

分析师: 张洋

登记编码: S0730516040002

Zhangyang-yjs@ccnew.com 021-50586627

经纪、投行驱动公司业绩增速优于行业均值

——国金证券(600109)2020 年年报点评

证券研究报告-年报点评

增持(维持)

市场数据(2021-04-02)

发布日期: 2021 年 04 月 06 日

收盘价(元)	13.15
一年内最高/最低(元)	19.46/8.88
沪深 300 指数	5161.56
市净率(倍)	1.77
总市值(亿元)	397.70
流通市值(亿元)	397.70

基础数据(2020-12-31)

每股净资产(元)	7.43
总资产(亿元)	676.30
所有者权益(亿元)	224.65
净资产收益率(%)	8.63
总股本(亿股)	30.24
H 股(亿股)	0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

- 1 《国金证券(600109)2020 年中报点评: 投行驱动, 中期业绩增速优于行业均值》2020-08-28
- 2 《国金证券(600109)2019 年年报点评: 经营业绩稳定性出类拔萃》2020-04-09
- 3 《国金证券(600109)2019 年中报点评: 业绩波动率低, IPO 项目储备充足》2019-09-03

联系人: 朱宇澍

电话: 021-50586328

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 14 楼

邮编: 200122

2020 年年报概况: 国金证券 2020 年实现营业收入 60.63 亿元, 同比+39.39%; 实现归母净利润 18.63 亿元, 同比+43.44%。基本每股收益 0.616 元, 同比+43.59%; 加权平均净资产收益率 8.63%, 同比+2.15 个百分点。2020 年拟 10 派 0.7 元(含税)。

点评: 1. 2020 年公司经纪、投行业务净收入占比出现提高, 资管、利息、投资收益(含公允价值变动)、其他业务净收入占比出现下降; 投行业务净收入占比显著高于行业均值。从收入结构的变化中可以看出, 经纪、投行业务是驱动公司 2020 年业绩增速优于行业均值的主要因素。2. 经纪业务实现明显增长, 手续费净收入同比+44.82%。3. 投行业务总量出现显著增长, 手续费净收入同比+84.91%。4. 资管业务调结构成效初显, 手续费净收入同比+18.75%。5. 自营业务持续稳健经营, 投资收益(含公允价值变动)同比+13.88%; 证券投资业务实现营业收入 11.75 亿元, 同比+9.07%。6. 信用业务总规模明显回升, 利息净收入同比+22.57%。

投资建议: 作为民营背景的互联网券商先行者, 公司治理结构清晰健全, 体制机制灵活有效, 具备较为显著的差异化竞争优势。公司以轻资产业务为基础, 以自营和其他业务为补充, 资产质量优质; 报告期内公司获 A 类 AA 级监管评级, 全面风险管理能力在中小券商中出类拔萃。预计公司 2021、2022 年 EPS 分别为 0.67 元、0.70 元, BVPS 分别为 7.81 元、8.07 元, 按 4 月 2 日收盘价 13.15 元计算, 对应 P/E 分别为 19.63 倍、18.79 倍, 对应 P/B 分别为 1.68 倍、1.63 倍, 维持“增持”的投资评级。

风险提示: 1. 权益类及固收类二级市场行情转弱导致公司各项业务无法得到持续改善; 2. 短期涨速过快、涨幅过大导致公司股价出现快速调整; 3. 全面深化资本市场改革的进度及力度不及预期

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	43.50	60.63	65.82	68.99
增长比率	15%	39%	9%	5%
归母净利(亿元)	12.99	18.63	20.24	21.14
增长比率	29%	43%	9%	4%
EPS(元)	0.43	0.62	0.67	0.70
市盈率(倍)	23.89	24.77	19.63	18.79
BVPS(元)	6.85	7.43	7.81	8.07
市净率(倍)	1.36	2.19	1.68	1.63

资料来源: Wind, 中原证券

国金证券 2020 年年报概况:

国金证券 2020 年实现营业收入 60.63 亿元, 同比+39.39%; 实现归母净利润 18.63 亿元, 同比+43.44%。基本每股收益 0.616 元, 同比+43.59%; 加权平均净资产收益率 8.63%, 同比+2.15 个百分点。2020 年拟 10 派 0.7 元 (含税), 分派红利总额占合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润的比率为 11.37%。

根据中国证券业协会的统计, 2020 年证券行业共实现营业收入 4484.79 亿元, 同比+24.41%; 共实现净利润 1575.34 亿元, 同比+27.98%。国金证券 2020 年经营业绩增速优于行业均值, 近年来经营业绩稳定性在中小券商中出类拔萃。

点评:

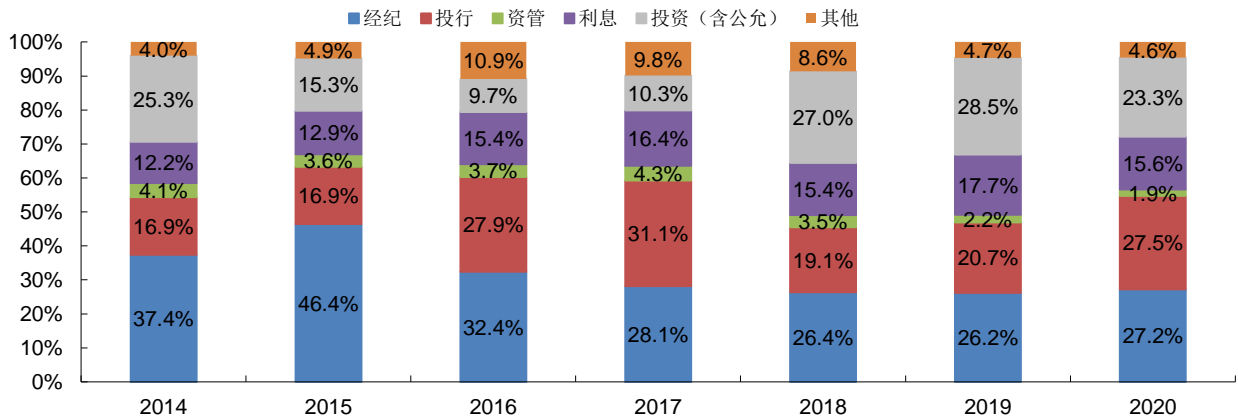
1. 经纪、投行业务净收入占比出现提高, 投行业务净收入占比显著高于行业均值

2020 年公司经纪、投行、资管、利息、投资收益 (含公允价值变动) 和其他业务净收入占比分别为 27.2%、27.5%、1.9%、15.6%、23.3%、4.6%, 2019 年分别为 26.2%、20.7%、2.2%、17.7%、28.5%、4.7%; 2020 年行业均值为 28.9%、15.0%、6.7%、13.3%、28.2%、7.9%。

2020 年公司经纪、投行业务净收入占比出现提高, 资管、利息、投资收益 (含公允价值变动)、其他业务净收入占比出现下降。与行业均值相比, 公司经纪、资管、投资收益 (含公允价值变动)、其他业务净收入占比低于行业均值, 其中资管业务净收入、投资收益 (含公允价值变动) 占比显著低于行业均值; 投行、利息净收入占比高于行业均值, 其中投行业务净收入占比显著高于行业均值。

从收入结构的变化中可以看出, 经纪、投行业务是驱动公司 2020 年业绩增速优于行业均值的主要因素。

图 1: 2014-2020 年公司收入结构



资料来源: Wind、公司财报、中原证券

注: 其他收入包括汇兑损益、其他收益、其他业务收入

2. 经纪业务实现明显增长

2020 年公司实现经纪业务手续费净收入 16.51 亿元, 同比+44.82%。

报告期内公司财富管理委员会围绕“加快推进财富管理转型落地”的年度战略目标, 在“零售客户线上化, 线下高客机构化”的基础上, 以“平台+人工”的方式, 促成各业务线与产品线、科技线紧密联动, 以产品叠加策略为手段, 以提升客户粘性为目标, 努力提高客户销售服务水平和效率, 打造核心竞争力。

报告期内公司代理股票基金交易量 5.12 万亿元, 同比+48.08%; 代销各类金融产品合计 4271.81 亿元, 同比+24.93%。

3. 投行业务总量出现显著增长

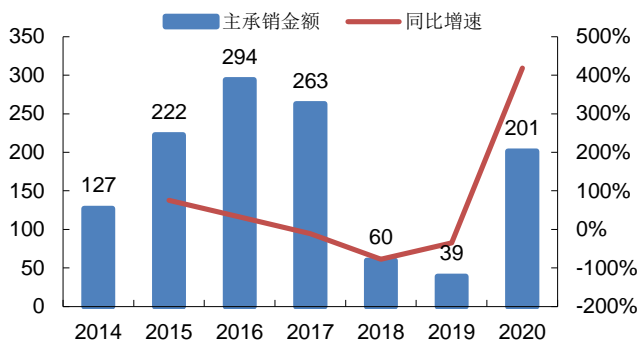
2020 年公司实现投行业务手续费净收入 16.66 亿元, 同比+84.91%。

股权融资业务方面, 报告期内公司合计承销金额为 201.19 亿元, 同比+418.66%。根据 Wind 的统计, 截至 2021 年 4 月 2 日, 公司 IPO 项目储备 19 个 (包括联合保荐、审核状态不包括终止审查、辅导备案登记受理), 在中小券商中处于领先地位。

债权融资业务方面, 报告期内公司共发行各类债券合计 138 只, 合计承销金额 850.81 亿元, 同比+51.41%。

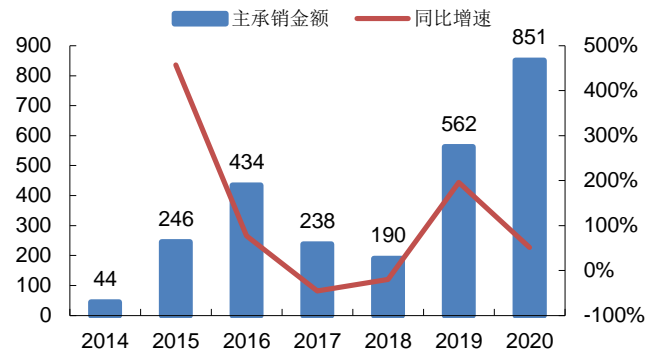
截至报告期末, 公司共有注册保荐代表人 216 名, 在全部保荐机构中排名第 9 位。

图 2: 公司股权融资规模 (亿) 及同比增速



资料来源: Wind、公司财报、中原证券

图 3: 公司债权融资规模 (亿) 及同比增速



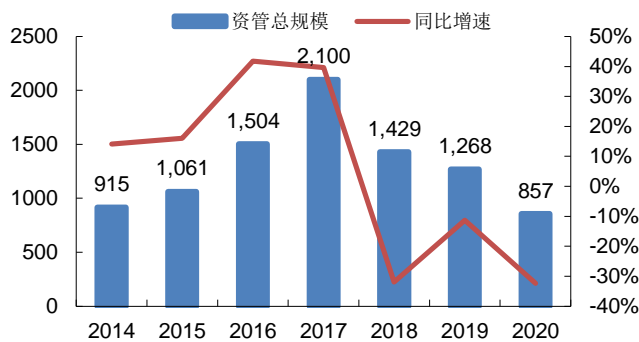
资料来源: Wind、公司财报、中原证券

4. 资管业务调结构成效初显, 手续费净收入企稳回升

2020 年公司实现资管业务手续费净收入 1.14 亿元, 同比+18.75%。

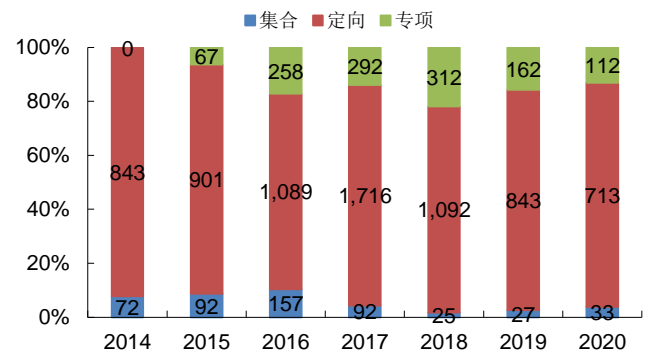
国金资管是以主动管理为特色的差异化资产管理服务机构。截至报告期末, 公司资产管理总规模约为 857.14 亿元, 同比-32.38%。其中, 集合、定向、专项资管规模分别为 32.79 亿、712.66 亿、111.69 亿, 同比分别+5.75 亿、-130.44 亿、-50.65 亿。

图 4: 公司资管总规模 (亿) 及同比增速



资料来源: Wind、公司财报、中原证券

图 5: 公司各类别资管规模 (亿)



资料来源: Wind、公司财报、中原证券

5. 自营业务持续稳健经营

2020 年公司实现投资收益 (含公允价值变动) 14.11 亿元, 同比+13.88%; 其中, 公司证券投资业务实现营业收入 11.75 亿元, 同比+9.07%。

权益类自营业务方面, 报告期内公司秉持稳健的投资风格, 持续优化投研能力, 根据市场发展及时调整优化投资策略, 把控仓位, 实施多元化投资分散风险。

固定收益类自营业务方面, 报告期内公司采取了稳健的投资策略, 加大交易灵活度, 主动降低信用风险偏好, 并适度对冲风险敞口, 投资业务平稳发展。

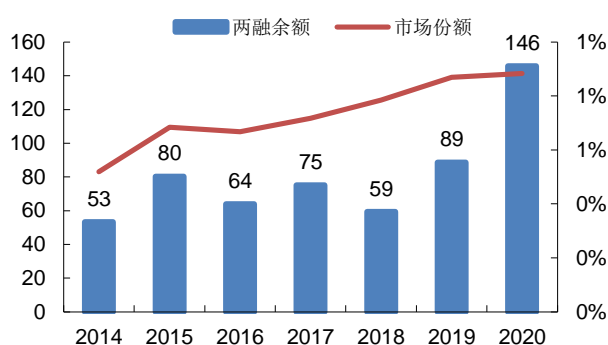
6.信用业务总规模明显回升

2020 年公司实现利息净收入 9.45 亿元，同比+22.57%。

融资融券业务方面，截至报告期末，公司两融余额为 145.83 亿元，同比+64.65%；市场份额 8.84‰，同比+1.73%。

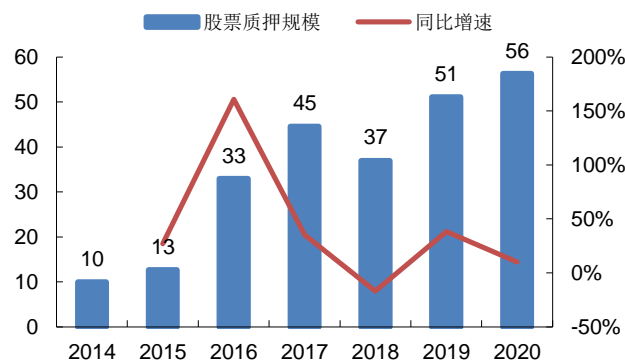
股票质押业务方面，截至报告期末，公司以自有资金出资的股票质押待购回余额为 56.26 亿元，同比+10.10%。

图 6：公司两融余额（亿）及市场份额



资料来源：Wind、公司财报、中原证券

图 7：公司股票质押规模（亿）及同比增速



资料来源：Wind、公司财报、中原证券

投资建议

作为民营背景的互联网券商先行者，公司治理结构清晰健全、体制机制灵活有效，具备较为显著的差异化竞争优势。公司以轻资产业务为基础，以自营和其他业务为补充，资产质量优质；报告期内公司获 A 类 AA 级监管评级，全面风险管理能力在中小券商中出类拔萃。

预计公司 2021、2022 年 EPS 分别为 0.67 元、0.70 元，BVPS 分别为 7.81 元、8.07 元，按 4 月 2 日收盘价 13.15 元计算，对应 P/E 分别为 19.63 倍、18.79 倍，对应 P/B 分别为 1.68 倍、1.63 倍，维持“增持”的投资评级。

风险提示：1. 权益类及固收类二级市场行情转弱导致公司各项业务无法得到持续改善；2. 短期涨速过快、涨幅过大导致公司股价出现快速调整；3. 全面深化资本市场改革的进度及力度不及预期

表 1: 资产负债表预测 (亿元)

	2019A	2020A	2021E	2022E
资产:	501.51	676.30	756.21	789.98
货币资金	139.07	159.66	175.63	184.31
融出资金	91.78	148.15	170.37	178.89
金融投资	170.45	227.52	250.27	262.78
买入返售金融资产	54.19	80.50	84.53	88.76
应收利息及款项	0.60	0.91	1.00	1.05
长期股权投资	5.75	5.72	5.72	5.72
固定及无形资产	1.47	1.77	6.29	1.71
商誉	0.46	0.44	0.44	0.44
其他资产合计	37.72	51.63	61.96	66.32
负债:	293.63	450.90	519.22	545.19
流动负债	37.80	94.31	118.77	124.71
交易性金融负债	22.07	19.99	21.99	23.09
卖出回购金融资产款	28.68	65.24	71.76	75.35
代理买卖证券款	135.96	163.93	188.52	197.95
应付款项	25.19	37.74	41.51	43.59
长期借款	0	0	0	0
应付债券	41.55	66.74	73.41	77.08
其他负债	2.38	2.96	3.26	3.42
所有者权益:	207.88	225.40	236.99	244.79
股本	30.24	30.24	30.24	30.24
资本公积金	78.52	78.52	78.52	78.52
存留收益	76.28	90.12	99.13	104.09
一般风险准备	22.18	25.77	28.35	31.19
少数股东权益	0.66	0.75	0.75	0.75

资料来源: Wind, 中原证券

表 2: 利润表预测 (亿元)

	2019A	2020A	2021E	2022E
营业收入:	43.50	60.63	65.82	68.99
手续费及佣金净收入	23.30	36.87	42.22	44.23
其中: 经纪业务	11.40	16.51	19.81	20.80
投行业务	9.01	16.66	19.16	20.12
资管业务	0.96	1.14	1.25	1.31
利息净收入	7.71	9.45	10.40	10.92
投资收益 (含公允)	12.39	14.11	12.70	13.34
其他收入	0.10	0.20	0.50	0.50
营业支出:	26.97	37.22	40.23	42.24
管理费用	26.62	35.87	38.74	40.68
其他成本	0.35	1.35	1.49	1.56
营业外收入	0.52	0.83	0.50	0.50
利润总额:	17.06	24.24	26.09	27.25
所得税	4.08	5.51	5.74	6.00
净利润:	12.98	18.74	20.35	21.25
少数股东损益	(0.01)	(0.11)	(0.11)	(0.11)
归母净利:	12.99	18.63	20.24	21.14

资料来源: Wind、中原证券

表 3: 每股指标与估值

	2019A	2020A	2021E	2022E
EPS	0.43	0.62	0.67	0.70
ROE	6.48%	8.63%	8.78%	8.80%
BVPS	6.85	7.43	7.81	8.07
P/E	23.89	24.77	19.63	18.79
P/B	1.36	2.19	1.68	1.63

资料来源: Wind、中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。