际、国投中鲁、中成股份、中新果业)和100多家控股投资企业。国投公司产业覆盖全面，包括：1) 基础产业：开展电力、矿产资源开发和交通业务。2) 前瞻性战略性产业：推动基金投资与控股投资融合联动，重点发展先进制造业、大健康、城市环保、生物质能源等产业。3) 金融及服务业：发展证券、银行、证券投资基金、信托、保险、担保、期货、财务公司、融资租赁等金融业务，稳妥开展工程设计、资产管理、咨询、物业等其他业务。4) 国际业务：重点开展境外直接投资、国际工程承包、国际贸易等业务。国投公司实力雄厚，旗下新兴产业、基础产业投资规模持续增长，国投资本的产融结合空间广阔。

图 1：国投资本股权结构（截至 2018 年三季度报）



数据来源：公司定期报告，东吴证券研究所

图 2：国家开发投资集团有限公司业务结构



数据来源：公司官网，东吴证券研究所整理

**股东资源丰富，有望推动公司内部协同。**1) 中国证券投资者保护基金公司是由国务院独资设立的政策性机构，位列第二大股东(持股 17.99%)，持续为国投资本提供风险管理方面支持；2) 深圳远致投资（持股 5.98%）是深圳市国资委旗下资本运作专业平台，资金实力雄厚，项目资源充足，有望为国投资本金融牌照投资提供助力。3) 泰康保险作为国投泰康信托的第二大股东，拥有雄厚的资金实力和丰富的高净值客户群，将与国投资本旗下金融单元共享高净值客户群；4) 瑞士银行作为国投瑞银基金的二股东，与国投公司保持了多年的良好合作关系，未来有望协助国投瑞银在布局跨境业务等方面给予支持。

表 1：国投资本十大股东（截至 2018 年 9 月末）

股东名称	股东机构类型	持股数量(万股)	持股比例
国家开发投资集团有限公司	投资公司	175923.32	41.62%
中国证券投资者保护基金有限责任公司	基金管理公司	76030.71	17.99%
深圳市远致投资有限公司	投资公司	25272.50	5.98%
中国国投国际贸易有限公司	其他	15442.36	3.65%
中国证券金融股份有限公司	其他	12639.15	2.99%
青岛国信资本投资有限公司	投资公司	10659.56	2.52%
中铁二十二局集团有限公司	其他	6116.78	1.45%
国新央企运营投资基金管理（广州）有限公司 -国新央企运营（广州）投资基金（有限合伙）	投资公司	5496.34	1.30%
广发基金-浦发银行-广东粤财信托-粤财信 托·粤盛 2 号单一资金信托计划	信托计划	5449.70	1.29%
厦门恒兴集团有限公司	其他	5349.77	1.27%

数据来源：Wind，东吴证券研究所



## 1.2. 产融、融融有效结合，金融牌照积极拓展

国投资本于 2015 年借壳上市，控股股东国投公司产业资源丰富，产融协同大有潜力。国投资本前身为中纺投资（1997 年 5 月上市），2015 年 2 月通过增发股份全资收购安信证券，并于同年 7 月售出原有纺织类资产完成主营业务转型，实现成功借壳上市。公司控股股东国投集团深耕新兴产业、基础产业新增长期投资，覆盖基础产业、前瞻性战略性新兴产业、金融及服务业和国际业务等。截至 2017 年末，公司及下属金融企业与国投集团协同规模 171.56 亿元，实现产融协同收入 1,564.68 万元。未来国投资本将多维度、多层次为股东、成员企业提供全方位金融服务，使金融服务于实业，共享项目资源。

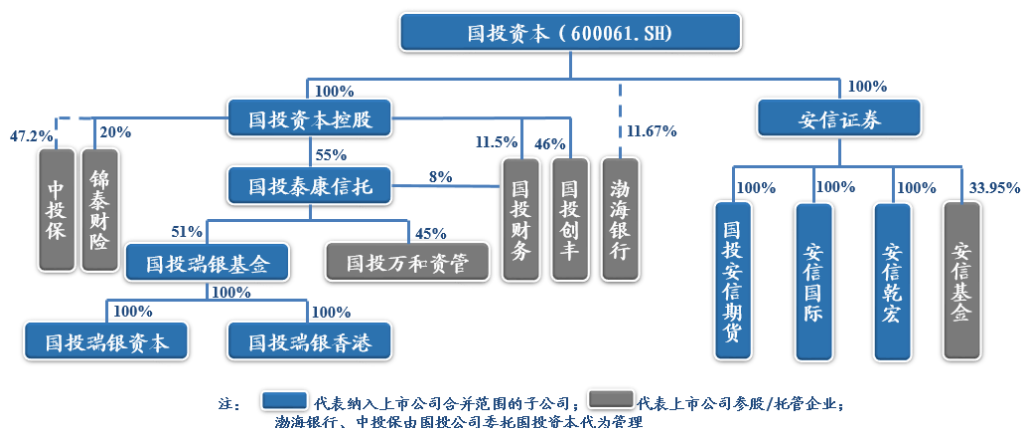
表 2：国投资本历史沿革

时间	事件
1997 年	国投资本前身中纺投资发展股份有限公司成立，同年 5 月登陆上交所
2015 年 2 月	增发股份，全资收购安信证券，安信证券整体吸纳
2015 年 7 月	售出上市公司原有纺织类资产，实现主营业务转型，改名为“国投安信”
2015 年 11 月	安信证券收购国投中谷期货 100% 股权，随后国投中谷期货吸收合并安信期货并更名国投安信期货
2017 年 2 月	公司以现金形式收购国投资本控股 100% 股权，业务领域拓展至信托、基金等，金控平台成立
2017 年 10 月	增资安信证券 80 亿元，子公司安信证券资本金加大
2017 年 12 月	正式更名“国投资本股份有限公司”

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**借力资本市场，打造多牌照金融控股平台。**公司依靠股东背景，借力资本市场，已逐步打造成覆盖证券+信托+基金+期货等多领域的央企上市综合金融服务平台（未来将进一步布局银行、保险等），凭借牌照、资金、资源等优势，激发金融企业活力，推进各金融机构间业务协同，实现业绩持续、多元化增长。2017 年，公司及下属企业与渤海银行、天津银行签署战略合作协议，开展业务合作。截至 2017 年末，公司及下属金融企业的业务协同规模约 1,630 亿元，实现融融协同收入 2.09 亿元。

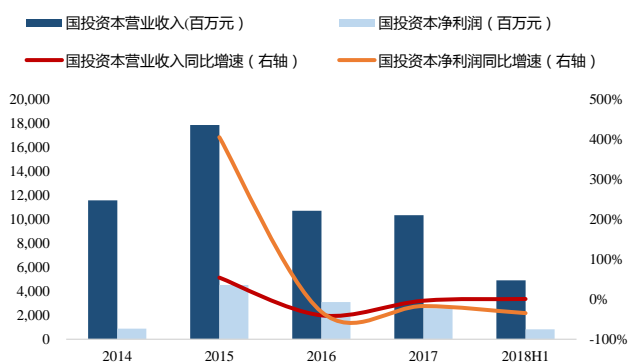
图 3：国投资本业务布局



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

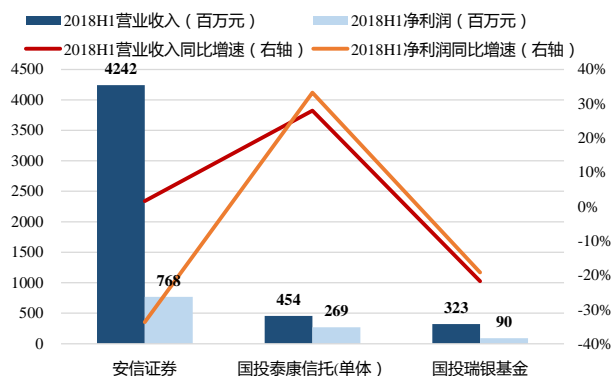
安信证券为核心资产，证券行情低迷，信托业务贡献主要业绩增速。2018 年上半年，国投资本实现总营收收入 49.09 亿元（同比+0.86%，包含子公司收入）、归母净利润 8.31 亿元（同比-34.44%），其中：安信证券（合并）实现营业收入 42.42 亿元（占总营业收入 86.42%），同比增长 1.6%，但受上年同期高基数+投行业绩拖累影响，净利润同比下滑 33.74%至 7.68 亿元。由于上半年市场情绪悲观+资产管理规模较上年同期下降，国投瑞银基金营业收入（合并）下降 21.8%至 3.23 亿元，净利润下降 19.2%至 0.9 亿元。在证券行业整体低迷的行情下，国投泰康信托（单体）实现营业收入同比增长 28%至 4.54 亿元，净利润同比增长 33.2%至 2.69 亿元，信托发力缓冲证券业务业绩下滑。

图 4：2014~2018H1 国投资本营业收入、净利润及增速



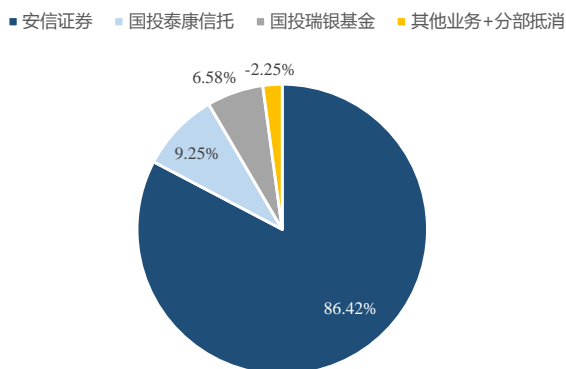
数据来源：公司定期报告，东吴证券研究所

图 5：2018H1 国投资本子公司营业收入、净利润及增速



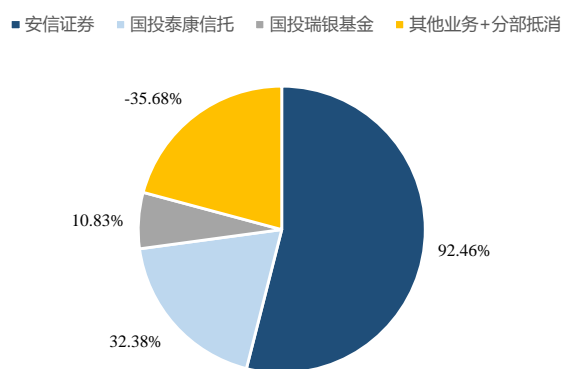
数据来源：公司定期报告，东吴证券研究所

图 6：2018H1 国投资本收入占比



数据来源：公司定期报告，东吴证券研究所

图 7：2018H1 国投资本净利润占比



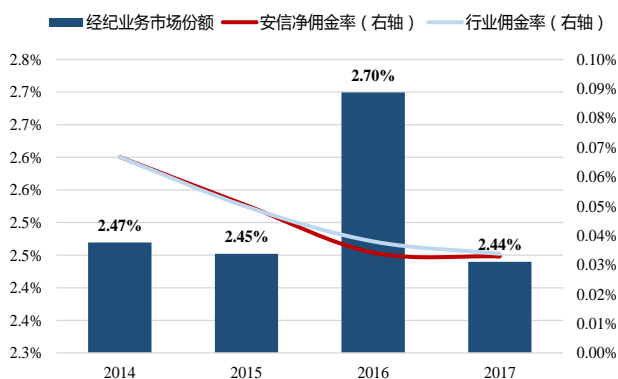
数据来源：公司定期报告，东吴证券研究所

## 2. 证券瞄准机构客户，打造“全能投行+财富管理”平台

### 2.1. 经纪：聚焦中高端客户，转型财富管理

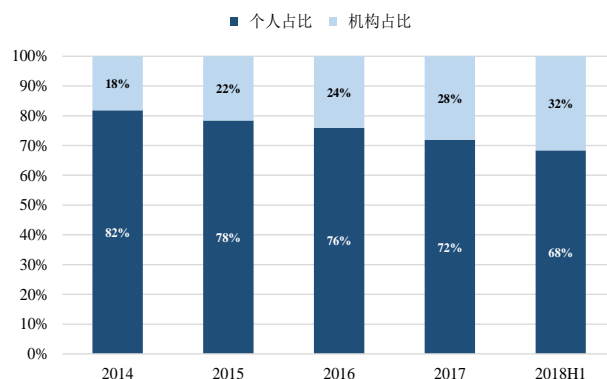
市场成交量低迷+佣金率下行，经纪业务积极拓展机构客户，抵抗股市寒冬。2018年上半年，安信证券经纪业务实现营业总收入同比增长 1.65%至 17.50 亿元，安信证券母公司经纪业务净收入市场份额 2.28%（份额同比增长 4.52%），排名第 13 位（较上年同期上升 1 位）。为增强经纪业务抗周期属性，公司积极拓展高净值客户和机构客户（代理买卖证券款中机构占比由 2014 年的 18%增长至 2018H1 的 32%），优化客户结构，为各项业务持续发展和业务创新提供了强有力的支撑作用。

图 8：2014~2017 年安信证券经纪业务市场份额及佣金率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 9：2014~2018H1 公司代理买卖证券款个人及机构占比

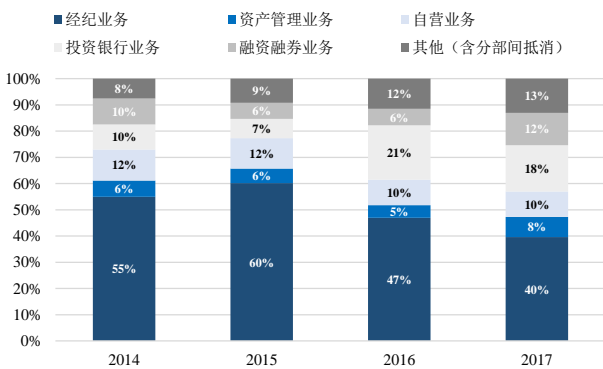


数据来源：公司定期报告，东吴证券研究所



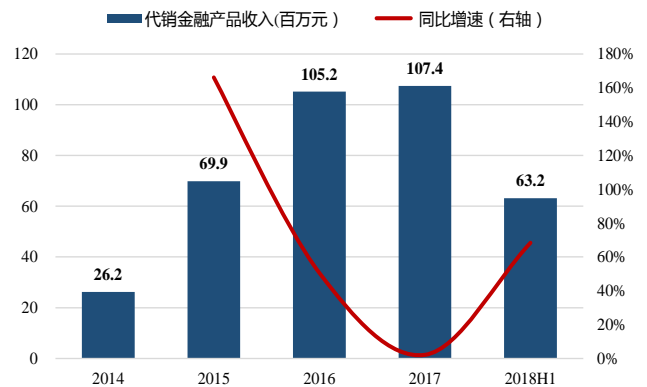
**金融产品日趋丰富，助力构建全方位财富管理体系。**由于券商经纪业务同质化+客户对降佣金率敏感度低，公司业绩对经纪业务收入依赖度逐年降低（经纪业务占总营业收入比例由 2015 年的 60% 下降至 2017 年的 40%），公司积极拓展金融产品开发，依靠丰富的产品端促进经纪引流作用，协同各业务全面发展。2018 年上半年，公司加强金融产品销售，实现代销金融产品收入 0.63 亿元（同比+68.4%），持续发展期权经纪业务（期权经纪业务累计开户行业排名第 5 名、累计成交量行业第 9 名），同时加速智能投顾产品及应用，打造以客户为中心的多层次服务。另外，公司将加强财富客户拓展工作，设立种子基金加快私募客户拓展，通过产品超市+长期收益塑造安信品牌。

图 10：2014~2017 安信证券营业收入结构



数据来源：安信证券年报，东吴证券研究所

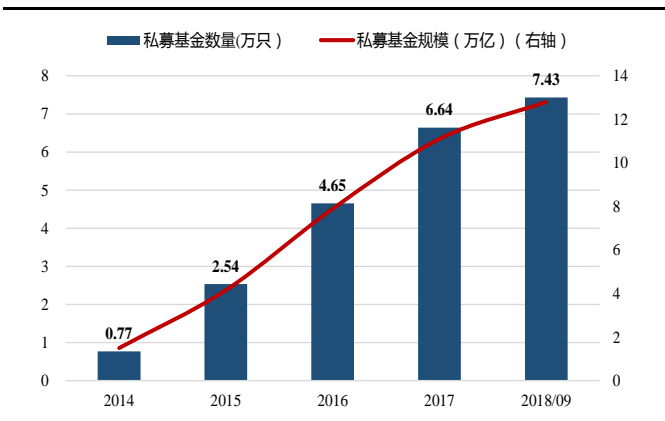
图 11：2014~2018H1 安信证券代销金融产品收入及增速



数据来源：公司定期报告，东吴证券研究所

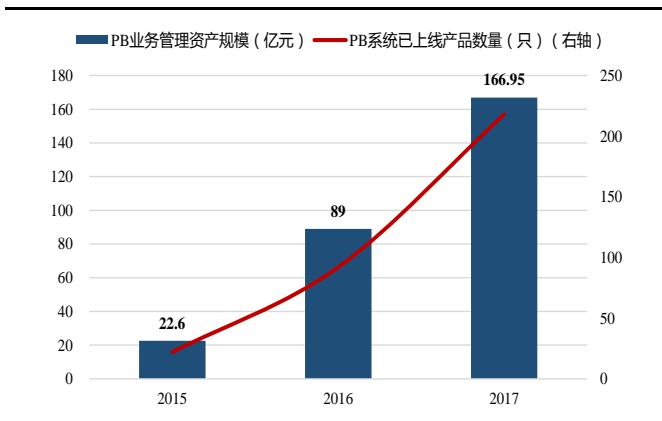
**乘私募基金发展之风，PB 业务助力打造差异化竞争力。**截至 2018 年 9 月，中国证券投资基金业协会已登记私募基金数量达 7.43 万只，管理基金规模 12.8 万亿元（2014 年末数量为 0.77 万只，管理基金规模为 1.49 万亿元），实现较快增长。由于银行提早布局公募基金，而私募基金近年来高速发展且对中后台运营服务需求大，私募成为券商 PB 业务主要瞄准对象。2017 年，安信证券 PB 交易系统在线运营产品 218 只，资产规模 166.95 亿元（同比增长 1.88 倍），2018 年 9 月公司正式取得证券投资基金托管业务资格，加大 PB 业务拓展力度，延伸托管、交易等服务链条，避免同质化竞争，走出差异化道路。

图 12: 2014~2018 年 9 月中国证券投资基金业协会已登记私募基金数量及规模



数据来源：中证协，东吴证券研究所

图 13: 2015~2017 年安信证券 PB 管理资产规模及已上线产品数量

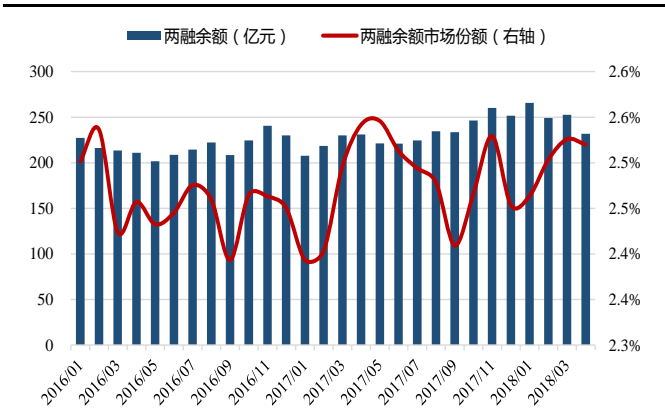


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

## 2.2. 资本中介：两融业务稳健发展，股票质押风险可控

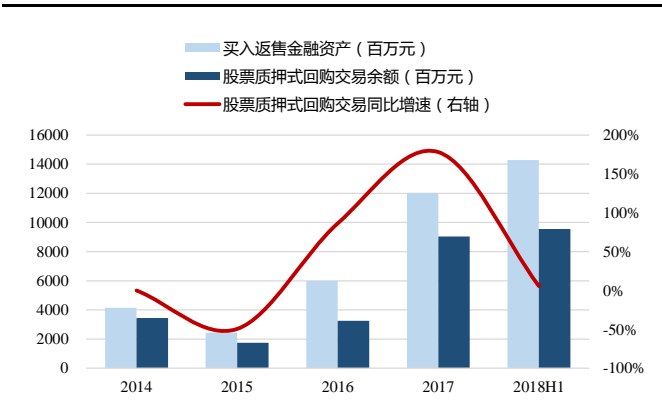
融资类业务较快发展，两融规模稳步推进。2018 年上半年公司融资类业务稳健发展，实现营业收入 12.17 亿元（同比+18.76%）。截至 6 月末，安信证券两融业务余额为 231.98 亿元（市场份额由上年末 2.45% 增长至 2.52%），公司通过经纪业务引流，推进高净值及机构客户服务，推动融资融券类业务稳健发展。

图 14: 安信证券两融余额及市场份额



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 15: 2014~2018H1 公司股权质押规模及增速



数据来源：公司定期报告，东吴证券研究所

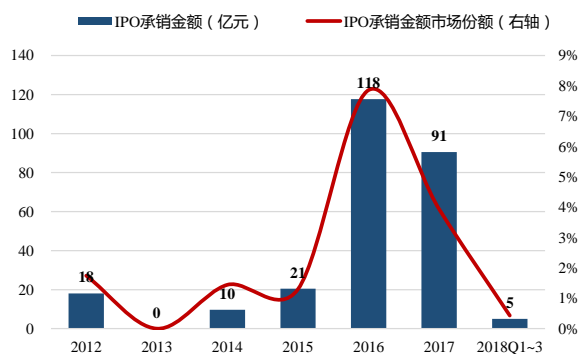
股权质押拉动利息收入增速，规模收缩风险可控。2018 年上半年，公司实现利息收入 18.59 亿元（同比+11.2%），其中股权质押回购利息收入同比增长 100.8% 至 2.65 亿元，贡献主要业绩增速。公司稳妥推动业务发展的同时严控规模、防范风险升级，截至上半年，买入返售金融资产中股票质押式回购交易余额 95.51 亿元（占买入返售金融资产比重为 66.9%），占公司净资产 26.15%，风险可控。截至今年三季度，公司买入返售

金融资产为 128.09 亿元(较中报-10.28%),我们估测股权质押规模为 85.69 亿元(按 66.9% 占比估算), 风险进一步降低。

### 2.3. 投行：交易型投行转型可期，项目储备迎接科创板

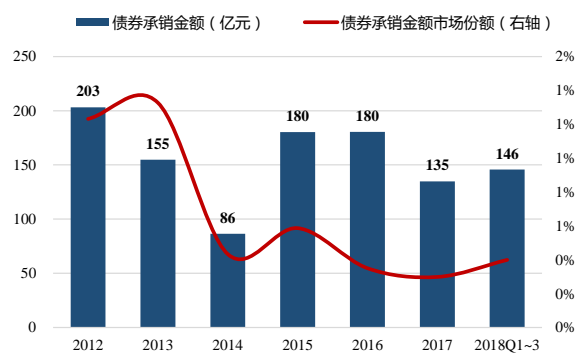
**IPO 审核从严，股债结合，推动投行收入结构多元化。**据 Wind 统计，2018 年 1-11 月，IPO 过会率仅 54.84%，远低于去年同期（77.68%）。截至今年三季度，公司首发承销量仅 5 亿元（去年同期为 85.62 亿元），但公司依托深厚股东背景，联席承销中国人保 IPO，提振投行士气，预期后期并表增厚投行收入。面对 A 股股权融资遇冷，公司积极拓展 H 股市场，今年上半年，安信国际完成 H 股股权融资项目 3 个，融资金额 42.15 亿元（同比+1212.44%）。债券方面，公司调整业务协同机制，服务大中型客户，截至今年三季度，公司实现债券承销金额 146 亿元（同比+48.78%）。

图 16: 2012~2018Q3 安信证券 IPO 承销金额及市场份额



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 17: 2012~2018Q3 安信证券债券承销金额及市场份额



数据来源：Wind，东吴证券研究所

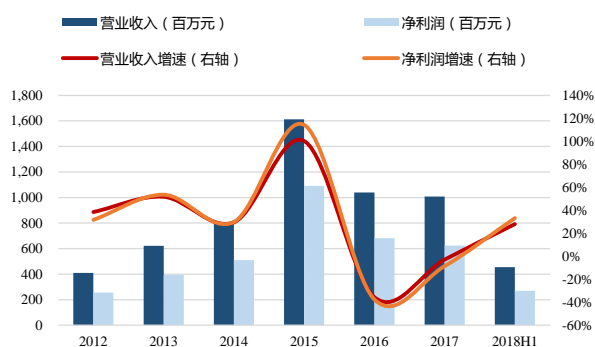
**创新投资子公司获证监批复，交易型投行转型取得新进展。**为把握科创板之契机，公司成立创投子公司并组建生命健康组投行团队，叠加在计算机、新三板等领域卓越研实力，通过投资引进优质资产，打造投资+股权承销+并购+债券交易的综合性服务平台，有望从“通道制投行”向“交易型投行”转变。截至今年 11 月，据 Wind 数据显示，安信证券 IPO 项目储备 45 单(已反馈和已预披露更新 IPO 数量共 4 单+辅导备案登记受理 41 单)，凭借安信证券在中小企业 IPO 业务的竞争优势，和控股股东国投集团高新投资平台在科创企业的项目经验（旗下基金投资宁德时代、寒武纪、信达生物制药等独角兽企业），未来全能投行发力+股东资源协同，科创板竞争优势较大。

### 3. 优化业务结构，聚焦财富管理

#### 3.1. 信托：主动管理能力显著增强，业务结构持续优化

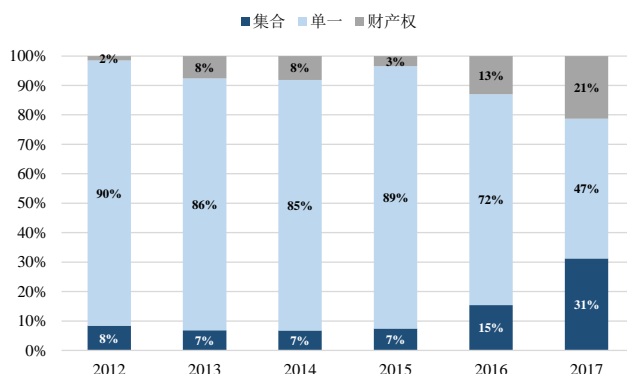
国投泰康信托业务回归本源，主动管理转型初见成效。2017 年国投泰康信托顺应监管要求，回归业务本源，加大信托业务开拓力度，信托业务规模和收入增长显著。截至 2018 年上半年，国投泰康信托管理信托资产规模为 3218 亿元（同比降幅 14%），其中集合类资产规模同比增加 63% 至 1180 亿元，占总信托资产规模达 36.67%（较上年末提升 5.45 pct.）。在行业资产规模整体下降的背景下，主动管理能力不断提升，带动 2018 年上半年实现营业收入同比增长 28% 至 4.54 亿元，其中信托业务收入 3.47 亿元，占总营业收入比重为 76.4%，转型效果显著。2017 年，国投泰康信托加权年化信托报酬率触底回升至 0.25%，期待主动管理转型拉动收益进一步提升。根据 62 家信托公司在中国货币网披露的 2018 年上半年未经审计财务数据（其中 10 家信托公司只披露合并报表数据），国投泰康信托营业收入排名第 36 名（同比提升 6 名），净利润排名第 29 名（同比提升 12 名）。

图 18：2012~2018H1 年国投泰康信托经营业绩概况



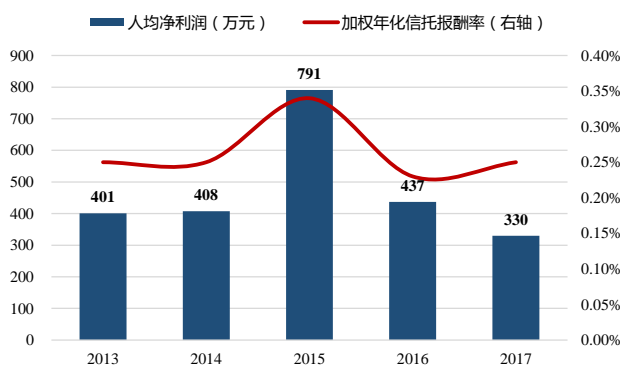
数据来源：国投泰康信托定期报告，东吴证券研究所

图 19：2012~2017 年国投泰康信托受托管理资产结构



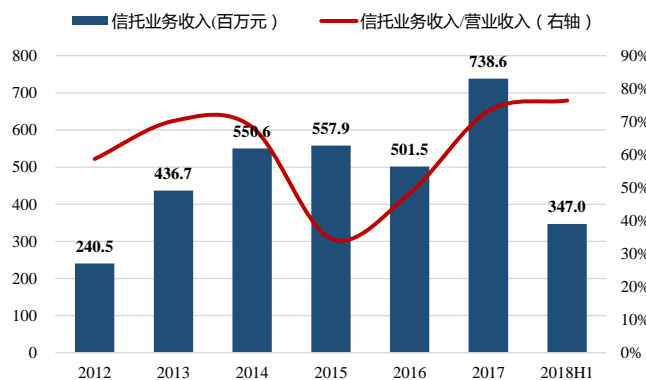
数据来源：国投泰康信托年报，东吴证券研究所

图 20：2013~2017 人均净利润及加权年化信托报酬率



数据来源：国投泰康信托年报，东吴证券研究所

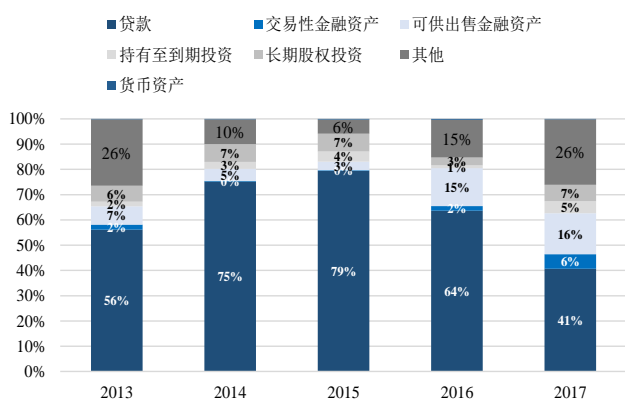
图 21：2012~2018H1 国投泰康信托信托业务收入及占比



数据来源：国投泰康信托定期报告，东吴证券研究所

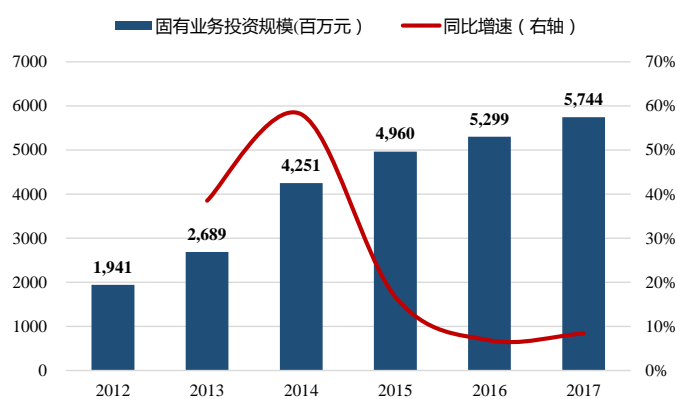
国投泰康信托参股创丰并设立 PE 子公司+自有资金激励，做大做强实业投行。国投泰康信托参股创丰资本并成立 PE 子公司（国投创丰），继续拓展股权投资业务，通过自有资金支持与激励机制优化，进一步发挥投资联动效应。截至 2017 年，信托公司管理股权投资类资产规模达 237.97 亿元，同比增长 1.9 倍。同时，公司合理配置固有资产，2018 年上半年实现固有业务收入同比增长 81.4% 至 1.07 亿元，固有投资平均总规模达 56.93 亿元（同比+5%）。泰康保险作为国投泰康信托第二大股东（持股 32.98%），涵盖保险、资管、医养三大核心业务，拥有雄厚的资金实力和丰富的高净值客户群，借助国投泰康信托在股东背景、融资渠道、金融牌照协同等方面的优势，叠加创丰资本专业化的基金管理经验和市场化的经营管理体制，国投创丰将大有可为。

图 22：2013~2017 年国投泰康信托受托管理资产类型



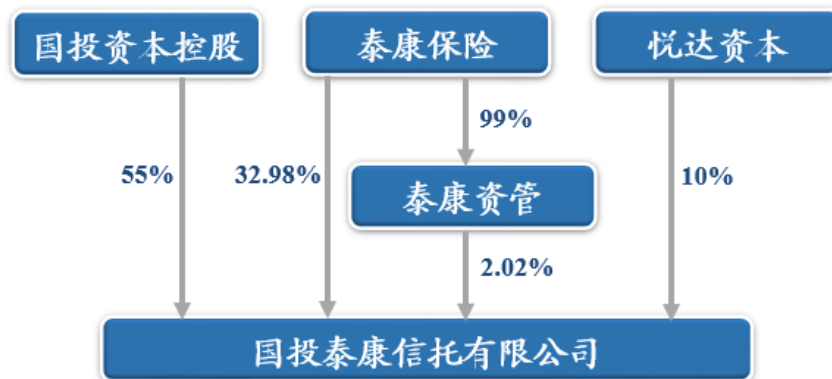
数据来源：国投泰康信托年报，东吴证券研究所

图 23：2012~2017 年国投泰康信托固有业务投资规模及增速



数据来源：国投泰康信托年报，东吴证券研究所

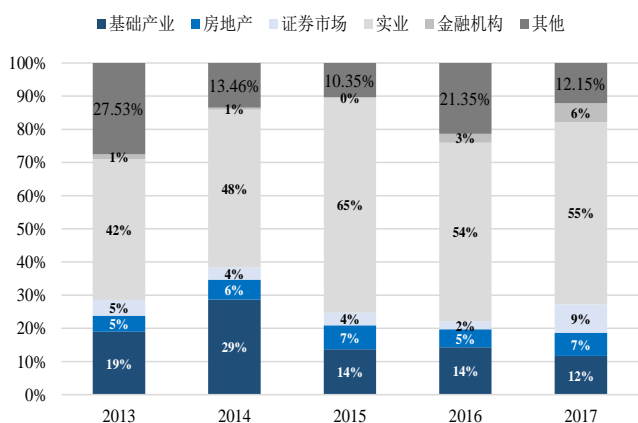
图 24：国投泰康信托股权结构（截至 2018 年三季报）



数据来源：公司定期报告，东吴证券研究所

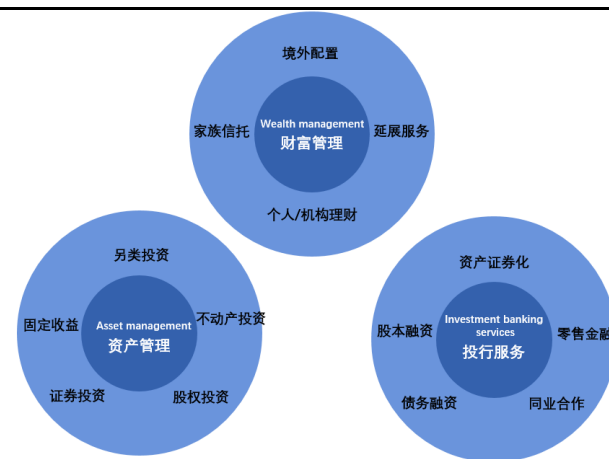
**国投泰康信托把握行业发展方向，拓展创新金融产品。**国投泰康信托信托业务结构主要划分为实业投行（股本融资+债务融资）、资产管理（不动产+权益投资）和财富管理（高净值客户+家族信托），为客户提供一站式金融服务。公司持续优化信托业务投向，截至 2017 年末，实业仍为主要行业布局（占比 54.9%），在加码证券市场的同时（占比提升 6.2 pct.至 8.6%），改善房地产信托交易模式、加强消费金融、信证业务等业务管理力度、供应链金融进一步聚焦医疗等行业的产业融资需求，积极拓展 ABS、FOF 等新产品，并发起设立国内首单股权慈善信托，培育未来业务增长点。

图 25: 2013~2017 年国投泰康信托受托管理资产行业分部



数据来源：国投泰康信托年报，东吴证券研究所

图 26: 国投泰康信托业务结构



数据来源：国投泰康信托官网，东吴证券研究所

### 3.2. 基金：投资能力稳健，积极布局海外市场

**国投瑞银基金固收业绩靓丽，积极拓展 FOF+量化投资。**截至 2018 年 6 月，国投瑞银基金管理各类资产规模合计约 1343 亿元人民币（含公募、专户、香港子公司、专户子公司），公募基金管理规模约 641 亿元（排名 40/124）。其中，固定收益类基金最近 5 年总收益率 45.38%（排名 8/65），在保持现有股票、固收投资能力的基础上，积极开展 FOF 和量化投资，两只 FOF 绝对收益类专户自成立以来净值稳步增长，业绩良好。

**投研+产品+销售+国际业务全线发展，国投瑞银基金持续为投资人带来可观收益。**国投瑞银基金开展产品研发、募集、销售、投资等公募业务，建立了覆盖高、中、低风险等级的较为完整的产品线。同时，设立国投瑞银资本、国投瑞银香港两家全资子公司，持有 QDII、RQFII、QFII、QDIE 等业务资格。作为中外合资基金公司，国投瑞银基金充分发挥瑞银集团（UBS）的海外优势，积极布局跨境资管业务。2018 年上半年，国投瑞银基金已为超过 774 万持有人提供投资管理服务，累计为持有人带来分红 12.35 亿元。

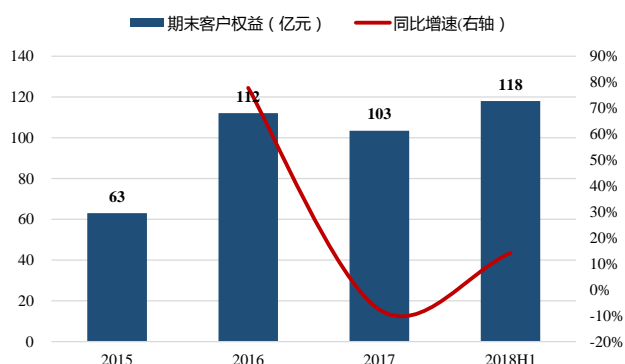


安信基金管理规模稳步前进，深耕投研屡获殊荣。截至 2018 年三季度，安信证券持有安信基金 33.95% 的股份，据 Wind 统计，安信基金管理资产规模较上年末增长 28.19% 至 377.92 亿元（排名 54/128），旗下基金数量达 43 只。安信基金定位“投研立司”，收获“2017 年度金牛进取奖”、“三年持续回报明星基金公司”等奖项，为投资人提供稳定回报。

### 3.3. 期货：业绩稳居前列，股指期货开放，未来潜力较大

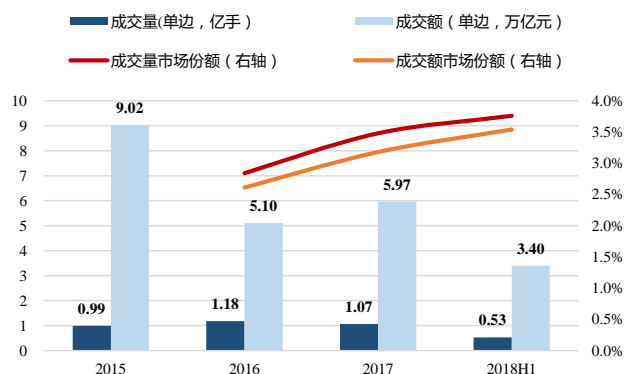
国投安信期货业绩稳居前列，市场份额稳健增长。国投安信期货专注为机构客户提供专业优质服务，客户稳定性、服务专业性、业绩稳定性等方面优势突出。截至 2018 年 6 月，国投安信期货资管业务规模同比+31%至 72 亿元，期末客户权益同比增长 14.13% 至 118 亿元（排名第 8 位），成交量 0.53 亿手（单边，市场份额较上年末+0.28 pct.至 3.76%，排名第 4 位），成交额 3.40 万亿元（单边，市场份额较上年末+0.36 pct.至 3.54%，排名第 4 位），日均持仓 49.18 万手（排名第 5 位）。

图 27: 2015~2018H1 国投安信期货期末客户权益及增速



数据来源：公司定期报告，东吴证券研究所

图 28: 2015~2018H1 国投安信期货成交量、成交额及市场份额



数据来源：公司定期报告，东吴证券研究所

**股指期货监管松动，加快期货交易发展步伐。**2018 年 12 月 2 日，中金所公告：1) 自 2018 年 12 月 3 日结算时起，将沪深 300、上证 50 股指期货交易保证金标准统一调整为 10%，中证 500 股指期货交易保证金标准统一调整为 15%；2) 自 2018 年 12 月 3 日起，将股指期货日内过度交易行为的监管标准调整为单个合约 50 手，套期保值交易开仓数量不受此限；3) 自 2018 年 12 月 3 日起，将股指期货平今仓交易手续费标准调整为成交金额的万分之四点六。此次监管松绑有望提高股指期货市场交易活跃度、减少期货公司交易成本，随着国投安信期货市场份额稳步推进，未来将在手续费收入、保证金利息收入、客户权益等方面将带来可观的业绩增加量。

## 4. 盈利预测与估值

### 4.1. 核心假设

我们对国投资本未来的盈利预测基于以下假设：

- 1) 安信证券聚焦中高端客户转型财富管理，但由于二级市场景气度不高，市场日均股基成交额同比下滑，预计 2019、2020 年市场逐步回暖，公司提升机构客户占比，市占率和佣金率较 2017 年略有提升。
- 2) 2018 年以来一级市场监管趋严，过会率下降，国内 IPO 募资总额同比下滑，预计 2019、2020 年稍有回暖，公司打造交易型投行，明年科创板有望发力。
- 3) 资管由于去通道，整理管理规模下降，公司提升管理能力，假设管理费率略升。
- 4) 其他手续费及佣金业务包括国投泰康信托、国投瑞银基金、安信期货等，信托主动管理规模持续增长，叠加股东资源和金融牌照等方面协同，业绩有望提升，基金固定收益类产品保持中长期业绩稳健，助力业绩增长，此外大宗交易贡献收入增量，整体给予增长假设。

图 29：国投资本盈利假设（亿元）

单位：亿元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市场：日均股票+基金成交额	5677	5011	4300	4500	5000
安信证券：股票+基金交易额市占率（合并）	2.70%	2.44%	2.58%	2.60%	2.62%
佣金率	0.0431%	0.0431%	0.0466%	0.0466%	0.0466%
<b>安信证券：经纪业务手续费收入</b>	<b>35.38</b>	<b>28.91</b>	<b>29.26</b>	<b>31.22</b>	<b>35.08</b>
市场：IPO 募资总额	1496	2301	1600	1800	1800
安信证券：IPO 承销市场份额	7.86%	3.94%	2.50%	3.60%	3.60%
<b>安信证券：投资银行业务手续费收入</b>	<b>16.18</b>	<b>13.65</b>	<b>5.76</b>	<b>7.75</b>	<b>7.87</b>
安信证券：资产管理规模	3314	3682	3167	3325	3491
<b>安信证券：资产管理业务手续费收入</b>	<b>2.21</b>	<b>5.62</b>	<b>5.99</b>	<b>5.68</b>	<b>5.96</b>
国内市场：融资融券余额	9392	10263	9700	9400	9300
安信证券：融资融券市占率（合计）	2.45%	2.45%	2.50%	2.50%	2.50%
<b>安信证券：利息收入（合计）</b>	<b>32.92</b>	<b>34.73</b>	<b>38.77</b>	<b>36.63</b>	<b>36.92</b>
<b>其他手续费及佣金收入业务</b>	<b>15.12</b>	<b>13.38</b>	<b>13.45</b>	<b>14.15</b>	<b>14.89</b>

数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 4.2. 盈利预测与估值

基于 4.1 的核心假设,我们预计公司 2018、2019 年净利润分别为 16.38、19.63 亿元,同比增速分别为-36.75%、19.84%,目前估值对应约 25.63 倍 2018PE, 1.11 倍 2018PB。

表 3: 国投资本盈利预测

单位: 百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	10,705.45	10,333.86	11,437.77	12,080.25	13,116.38
手续费及佣金收入	6,888.75	6,156.43	5,446.07	5,879.72	6,380.14
利息收入	3,291.56	3,472.69	3,877.50	3,663.49	3,691.78
投资收益	2,371.23	2,023.53	2,116.21	2,939.05	3,499.24
公允价值变动损益	-381.11	-81.44	-380.91	-294.00	-67.79
其他业务收入	525.15	704.73	2,114.20	2,537.04	3,044.45
营业支出	8,119.30	8,319.35	10,682.36	11,727.71	12,801.54
归属于母公司股东净利润	3,111.72	2,589.69	1,637.94	1,962.98	2,443.09
归属于母公司股东净资产	32,251.48	36,318.31	37,810.51	39,573.88	41,773.67
营业收入增速 (%)	-40.01%	-3.47%	10.68%	5.62%	8.58%
归属于母公司股东净利润增速 (%)	-31.20%	-16.78%	-36.75%	19.84%	24.46%
归属于母公司股东净资产增速 (%)	21.97%	12.61%	4.11%	4.66%	5.56%
ROE (%)	10.60%	7.55%	4.42%	5.07%	6.01%
EPS	0.74	0.61	0.39	0.46	0.58
BVPS	7.63	8.59	8.94	9.36	9.88
P/E	13.49	16.21	25.63	21.38	17.18
P/B	1.30	1.16	1.11	1.06	1.00

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 4.3. 投资建议

公司凭借深厚国资背景及强大股东优势实现产融、融融有效结合。在股市行情低迷+“资管新规”深化去通道的背景下,公司积极开拓金融版图(例如设立创投)、谋求差异化竞争优势(例如基金托管牌照获批)并开展业务结构转型(例如信托聚焦主动管理),增强抗周期属性。我们预计公司 2018、2019 年净利润分别为 16.38、19.63 亿元,同比增速分别为-36.75%、19.84%,目前估值对应约 25.63 倍 2018PE, 1.11 倍 2018PB。未来随着市场企稳回暖+金融牌照协同,叠加科创板顺利稳步推进,我们预计公司估值有望修复,首次覆盖,给予“买入”评级。

表 4：可比公司估值

公司名称	2017PE	2018PE	2017PB	2018PB
国投资本	16.21	25.63	1.16	1.11
越秀金控	34.59	46.48	1.67	1.17
东方证券	27.28	32.55	1.19	1.18
东兴证券	30.33	19.45	1.44	1.35
长江证券	28.16	34.39	1.17	1.13
平均值	27.31	31.70	1.33	1.19

数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 5. 风险提示

- 1) **证券市场不景气**：证券市场活跃度及其各类指数走势与证券公司经营状况高度相关，交投清淡将影响公司经纪、投行、自营经营难度增大，同时影响基金业务投资收益。
- 2) **信托主动管理规模增长不及预期**：信托行业自 2007 年至今多年快速增长后，受弱经济周期和强市场竞争冲击，发展增速明显放缓，主动管理规模也将受到影响从而影响业绩
- 3) **股权投资收益不及预期**：股权投资周期较长，不确定风险因素较多如审批不及预期，将影响股权投资释放业绩。

国投资本财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	35078	41000	42230	43497	营业总收入	10334	11438	12080	13116
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	29301	42000	45192	49311	营业收入	705	2114	2537	3044
衍生金融资产	46	53	61	70	利息收入	3473	3877	3663	3692
应收账款	494	677	871	1081	手续费及佣金收入	6156	5446	5880	6380
预付款项	146	146	146	146	营业总成本	8319	10682	11728	12802
融出资金	25512	24576	23816	23562	营业成本	655	1966	2359	2831
存出保证金	1881	1881	1881	1881	利息支出	2115	2326	2198	2215
应收利息	1362	1365	1367	1370	手续费及佣金支出	672	654	706	766
其他应收款	2169	2169	2169	2169	税金及附加	61	229	242	262
买入返售金融资产	12029	13231	13893	14588	业务及管理费	4253	4804	5436	5902
存货	195	195	195	195	管理费用	24	29	30	33
其他流动资产	104	104	104	104	财务费用	224	248	262	284
可供出售金融资产	14787	16781	16414	16526	资产减值损失	316	427	495	508
持有至到期投资	153	153	153	153	公允价值变动收益	-81	-381	-294	-68
长期股权投资	1912	1912	1912	1912	加: 投资收益	2024	2116	2939	3499
投资性房地产	64	64	64	64	对联营企业和合营企业的投资收益	100	83	90	95
固定资产	293	304	313	320	资产处置收益	-1	-1	-1	-1
无形资产	677	677	677	677	汇兑收益	12	12	12	12
商誉	4628	4628	4628	4628	其他收益	28	28	28	28
长期待摊费用	85	85	85	85	营业利润	3996	2530	3037	3786
递延所得税资产	453	453	453	453	加: 营业外收入	37	37	37	37
资产总计	142404	165023	169324	175621	减: 营业外支出	13	13	13	13
短期借款	1858	2408	2389	2306	利润总额	4021	2554	3061	3810
卖出回购金融资产款	17702	22941	22762	21964	减: 所得税费用	993	639	765	952
代理买卖证券款	34951	36323	38844	45318	净利润	3028	1916	2296	2857
一年内到期的非流动负债	5802	5802	5802	5802	归属于母公司股东的净利润	2590	1638	1963	2443
其他流动负债	60	60	60	60	少数股东损益	438	278	333	414
长期借款	5565	7212	7156	6905	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
应付债券	12800	16588	16459	15882	营业收入增长率 (%)	-3.5%	10.7%	5.6%	8.6%
预计负债	7	7	7	7	归母净利润增速 (%)	-16.8%	-36.8%	19.8%	24.5%
递延所得税负债	12	15	15	14	归母净资产增速 (%)	12.6%	4.1%	4.7%	5.6%
负债合计	103016	124016	126405	130316	每股收益 (EPS)	0.61	0.39	0.46	0.58
实收资本 (或股本)	4227	4227	4227	4227	每股净资产 (BVPS)	8.59	8.94	9.36	9.88
归属于母公司所有者权益合计	36318	37811	39574	41774	ROE (%)	7.6%	4.4%	5.1%	6.0%
少数股东权益	3070	3196	3345	3531	P/E	16.21	25.63	21.38	17.18
负债及股东权益总计	142404	165023	169324	175621	P/B	1.16	1.11	1.06	1.00

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所



## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

