

国金证券（600109.SH） IPO 驱动业绩持续增长，两融规模扩张明显

2020 年 10 月 29 日

——国金证券 2020 年 3 季报点评

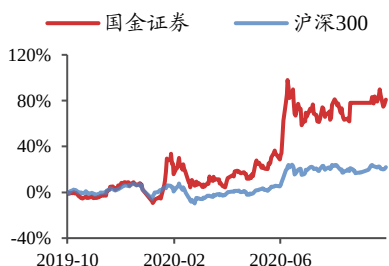
投资评级：买入（维持）
高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

日期	2020/10/29
当前股价(元)	15.54
一年最高最低(元)	17.47/7.40
总市值(亿元)	469.99
流通市值(亿元)	469.99
总股本(亿股)	30.24
流通股本(亿股)	30.24
近 3 个月换手率(%)	140.93

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《国金证券 2020 年中报点评-IPO 驱动业绩高速增长，投资业务表现亮眼》
-2020.8.28

《公司首次覆盖报告-投行及经纪业务优势明显，充分受益注册制红利》
-2020.6.30

● 投行业务驱动业绩高增，收入占比持续增长，维持“买入”评级

2020 前三季度公司营业总收入/归母净利润分别为 47.28/15.65 亿，同比+62.8%/+78.4%，ROE 7.31%，同比增加 2.89 个百分点。3 季度营业收入/净利润分别为 18.3/5.6 亿，环比+21.8%/+7.3%，基本符合我们预期。2020 前三季度公司投行业务净收入同比增长 172%，为业绩增长首要驱动因素，投资与经纪收入同比+47.8%/+42.8%，投行/经纪/投资收入占比分别为 28%/26%/25%。我们调整公司 2020-2022 年归母净利润至 20.53/24.69/29.89 亿元（调前 22.08/25.62/29.71 亿元），2020-2022 年 EPS0.68/0.82/0.99 元（调前 0.73/0.85/0.98 元）。公司 IPO 储备丰富，投行收入占比明显高于行业平均，注册制背景下，业绩有望持续增长，维持“买入”评级。

● IPO 收入同比大增，项目储备量居行业前十

1) 2020 前三季度投行业务净收入 13.4 亿，同比+172%，3 季度投行业务净收入 5.9 亿，环比+77%。根据 Wind 数据，2020 前三季度公司 IPO 发行 17 单，较 2019 年同期增加 14 单，承销规模 148 亿，同比增长 8 倍多，IPO 承销收入 8.29 亿，同比增长接近 6 倍。3 季度 IPO 发行 10 单，承销规模 72 亿，环比增长超两倍，公司 IPO 承销规模大幅增加驱动投行业绩高增。2) 2020 前三季度债承规模为 683 亿，同比+128%，3 季度债承规模 178 亿，环比+33%，债承规模持续增长态势。3) 公司 IPO 储备量丰富，截至 10 月 29 日，总储备量 25 单，创业板储备量 13 单，科创板储备量 8 单，均位于行业前十。

● 两融市占率明显提升，投资收入持续增长

1) 公司前三季度实现经纪业务收入 12.46 亿，同比+42.8%，3 季度经纪业务收入 5.19 亿，环比+53.2%。前三季度经纪业务收入占比 26%，较中期略有提升。9 月末公司融出资金余额 144 亿，较中期+33%，较年初+57%，两融市占率达 1.04%，较中期+0.1pct。2) 2020 前三季度公司投资收益(含公允价值变动损益)11.72 亿，同比+47.8%，年化自营投资收益率为 8.14%，同比+2.3 个百分点。9 月末，公司金融资产规模 228 亿，较年初+34%，较中期-12%。

● **风险提示：**市场波动风险；投行业务增长不达预期。

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	6,329	7,113	8,189
YOY(%)	-14.2	15.5	45.5	12.4	15.1
归母净利润(百万元)	1,010	1,299	2,053	2,469	2,989
YOY(%)	-15.9	28.5	58.1	20.3	21.1
毛利率(%)	33.6	38.0	42.3	45.3	47.7
净利率(%)	26.8	29.9	32.4	34.7	36.5
ROE(%)	5.3	6.5	9.5	10.5	11.5
EPS(摊薄/元)	0.33	0.43	0.68	0.82	0.99
P/E(倍)	46.5	36.2	22.9	19.0	15.7
P/B(倍)	2.4	2.3	2.1	1.9	1.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	41,513	42,547	64,427	74,635	88,493
现金	12,325	13,907	16,961	19,755	21,556
应收票据及应收账款	449	60	110	140	170
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	28,739	28,580	47,355	54,739	66,766
非流动资产	5,155	7,604	7,785	8,639	9,597
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	4,365	6,882	7,034	7,858	8,785
资产总计	46,667	50,151	72,212	83,274	98,090
流动负债	22,578	24,970	40,171	47,330	56,341
短期借款	7,077	6,647	17,283	22,468	29,208
应付票据及应付账款	511	513	613	613	613
其他流动负债	14,990	17,810	22,275	24,249	26,520
非流动负债	4,529	4,393	9,389	11,227	14,528
长期借款	4,408	4,155	9,141	10,970	14,261
其他非流动负债	120	238	248	258	268
负债合计	27,107	29,363	49,560	58,557	70,870
少数股东权益	71	66	72	78	86
股本	3,024	3,024	3,024	3,024	3,024
资本公积	7,852	7,852	7,852	7,852	7,852
留存收益	6,637	7,579	9,558	11,622	14,126
归属母公司股东权益	19,490	20,723	22,581	24,639	27,134
负债和股东权益	46,667	50,151	72,212	83,274	98,090

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2598	-1874	2979	4495	5216
净利润	1023	1298	2052	2468	2988
折旧摊销	289	106	156	206	256
财务费用	0	0	0	0	1
投资损失	-475	-374	-424	-474	-524
营运资金变动	5185	-3715	285	1285	1385
其他经营现金流	-3426	809	909	1009	1109
投资活动现金流	-1792	980	1000	1020	1040
资本支出	0	1	1	1	1
长期投资	4988	1621	1641	1661	1681
其他投资现金流	298	251	261	271	281
筹资活动现金流	-585	2328	137463	69987	24205
短期借款	516	314	334	354	374
长期借款	5510	6912	7012	7112	7212
普通股增加	0	0	0	0	1
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	25	0	0	0	1
现金净增加额	245	1443	141442	75501	30461

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,766	4,350	6,329	7,113	8,189
营业成本	2,502	2,697	3,652	3,890	4,282
营业税金及附加	20	22	35	39	45
营业费用	-0	-0	-0	-0	-0
管理费用	2,299	2,662	3,607	3,841	4,217
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	10	10	20
其他收益	2	0	232	266	306
公允价值变动收益	169	245	0	0	0
投资净收益	846	994	1,706	2,041	2,507
资产处置收益	-0	-0	-0	-0	-0
营业利润	1,264	1,652	2,677	3,223	3,907
营业外收入	102	58	63	71	82
营业外支出	5	4	4	4	4
利润总额	1,361	1,706	2,736	3,290	3,984
所得税	338	408	684	823	996
净利润	1,023	1,298	2,052	2,468	2,988
少数股东损益	13	-0	-1	-1	-1
归母净利润	1,010	1,299	2,053	2,469	2,989
EBITDA	1650	1812	2892	3497	4241
EPS(元)	0.33	0.43	0.68	0.82	0.99

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	-14.2	15.5	45.5	12.4	15.1
营业利润(%)	-15.9	30.7	62.0	20.4	21.2
归属于母公司净利润(%)	-15.9	28.5	58.1	20.3	21.1
获利能力					
毛利率(%)	33.6	38.0	42.3	45.3	47.7
净利率(%)	26.8	29.9	32.4	34.7	36.5
ROE(%)	5.3	6.5	9.5	10.5	11.5
ROIC(%)	3.3	4.1	4.2	4.2	4.2
偿债能力					
资产负债率(%)	58.1	58.5	68.6	70.3	72.2
净负债比率(%)	58.7	52.0	116.7	135.3	159.7
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	10.3	9.1	9.0
应收账款周转率	950	1,707	7,406	5,670	5,268
应付账款周转率	402	527	649	635	699
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.33	0.43	0.68	0.82	0.99
每股经营现金流(最新摊薄)	0.86	-0.62	0.98	1.49	1.72
每股净资产(最新摊薄)	6.44	6.85	7.47	8.15	8.97
估值比率					
P/E	46.5	36.2	22.9	19.0	15.7
P/B	2.4	2.3	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	15.2	16.6	6.6	7.5	5.4

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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn