

国金证券 (600109.SH) 投行及经纪业务优势明显, 充分受益注册制红利

2020年06月30日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

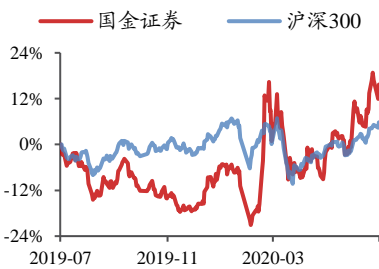
高超 (分析师)

gaochao1@kysec.cn

证书编号: S0790520050001

日期	2020/6/30
当前股价(元)	11.41
一年最高最低(元)	12.18/7.40
总市值(亿元)	345.08
流通市值(亿元)	345.08
总股本(亿股)	30.24
流通股本(亿股)	30.24
近3个月换手率(%)	125.69

股价走势图



数据来源: 贝格数据

● 投行和经纪业务优势突出, 充分受益于资本市场改革红利

(1) 公司投行和经纪业务相对优势明显, IPO 业务可比肩头部券商, 经纪业务率先线上化占得先机, 手续费业务优势造就公司优于同业的盈利能力和成长性。民营股东背景且重视合规风控, 为公司长足发展奠定基础。(2) 公司 IPO 储备行业领先, 投行、经纪和利息净收入占比 2019 年和 2020Q1 达到 65%/73%, 将充分受益于创业板注册制改革带来的市场活跃度提升和 IPO 扩容。(3) 我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 17.02/20.46/23.13 亿元, 分别同比 +31.0%/+20.2%/+13.1%, EPS 分别为 0.56/0.68/0.76 元, ROE 分别为 7.9%/8.9%/9.3%, 首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

● 投行收入占比高, IPO 储备量比肩头部券商

投行业务为公司核心业务, 2019/2020Q1 投行收入占比分别为 21%/29%, 2020Q1 投行业务占比位于行业前列。IPO 储备量丰富, 截至 6 月 24 日, 公司创业板储备量名列行业第四, IPO 储备量和科创板储备量位居行业前十, 在深交所已受理的第三批创业板项目中, 国金证券占 7 家, 行业排名前二, IPO 储备量比肩头部券商, 下半年项目上市家数大概率行业领先, IPO 收入释放确定性强, 拉动利润高速增长。

● 零售业务占比高, 充分受益于市场活跃度提升

公司 2019 年经纪业务收入占比为 26%, 明显高于上市公司平均的 22%, 利息净收入占比 18%(两融贡献较高), 高于行业平均的 11%, 整体看公司零售业务营收贡献达到 44%。市场活跃度提升、两融规模高速增长下, 公司零售业务将充分收益, 成为公司业绩增长的重要驱动。

● **风险提示:** 公司 IPO 项目利润释放不达预期; 公司经纪、两融业务市占率表现不达预期。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,766	4,350	5,298	6,038	6,708
YOY(%)	-14.2	15.5	21.8	14.0	11.1
归母净利润(百万元)	1,010	1,299	1,702	2,046	2,313
YOY(%)	-15.9	28.5	31.0	20.2	13.1
毛利率(%)	33.6	38.0	41.9	44.3	45.1
净利率(%)	26.8	29.9	32.1	33.9	34.5
ROE(%)	5.3	6.5	7.9	8.9	9.3
EPS(摊薄/元)	0.33	0.43	0.56	0.68	0.76
P/E(倍)	33.0	25.7	19.6	16.3	14.4
P/B(倍)	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 民营股东背景，注重效率与合规	4
1.1、 民营股东背景，高管团队稳定	4
1.2、 扁平化组织架构提升效率，评级保持 A 类	5
1.3、 投行和经纪业务相对优势突出，业绩稳定性强	6
2、 投行业务实现突围，经纪业务稳步发展	8
2.1、 投行业务：IPO 业务比肩头部券商	8
2.2、 零售业务：率先发力线上业务，两融市占率持续攀升	10
2.3、 资金型业务：杠杆率较低，自营收益率明显优于同业	13
2.4、 私募业务具有特色优势，资管业务重回升势	14
3、 盈利预测及投资结论	15
3.1、 盈利预测	15
3.2、 可比公司估值分析	16
3.3、 投资结论	17
4、 风险提示	18
附：财务预测摘要	19

图表目录

图 1： 公司连续 8 年评级为 A 类	5
图 2： 公司组织结构扁平化	6
图 3： 公司营业收入和归母净利润较为稳定	7
图 4： 2017 年至今 ROE 水平整体优于行业平均	7
图 5： 公司股基成交额市占率有所回落	11
图 6： 公司佣金率与行业佣金率变化趋势相同	11
图 7： 机构客户保证金占比稳步提升	11
图 8： 代销业务净收入稳步攀升	12
图 9： 代销净收入占比持续增长	12
图 10： 公司两融业务规模呈现波动上升趋势	13
图 11： 公司两融市占率持续攀升	13
图 12： 公司杠杆率低于行业平均	13
图 13： 自营结构多元，权益资产占比超 20%	14
图 14： 公司自营投资收益率整体高于行业平均	14
图 15： 国金道富净利润贡献大幅增长	14
图 16： 去通道影响下公司资管业务规模和收入有所下滑	15
表 1： 长沙涌金集团为公司控股股东	4
表 2： 公司高管从业经历丰富	4
表 3： 公司净利润行业排名优于规模指标	6
表 4： 经纪和投行业务占优，融资类业务相对劣势	7
表 5： 投行和经纪业务收入占比高于行业平均，投资收入占比较低	8
表 6： IPO 收入保持平稳，债券承销收入快速增长	8
表 7： 2020 年 1-5 月 IPO 收入排名前三，2019 年再融资排名位居行业前十	9
表 8： IPO、科创板项目储备量行业前十，创业板项目储备量行业第四	9

表 9: 深交所创业板已受理项目行业排名前二.....	9
表 10: 投行业务持续投入, 2018-2019 年投行业务毛利率较低.....	10
表 11: 2019 年公司 IPO 项目通过率 100%.....	10
表 12: 公司经纪业务毛利率高于同业可比券商.....	12
表 13: 国金证券盈利预测: 盈利成长性显现, ROE 逐步攀升.....	15
表 14: 国金证券 ROE 明显优于可比上市券商.....	16
表 15: 国金证券 2020Q1 投行收入占比第一.....	17
表 16: 国金证券 2019 和 2020Q1 IPO 收入占比居前五.....	17
表 17: 国金证券 2019 经纪收入占比行业前十.....	18
表 18: 国金证券两融弹性行业排名前五.....	18

1、民营股东背景，注重效率与合规

1.1、民营股东背景，高管团队稳定

发源于四川省，2008年上市后做大做强。公司前身为成都证券，于1990年12月成立，注册资本为1000万元。1997至2005年，公司注册资本增至5000万元，2005年，公司更名为“国金证券有限责任公司”。2008年1月成都建投通过新增股份吸收合并国金证券剩余的48.24%股权之后，正式更名为国金证券，公司成功借壳上市，成为第8家上市券商。上市后公司先后于2012、2015年进行定向增发，于2014年发行可转债，再融资合计募资100亿元。

股权结构分散，民营股东控股。公司前三大股东是长沙涌金（集团）有限公司、涌金投资控股有限公司和山东通汇资本投资集团有限公司，分别持股18.09%/9.34%/4.65%，5%以上股东仅两家，股权结构较为分散。陈金霞通过控制长沙涌金（集团）有限公司和涌金投资控股有限公司成为公司实际控制人。公司控股股东为民营企业，为公司市场化的激励机制奠定基础。

表1：长沙涌金集团为公司控股股东

股东名称	持股比例（%）
长沙涌金(集团)有限公司	18.09
涌金投资控股有限公司	9.34
山东通汇资本投资集团有限公司	4.65
中国证券金融股份有限公司	2.99
香港中央结算有限公司(陆股通)	1.70
中央汇金资产管理有限责任公司	1.55
中国建设银行股份有限公司-国泰中证全指证券公司交易型开放式指数证券投资基金	1.17
中欧基金-农业银行-中欧中证金融资产管理计划	1.00
中国建设银行股份有限公司-华宝中证全指证券公司交易型开放式指数证券投资基金	0.66
广东宝丽华新能源股份有限公司	0.63
合计	41.78

资料来源：公司2019年年报、开源证券研究所

高管团队稳定，从业经验丰富。公司董事长、总经理以及多位副总经理在公司任职均超过10年，公司高管团队稳定，管理层人员在证券行业具有丰富的从业经历，有利于公司长足发展。

表2：公司高管从业经历丰富

姓名	职位	任职日期	从业经历
冉云	董事长	2009.12	曾任成都金融市场职员，成都市人民银行计划处职员，成都证券公司发行部经理、总裁助理、副总裁、监事长，国金证券有限责任公司监事长，国金证券股份有限公司

			司监事会主席。
金鹏	总经理	2010.10	曾任涌金期货经纪有限公司总经理助理，上海涌金理财顾问有限公司副总经理，河北财金投资有限公司总经理，涌金实业(集团)有限公司副总裁，国金证券有限责任公司风险控制中心总经理，公司董事、副总经理、监事、监事会主席，国金期货有限责任公司董事长。
纪路	副总经理	2008.1	中国证券业协会互联网证券专业委员会委员，中国证券业协会证券公司专业评价专家，上交所理事会市场交易管理委员会委员，四川省青年企业家协会第十届理事会副会长。曾任博时基金管理有限公司研究员，金信证券有限责任公司投资研究中心总经理。
姜文国	副总经理	2008.1	曾任光大证券有限公司资产经营部项目经理，兴业证券股份有限公司投资银行上海总部副总经理、总经理，兴业证券总裁助理，国金证券有限责任公司投资银行部总经理、公司副总经理。
李浦贤	副总经理	2008.1	曾任成都证券总经理助理、交易总监，成都证券副总经理兼人民南路营业部总经理，国金证券有限责任公司副总经理。
李邦兴	副总经理	2011.4	曾任汕头经济特区对外商业(集团)公司法律顾问，汕头证券股份有限公司法律顾问，涌金集团法律部副总经理，国金证券有限责任公司董事会秘书，公司董事、董事会秘书。

资料来源：公司年报、开源证券研究所

1.2、扁平化组织架构提升效率，评级保持 A 类

公司具有证券业务全牌照。公司经营范围包括证券经纪、投资咨询、财务顾问、承销与保荐、自营、融资融券、资产管理、证券投资基金代销、为期货公司提供中间介绍业务、代销金融产品。公司下设 6 家分公司，拥有 66 家营业部，以四川地区为主，分布于全国 24 个省（直辖市、自治区）的重要中心城市。

合规风控体系完善，连续 8 年分类评级为 A 类。公司建立了全面合规管理体系和全面风险管理体系，在业内较早开展全面风险管理建设，推动风险管理系统自主研发。公司连续 8 年被证监会分类评级为 A 类，反映出公司较强的风险管理能力及合规管理水平。

图1：公司连续 8 年评级为 A 类

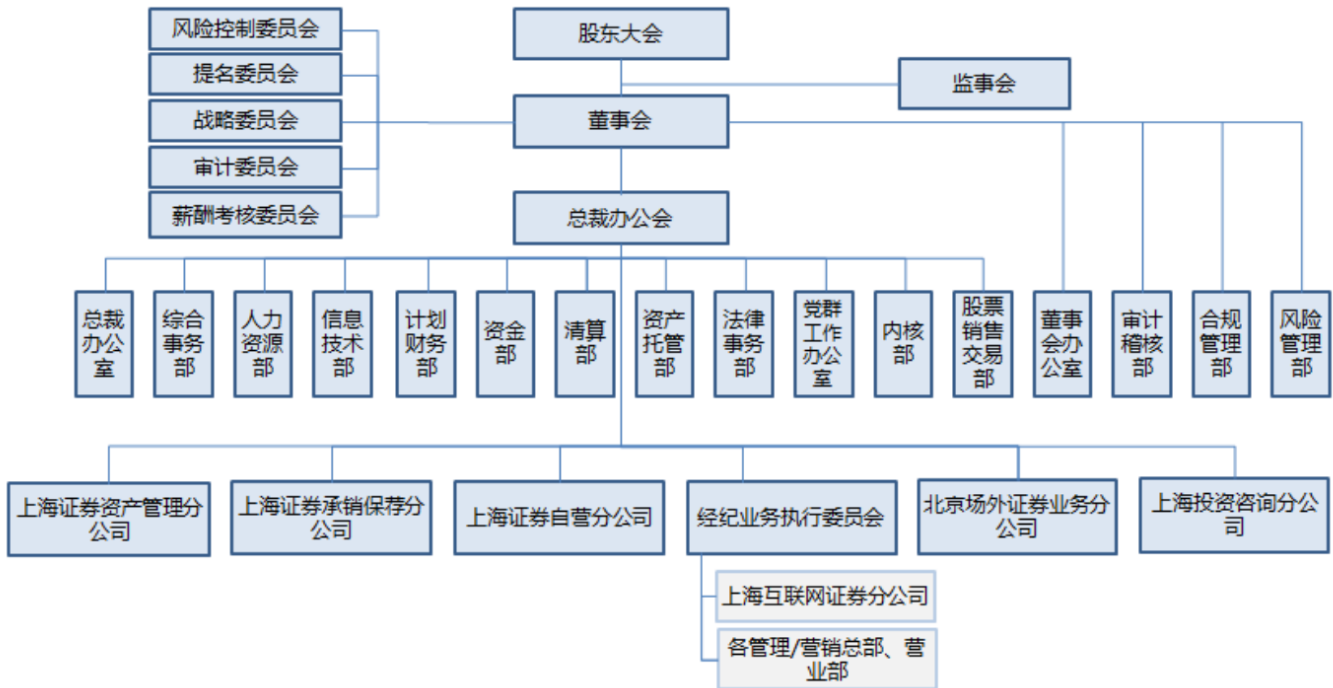


资料来源：证监会、开源证券研究所

组织结构扁平化，资源配置高效。公司设置了董事会办公室、总裁办公室、综合事务部等 16 个职能部门，通过 6 家分公司开展业务，各分公司分别负责自营、投行、

资管、经纪、研究和场外业务。公司组织架构总体扁平化，条块管理清晰、资源配置高效，适度简政放权确保业务团队市场响应敏捷。

图2: 公司组织结构扁平化



资料来源：公司年报、开源证券研究所

1.3、投行和经纪业务相对优势突出，业绩稳定性强

坚持经纪和投行传统业务基础，锐意进取，不断创新。公司不断夯实“差异化增值服务商”的战略定位，坚持“以经纪业务和投资银行业务为基础”。近年来，通过把握互联网证券业务发展机遇，与腾讯、蚂蚁金服等头部互联网平台开展合作，加码金融科技，提升零售客户市场份额；通过加强行业深度、提升投研实力，为机构客户持续提供优质服务支持；通过对企业上市及并购重组需求的全周期、产业链以及资产证券化产品模式创新，满足企业客户多样融资需求。

净利润排名优于规模指标排名，投行和经纪业务优势突出。2016-2018年，公司净资产、净资本及核心净资本排名较为稳定，净资产排名整体处于行业25名左右；净利润排名呈上升趋势，优于规模指标排名，2018年行业排名第17位。主要业务指标排名看，公司投行和经纪业务收入排名均优于净资产排名，体现了较强的相对优势。公司投行收入2016-2018年排名稳居行业前15，股承业务优势突出，跻身行业前十；经纪业务收入稳定在行业20名左右。公司融资业务收入相对落后于净资产排名。

表3: 公司净利润行业排名优于规模指标

	2016年	2017年	2018年
总资产	33	41	34
净资产	24	26	25
净资本	23	27	25

核心净资本	21	22	20
净利润	23	23	17

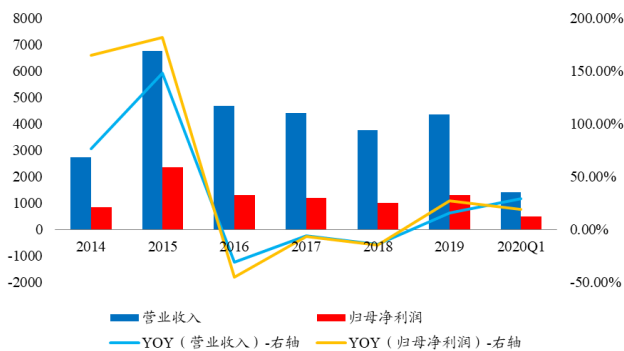
数据来源：中国证券业协会、开源证券研究所

表4：经纪和投行业务占优，融资类业务相对劣势

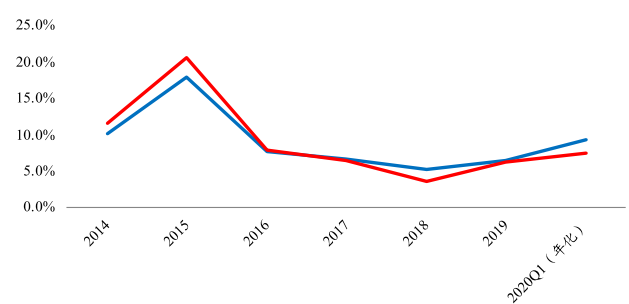
	2016年	2017年	2018年
经纪业务收入			
代理买卖证券业务净收入(含席位租赁)	19	20	21
交易单元席位租赁净收入	18	20	19
代销金融产品收入	21	18	20
投行业务收入			
投行业务净收入	17	10	14
股票承销业务收入	10	7	9
债券承销业务收入	29	35	29
财务顾问净收入	21	22	17
资管业务收入			
资管业务净收入	-	-	-
利息净收入业务收入			
融资类业务利息收入	35	35	33
投资业务收入			
证券投资收入	37	45	25
国际业务收入			
海外业务收入占比	25	24	22

数据来源：中国证券业协会、开源证券研究所

业绩稳定性强，盈利能力略优于行业平均。2016-2018年，证券行业整体处于下行期，公司净利润下滑幅度小于行业平均；2019年和2020Q1，市场整体有所回暖，公司归母净利润分别同比+26.9%/+18.8%，增幅较为稳定。整体看公司业绩在市场变动情况下较为稳定，韧性更强。公司ROE与行业变动趋势一致，整体水平与行业平均持平，2017年至今ROE水平整体优于行业平均，2020Q1ROE（年化）保持上升势头，超过行业均值。

图3：公司营业收入和归母净利润较为稳定


数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2017年至今ROE水平整体优于行业平均


数据来源：Wind、开源证券研究所

投行和经纪收入占比高于行业平均，投行业务收入占比近 30%。公司轻资产型手续费类收入占比明显高于行业平均，投行业务不断发力，占比持续攀升，2020Q1 投行占比 29%，成为公司第一大业务，远超上市公司投行业务平均占比 9.4%。经纪业务为公司第二大业务，近几年业务贡献较为稳定，公司逐渐形成以投行和经纪为主的业务分布，投资收入占比较低，业绩稳定性较强。

表5: 投行和经纪业务收入占比高于行业平均，投资收入占比较低

项目	国金证券			上市公司平均		
	2018	2019	2020Q1	2018	2019	2020Q1
经纪业务	26%	26%	28%	25%	22%	30%
投行业务	19%	21%	29%	13%	11%	9%
资管业务	4%	2%	2%	12%	9%	10%
投资业务	27%	29%	22%	28%	407%	32%
利息净收入	15%	18%	15%	15%	13%	14%
其他业务净收入	8%	4%	3%	6%	5.0%	6%

数据来源：Wind、开源证券研究所

2、投行业务实现突围，经纪业务稳步发展

2.1、投行业务：IPO 业务比肩头部券商

IPO 收入再次进入扩张周期，债承业绩表现亮眼。2017 年 IPO 发行节奏加快，公司 IPO 发行数量创历年新高，达到 23 单，IPO 收入占投行收入比重高达 67%。2018 年后审核显著趋严，公司 IPO 收入有所下降。注册制试点推进下，2019 年至今 IPO 市场回归扩张周期，公司 2020 年 1-5 月 IPO 发行 7 单，同比提升明显。债券承销收入受债市波动影响，2017 年至 2018 年收入有所下降，2019 年债市明显回暖，公司债承规模明显增长，2019 年债承收入同比+196%，占投行收入半壁江山。

表6: IPO 收入保持平稳，债券承销收入快速增长

单位：百万元	2015		2016		2017		2018		2019	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
IPO	367	32%	292	22%	905	67%	274	39%	270	30%
再融资	222	19%	352	27%	132	10%	48	7%	21	2%
债券承销	287	25%	397	30%	136	10%	175	25%	458	51%
财务顾问	266	23%	262	20%	185	14%	208	30%	144	16%

数据来源：公司年报、开源证券研究所

IPO 收入行业排名跻身行业前三，再融资排名有所下降。公司 2017 年 IPO 表现突出，行业排名第四，近几年受 IPO 审核趋严、过会率较低的影响，IPO 收入有所下滑，行业排名略有波动。2020 年以来公司 IPO 保持上升势头，2020 年 1-5 月 IPO 收入排名位居行业前 3。近几年公司持续加强项目管理，再融资收入排名从 2015 年 18 位上升至 2019 年第 7 位，2020 年 1-5 月再融资排名有所下降。

表7: 2020年1-5月IPO收入排名前三, 2019年再融资排名位居行业前十

	2015	2016	2017	2018	2019	2020年1-5月
IPO收入行业排名	10	11	4	7	16	3
再融资收入行业排名	18	11	17	12	7	28

数据来源: Wind、开源证券研究所

IPO项目储备量比肩头部券商, 深交所已受理创业板项目居行业前二。截止6月24日, 根据Wind数据, 公司IPO储备量共14家, 行业排名10, 总体排名靠前; 创业板项目储备量共9个, 行业排名第四, 比肩头部券商。根据深交所官网披露, 创业板近3期受理公司名单中, 国金证券受理项目7单, 稳居行业前两。

表8: IPO、科创板项目储备量行业前十, 创业板项目储备量行业第四

IPO			创业板			科创板		
排序	公司	项目储备	排序	公司	项目储备	排序	公司	项目储备
1	中信证券	41	1	中信建投	16	1	中信证券	10
2	中信建投	36	2	中信证券	13	2	华泰联合	8
3	招商证券	24	3	海通证券	10	3	国泰君安	4
3	海通证券	24	4	国金证券	9	3	海通证券	4
5	华泰联合	23	4	民生证券	9	5	国信证券	3
6	国泰君安	21	6	国信证券	8	5	民生证券	3
7	中金公司	19	6	华泰联合	8	5	招商证券	3
8	民生证券	18	6	长江证券	8	5	中金公司	3
9	广发证券	17	9	招商证券	7	5	中信建投	3
10	国金证券	14	9	东兴证券	6	10	国金证券	2
10	国信证券	14	9	广发证券	6	10	东莞证券	2
10	长江证券	14	9	中金公司	6	10	华金证券	2

注: 储备量包括已受理、已反馈、已预披露更新

数据来源: Wind、开源证券研究所

表9: 深交所创业板已受理项目行业排名前二

保荐机构	创业板受理数量
国金证券	7
中信建投	7
东莞证券	4
华泰联合	4
长江承销	4
民生证券	3
国泰君安	2
海通证券	2
银河证券	2
中信证券	2
渤海证券	1
东北证券	1
东吴证券	1

国元证券	1
华创证券	1
华西证券	1
申港证券	1
兴业证券	1
英大证券	1
长城证券	1
中金公司	1
中天国富	1
中原证券	1
总计	50

注：数据截止到6月29日前三批深交所受理项目

数据来源：深交所、开源证券研究所

投行人力占比较高,保代人数行业居前。公司2017-2019年投行业务人数分别为556、531、541人,占公司总人力比重分别为16.9%/16.8%/16.6%,除经纪业务外,投行人数占比最高,位居行业前列。公司共182名保荐代表人,行业排名第八,充足的投行及保代人数为公司大力发展投行业务提供了稳定的人力保障。

市场化激励机制助力投行业务弯道超车,2019年IPO通过率100%。公司在激励机制上秉持市场化原则,依靠较强的激励机制实现投行业务的弯道超车。与头部券商相比,公司投行业务毛利率相对较低,近两年毛利率为17%左右。公司IPO通过率整体保持较高水平,2018年受监管趋严影响,通过率有所下降,2019年公司IPO项目通过率达到100%,反映出公司较强的业务水平。

表10: 投行业务持续投入,2018-2019年投行业务毛利率较低

公司	2017	2018	2019
国金证券	30.90%	15.82%	17.60%

数据来源：公司年报报告分部、开源证券研究所

表11: 2019年公司IPO项目通过率100%

公司	2017	2018	2019
国金证券	78.79%	66.67%	100%

数据来源：Wind、开源证券研究所

新三板业务聚焦优质企业。随着股转公司对挂牌准入要求的提高、监管力度的不断加大,市场流动性降低,新三板业务进一步放缓,公司在维护原有的新三板企业客户的基础上继续开拓优质新三板挂牌企业和做市企业。2019年公司共配合3家挂牌企业完成定向增发,合计融资0.66亿元。截止2020年6月28日,公司尚在履行持续督导职责的挂牌企业的家数为78家。

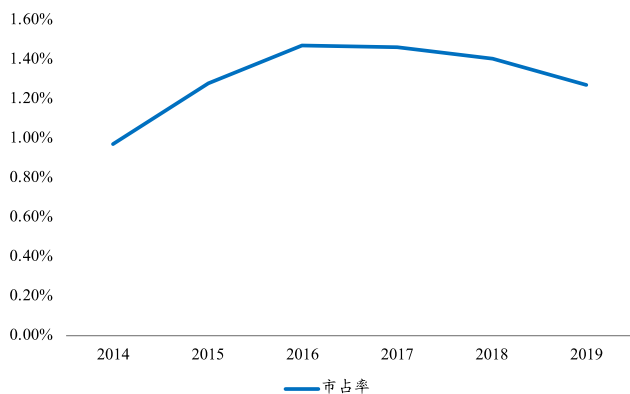
2.2、零售业务：率先发力线上业务，两融市占率持续攀升

营业部较少,较早依靠互联网渠道拓展线上业务。截止2019年末,公司共66家营业部,分布于全国24个省(直辖市、自治区)的重要中心城市,线下业务大本营在

四川省，省内营业部 25 家，占比 38%。公司利用科技赋能，2014 年率先推出首个互联网金融产品“佣金宝”，同时推出超低佣金率获得大批客户，公司较早依靠互联网渠道拓展线上业务。公司近几年加大技术开发，并对以“佣金宝”为代表的互联网证券金融产品和工具不断更新迭代，2019 年佣金宝 5.0 全新上线，同时搭建了综合服务管理平台，提升科技运营效率，加强协同增效。未来，公司将深入推进零售业务线上化、财富机构业务线下化的发展策略，推动业务转型升级。

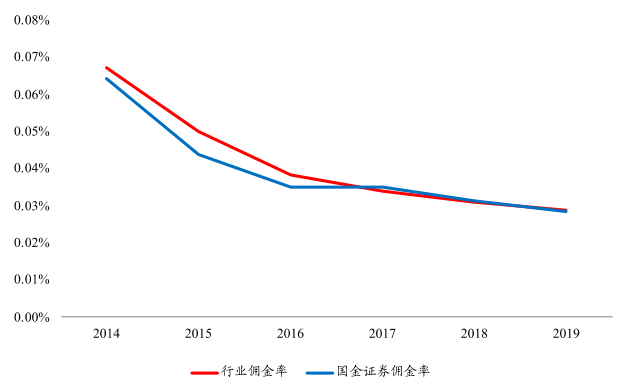
市占率保持稳定，佣金率与行业趋同。公司自 2014 年推出佣金宝，凭借互联网金融的先发优势，市占率明显上升，至 2016 年，股基成交额市占率达到 1.46%，此后市占率有所回落，整体保持平稳。佣金率变动与行业趋同，呈下降趋势，2017 年佣金率小幅提升，超过行业平均，随后佣金率降幅放缓，目前佣金率为 0.0284%，与行业水平相同。

图5：公司股基成交额市占率有所回落



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

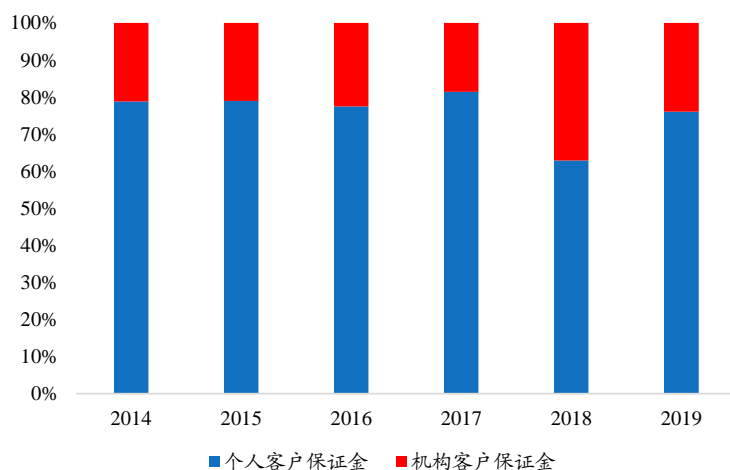
图6：公司佣金率与行业佣金率变化趋势相同



数据来源：Wind、开源证券研究所

机构客户保证金占比整体略有提升，2019 年末达到 24%。从近六年公司代理买卖证券款中机构和个人客户资金的占比看，公司机构客户保证金占比略有提升，从 2014 年末的 21% 提升至 2019 年末的 24%。散户机构化趋势下，机构客户占比的稳步提升利于公司保持经纪业务市场份额、保持佣金率水平和两融业务扩张。

图7：机构客户保证金占比稳步提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

线上业务占比较高，毛利率优于同业可比券商。与公司经纪业务体量类似的五家区域型券商相比，公司经纪业务毛利率明显较高，预计公司互联网渠道获客占比较高。与头部券商相比，公司经纪业务毛利率高于中信证券，低于华泰证券。

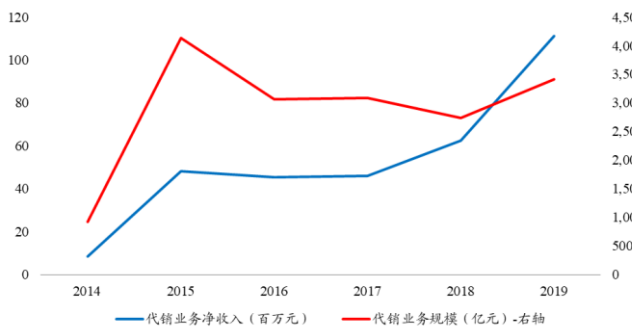
表12: 公司经纪业务毛利率高于同业可比券商

	2017	2018	2019
国金证券	45.73%	30.94%	32.03%
财通证券	37.19%	33.92%	32.65%
东方证券	45.05%	26.04%	9.98%
东吴证券	47.69%	27.20%	29.73%
浙商证券	39.74%	28.66%	26.29%
华西证券	49.31%	33.76%	32.04%
华泰证券	58.27%	48.55%	44.58%
中信证券	45.08%	31.15%	21.96%

数据来源：公司年报报告分部、开源证券研究所

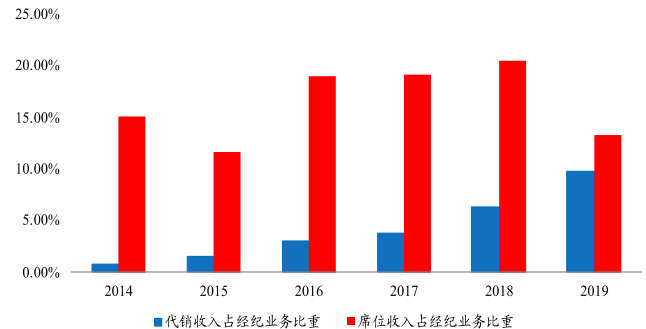
席位佣金收入占比整体平稳，财富管理转型见效，代销收入占比快速提升。公司经纪业务不断向财富管理转型，通过客户分级，构建星级服务体系，聚焦投顾宝客群，构建多元化和差异化服务体系，实现业务结构多元化发展。公司代销规模整体呈增长趋势，代销净收入稳步攀升，2019年代销业务净收入达1.1亿元，代销业务收入占经纪业务比重逐年提升，从2014年0.8%提升至2019年的9.8%。席位租赁收入有所波动，收入占比整体保持平稳，2019年席位租赁收入占比13.4%。

图8: 代销业务净收入稳步攀升



数据来源：公司年报、开源证券研究所

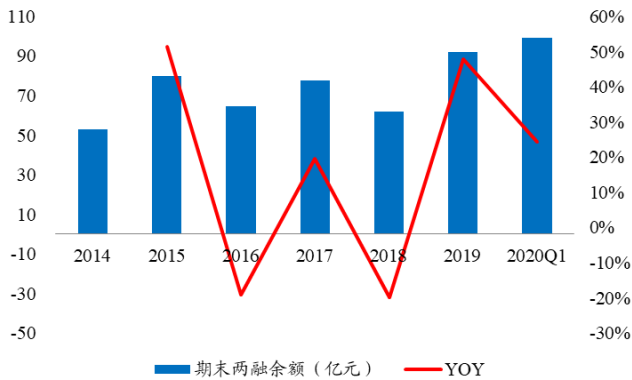
图9: 代销净收入占比持续增长



数据来源：公司年报、开源证券研究所

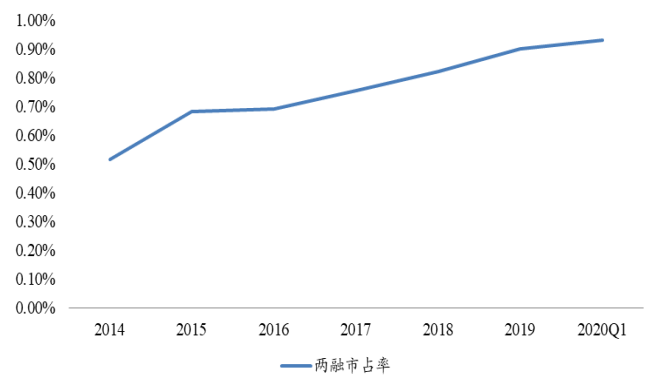
两融业务市占率持续攀升。公司两融业务余额整体呈现增长态势，从2014年末的53亿提升至2020Q1末的99亿，行业市占率持续攀升，从2014年末的0.51%上升至2020Q1的0.93%，目前两融业务市占率仍低于经纪业务市占率，后续两融业务仍有较大提升空间。

图10: 公司两融业务规模呈现波动上升趋势



数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 公司两融市占率持续攀升

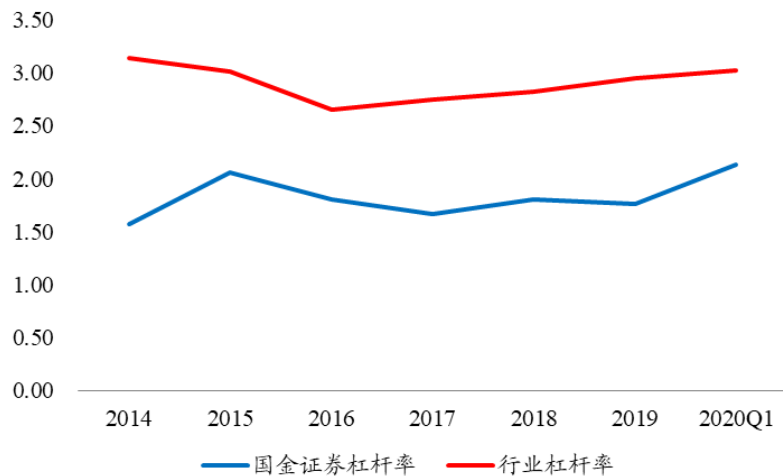


数据来源: Wind、开源证券研究所

2.3、资金型业务：杠杆率较低，自营收益率明显优于同业

杠杆率低于行业均值，资金型业务风格稳健。公司杠杆率明显低于行业平均水平，截止 2020Q1，公司杠杆率（扣除客户保证金后的权益乘数）2.14 倍，明显低于行业平均的 3.02 倍。

图12: 公司杠杆率低于行业平均

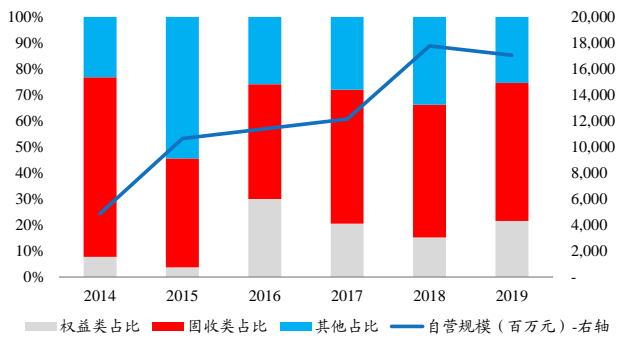


注: 杠杆率=(总资产-代理买卖证券款)/净资产

数据来源: Wind、开源证券研究所

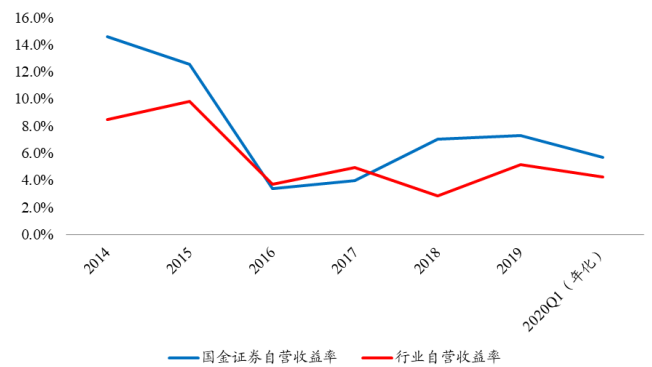
自营投资：权益资产占比超过 20%，收益率明显优于同业。1) 公司自营规模总体呈上升趋势，截止 2020 年 Q1，公司金融工具资产规模达到 221 亿元。截止 2019 年末，公司自营投资中固收类资产（含债权投资及其他债权投资）规模占比达 53%，略低于行业平均的 64%，权益类资产规模为 36.7 亿元，其中交易性金融资产 10.5 亿元，其他权益工具 26.2 亿元，权益资产占比 22%，高于行业平均的 13%。2) 公司自营投资收益率明显优于行业平均，体现了极强的自营投资能力。2018 年、2019 年和 2020Q1(年化)投资收益率分别为 7.1%/7.3%/6.2%。

图13: 自营结构多元, 权益资产占比超 20%



数据来源: 公司年报、开源证券研究所

图14: 公司自营投资收益率整体高于行业平均



注: 自营投资收益率 = (投资收益 + 公允价值变动损益 - 联营子公司投资收益) / (金融资产 - 债权投资 - 其他债权投资)

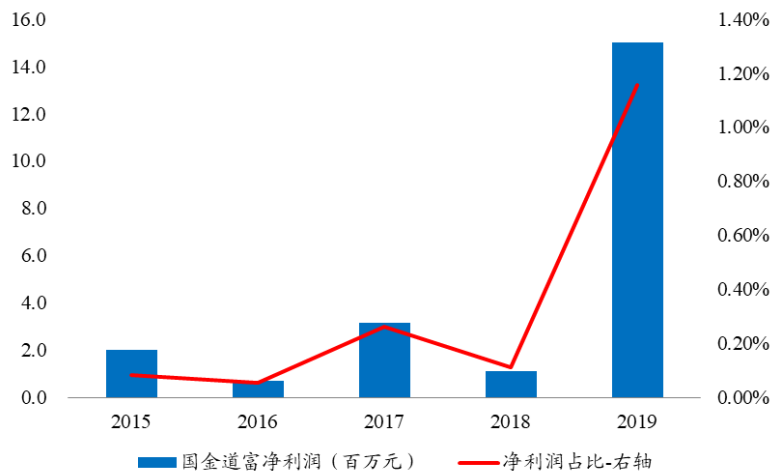
数据来源: 公司年报、开源证券研究所

股票质押业务风险较低。公司股票质押规模较低, 2019 年末股票质押业务余额 51 亿元, 较年初有所增加。公司股票质押信用风险敞口中, 截止 2019 年末, 阶段 1 (预期未来 12 个月预期信用损失)、阶段 2 (整个存续期预期信用损失) 和阶段 3 (已发生信用减值损失) 占比分别为 97.5%/0%/2.5%, 阶段 3 的履约保证金比率为 129%, 拨贷比为 31%。整体看, 公司股票质押业务风险较小。

2.4、私募业务具有特色优势, 资管业务重回升势

聚焦私募基金外包服务, 净利润贡献不断攀升。2014 年 7 月, 子公司国金道富投资服务有限公司成立, 以基金外包服务为核心业务, 已实现为各类私募管理人提供估值核算、份额登记、资金清算以及绩效分析等全方位的基金业务外包服务。2015 年, 国金道富成为第一批 15 家私募基金外包服务机构中的首家独立外包服务机构, 并成为基金业协会的会员。2019 年, 公司净利润达到 0.15 亿, 实现大幅跃升, 拉动公司净利润+1.16%, 利润贡献持续提升。

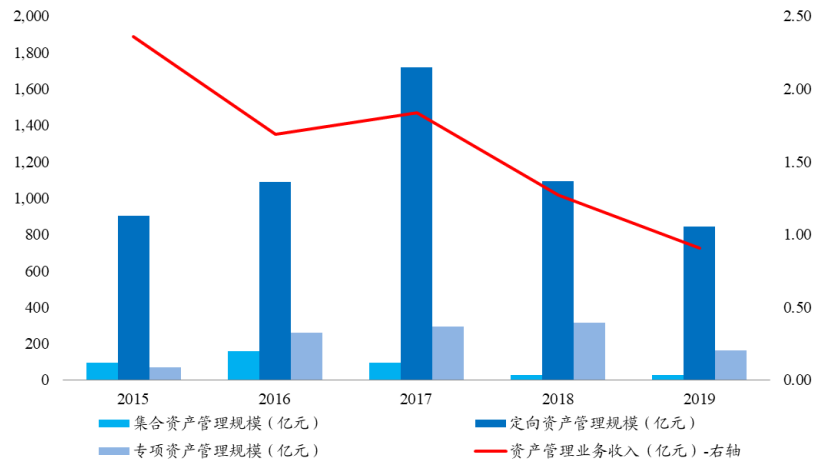
图15: 国金道富净利润贡献大幅增长



数据来源: 公司年报、开源证券研究所

去通道影响减弱，资管业务收入重回升势。公司资管业务持续推进转型变革，聚焦主动管理，积极推进科创板、支持民企发展等资产管理计划及 QDII 等业务落地。在去通道、降杠杆及资管新规背景下，公司资管规模有所下降，资管业绩承压，随着去通道影响逐渐减弱，公司资管业务收入重拾升势，2020Q1 资管业务净收入 0.23 亿元，同比+10%。

图16: 去通道影响下公司资管业务规模和收入有所下滑



数据来源: 公司年报、开源证券研究所

3、盈利预测及投资结论

3.1、盈利预测

盈利预测核心假设:

- 我们预计 2020-2022 年 A 股日均股基成交额分别为 7199 亿/8062 亿/8869 亿，分别同比+29%/+12%/+10%；2020-2022 年 A 股期末两融余额分别为 11722 亿/13128 亿/14704 亿，分别同比+15%/+12%/+12%。
- 我们假设公司经纪业务市占率保持平稳，2020-2022 年公司市占率分别为 1.27%/1.27%/1.27%，两融业务市占率稳健增长，分别为 1.00%/1.05%/1.10%。
- 在创业板注册制落地的政策红利下，我们预计公司投行业务将迎来机遇期，叠加公司 IPO 储备量丰富，投行业务基础优势突出，预计公司 2020-2022 年 IPO 单数分别为 11 单/12 单/12 单；2020-2022 年债承规模同比+35%/+30%/+25%。
- 我们预计公司 2020-2022 年自营投资回报率分别为 6.21%/6.39%/6.10%。

基于上述假设，我们预计公司 2020 年-2022 年归母净利润分别为 17.02 亿、20.46 亿和 23.13 亿元，分别同比+31.0%/+20.2%/+13.1%。加权平均 ROE 分别为 7.9%/8.9%/9.3%。

表13: 国金证券盈利预测: 盈利成长性显现, ROE 逐步攀升

单位: 百万元	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,391	3,766	4,350	5,298	6,038	6,708
YOY	-6%	-14%	15%	22%	14%	11%
代理买卖证券业务净收入	1,235	993	1,140	1,382	1,500	1,615

证券承销业务净收入	1,367	721	901	1,449	1,679	1,957
受托客户资产管理业务净收入	189	133	96	108	124	149
利息净收入	718	580	771	1,026	1,155	1,264
投资净收益	585	846	994	1,111	1,325	1,430
其中：对联营企业和合营企业的 投资收益	-17	-43	-2			
公允价值变动净收益	-134	169	245			
其他业务收入	1	2	0	222	255	293
营业支出	2,887	2,502	2,697	3,077	3,366	3,686
营业税金及附加	28	20	22	26	30	33
管理费用	2,833	2,299	2,662	3,046	3,321	3,622
信用减值损失	26	183	-22	5	15	30
营业利润	1,504	1,264	1,652	2,220	2,672	3,022
YOY	-8%	-16%	31%	34%	20%	13%
加：营业外收入	103	102	58	53	60	67
减：营业外支出	4	5	4	5	5	6
利润总额	1,603	1,361	1,706	2,268	2,727	3,083
减：所得税	401	338	408	567	682	771
净利润	1,202	1,023	1,298	1,701	2,045	2,312
减：少数股东损益	0.89	12.63	-0.48	-0.63	-0.76	-0.86
归属于母公司所有者的净利润	1,201	1,010	1,299	1,702	2,046	2,313
YOY	-7.5%	-15.9%	28.5%	31.0%	20.2%	13.1%
加权平均 ROE	6.6%	5.3%	6.5%	7.9%	8.9%	9.3%

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、可比公司估值分析

我们选取净资产规模与国金证券相近的上市券商作为可比公司（基于 2019 年末归母净资产），同时剔除 ROE 较低的国元证券。最终，我们选取财通证券、华西证券、东兴证券、西南证券、长城证券、东吴证券、西部证券 7 家上市券商作为可比公司。

ROE 明显优于可比公司，估值低于可比公司。从下表数据看，7 家可比券商 2020 年 1-5 月年化 ROE 平均为 6.37%，国金证券为 8.32%，国金证券较可比券商均值高 31%。从估值看，国金证券 PB 估值略高于可比公司均值，PE 估值低于可比公司估值，PB/ROE 明显低于可比公司估值水平，即考虑 ROE 水平情况下，公司估值低于可比公司。

表14：国金证券 ROE 明显优于可比上市券商

公司名称	总市值	2019 年末归母 净资产	2019 年归母净 利润	2020 年 1-5 月 年化 ROE	P/B (基于 5 月末净 资产)	P/E (基于 2019 年 净利润)	PB/ROE
国金证券	345	207	12.01	8.32%	1.65	26.57	19.84
财通证券	368	213	15.04	4.97%	1.84	19.64	37.06
华西证券	279	196	10.19	7.82%	1.39	19.49	17.79

公司名称	总市值	2019年末归母净资产	2019年归母净利润	2020年1-5月年化ROE	P/B (基于5月末净资产)	P/E (基于2019年净利润)	PB/ROE
东兴证券	301	203	13.09	7.44%	1.46	24.63	19.55
西南证券	259	196	6.69	5.56%	1.31	24.87	23.54
长城证券	382	169	8.90	7.26%	2.21	38.54	30.46
东吴证券	317	210	7.88	5.02%	1.19	30.53	23.67
西部证券	286	177	7.52	6.54%	1.56	46.83	23.83
可比公司平均				6.37%	1.57	29.22	25.13

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上述市值数据取自2020年6月30日市场收盘价。

3.3、投资结论

投行和经纪业务优势突出，充分受益于资本市场改革红利，首次覆盖，给予“买入”评级。1) 公司投行和经纪业务相对优势明显，IPO业务可比肩头部券商，经纪业务率先线上化占得先机，手续费业务优势造就公司优于同业的盈利能力和成长性。民营股东背景且重视合规风控，为公司长足发展奠定基础。2) 公司IPO储备行业领先，投行、经纪和利息净收入占比2019年和2020Q1达到65%/73%，将充分受益于创业板注册制改革带来的市场活跃度提升和IPO扩容。3) 我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为17.02/20.46/23.13亿元，分别同比+31.0%/+20.2%/+13.1%，EPS分别为0.56/0.68/0.76元，ROE分别为7.9%/8.9%/9.3%，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表15: 国金证券2020Q1投行收入占比第一

排序	公司名称	2019 投行占比	排序	公司名称	2020Q1 投行占比
1	中信建投	27%	1	国金证券	29%
2	东兴证券	26%	2	天风证券	24%
3	山西证券	24%	3	东兴证券	23%
4	天风证券	22%	4	光大证券	22%
5	国金证券	21%	5	南京证券	18%
6	长城证券	18%	6	中信建投	17%
7	东吴证券	16%	7	西部证券	14%
8	第一创业	16%	8	东吴证券	14%
9	光大证券	14%	9	浙商证券	13%
10	中原证券	14%	10	华林证券	13%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表16: 国金证券2019和2020Q1IPO收入占比居前五

排序	公司名称	2019IPO 占比	排序	公司名称	2020Q1IPO 占比
1	东兴证券	11%	1	华林证券	17%
2	中信建投	6%	2	国金证券	16%
3	华西证券	6%	3	西部证券	12%
4	国金证券	5%	4	东兴证券	10%

5	国信证券	5%	5	光大证券	9%
6	招商证券	4%	6	中信建投	7%
7	中信证券	4%	7	东吴证券	5%
8	广发证券	3%	8	浙商证券	5%
9	南京证券	3%	9	兴业证券	4%
10	西部证券	3%	10	广发证券	4%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表17: 国金证券 2019 经纪收入占比行业前十

排序	公司名称	2019 经纪占比	排序	公司名称	2020Q1 经纪占比
1	方正证券	43%	1	中原证券	57%
2	国信证券	31%	2	长江证券	53%
3	中原证券	29%	3	方正证券	53%
4	长江证券	28%	4	华西证券	46%
5	东吴证券	28%	5	国泰君安	42%
6	南京证券	27%	6	国信证券	40%
7	浙商证券	27%	7	招商证券	38%
8	国金证券	26%	8	太平洋	37%
9	华西证券	25%	9	东兴证券	35%
10	华林证券	25%	10	华林证券	34%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表18: 国金证券两融弹性行业排名前五

排序	公司名称	两融弹性
1	申万宏源	0.07
2	太平洋	0.90
3	南京证券	0.78
4	山西证券	0.67
5	国金证券	0.50
6	财通证券	0.48
7	国元证券	0.47
8	西部证券	0.45
9	国海证券	0.43
10	第一创业	0.42

注：两融弹性=2020Q1 融资规模/2019 调整后营收

数据来源：Wind、开源证券研究所

4、风险提示

- 公司 IPO 项目利润释放不达预期;
- 公司经纪、两融业务市占率表现不达预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	39737	42547	50703	57719	65712
现金	12325	13907	16540	18518	20807
应收票据及应收账款	449	60	90	120	150
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	0	0	0	0	0
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	26963	28580	34073	39081	44754
非流动资产	6930	7604	8821	9616	10488
长期投资	664	575	604	634	666
固定资产	60	82	82	82	82
无形资产	65	65	65	65	65
其他非流动资产	6141	6882	8071	8835	9675
资产总计	46667	50151	59525	67336	76200
流动负债	22578	24970	30744	35712	41332
短期借款	7077	6647	8642	11666	15166
应付票据及应付账款	511	513	513	513	513
其他流动负债	14990	17810	21590	23533	25654
非流动负债	4529	4393	6480	7612	8946
长期借款	4408	4155	6233	7355	8678
其他非流动负债	120	238	248	258	268
负债合计	27107	29363	37224	43324	50278
少数股东权益	71	66	71	76	82
股本	3024	3024	3024	3024	3024
资本公积	7852	7852	7852	7852	7852
留存收益	6637	7579	9206	10917	12827
归属母公司股东权益	19490	20723	22230	23935	25839
负债和股东权益	46667	50151	59525	67336	76200

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	13634	-6213	-1731	-287	181
净利润	2358	1318	1701	2045	2312
折旧摊销	74	65	115	165	215
财务费用	0	0	0	0	1
投资损失	-433	43	-7	-57	-107
营运资金变动	13609	-7206	-3206	-2206	-2106
其他经营现金流	-1975	-433	-333	-233	-133
投资活动现金流	-3196	-342	-322	-302	-282
资本支出	0	0	0	0	0
长期投资	2231	811	831	851	871
其他投资现金流	672	42	52	62	72
筹资活动现金流	8739	-1997	-34586	55677	71963
短期借款	32	0	20	40	60
长期借款	7210	38	138	238	338
普通股增加	0	0	0	0	1
资本公积增加	4449	0	0	0	0
其他筹资现金流	0	0	0	0	1
现金净增加额	19189	-8552	-36639	55088	71862

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3766	4350	5298	6038	6708
营业成本	2502	2697	3077	3366	3686
营业税金及附加	20	22	26	30	33
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	2299	2662	3046	3321	3622
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	0	0	0	0	0
资产减值损失	0	-22	5	15	30
其他收益	2	0	222	255	293
公允价值变动收益	169	245	0	0	0
投资净收益	846	994	1111	1325	1430
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	1264	1652	2220	2672	3022
营业外收入	102	58	53	60	67
营业外支出	5	4	5	5	6
利润总额	1361	1706	2268	2727	3083
所得税	338	408	567	682	771
净利润	1023	1298	1701	2045	2312
少数股东损益	13	-0	-1	-1	-1
归母净利润	1010	1299	1702	2046	2313
EBITDA	1435	1770	2383	2892	3298
EPS(元)	0.33	0.43	0.56	0.68	0.76

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	-14.2	15.5	21.8	14.0	11.1
营业利润(%)	-15.9	30.7	34.3	20.4	13.1
归属于母公司净利润(%)	-15.9	28.5	31.0	20.2	13.1
获利能力					
毛利率(%)	33.6	38.0	41.9	44.3	45.1
净利率(%)	26.8	29.9	32.1	33.9	34.5
ROE(%)	5.3	6.5	7.9	8.9	9.3
ROIC(%)	3.3	4.1	4.6	4.8	4.6
偿债能力					
资产负债率(%)	58.1	58.5	62.5	64.3	66.0
净负债比率(%)	58.7	52.0	66.7	79.2	92.0
流动比率	1.8	1.7	1.6	1.6	1.6
速动比率	1.8	1.7	1.6	1.6	1.6
营运能力					
总资产周转率	8.5	9.0	9.7	9.5	9.3
应收账款周转率	950.2	1707.3	7021.2	5726.2	4952.1
应付账款周转率	402.1	527.1	600.0	656.3	718.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.33	0.43	0.56	0.68	0.76
每股经营现金流(最新摊薄)	4.51	-2.05	-0.57	-0.09	0.06
每股净资产(最新摊薄)	6.44	6.85	7.35	7.91	8.54
估值比率					
P/E	33.0	25.7	19.6	16.3	14.4
P/B	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	9.3	9.3	4.8	3.6	3.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

19/21

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835