

2021年04月01日

20Q4 的 IPO 份额有所下滑，全年业绩同比+43%

国金证券(600109)

事件概述

公司发布 2020 年年报，营业收入 60.6 亿元，同比增长 39.4%；归属于母公司股东的净利润 18.6 亿元，同比增长 43.4%；ROE 为 8.63%，同比+2.17pct。

分析判断：

► 投行、经纪同比增幅较大，贡献最大业绩增量

分项业务增速来看，投行业务收入 16.7 亿元，增速最高，同比+84.9%；经纪业务收入 16.5 亿元，同比+44.8%；净利息收入 9.5 亿元，同比+22.6%；资管业务收入 1.1 亿元，同比+18.1%；自营业务收入 14.0 亿元，同比+12.4%。

业绩贡献来看，投行业务对于业绩增量贡献最大，为 45%；其次为经纪业务，贡献 30%；利息净收入贡献 10%；自营收入与其他业务分别贡献 9%和 4%；股权投资与资管业务分别贡献 4%和 1%。

► 全年投行业务 IPO、核心债业务市占率提升，但 20Q4 IPO 市场份额下滑

公司坚持长短结合、股债并举，加大科创板及创业板项目开拓，同时重视债券业务投入，在特色行业领域持续发挥竞争服务能力优势。据 Wind 数据，公司全年 IPO 承销规模 171.9 亿元，同比+633%，市场份额同比增加 2.79pct 至 3.72%；核心债融资规模 891.0 亿元，同比+546%，市场份额增 1.39pct 至 1.89%。全年投行业务收入 16.7 亿元，同比+85%。

但四季度 IPO 承销金额只有 24.1 亿元，市场份额 2.76%，低于前三季度的 3.95%。

► 经纪业务收入大幅增长；资管业务规模继续下降但资管净收入提升

得益于市场交投活跃，公司 2020 年代理买卖证券净收入 16.5 亿元，同比+44.8%；但股票交易市场份额有所下滑，20 年公司股票交易额 4.7 万亿元（不含机构席位租赁交易），市场份额 1.12%，同比降 0.10pct。

评级及分析师信息

评级：增持
上次评级：增持
目标价格：
最新收盘价：13.41

股票代码：600109
52 周最高价/最低价：19.46/8.88
总市值(亿)：405.57
自由流通市值(亿)：405.57
自由流通股数(百万)：3,024.36



分析师：吕秀华
邮箱：lvxh@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520040001

分析师：魏涛
邮箱：weitao@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519070003

分析师：罗惠洲
邮箱：luohz@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520070004

*实习生庞博、高思瑞是本文重大贡献者

1. 【华西非银】国金证券（600109）季报点评：IPO 融资优势继续保持，金融投资规模下降
2020.10.30
2. 【华西非银】国金证券（600109）中报点评：各项业务全面增长，投行暴增 200%
2020.08.27
3. 发布限制性股票激励计划，弥补激励不足
2020.06.08

受资管新规影响，报告资产管理业务规模继续下滑，期末规模 857 亿元，同比-17%；但资管净收入 1.14 亿元，同比+18%。

▶ 自营业务规模提升收益率持平，投资收益同比+12.4%；两融余额大增利息净收入同比+22.6%

报告期末，公司自营投资规模 227.5 亿元，全年平均投资规模 221.1 亿元，同比+13%，投资收益率 6.31%，同比基本持平。公司 2020 年保持稳健投资策略，严格控制风险优化资产配置，谨慎开展投资及尝试创新投资品种，获取了稳健投资回报。

公司融资融券业务大幅增长，报告期末 146 亿元，同比+65%，市场份额小幅提升 0.03pct 至 0.90%。利息净收入 9.5 亿元，同比+22.6%。

投资建议

鉴于监管环境趋严，我们调降了投行承销规模并调低盈利预测，预计公司 2021/2022 年归母净利润分别为 20.52/22.59 (此前预测值分别为 24.27/27.47 亿元)，新增 2023 年归母净利润 25.32 亿元。目前估值约 1.79 倍 2021PB，鉴于公司较高的并购预期，维持此前的“增持”评级。

风险提示

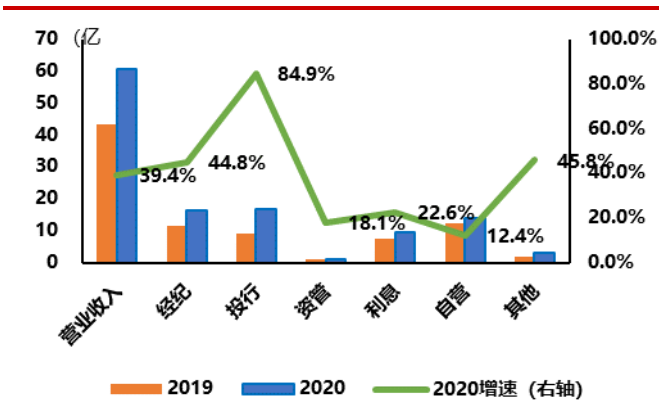
股债市场大幅波动自营投资收益下滑；股票市场波动股票质押业务风险；市场交易萎缩；资本市场改革进展不及预期；证券行业对内对外开放可能对业务带来冲击。

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	60.63	66.56	73.02	81.56
YoY (%)	39.39	9.79	9.71	11.69
归母净利润(亿元)	18.63	20.52	22.59	25.32
YoY (%)	43.44	10.18	10.06	12.09
毛利率 (%)	30.72	30.83	30.93	31.04
每股收益(元)	0.62	0.68	0.75	0.84
ROE	8.63	9.09	9.91	10.99
市盈率	21.77	19.76	17.95	16.02

资料来源：Wind，华西证券研究所

图 1 2020 年公司各项业务收入及增速



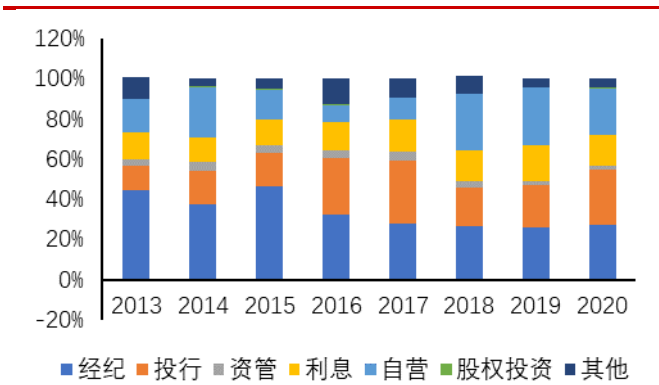
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 2 2020 年公司各项业务收入贡献度

单位: 亿元	2019	2020	增量	增速	贡献度
经纪	11.4	16.5	5.1	45%	30%
投行	9.0	16.7	7.6	85%	45%
资管	1.0	1.1	0.2	18%	1%
利息	7.7	9.5	1.7	23%	10%
自营	12.4	14.0	1.5	12%	9%
股权投资	(0.0)	0.2	0.2	-	1%
其他	2.0	2.8	0.7	37%	4%
营业收入	43.5	60.6	17.1	39%	
营业税金及附加	0.2	0.4	0.1	64%	
管理费用	26.6	35.9	9.2	35%	
信用减值损失	(0.2)	1.0	1.2	-553%	
其他业务成本	-	-	-	-	
营业利润	16.5	23.4	6.9	42%	
归母净利润	13.0	18.6	5.6	43%	

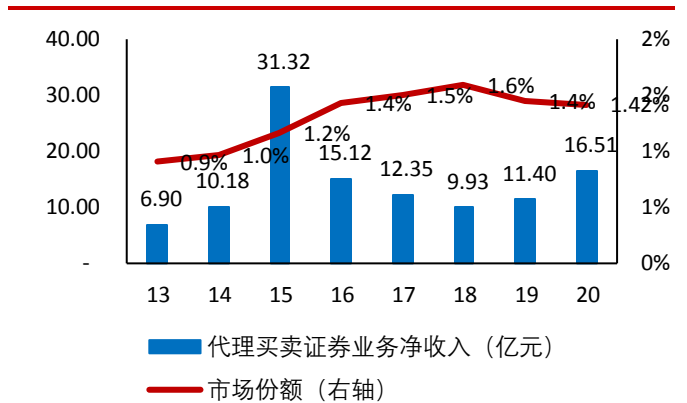
资料来源: Wind, 华西证券研究所 注: 自营收入算法为投资收益+公允价值变动-对联营与合营企业投资收益

图 3 13 年至今公司收入结构



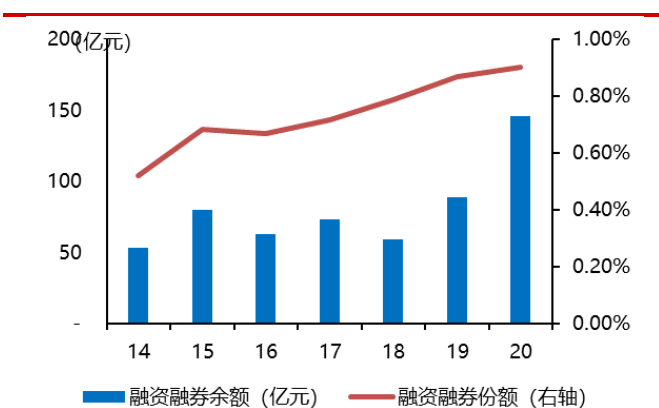
资料来源: 公司年报, Wind, 华西证券研究所

图 4 公司代理买卖证券业务净收入及市场份额



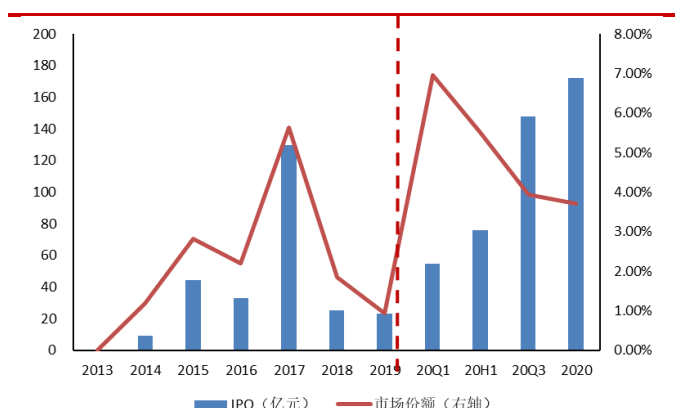
资料来源: 公司年报, Wind, 华西证券研究所

图 5 公司融资融券市场份额略有提升



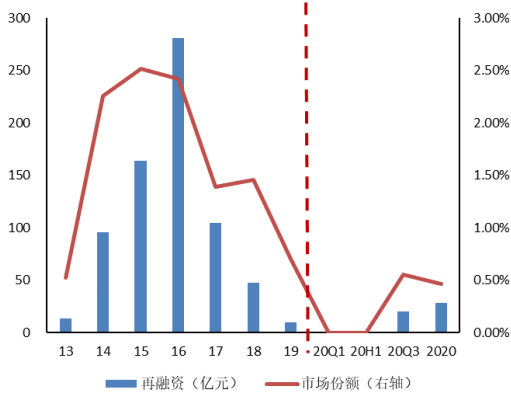
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 6 公司 IPO 业务规模及市场份额



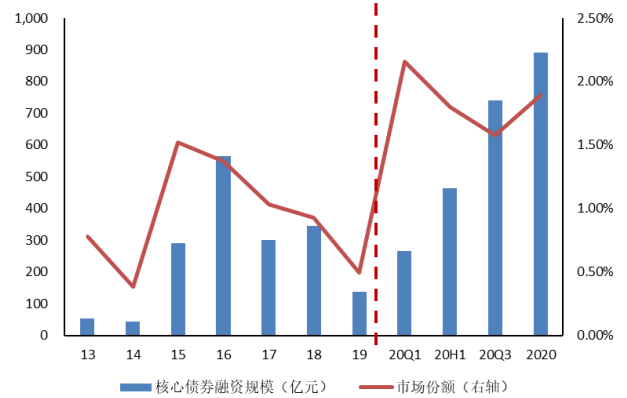
资料来源: Wind, 华西证券研究所注: 数据为 wind 发行日口径

图7 公司再融资业务规模及市场份额



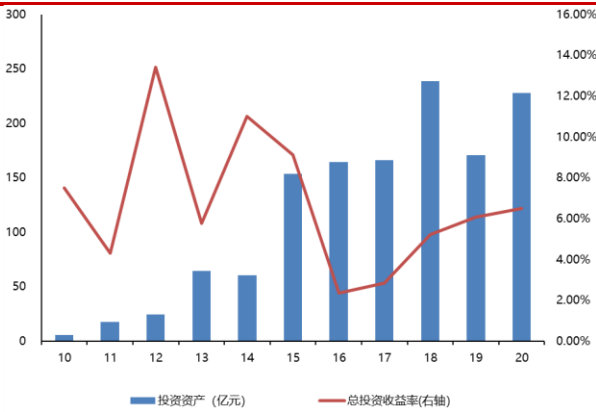
资料来源: Wind, 华西证券研究所注: 数据为 wind 发行日口径, 不含投行为财务顾问

图8 公司核心债业务规模及市场份额



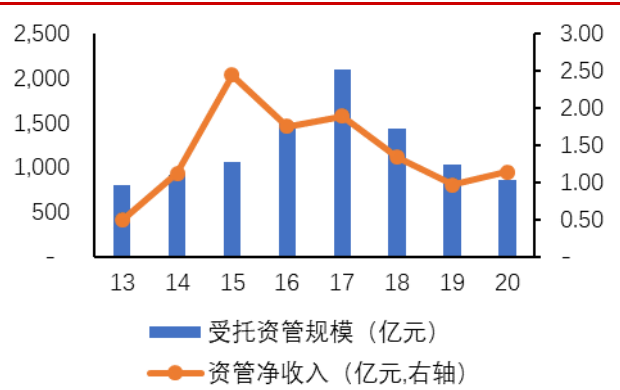
资料来源: Wind, 华西证券研究所注: 核心债包括公司债、企业债、ABS、可转债和可交换债

图9 公司投资资产规模提升收益率与上期持平



资料来源: 公司年报, 华西证券研究所注: 总投资收益率已加回投资资产的利息收入

图10 公司资管规模下滑收入提升



资料来源: 公司年报, Wind, 华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

资产负债表					利润表				
单位:亿元					单位:亿元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	159.7	185.7	215.5	251.2	营业收入	60.6	66.6	73.0	81.6
其中:客户资金	131.8	151.6	174.3	200.5	代理买卖证券业务	16.5	16.5	16.3	16.3
存款					净收入				
结算备付金	31.8	36.8	42.6	49.5	证券承销业务净收入	16.7	18.5	20.7	23.5
其中:客户备付金	27.9	32.1	36.9	42.5	受托客户资产管理	1.1	1.2	1.4	1.5
融出资金	148.2	163.0	179.3	197.2	业务净收入				
金融投资	227.5	278.3	336.1	414.6	利息净收入	9.5	11.5	12.3	13.6
交易性金融资产	188.7	230.9	278.8	343.9	投资净收益	13.4	16.1	19.6	23.9
债权投资	1.7	2.1	2.5	3.1	公允价值变动净收益	0.7	0.0	0.0	0.0
其他债权投资	10.2	12.5	15.1	18.6	汇兑净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
其他权益工具投资	26.9	32.9	39.7	49.0	其他业务收入	0.0	0.0	0.0	0.0
持有至到期投资	-	-	-	-	营业支出	37.2	40.8	44.6	49.7
买入返售金融资产	80.5	80.5	80.5	80.5	营业税金及附加	0.4	0.4	0.4	0.5
长期股权投资	5.7	7.0	8.5	10.4	管理费用	35.9	39.4	43.2	48.2
固定资产	1.1	1.3	1.6	2.0	信用减值损失	1.0	1.0	1.0	1.0
无形资产	0.7	0.9	1.0	1.3	其他业务成本	0.0	0.0	0.0	0.0
递延所得税资产	4.2	5.2	6.2	7.7	营业利润	23.4	25.8	28.4	31.8
投资性房地产	-	-	-	-	利润总额	24.2	26.7	29.4	33.0
其他资产	17.0	19.4	22.2	25.5	所得税	5.5	6.1	6.7	7.5
资产总计	676.3	778.0	893.5	1,039.8	归属母公司净利润	18.6	20.5	22.6	25.3
短期借款	2.5	3.4	4.6	6.1	主要财务比率				
应付短期融资款	80.2	107.7	144.7	194.4	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
拆入资金	11.6	15.6	20.9	28.1	成长能力				
交易性金融负债	20.0	22.3	23.6	25.0	营业收入(%)	39.4	9.8	9.7	11.7
衍生金融负债	0.8	0.9	1.0	1.0	归母净利润(%)	43.4	10.2	10.1	12.1
卖出回购金融资产款	65.2	72.9	77.1	81.7	收入结构				
代理买卖证券款	163.9	188.5	216.8	249.3	手续费净收入(%)	27.2	24.8	22.3	20.0
其他负债	1.0	1.2	1.4	1.5	承销收入(%)	27.5	27.7	28.4	28.9
负债合计	450.9	550.5	663.6	807.3	资产管理收入(%)	1.9	1.8	1.9	1.9
股本	30.2	30.2	30.2	30.2	利息净收入(%)	15.6	17.3	16.9	16.6
资本公积金	78.5	78.5	78.5	78.5	投资收益(%)	23.0	24.0	26.6	29.1
盈余公积金	13.0	15.0	17.3	19.8	其他业务收入(%)	4.8	4.3	4.0	3.6
未分配利润	76.3	76.3	76.3	76.3	获利能力				
一般风险准备	25.8	25.8	25.9	26.0	自营投资收益率(%)	7.0	6.3	6.3	6.3
归属于母公司所有者权益	224.7	226.8	229.1	231.7	(%)				
负债及股东权益	676.3	778.0	893.5	1,039.8	杠杆率	2.3	2.6	3.0	3.4
每股指标(单位:元)					ROE(%)	8.6	9.1	9.9	11.0
每股净利润	0.62	0.68	0.75	0.84	ROA(%)	3.2	2.8	2.7	2.6
每股净资产	7.43	7.50	7.58	7.66	估值				
					PE	21.77	19.76	17.95	16.02
					PB	1.81	1.79	1.77	1.75

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。