安信证券 ESSENCE SECURITIES

2017 年 10 月 25 日

财通证券（601108.SH）

公司深度分析

证券研究报告

浙江龙头券商，控股期货基金

■**浙江龙头券商，控股期货基金打造综合金融集团。**财通证券是浙江当地龙头券商，实际控制人为浙江省财政厅，享受地方发展的红利。根据公告，公司已经形成涵盖期货、基金等金融专业子公司的多元金融控股平台，未来还将进一步构筑金控集团，促进各项业务的协同发展。

■**收入依赖自营规模，期货资管相对突出。**2017H 公司业务以自营为主，占比达 45%，经纪业务（19%）、资管业务（13%）分列第二、三位，永安期货贡献了 8%的收入。

（1）自营收益来自利息分红，规模影响业绩。2015 年以来，随着公司资本金的快速补充，公司证券自营业务规模增长较快，2014 年至 2017 年上半年，公司自营部门年化收益率分别为 23%、23%、7%和 6%。公司投资收益主要来自利息和分红，与规模相关性大。上市后公司计划进一步扩大自营投资规模，公司自营收益有望水涨船高。

（2）经纪份额和佣金率企稳，两融风险可控。据公司公告和 Choice 统计，近年公司股基交易额市场基本维持在 1.2%左右，2017H 公司佣金率降至万分之 2.7，降幅有所放缓但仍低于行业平均水平（万分之 3）。公司利息收入以两融业务为主，2017H 两融利息收入占比达 55%，两融余额达 80 亿元（市场份额 0.91%），融资利率达 8.09%；平均担保比例为 261%，远高于 150%关注标准和 130%警戒标准。

（3）资管与基金联动，注重主动管理。作为非银行系背景的券商，财通证券客户的通道业务需求相对较少，更注重主动资管业务的发展。2014 年至 2016 年公司资管收入复合增长率达到 97.72%，截至 2017 年 6 月末，财通证券资产管理规模 1523 亿元，集合资管规模占比超过 54%；子公司财通基金资管规模为 989 亿元，在定向增发业务、商品期货业务、新三板业务等方面处于行业领先水平，坚持走差异化、特色型路线。

（4）债承业务为主，资金补充强化业务。2014 年至 2017H，公司累计主承销债券融资净收入 6.8 亿元，是投行业务中的强项。截至 2017H，公司共有保荐代表人 20 人，投行部门员工 354 人，上市补充资金后公司有更多的财力加强投行团队和业务实力。

（5）期货子公司利润和规模处行业龙头地位。2016 年及 2017 年上半年，公司确认的来自永安期货的投资收益分别为 2 亿元和 1.6 亿元。2016 年永安期货的期货手续费收入行业排名第二，净利润、净资产和净资本行业排名第一，历年分类监管评级均为 AA 级。

■**盈利较高杠杆率低，自营占比高于行业。。**在上市券商中，2017H 公司净利润在中小券商处于中上水平，ROE 仅次于浙商证券，杠杆率仅高于国金证券。公司自营收益占比在上市券商中仅次于东方证券和国海证券，和同处于浙江省的浙商证券相比，公司自营收益和资管收入占比与 ROA 高于浙商证券，体现公司较强的投资管理能力。

■投资建议：买入-A 投资评级，6 个月目标价 21.97 元。我们预测 2017-2019 年公司 EPS 分别为 0.45/0.52/0.60 元。根据分部估值法公司作为低流通市值的新股，我们给予 20%的溢价空间，对应 4.67 倍 PB，对应六个月目标价 21.97 元/股。

■风险提示：市场交易量下降风险/信用违约风险/政策变化风险

摘要(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	10,241	4,256	3,735	4,328	5,078
净利润	3,321	1,777	1,599	1,868	2,151
每股收益(元)	1.03	0.55	0.45	0.52	0.60
每股净资产(元)	3.96	4.75	4.71	5.55	6.51

盈利和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
毛利率	11.07	20.68	25.54	21.86	18.99
净利润率	2.87	2.40	2.42	2.05	1.75
净资产收益率	32.43%	41.76%	42.81%	43.17%	42.36%
ROIC	25.94%	11.59%	9.47%	9.38%	9.21%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级	买入-A
	首次评级
6 个月目标价：	21.97 元
股价（2017-10-24）	16.39 元

交易数据

总市值（百万元）	58,823.71
流通市值(百万元)	5,884.01
总股本（百万股）	3,589.00
流通股本(百万股)	359.00
12 个月价格区间	16.39/16.39 元

股价表现

资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.07	-4.23	-8.31
绝对收益			

赵湘怀 分析师
SAC 执业证书编号：S1450515060004
zhaoxh3@essence.com.cn
021-35082987

贺明之 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517060001
hemz@essence.com.cn
021-35082968

蒋中煜 报告联系人
jiangzy@essence.com.cn
021-35082609

相关报告

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

内容目录

1. 国资背景立足浙江，打造综合金融集团 3
1.1. 财通证券是立足浙江的优质中型券商 3
1.2. 国资背景享红利，子公司全面布局 4
1.3. 高新产业发达，居民收入富裕 5
2. 依赖自营规模扩张，资管期货相对突出 6
2.1. 收入依赖自营业务，募资扩充业务规模 6
2.2. 自营规模快速提升，收益来自利息分红 7
2.3. 经纪份额和佣金率企稳，两融风险可控 8
2.4. 资管与基金联动，注重主动管理 10
2.5. 债券承销业务为主，资金补充强化投行 11
2.6. 永安期货利润和规模处行业龙头地位 11
3. 盈利较高杠杆率低，自营占比高于行业。 12
4. 盈利预测与投资建议 14

图表目录

图 1：财通证券历史沿革 3
图 2：财通证券打造综合金融平台 5
图 3：2016 年浙江居民人均可支配收入仅次于上海和北京 5
图 4：公司业务结构依赖自营投资收益 6
图 5：公司股基交易额份额稳定且佣金现企稳态势 9
图 6：财通证券营业网点立足浙江、布局全国 9
图 7：财通证券自营业务占比领先已上市券商 13

表 1：财通证券核心指标及排名 4
表 2：IPO 后公司十大股东 4
表 3：财通证券盈利能力更多体现在自身经营效率 6
表 4：公司 IPO 所募资金运用计划 7
表 5：公司投资收益主要来自持有期间的收益 7
表 6：公司自营规模增长较快，收益率较高 8
表 7：公司信用业务以两融业务为主、风险可控 10
表 8：资管业务以主动型资管为主 10
表 9：公司投行业务以债券承销业务为主 11
表 10：永安期货营业收入 11
表 11：财通证券 ROE 水平领先上市券商 12
表 12：财通证券 ROA 和自营资管收入占比高于浙商证券 13
表 13：财通证券业绩预测 14
表 14：2017 年新上市券商发行后股价均较发行价翻倍 15
表 15：财通证券分部估值法及目标价 16

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

根据公司公告，财通证券首次公开发行数量不超过 3.59 亿股，发行后总股本不超过 35.89 亿股，发行价格 11.38 元/股，对应发行后 22.98 倍 PE，预计扣除发行费用后募集资金净额为 39.58 亿元，相当于净资产的 25%。

1. 国资背景立足浙江，打造综合金融集团

1.1. 财通证券为浙江龙头券商，全国优质中型券商

财通证券前身是成立于 1993 年 5 月的浙江财政证券公司。2003 年由浙江财务开发公司等十家单位共同出资设立财通证券经纪有限责任公司，注册资金为 5 亿元。2006 年 10 月，公司吸收合并资不抵债的天和证券经纪有限公司。2009 年 3 月，公司正式更名为“财通证券有限责任公司”。2013 年 7 月，公司整体变更为财通证券，注册资本为 18 亿元。2015 年公司通过两次定向增资将注册资本扩充至 32.3 亿元。

图 1：财通证券历史沿革

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

公司资金运用效率高，资管具相对优势。作为中等规模的证券公司，公司在整体盈利能力和部分业务上具备相对优势。根据中国证券业协会对 129 家证券公司会员经审计经营数据及业务情况的统计排名，公司净资产收益率排名行业第 9 名、资管业务收入排名行业第 11 名，这两个指标相对于规模和收入水平的排名（25 名左右）较为突出，反映出公司“高资金运用效率”和“资管业务具有相对优势”的特点。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 1：财通证券核心指标及排名

核心指标	2016 年	业务排名
总资产（亿元）	526	27
净资产（亿元）	147	28
营业收入（亿元）	43	26
净利润（亿元）	15	20
净资本（亿元）	152	25
核心净资本（亿元）	104	32
代理买卖证券业务 （亿元）	11	24
证券经纪业务收入 （亿元）	11	25
资管业务收入（亿元）	7	11
投行业务收入（亿元）	5	42
杠杆（倍）	2.25	46
境外子公司证券业务收入占营业收入比	1.37%	21
风险覆盖率	227%	63
净资产收益率	11.43%	9
净资本收益率	10.71%	17

资料来源：中国证券业协会，安信证券研究中心

1.2. 国资背景享红利，子公司全面布局

浙江财政厅实际控股，公司享地方发展红利。公司主要股东是浙江省金融控股有限公司（简称浙江金控），IPO 发行后持股比例约为 32%。由于浙江金控实际控制人是浙江省财政厅，财通证券有明显的地方国资背景，在浙江省政府着力打造金融高地的背景下，公司具有一定的先发性优势，享受地方发展的红利。

表 2：IPO 后公司十大股东

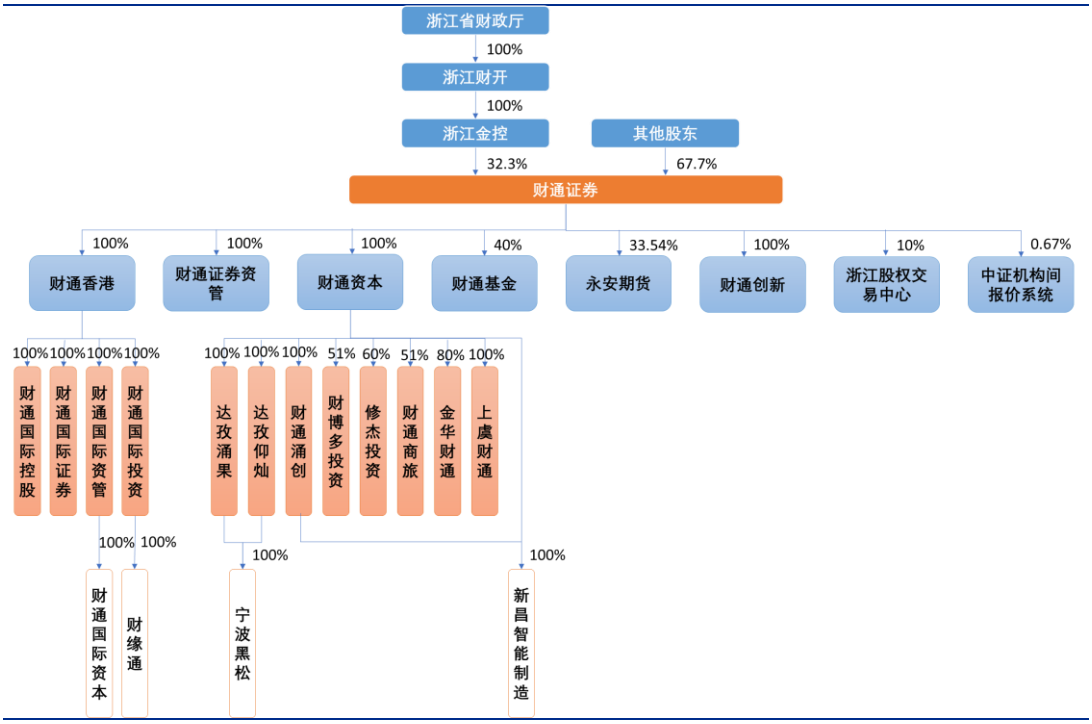
	股东名称	持股数量(亿股)	持股比例	对应 A 股影子股
1	浙江省金融控股有限公司	11.6	32.25%	
2	浙江天堂硅谷银嘉创业投资合伙企业(有限合伙)	1.7	4.60%	钱江水利（600283）子公司
3	杭州万丰锦源京新股权投资合伙企业(有限合伙)	1.2	3.43%	京新药业（002020）合作设立
4	杭州邮政科技实业有限公司	1.2	3.40%	
5	浙江中大集团投资有限公司	1.2	3.29%	物产中大（600704）全资子公司
6	台州市金融投资有限责任公司	1.1	2.96%	
7	维科控股集团股份有限公司	0.9	2.51%	
8	杭州恒鑫股权投资合伙企业(有限合伙)	0.9	2.51%	
9	浙江华联集团有限公司	0.8	2.34%	
10	苏泊尔集团有限公司	0.8	2.20%	苏泊尔（002032）

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

子公司布局全面，目标打造金控集团。财通证券的子公司涵盖：资管、期货、基金、创投、直投、股交中心和香港子公司等，布局较为全面。根据招股说明书，公司将“集团化发展、专业化运营”作为未来发展的主要方向，未来还将通过各种形式成立专业化子公司，构筑金融控股集团，形成各项业务的协同发展。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 2：财通证券打造综合金融平台



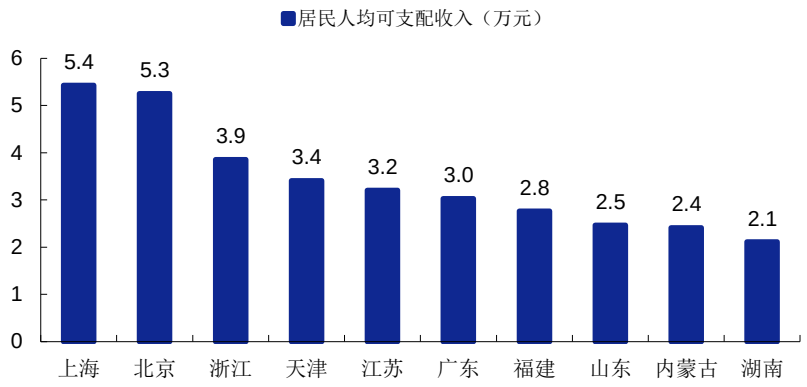
资料来源：招股说明书，安信证券研究中心；注：IPO 完成后股权结构

1.3. 高新产业发达，居民收入富裕

浙江地理位置优越，科技和服务业发达。浙江是中国经济最活跃的省份之一，2016 年全省生产总值达 4.7 亿元，位列全国第四。杭州得益于运河和通商口岸的便利，经济基础良好，资本市场广阔，区域优势明显。经过多年转型升级后，高新技术产业、现代服务业在浙江高速发展，互联网科技企业集聚。以阿里巴巴、蚂蚁金服为代表的科技企业将进一步用新生代互联网技术来推动浙江经济的转型升级，这些高科技的企业也是公司直投业务和投行业务高质量的标的。

人民收入水平高，民营经济活跃。2016 年国家统计局数据显示，浙江省以 3.9 万元的人均可支配收入高居全国第 3 位，仅次于上海和北京。浙江居民之所以人均可支配收入较高，关键在于民营经济活跃，广泛的中小企业客户和高净值个人客户成为财通证券扎实的客户基础。

图 3：2016 年浙江居民人均可支配收入仅次于上海和北京



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

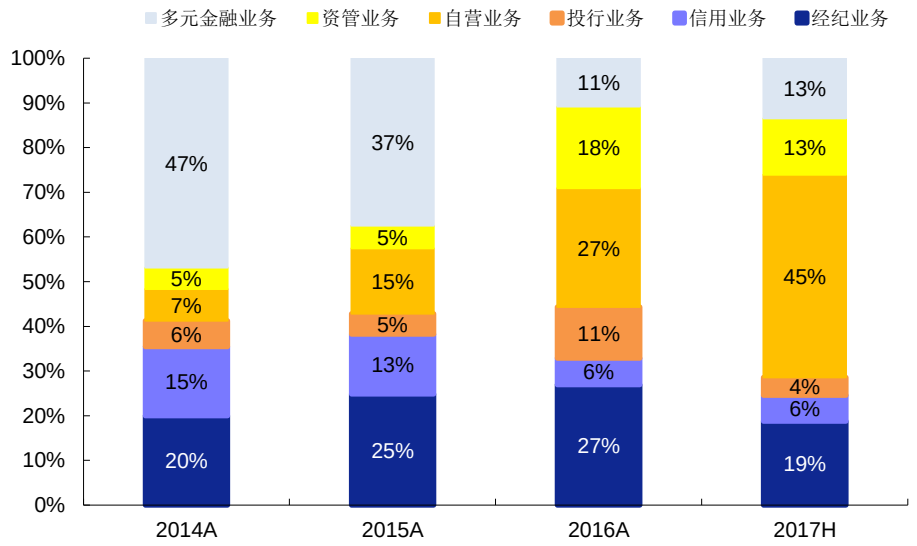
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

2. 依赖自营规模扩张，资管期货相对突出

2.1. 收入依赖自营业务，募资扩充业务规模

收入结构依赖自营。2016 年以来公司业务结构以自营投资收益（剔除对联营企业投资的投资收益于公允价值变动损益之和）为主，占营业收入比达 45%（2017H 数据），公司业绩弹性较大。资管业务是公司具有相对竞争优势，2017 年上半年公司资管手续费及佣金收入占比达 13%。除此之外，2017 年上半年子公司永安期货为集团贡献了 1.6 亿元的营业收入，占比达 8%。

图 4：公司业务结构依赖自营投资收益



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

公司杠杆率偏低，资本回报率保持较高水平。以不剔除客户资金的杠杆率来看，财通证券财务杠杆率自 2014 年以来趋于下降，主要原因是 2015 年以来公司增资扩股规模较大。在公司偏低杠杆率的背景下，公司维持着较高的 ROE 和 ROA 水平。由于公司从募资完成到产生效益之间存在明显时滞，公司整体 ROA 和杠杆率在财务上可能将先行下降。但考虑到公司 A 股上市后基本满足短期资本需求，以及券商行业整体杠杆率下降趋势企稳，ROE 随着资金投入的逐步到位而逐步回升，保持行业领先水平。

表 3：财通证券盈利能力更多体现在自身经营效率

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017H
销售净利率（NPM）	19.15%	22.52%	32.43%	41.76%	36.85%
总资产周转率（AU）	9.32%	8.69%	15.96%	7.77%	4.52%
ROA	1.78%	1.96%	5.18%	3.24%	1.67%
财务杠杆率（未调整）	4.57	5.05	5.01	3.57	3.02
ROE	8.15%	9.88%	25.94%	11.59%	5.04%

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

募资扩大业务规模，提升收入水平。本次发行新股所募集资金扣除发行费用后，公司将全部用于补充资本金。在以净资本和流动性风险为核心的券商风险指标体系下，券商将把保证资产安全性和流动性作为首要任务。随着监管从严、协同监管加强，金融机构进一步回归传统发展模式，业务规模和资质与资本金关联性加强。因此，获得资本金补充的券商可以获得先发的优势，在同业竞争中可以领先一步。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 4：公司 IPO 所募资金运用计划

募集用途	内容
扩大资本中介型业务	补充资本扩大资本中介业务规模，从而满足融资融券、股票质押式回购、约定购回等资本中介业务发展需要
适度拓展资本投资型业务	适度增加债券投资和交易业务规模，拓展安全性好收益较高的固定收益类业务等；公司还将利用募集资金加强直接股权投资业务、做市和私募业务等的参与，提高资本投资型业务回报
巩固传统型业务	将加快轻型营业部建设步伐，调整和优化网点布局，扩大网点覆盖面等；公司还将完善资产管理产品，提高资产管理能力并适度增加资产管理计划的公司自有资金投入
培育其他创新型业务	将积极培育场外市场业务、金融衍生产品业务、另类投资业务等创新型业务，拓展业务发展空间，从而优化公司业务收入结构，培育新的利润增长点
增加对外投资规模	将通过补充资本提高公司资金实力，用于增加对控股、参股公司的资本投入，扩大控股、参股公司的业务规模并提高其盈利能力，在市场时机成熟时可考虑择机并购证券相关机构及资产，加快扩展业务规模，扩大市场占有率
加强中后台系统建设	将完善各项技术设施，加强信息系统建设，为公司各项业务的协同发展提供有力的信息技术支持

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

2.2. 自营规模快速提升，收益来自利息分红

自营规模提升较快，收益率较高。2015 年以来，随着公司资本金的快速补充，公司证券自营业务规模增长较快，特别是公司证券自营业务股票与固定收益类证券投资较快发展，股票、债券投资收益率最近两年取得较好的收益水平。2014 年至 2017 年上半年，公司自营部门年化收益率分别为 23%、23%、7%和 6%。

投资收益主要来自利息和分红，与规模相关性大。公司投资收益除长期的股权投资外，主要来自公司所持有的有价证券和产品所产生的利息、分红，因此公司自营收益与投资规模相关性更大。上市后，公司计划进一步扩大自营投资规模，特别是以拓展安全性好收益较高的固定收益类业务为主，加强直接股权投资业务、做市和私募业务等的参与，有助于进一步提高公司自营收益。

表 5：公司投资收益主要来自持有期间的收益

单位：万元	2017H	2016A	2015A	2014A
权益法核算的长期股权投资收益	27,249	41,220	14,322	7,361
金融工具投资收益	96,290	132,458	79,808	31,497
其中：持有期间取得的收益	83,133	97,301	45,584	20,818
—以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	23,252	87,105	39,353	17,927
—可供出售金融资产	59,881	10,196	6,231	2,891
处置金融工具取得的收益	13,157	35,157	34,224	10,679
—以公允价值计量且其变 动计入当期损益的金融资产	-926	6,259	22,938	8,078
—可供出售金融资产	14,143	29,095	11,549	2,443
—衍生金融工具	-60	-197	-264	159
其他	-	-	55,210	-1

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 6：公司自营规模增长较快，收益率较高

单位：万元	2017H	2016A	2015A	2014A
股票				
投资金额（日均）	54,521	5,720	19,548	7,515
投资损益	7,149	-469	19,122	4,024
其中：投资收益	414	-220	8,874	4,006
公允价值变动	6,735	-250	-479	18
其他综合收益	——	——	10,727	——
年化收益率(%)	26%	-8%	98%	54%
基金				
投资金额（日均）	5,675	10	12	933
投资损益	336	-4	49	-23
其中：投资收益	-101	-4	49	-23
公允价值变动	437	-0.01	0.01	0.11
其他综合收益	-	-	-	-
年化收益率(%)	12%	-43%	407%	-2%
债券(含央行票据)				
投资金额（日均）	447,993	465,906	238,529	78,350
投资损益	7,450	38,072	43,675	15,645
其中：投资收益	10,194	51,913	35,860	13,119
公允价值变动	-2,744	-13,841	7,814	1,624
其他综合收益	-	-	-	-
年化收益率(%)	3%	8%	18%	20%
其他				
投资金额（日均）	61,830	41,091	24,000	460
投资损益	964	-387	1,946	33
其中：投资收益	148	11,048	-138	33
公允价值变动	-61	75	0	.
其他综合收益	877	-11,511	2,085	•
年化收益率(%)	3%	-1%	8%	7%
合计				
投资金额（日均）	570,019	512,727	282,089	87,258
投资损益	15,899	37,211	64,792	19,679
其中：投资收益	10,654	62,737	44,645	17,135
公允价值变动	4,368	-14,015	7,336	1,641
其他综合收益	877	-11,511	12,812	903
年化收益率(%)	6%	7%	23%	23%

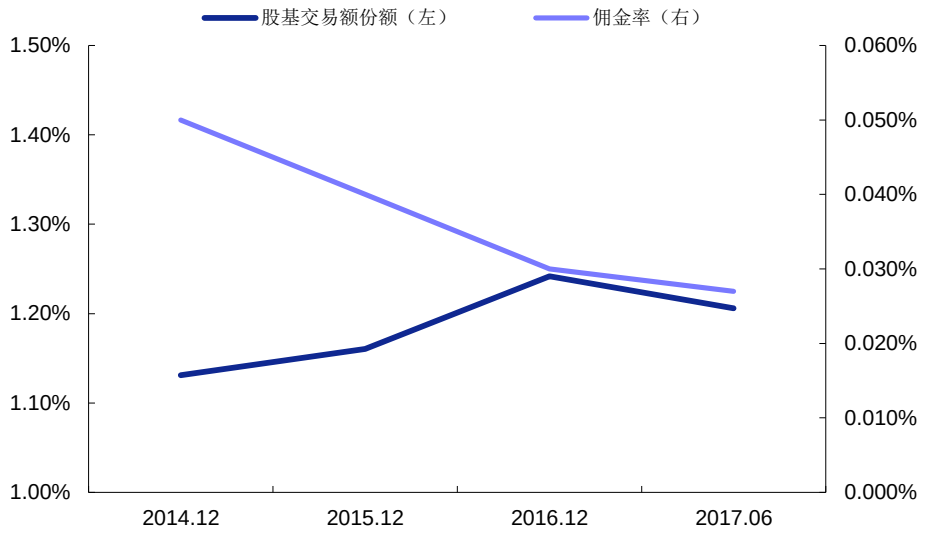
资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

2.3. 经纪份额和佣金率企稳，两融风险可控

交易额份额稳定，佣金率现企稳态势。据公司公告和 Choice 统计，近年公司股基交易额市场基本维持在 1.2%左右，2017 年上半年公司佣金率降至万分之 2.7，降幅有所放缓但仍低于行业平均水平（万分之 3）。佣金率低于行业的主要原因是行业激烈的竞争和公司低佣金的竞争策略。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 5：公司股基交易额份额稳定且佣金现企稳态势



资料来源：Choice，招股说明书，安信证券研究中心

立足浙江，布局全国。截至 2017 年 6 月末，公司共有分支机构 118 家，其中浙江省内 99 家，省外 19 家，并已在杭州、湖州、台州、宁波及成都设立 5 家分公司。公司的重要策略是发挥本土优势并向全国范围有效拓展，未来公司营业网络将进一步拓展。

图 6：财通证券营业网点立足浙江、布局全国

资料来源：财通证券官方网站，安信证券研究中心

信用业务以两融为主，发展稳定。公司利息收入以两融业务为主，2017 年上半年两融利息收入占比达 55%，两融余额达 80 亿元（市场份额 0.91%），融资利率达 8.09%；股票质押

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

回购收入占比 12%，平均利率 7.38%。

信用业务风险安全可控。2017H 公司融资融券业务平均担保比例为 261%，远高于中国证监会对融资融券业务担保比例设定的 150%关注标准和 130%警戒标准；股票质押回购业务平均质押率 50%，低于质押新规规定的 60%。

表 7：公司信用业务以两融业务为主、风险可控

	2017H	2016A	2015A	2014A
利息收入	56,215	136,117	249,289	100,904
融资融券开户数（万户）	3	3	3	2
经纪业务开户数（万户）	148	146	130	68
融资融券开户比例	1.95%	1.89%	2.00%	2.44%
融资余额（万元）	768,956	837,120	1,144,692	920,120
融券余额（市值，万元）	27,952	9	——	361
户均融资融券余额（万元）	28	30	44	56
客户担保物总价值（万元）	2,368,267	2,516,147	3,406,438	2,404,201
户均担保物价值（万元）	82	91	131	146
平均担保比例	297%	301%	298%	261%
平均融资利率	8.09%	8.16%	8.49%	8.60%
平均融券利率	10.05%	10.26%	10.35%	10.60%
融资融券利息收入（万元）	30,041	65,960	112,775	36,370
融入方家数	200	201	254	32
平均融资金额（万元）	1,751	1,748	1,664	6,669
平均质押率（融资额/担保物市值）	50%	39%	25%	45%
利率范围	5%-9.75%	5%-9.75%	6.8%-9.75%	7.7%-8.4%
平均利率	7.38%	7.38%	8.28%	8.05%
股票质押回购业务利息收入（万元）	7,013	24,944	28,054	12,795

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

2.4. 资管与基金联动，注重主动管理

资管业务注重开发主动管理产品。公司目前通过子公司财通证券资管开展境内证券资产管理业务，主要包括集合资产管理业务、定向资产管理业务、专项资产管理业务和公募基金业务。2014 年至 2016 年公司资管收入复合增长率达到 97.72%，截至 2017 年 6 月末，财通证券资管的资产管理业务共管理产品 347 只（包括并表产品），合计受托资金 1523 亿元，其中包括 155 只集合资产管理产品、184 只定向资产管理产品、6 只专项资产管理产品及 2 只公募基金。作为非银行系背景的券商，财通证券客户的通道业务需求相对较少，公司近些年更注重主动资管业务的发展。

表 8：资管业务以主动型资管为主

单位：亿元	2017H	2016A	2015A	2014A
集合资产管理业务管理资产规模	813	659	226	109
集合资产管理业务净收入	2.3	6.8	4.6	1.4
定向资产管理业务管理资产规模	626	639	724	571
定向资产管理业务净收入	1.0	0.9	1.2	0.5
专项资产管理	36.5	——	——	——
公募基金计划	47.3	——	——	——
资产管理规模	1,523	1,299	1,299	680

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财通基金走差异化和特色化路线。财通基金自 2011 年 6 月成立以来，陆续发行了混合、债券、保本、指数、股票等不同类型的公募基金产品，财通基金坚持走差异化、特色型路线，定向增发业务、商品期货业务、新三板业务均处于行业领先水平，取得了良好的市场口碑。截至 2017 年 6 月末，财通基金存续产品为 894 只，资产管理规模为 989 亿元。

2.5. 债券承销业务为主，资金补充强化投行

公司投资银行业务以债券承销业务为主。2014 年至 2017 年上半年，公司债券融资项目 85 个，累计主承销约 612 亿元，累计净收入 6.8 亿元，是公司投行业务中的强项；股权融资项目 15 个，累计承销 94 亿元，累计净收入 2.5 亿元。2010 年公司获得保荐机构资格并正式开展投资银行业务，2016 年末，调整投资银行总部组织架构，设立投资银行总部、债券业务总部、中小企业投资银行部、并购融资部、资本市场部、运营管理部等六个一级部门。截至 2017 年上半年，公司共有保荐代表人 20 人，投行部门员工 354 人，上市补充资金后公司有更多的财力强化投行团队建设，补充业务短板。

表 9：公司投行业务以债券承销业务为主

	总计（万元）		股权承销（万元）	债券承销（万元）		
	总规模	总收入	净收入	家数（个）	规模	净收入
2014	137,090	22,575	8,950	21	1,155,200	13,625
2015	191,750	30,706	10,300	31	1,639,833	20,406
2016	326,680	34,655	3,931	50	2,859,303	30,724
2017H	49,860	5,883	2,255	9	468,200	3,629
累计	705,380	93,819	25,436	111	6,122,536	68,384

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

2.6. 永安期货利润和规模处行业龙头地位

利润规模处行业龙头地位。2016 年子公司永安期货的期货手续费收入行业排名第二，净利润、净资产和净资本行业排名第一，历年分类监管评级均为 AA 级,。永安期货营业网点具有数量多，质量突出的特点，开展商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询和资产管理业务，并在香港设立控股子新永安，主要从事期货合约交易（为客户提供指数或商品期货的买卖/经纪服务等业务），以及期货合约提供咨询服务。

永安期货收益按权益法计入投资收益。自 2015 年 12 月 31 日起永安期货不再纳入合并财务报表范围，而是通过权益法计入投资收益（对联营企业的投资收益）。2016 年及 2017 年上半年，公司确认的来自永安期货的投资收益分别为 2 亿元和 1.6 亿元。

表 10：永安期货营业收入

项目	2015 年		2014 年	
	金额（万元）	占营业收入比（%）	金额（万元）	占营业收入比（%）
期货经纪业务	42,056	4.11	36,944	8.21
期货资产管理业务	1,359	0.13	2,213	0.49
风险管理服务业务现货销售收入	312,019	30.47	157,165	34.91
期货投资咨询业务	8,957	0.87	4,208	0.93
利息净收入	51,387	5.02	33,402	7.42
投资收益（含公允价值变动）	19,763	1.93	15,805	3.51
其他收入	564	0.06	401	0.09
合计	436,104	42.58	250,137	55.56

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

3. 盈利较高杠杆率低，自营占比高于行业。

资本收益率领先同业，资金运用能力较强。2017 年上半年公司净利润在中小券商处于中上水平，杠杆率（2.19 倍）偏低而 ROE（5.35%）较高，ROE 水平在上市券商中仅次于浙商证券。高 ROE 和低杠杆率表明公司 ROA 水平较高，再次体现公司较强的自有资金运用能力。

表 11：财通证券 ROE 水平领先上市券商

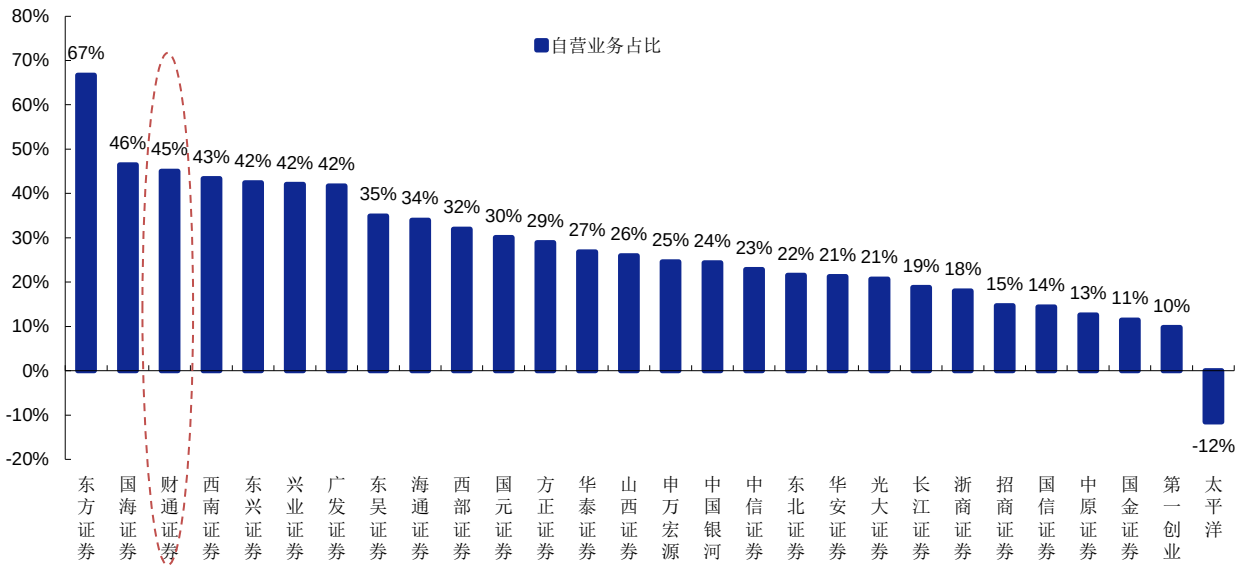
类型	证券简称	营业收入（亿元）	增速	净利润（亿元）	增速	杠杆率（倍）	ROE
大型券商	中信证券	187	3%	52	-6%	3.1	3.20%
	国泰君安	111	-19%	51	-18%	2.7	4.40%
	海通证券	128	6%	45	-3%	3.39	3.42%
	广发证券	101	-1%	45	7%	3.3	5.22%
	华泰证券	81	10%	31	4%	3.3	3.41%
	招商证券	59	13%	25	14%	2.4	3.35%
	中国银河	57	-11%	21	-6%	2.37	3.17%
	申万宏源	61	0%	21	-3%	3.61	3.61%
	国信证券	54	-12%	20	-8%	2.89	4.40%
中小券商	东方证券	46	60%	18	33%	4.46	4.42%
	兴业证券	41	15%	15	15%	3.30	3.88%
	光大证券	40	-2%	13	-16%	2.81	2.48%
	长江证券	28	7%	10	-10%	3.10	3.71%
	方正证券	30	-34%	8	-62%	3.69	2.50%
	财通证券	22	-52%	8	-21%	2.19	5.35%
	东兴证券	14	-14%	6	-25%	2.89	3.02%
	国金证券	20	-6%	5	-14%	1.70	2.98%
	浙商证券	21	-4%	5	-3%	4.21	5.66%
	国元证券	16	12%	5	1%	2.76	2.48%
	东吴证券	20	12%	4	-29%	3.57	2.09%
	西部证券	14	-16%	4	-25%	2.28	2.47%
	华安证券	10	22%	4	57%	2.44	3.40%
	国海证券	14	-15%	4	-34%	3.53	2.41%
	西南证券	14	-32%	4	-58%	2.91	1.95%
	东北证券	21	21%	3	-46%	3.07	1.84%
	山西证券	21	125%	3	23%	2.72	1.79%
	第一创业	9	5%	2	-21%	2.84	2.14%
	中原证券	8	-13%	2	-47%	2.77	1.44%
	太平洋	4	-37%	-1	——	3.01	-0.95%
	合计	1,249	0%	431	-9%	3.06	3.43%

资料来源：WIND，招股说明书，安信证券研究中心

财通证券自营业务占比领先已上市券商。公司自营投资收益占比达 45%，在上市券商中仅次于东方证券和国海证券，因此公司业绩与市场整体收益的弹性在上市公司中也处于较高水平。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 7：财通证券自营业务占比领先已上市券商



资料来源：Wind，安信证券研究中心

财通证券投资管理能力略强于浙商证券。和同处于浙江省的浙商证券相比，自 2014 年起，财通证券净利润水平始终高于浙商证券。且 ROA 水平更高。2016 年起，公司 ROE 略低于浙商证券，主要原因是公司杠杆率仅为浙商证券的一半。公司自营业务投资收益和资管业务收入占营业收入的比重高于浙商证券，体现公司较强的投资管理能力。

表 12：财通证券 ROA 和自营资管收入占比高于浙商证券

（单位：亿元）	浙商证券财务情况				财通证券财务情况			
年份	2014A	2015A	2016A	2017H	2014A	2015A	2016A	2017H
一、经纪业务								
经纪业务佣金净收入	10	29	13	5	9	25	11	4
增速	40%	180%	-54%	-34%	38%	183%	-55%	-36%
收入占比	32%	46%	29%	32%	20%	25%	27%	19%
市占率	1.15%	1.25%	1.38%	1.25%	1.13%	1.16%	1.24%	1.21%
佣金率	0.06%	0.04%	0.035%	0.031%	0.05%	0.04%	0.03%	0.027%
二、信用业务								
利息净收入	5	9	7	2	7	14	3	1
增速	27%	70%	-16%	-50%	40%	97%	-81%	-67%
收入占比	7%	5%	10%	12%	15%	13%	6%	6%
两融利息收入	4	10	6	3	4	11	7	3
股票质押回购利息收入	1	1	2	0.5	1	3	2	1
财务杠杆率（剔除客户资金）	6.36	11.22	6.35	4.21	——	3.43	2.54	2.19
三、投行业务								
证券承销业务佣金净收入	2	3	5	2	3	5	5	1
增速	54%	26%	56%	7%	129%	80%	3%	-61%
收入占比	9%	10%	13%	9%	6%	5%	11%	4%
IPO 业务收入（百万元）	——	20	19	——	22	——	——	27
IPO 业务规模（百万元）	——	260	180	1,900	296	——	——	304
再融资业务收入（百万元）	58	50	90	——	67	5	12	——
再融资业务规模（百万元）	2,722	3,670	7,750	5,000	1,896	445	1,811	——
债券收入（百万元）	88	71	164	——	136	204	307	36

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

债券规模（百万元）	9,135	9,089	26,738	6,800	11,552	16,398	28,593	4,682
四、自营业务								
自营业务收入	3	6	2	4	3	15	11	10
增速	*140%*	*138%*	*-43%*	*224%*	135%	368%	-24%	78%
收入占比	*8%*	*9%*	*4%*	*18%*	7%	15%	27%	45%
自营资产规模	27	63	112	141	28	128	183	196
自营收入/规模	10%	9%	2%	3%	11%	12%	6%	5%
五、资管业务								
资管业务收入	3	6	6	2	2	5	8	3
增速	*135%*	*108%*	*-2%*	*-37%*	182%	139%	51%	-35%
收入占比	*16%*	*14%*	*16%*	*9%*	5%	5%	18%	13%
受托资金规模	832	974	1,377	1,620	680	950	1,299	1,523
六、其他业务收入	9	9	13	6	21	38	5	3
七、营业收入合计	32	62	46	21	45	102	43	22
增速	*69%*	*92%*	*-26%*	*-4%*	*99%*	*127%*	*-58%*	*-52%*
八、净利润率	23%	30%	27%	26%	23%	32%	42%	37%
九、净利润	8	18	12	5	10	33	18	8
增速	*86%*	*145%*	*-32%*	*-3%*	*134%*	*228%*	*-46%*	*-21%*
ROE	12%	24%	14%	5%	17%	28%	13%	5%
ROA	2%	4%	3%	1%	3%	6%	3%	2%
EPS	0.25	0.61	0.41	0.18	0.48	0.97	0.55	0.25
BPS	2.19	2.81	3.19	3.85	3.31	3.96	3.96	4.9

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

4. 盈利预测与投资建议

综合前文分析，我们对公司 2017 年业绩预测有如下基本假定：

（1）经纪信用业务：考虑到市场交易量和两融余额在三季度总体呈上升趋势，并结合公司历史数据，我们预计市场日均股基交易额 5500 亿元，公司市场份额 1.22%，佣金率 0.26%；行业两融余额 1 万亿元，市占率 0.95%；公司股票质押回购余额约 15.6 亿元；

（2）自营资管业务：上市后资金获得补充，预计自营业务规模将超 210 亿元，集合资管规模超 900 亿元；

（3）投行业务：债券承销业务规模下降，IPO 承销规模缓慢提升。

（4）期货业务：期货子公司业绩稳中有升。

根据以上假定，我们预测 2017-2019 年公司 EPS 分别为 0.45/0.52/0.60 元。

表 13：财通证券业绩预测

单位：百万元	2014A	2015A	2016A	2017H	2017E	2018E	2019E
一、经纪业务							
经纪业务佣金净收入	901	2,549	1,146	407	947	1,018	1,146
日均股基交易额	318,506	1,100,405	564,209	465,619	550,000	600,000	650,000
股基交易额市场份额	1.13%	1.16%	1.24%	1.21%	1.22%	1.25%	1.30%
佣金率	0.052%	0.041%	0.034%	0.027%	0.026%	0.025%	0.025%
二、信用业务							
利息净收入	694	1,370	254	125	528	594	702
行业两融余额	4,969	8,371	11,447	7,969	10,000	11,000	12,000
两融余额市占率	0.90%	0.97%	0.88%	0.91%	0.95%	1.00%	1.00%
公司股票质押回购规模	1,244	2,809	1,300	1,271	1,560	1,872	2,246
财务杠杆率（剔除客户资金）	——	3.43	2.54	2.19	2.61	2.53	2.45
三、投行业务							

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

投行业务收入	261	471	487	86	294	429	623
IPO 收入	22	0	0	27	124	186	311
IPO 规模	296	0	0	304	1,776	2,663	4,439
再融资收入	67	5	12	0	2	7	7
再融资规模	1,896	445	1,811	0	461	1,384	1,384
债券收入	136	204	307	36	111	166	222
债券规模	11,552	16,398	28,593	4,682	11,087	16,630	22,174
其他收入	36	262	168	23	56	69	84
四、自营业务							
自营业务收入	320	1,497	1,131	981	1,071	1,206	1,384
自营业务规模	2,785	12,846	18,256	19,572	21,427	24,123	27,674
五、资管业务							
资管业务收入	216	516	777	273	576	711	807
定向资管规模	57,051	72,393	63,905	62,619	60,709	63,745	70,119
集合资管规模	10,941	22,643	65,949	81,260	92,329	110,794	121,874
六、其他业务收入	2,110	3,839	460	291	319	370	415
七、营业收入合计	4,502	10,241	4,256	2,163	3,735	4,328	5,078
八、净利润率	23%	32%	42%	37%	43%	43%	42%
九、净利润	1,014	3,321	1,777	797	1,599	1,868	2,151
ROAE	17%	28%	13%	5%	19%	10%	10%
EPS	0.48	1.03	1.03	0.25	0.45	0.52	0.60
BPS	3.31	3.96	3.96	4.90	4.71	5.55	6.51

资料来源：WIND，招股说明书，安信证券研究中心预测

据 2017 年上市的券商数据统计，发行价在 7.02-22.98 倍 PE 不等，较发行价最大涨幅均超过 100%（上市首日均实现 44%的上涨），算上上市首日在内上市后涨停板个数至少 3 个。根据公司发行公告，公司发行价为 11.38 元/股，相当于发行后 22.98 倍 PE（与浙商证券发行 PE 一致）、2.07 倍 PB（低于浙商证券发行时的 3.7 倍 PB）。

表 14：2017 年新上市券商发行后股价均较发行价翻倍

证券代码	证券简称	发行价（元）	发行价对应 PE（倍）	较发行价最大涨幅	上市后涨停板个数
601881.SH	中国银河	6.81	7.02	147%	3
601878.SH	浙商证券	8.45	22.98	186%	4
601375.SH	中原证券	4.00	9.22	237%	6

资料来源：WIND，公司公告，安信证券研究中心

根据分部估值法，得出公司 2017 年传统业务价值 516 亿元，创新业务价值 94 亿元，合计市值为 610 亿元。公司作为低流通市值的新股，我们给予 20%-30%的溢价空间，对应 49.31-53.42 倍 PE，4.67-5.06 倍 PB，对应六个月目标价 21.97-23.80 元/股。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 15：财通证券分部估值法及目标价

	2017E	2018E	2019E
传统业务价值(亿元)	516	599	687
经纪业务价值	101	110	121
自营业务价值	161	183	214
投行业务价值	44	65	92
资产管理价值	74	92	103
现金价值	136	149	157
创新业务价值(亿元)	94	107	116
创新价值/传统业务价值	18%	18%	17%
信用交易业务	79	90	104
其他业务	15	17	12
合计(亿元)	610	706	804
每股价值(元)	18.31	21.18	24.12
溢价率		20%	
对应 PE（倍）	49.31	48.82	48.29
对应 PB（倍）	4.67	4.58	4.45
六个月目标价		21.97	

资料来源：安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表（百万元）	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	损益表（百万元）	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
总资产	64,171	54,778	58,299	65,910	73,630	**营业收入**	10,241	4,256	3,735	4,328	5,078
客户资金存款	17,108	12,854	11,569	12,726	13,362	手续费及佣金净收入	4,084	2,434	1,958	2,325	2,777
自有货币资金	2,374	2,928	2,049	2,152	2,367	其中：代理买卖证券业务净收入	2,549	1,146	947	1,018	1,146
客户备付金	3,246	2,137	1,923	2,115	2,221	证券承销业务净收入	471	487	294	429	623
自有结算备付金	266	134	94	98	108	资产管理业务收入	516	777	576	711	807
融出资金	11,636	8,558	9,712	11,245	12,268	利息净收入	1,370	254	528	594	702
交易性金融资产	7,191	9,626	11,070	12,730	14,003	投资净收益	1,493	1,737	1,239	1,399	1,625
衍生金融资产	-	-	-	-	-	公允价值变动收益	147	-194	-10	-14	-55
买入返售金融资产	12,913	5,303	6,209	7,439	8,915	汇兑收益	3	3	2	2	2
可供出售金融资产	5,654	8,630	10,356	11,392	13,670	其他业务收入	3,144	22	19	22	26
持有至到期投资	-	-	-	-	-	**营业支出**	6,337	2,114	1,904	2,208	2,560
其他资产合计	3,783	4,608	5,317	6,011	6,715	营业税金及附加	352	103	90	104	122
总负债	51,369	39,440	41,412	45,995	50,283	管理费用	2,774	2,025	1,777	2,059	2,416
应付短期融资款	5,787	1,879	2,349	2,818	3,100	资产减值损失	111	-15	37	44	22
交易性金融负债	-	-	0	0	0	其他业务成本	3,100	2	-	-	-
衍生金融负债	-	0	0	0	0	**营业利润**	3,905	2,141	1,831	2,120	2,518
卖出回购金融资产款	15,164	7,791	2,337	2,571	2,828	加：营业外收入	316	16	114	149	93
代理买卖证券款	20,334	15,289	13,760	15,136	15,893	减：营业外支出	11	10	12	11	11
应付职工薪酬	1,013	-	1,042	1,158	1,266	**利润总额**	4,210	2,148	1,933	2,258	2,600
应付债券	7,100	10,486	10,486	11,535	12,688	减：所得税费用	889	371	334	390	449
其他负债合计	1,972	3,994	11,437	12,777	14,507	**净利润**	3,321	1,777	1,599	1,868	2,151
所有者权益	12,802	15,338	16,887	19,914	23,348	减：少数股东损益	246	-9	-8	-9	-10
股本	3,230	3,230	3,589	3,589	3,589	**归母公司净利润**	3,075	1,786	1,607	1,877	2,161
少数股东权益	144	92	101	119	140						
归母公司净资产	12,658	15,246	16,786	19,795	23,208	**每股及估值指标**					
						每股盈利（元）	1.03	0.55	0.45	0.52	0.60
ROAE	27.94%	13.03%	18.94%	10.15%	9.94%	**每股净资产（元）**	3.96	4.75	4.71	5.55	6.51
ROAA	5.73%	12.80%	5.49%	3.01%	3.08%	**市盈率（倍）**	15.94	29.79	36.79	31.48	27.35
杠杆率（倍）	3.43	2.54	2.61	2.53	2.45	**市净率（倍）**	4.14	3.45	3.48	2.95	2.52

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测；注：市盈率和市净率按发行价计算

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

赵湘怀、贺明之声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	巢莫雯		

安信证券研究中心

深圳市

地　址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮　编： 518026

上海市

地　址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮　编： 200080

北京市

地　址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。