

混改标杆机制优异，立足研究协同可期 买入（首次）

2021年04月14日

证券分析师 胡翔

执业证号：S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽

执业证号：S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

投资要点

■ **市场化机制优异研究实力强，混改标杆加速崛起：**1) 混改标杆，市场化机制优。天风证券成立于 2000 年，总部设于湖北省武汉市，是一家拥有证券全牌照的全国性综合类上市证券公司。2012-2015 年天风证券经历四轮增资扩股，2012 年公司完成股份制改革后，从仅拥有单一经纪业务的区域性券商变身为混合所有制的全牌照综合性券商，先后增加了融资融券资格、证券保荐资格、代销金融产品资格和向期货公司提供中间介绍业务。2) 作为混合所有制改革标杆，截至 2020 年 Q1~3 公司不存在控股股东和实际控制人，股权较为分散，股东结构多元。国资实力背景+民营机制活力优势互补，公司在优异的市场化机制下迅速发展壮大。3) 公司整体业绩表现优异，业务结构均衡发展。截至 2020Q1~3，公司业绩触底反弹，实现营业收入 34.32 亿元（同比+39.39%），归母净利润 7.02 亿元（同比+262.34），ROE 达到 4.65%，综合规模已基本跻身准中型券商行列。经纪、自营、投行是拉动公司业绩的“三驾马车”，公司盈利呈现高弹性特征。

■ **经纪业务加速财富管理转型，机构分仓高增彰显研究实力，业务协同效应有望逐步显现：**1) 经纪业务：增量机构客户驱动佣金率+市占率量价齐升（2018 年市占率已至 0.61%，较 2016 年末上升 36pct.；净佣金率逆市上升至 0.049%，显著高于行业均值）。公司加速经纪业务的财富管理转型，与恒泰证券发挥协同作用（机构+零售），稳步推进资源整合。2) 天风证券研究所 2016 年组建后迅速崛起，以灵活机制+优厚激励吸引明星分析师加盟，研究实力和影响力大幅提升（2020 年“新财富”评选中共 11 个团队上榜，研究所获得本土最佳研究团队第五名），2020 年机构佣金分仓收入排名 16（2015 年时排名仅为 78）。依托强大的市场影响力和号召力，天风证券正着手打造国家级产业研究智库，提升未来市场的话语权和定价权，同时孵化战略新兴产业资源，聚合资金、资产、资源构建金融生态圈，将研究打造成公司综合金融服务驱动力。

■ **资管价值率领先行业，投行整体市占率进一步提升：**1) 资管业务：截至 2020 年上半年，公司资管业务总规模 1495 亿，其中集合资管、定向资管和专项资管规模分别为 589 亿、298 亿、559 亿。费率方面，受市场整体资管规模低迷的影响，2020 年上半年公司资管业务年化综合费率为 0.28%（以资管业务净收入/受托管理资金总规模测算，2019 年为 0.426%），但仍大幅领先行业均值 0.139%。2) 投行业务：2020 年公司投资银行业务市占率有所提升，截至 2020Q3 定增市占率达 0.94%（2018 年为 0.15%）；债券承销市占率 2.3%（2018 年：0.95%）。投行业务深耕湖北，实施集团化，行业化战略，提供全方位创新服务，大力拓展香港的央企业务，形成境内境外互相引流的协同效应。3) 受疫情及宏观环境影响下，公司自营业务在 2020 年采用以高夏普率、宏观驱动为主导的管理思路。截至 2020Q3 实现自营业务收入 12.91 亿元，同比增长 41%。

■ **盈利预测与投资评级：**公司立足武汉，依托国资实力+民营市场化机制高速增长，研究实力强劲，未来有望实现财富管理转型和大投行业务布局。预计公司 2020~2022 年归母净利润分别为 4.40、7.53 和 9.73 亿元，对应 PE 分别为 75.50x、44.07x、34.12x，对应 PB 分别 1.80x、1.74x、1.66x。首次覆盖给予“买入”评级。

■ **风险提示：**1) 疫情控制不及预期导致市场波动加剧；2) 行业竞争加剧风险；3) 监管趋严抑制行业创新；4) 外资金融机构的竞争风险；4) 经营管理风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	4.94
一年最低/最高价	4.90/6.30
市净率(倍)	1.82
流通 A 股市值(百万元)	18962.09

基础数据

每股净资产(元)	2.71
资产负债率(%)	69.32
总股本(百万股)	6665.97
流通 A 股(百万股)	3838.48

相关研究

内容目录

1. 公司概况：市场化机制优+研究实力强，业绩迅速崛起.....	4
1.1. 混改标杆，市场化机制优异	4
1.2. 业务结构均衡发展，子公司多元化布局	6
1.3. 研究实力强兑现收入，市场影响力持续提升	8
2. 业务分析：经纪业务逆市量价齐升，资管业务聚焦主动管理.....	9
2.1. 经纪业务：机构分仓高增，量价逆市齐升	9
2.2. 资管业务：扩大产品规模，高价值率模式领先行业	12
2.3. 投行业务：进入行业第一方阵，聚焦中小客户群，收入稳健增长.....	13
2.4. 自营业务：投资策略稳健，盈利呈现高弹性	15
3. 盈利预测与估值.....	17
3.1. 盈利预测	17
3.2. 投资评级.....	20
4. 风险提示.....	22

图表目录

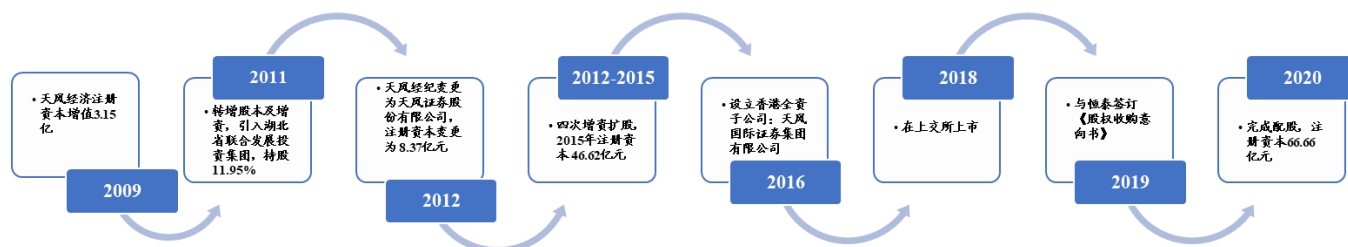
图 1: 天风证券历史沿革	4
图 2: 经历三次增资扩股, 天风完成全年牌照布局	5
图 3: 截至 2020 年 Q1~3 天风证券净资产出现回升	6
图 4: 截至 2020 年 Q1~3 天风证券业绩触底反弹	6
图 5: 2020 年 Q1~3, 天风证券资管收入占比开始提升	7
图 6: 2020Q1~3 天风证券各项业务收入 (亿元) 及增速	7
图 7: 2020 分仓收入出现抬升, 保持行业头部水平	9
图 8: 天风证券研究所近几年跻身于行业头部	9
图 9: 2018 年经纪业务市占率及佣金率逆势上扬	11
图 10: 截至 2020H1 公司证券经纪业务净收入占比	11
图 11: 截至 2020Q1~3 年公司经纪业务净收入及同比增速	11
图 12: 截至 2020H1 年公司营业部数量及同比增速	11
图 13: 截至 2020H1 年公司资产管理规模及增速	12
图 14: 截至 2020H1 集合和专项资管规模占比进一步提升	12
图 15: 截至 2020H1 公司资管业务综合费率领先行业	13
图 16: 截至 2020 年 Q1~3 公司资管业务收入	13
图 17: 截至 2020Q1~3 年公司投行业务净收维持高增长	14
图 18: 截至 2020Q1~3 年公司 IPO 承销金额及市场份额	14
图 19: 截至 2020Q1~3 年公司定增承销金额及市场份额	15
图 20: 截至 2020Q1~3 年公司债券承销金额及市场份额持续上扬	15
图 21: 2012~2020Q3 公司自营业务收入及同比增速	15
图 22: 截至 2020Q1~3 年公司自营资产概况	16
图 23: 截至 2020Q1~3 年公司总投资收益及增速	16
图 24: 天风证券 PB band (截至 2021 年 4 月 13 日)	21
图 25: 天风证券 PE band (截至 2021 年 4 月 13 日)	22
表 1: 天风证券呈现股东多元化, 股权分散的特征 (截至 2020 年 Q3)	5
表 2: 截止 2020 年上半年, 天风证券控股子公司业绩表现优异	8
表 3: 2020 年天风证券“新财富”最佳分析师上榜情况	9
表 4: 天风证券经纪业务核心假设和盈利预测	17
表 5: 天风证券投行业务核心假设和盈利预测	18
表 6: 天风证券资管业务核心假设和盈利预测	18
表 7: 天风证券投资收益核心假设和盈利预测	19
表 8: 天风证券利息收入核心假设和盈利预测	19
表 9: 天风证券估值 (2020 年 4 月 13 日)	20
表 10: 可比公司估值 (截至 2021 年 4 月 13 日)	21

1. 公司概况：市场化机制优+研究实力强，业绩迅速崛起

1.1. 混改标杆，市场化机制优异

迁址武汉引入国资，资本实力显著增强、业务范围持续扩大。天风证券成立于2000年，总部设于湖北省武汉市，是一家拥有证券全牌照的全国性综合类上市证券公司。在全国重点区域和城市设有15家分公司及超百家证券营业部，拥有包括一家境外子公司在内的多家全资及控股一级子公司，员工人数逾3000人，2017年起获中国证监会券商A类评级，2019年跃升至AA类评级。天风证券前身为1995年成立于成都的联合期货交易所，2000年改组为四川省天风证券经纪有限责任公司；2008年将注册地迁至湖北武汉，并先后引入武汉国资公司、省联投、省科投、武汉高科集团等多家国企。2012年公司完成股份制改制，更名为天风证券股份有限公司。截至2020年Q3天风证券注册资本达66.66亿元，综合规模已基本跻身中型券商行列。2016年公司在香港设立全资子公司天风国际证券集团有限公司，正式开展国际化的战略布局。2018年10月19日天风证券在上海证券交易所上市。2019年与恒泰证券签署《股权收购意向书》有意收购7.8亿内资股，占标的公司（恒泰证券）已发行股份的29.99%。截至2020年Q3恒泰拥有公募和基金托管牌照，且零售业务表现优异，双方各占所长推进天风证券向第一梯队迈进。

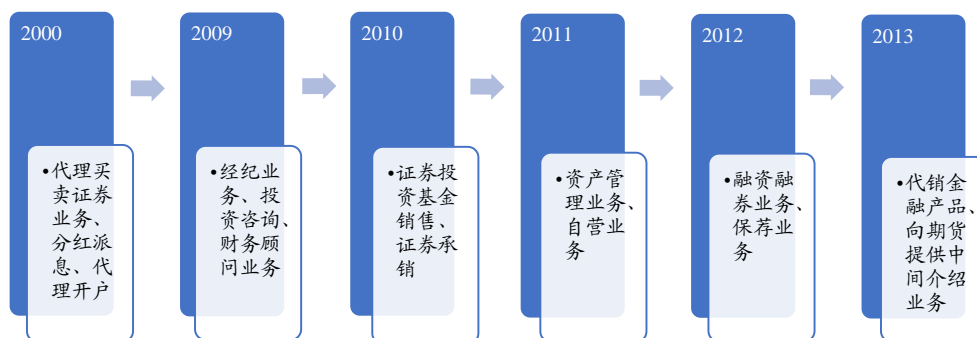
图 1：天风证券历史沿革



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

增资扩股改革加速推进公司全牌照，全业务布局。公司完成增资扩股后迅速发展，从仅拥有单一经纪业务的区域性券商蜕变为混合所有制的全牌照全国性券商。2012 年公司完成股份制改革后，先后增加了融资融券资格、证券保荐资格、代销金融产品资格和向期货公司提供中间介绍业务，进一步完善天风证券全牌照、全业务的战略布局。

图 2: 经历三次增资扩股, 天风完成全年牌照布局



数据来源: Wind, 公司年报, 东吴证券研究所

混合所有制改革标杆, 国资背景+民营活力打造核心竞争力。天风证券是总部位于湖北的全国性全牌照综合型券商, 经历多轮增资扩股后迅速发展, 截至 2020 年 Q3 已基本跻身中型券商行列。作为混合所有制改革标杆, 公司不存在控股股东和实际控制人, 股权较为分散, 截至 2020Q3, 前十大股东共持有 54.42%公司股份; 股东结构多元, 兼具强大的政府支持和灵活的创新机制, 前十大股东中涵盖地方大型国有企业、富有竞争力的龙头民营企业以及泛金融同业。法人治理结构完善、市场化机制优异。其中, 国资背景的股东包括武汉市国资委控股的武汉商贸集团有限公司(曾用名: 武汉国有资产经营公司)(持股 12.42%)、湖北省国资委控股的湖北省联合发展投资集团有限公司(持股 10.13%)以及武汉高科国有控股集团有限公司和湖北省科技投资集团有限公司等; 民营企业背景股东包括人福医药集团股份公司(持股 10.20%)、陕西大德投资集团有限责任公司、武汉当代科技产业集团股份有限公司等; 泛金融背景的股东包括宁波信达天赢投资合伙企业(有限合伙)、中航信托股份有限公司等。

表 1: 天风证券呈现股东多元化, 股权分散的特征(截至 2020 年 Q3)

股东名称	期末持股数量(亿股)	比例(%)	股东性质
武汉商贸集团有限公司 (曾用名: 武汉国有资产经营有限公司)	8.28	12.42	国有法人
人福医药集团股份公司	6.80	10.20	境内非国有法人
湖北省联合发展投资集团有限公司	6.75	10.13	国有法人
陕西大德投资集团有限责任公司	2.49	3.74	境内非国有法人
宁波信达天赢投资合伙企业(有限合伙)	2.47	3.71	国有法人
中航信托股份有限公司	2.29	3.44	境内非国有法人

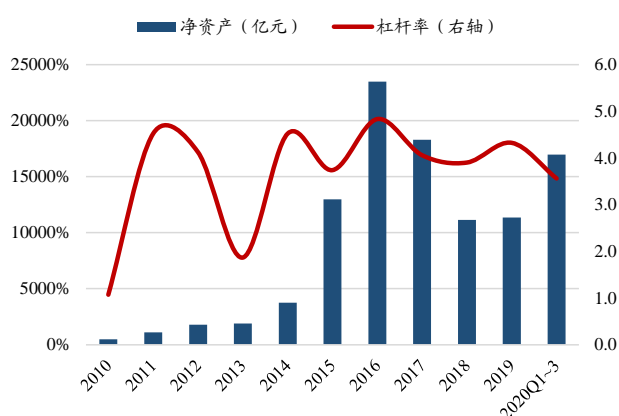
武汉高科国有控股集团有限公司	1.95	2.93	国有法人
武汉当代科技产业集团股份有限公司	1.93	2.89	境内非国有法人
苏州建丰投资中心(有限合伙)	1.84	2.76	境内非国有法人
湖北省科技投资集团有限公司	1.46	2.20	国有法人
合计	36.27	54.42	

数据来源: Wind, 公司年报, 东吴证券研究所

1.2. 业务结构均衡发展, 子公司多元化布局

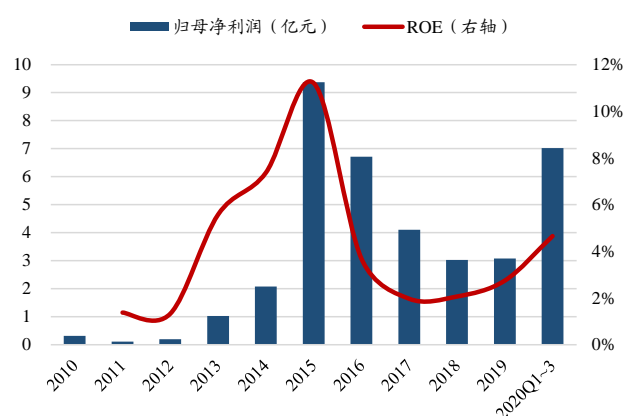
行业影响力持续提升, 业务表现触底反弹, 跻身券商中游。2008年后公司进入快速发展阶段, 过去十余年通过持续增资扩充资本金规模+扩张业务牌照, 资产规模及综合实力迅速提升。截至2020年Q1~3, 公司营业收入34.32亿元, 归母净利润7.02亿。据Wind统计, 截至2020年上半年天风证券营业收入位于行业第34位; 净利润位于行业第39位, 基本跻身行业中上游水平。2015-2019年, 受到A股市场波动影响, 公司净利润和ROE出现下降的趋势(2019年公司因股票质押业务的违约, 计提了信用减值损失, 导致公司2019年度净利润较2018年度变化不大)。2020年以来公司高度重视风险管理和内部控制, 建立了有效的风险管理和内部控制体系。全面的风险管理体系帮助公司及时把握行业改革机遇, 经营业绩在风险可控的前提下实现了稳健增长。截至2020年Q1~3, 公司业绩触底反弹, 净利润达7.02亿元(同比+262%), ROE达到4.65%。ROE当前虽不及上市券商均值(9.3%), 但上升趋势已然形成, 未来有较大的提升空间。

图3: 截至2020年Q1~3天风证券净资产出现回升



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图4: 截至2020年Q1~3天风证券业绩触底反弹

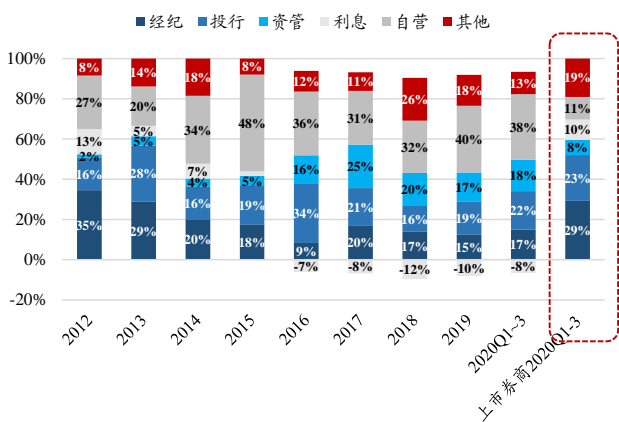


数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

核心业务进入行业前列, 抗风险能力显著增强。作为券商核心竞争力及引领公司各

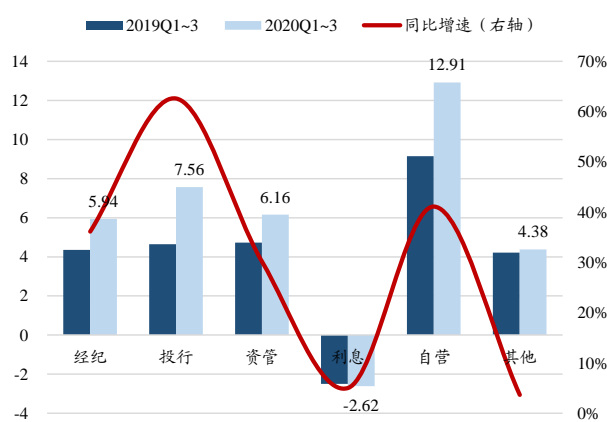
项业务的研究和投行已提前进入行业头部。业务稳健发展过程中，公司风险管理能力亦得到显著提升，我们判断资本金扩大后不会增加新的风险点。截至 2020Q1~3，经纪、自营、投行是拉动公司业绩的“三驾马车”，分别占收入比重的 17%，38%和 22%，盈利呈现高弹性特征。截至 2020Q1~3，收入端仍然依赖于自营投资收益扩张，但资管业务业绩崛起净收入同比提升 30.15%至 6.67 亿，同时增量机构客户保障经纪业务业绩更为稳健，净收入同比+36.13%至 5.94 亿元，占比升至 17%（行业平均占比 29%），未来随着收购恒泰带来的经纪零售业务的增长，天风证券的经纪业务将出现进一步抬升。

图 5：2020 年 Q1~3，天风证券资管收入占比开始提升



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 6：2020Q1~3 天风证券各项业务收入（亿元）及增速



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

控股公司多元化发展，积极布局综合证券金融服务。2020 年上半年，天风证券旗下直接控股的子公司包括天风天睿、天风创新、天风期货、天风国际集团、天风资管，业务领域涵盖另类投资业务、私募基金业务、期货业务、境外业务、资产管理业务等。此外，公司参股宜宾商行和恒泰证券，积极布局银行、保险、基金，致力于打造以证券为核心的多元化综合金融服务平台，有望在未来贡献业绩增量。

子公司加速发展，助力天风证券提升业务实力。1) 截至 2020 上半年，天风天睿实现营业收入 9993 万元，净利润 3122 万元。天风证券通过天风天睿从事私募基金业务。2020 上半年以来，天风天睿及下属机构共管理备案基金数量 26 只，管理基金实缴规模 50.62 亿元。2) 天风期货 2020 年上半年实现营业收入 8,028 万元，净利润 1329 万元，客户保证金规模 35.98 亿元，同比+39%；日均保证金规模 34.59 亿元，较上年同期增长 53%。3) 天风国际 2020 年上半年实现营业收入 10272 万元，净利润 2012 万元，天风国际已成为港区全牌照券商，为境内企业提供全球化资源配置服务，是港区最活跃的中资机构之一。天风国际 2019 年下半年组建 FICC 团队，半年时间里迅速打开局面，2020 年上半年，面对海外市场剧烈波动，天风国际归属承销额达到 14.21 亿美元，在彭博社组

织的排名中位居中资金融机构第 11 位；其中在发行难度较高竞争最为激烈的高收益板块表现尤其亮眼，归属承销额 13.48 亿元，占据市场份额高达 4.43%，位居中资金融机构第 2 位。

表 2：截止 2020 年上半年，天风证券控股子公司业绩表现优异

	持股比例	净资产（百万元）	营业收入（百万元）	净利润（百万元）
天风国际集团	100%	378	102.72	20.12
天风天睿	65.72%	4531	99.93	31.22
天风期货	62.94%	396	80.28	13.29
天风创新	100%	879	46.76	34.51
恒泰证券	26.49%	9107	1028.06	145.96

数据来源：公司半年报，东吴证券研究所

1.3. 研究实力强兑现收入，市场影响力持续提升

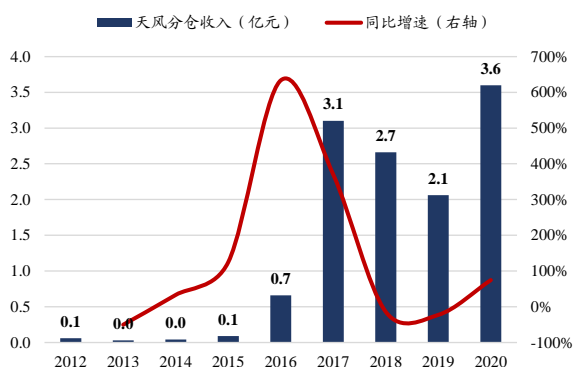
机制+激励优异兑现佣金，机构分仓收入保持稳健。当前各家券商已将研究业务纳入核心竞争力，整体行业竞争激烈。2020 年公司公募基金交易分仓总佣金达 3.6 亿元（同比增长 75%），位列于行业头部研究所。天风证券研究所 2016 年组建后迅速崛起，以灵活机制+优厚激励吸引明星分析师加盟，研究实力和影响力大幅提升（2020 年“新财富”评选中共 11 个团队上榜，研究所获得本土最佳研究团队第五名），2020 年机构佣金分仓收入排名 16（2015 年时排名仅为 66）。

研究所处于行业顶尖水平，研究人员阵容强大。天风证券高度重视研究所建设，除二级市场研究外，公司还加大对宏观经济的研究，强化研究业务服务国家战略和实体经济的能力。天风研究所研究质量、分析报告数量、分仓收入都居于行业前列。在东方财富 choice 券商研究实力排名中，天风证券 2020 年研究报告总量位于行业第三位，研究报告阅读量位于行业第一位，研究报告覆盖公司家数位居行业第一位。在 2020 年新财富评选中，公司获得最佳研究机构第 5 名，最具影响力研究机构第 5 名，11 个行业进入前五名。

依托研究所强大影响力优势，积极与其他部门开展协同业务，为公司输入新型客户。依托强大的市场影响力和号召力，天风证券正着手打造国家级高端产业研究智库，抢夺未来市场的话语权和定价权，同时孵化战略新兴产业资源，聚合资金、资产、资源构建金融生态圈，将研究打造成公司综合金融服务驱动力。2018 年底研究所牵头发起的科创联盟，已经筛选出芯片设计、视频技术、安全认证等领域 30 余个优秀项目，与公司协同部门对接孵化。2020 年研究所还参与 3 条硬科技产业赛道，挖掘优质项目，源源不断为公司输入战略新兴客户。一条是人工智能赛道，与国内人工智能方面最顶尖研究机构

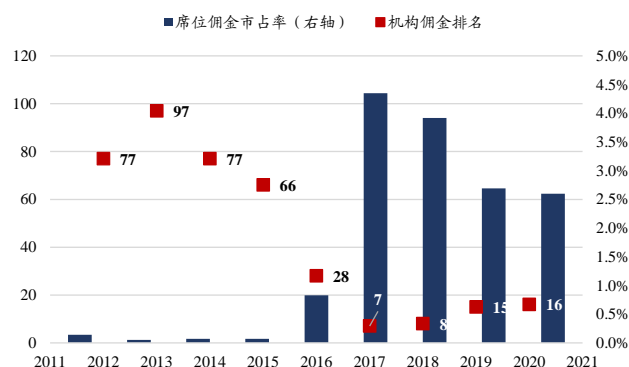
签订独家孵化协议。第二条是商业航天赛道，与航天基金会、华腾公司、长城公司、中科控股等国字号企业共同发起商业航天联盟，在提升对商业航天产业研究深度的同时拓展大投行业务。第三条是在航空领域，研究所与该领域龙头企业中国商飞旗下研究院建立独家合作的关系，参与其产业链上下游优质项目的孵化与产业咨询。

图 7: 2020 分仓收入出现抬升, 保持行业头部水平



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 8: 天风证券研究所近几年跻身于行业头部



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 3: 2020 年天风证券“新财富”最佳分析师上榜情况

行业	团队	排名
家电	蔡雯娟团队	第五名
有色金属	杨诚笑团队	第二名
批零和社会服务业	刘章明团队	第一名
农林牧渔	吴立团队	第三名
电子	潘暕团队	第二名
国防军工	李鲁靖团队	第五名
汽车和汽车零部件	邓学团队	第二名
固定收益研究	孙彬彬团队	第二名
通信	唐海清团队	第二名
能源开采	张樨樨团队	第四名
非银金融	夏昌盛团队	第三名
	本土最佳研究团队	第五名
	最具影响力研究机构	第五名
	最佳销售服务团队	第五名

数据来源: 新财富, 东吴证券研究所

2. 业务分析: 经纪业务逆市量价齐升, 资管业务聚焦主动管理

2.1. 经纪业务: 机构分仓高增, 量价逆市齐升

机构分仓驱动经纪业务净收入高增, 佣金率+市占率逆市上扬。从经纪业务收入结

构来看, 2016年后机构分仓收入大幅提升、交易单位席位租赁收入占比快速增长(2020上半年占比已高达42%), 驱动公司经纪业务净收入同比高增32%至4.68亿, 增量机构客户贡献量价齐升: 1) 市占率方面, 2018年公司股基交易市占率0.33%; 2) 佣金率方面, 在行业整体佣金率下滑背景下, 公司由于机构客户拉动, 2018年净佣金率升至0.049%, 显著高于行业均值(2018年1月后行业和公司不再披露市占率与佣金率情况)。由于机构客户交易需求相对刚性, 且交易席位租赁佣金率高于个人客户, 因此弱势行情中仍可贡献稳定收入, 有望保障公司经纪业务韧性。

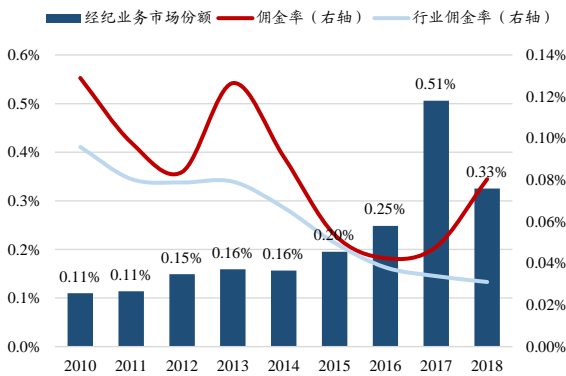
加速经纪业务的财富管理转型, 大财富管理体系已初见雏形。公司经纪业务的特点是机构经纪业务规模及占比较大。截至2020年上半年公司机构客户占比已经达到了54%。在佣金趋零的背景下, 良好的机构业务基础有利于公司通过各类增值服务缓冲行业佣金价格战压力, 也为财富管理转型打下了坚实的基础。公司的经纪业务财富管理转型已经有了实质性动作: 一是完成组织架构搭建, 成立财富管理总部, 从客户、产品、分销渠道、数字化平台搭建等方面重塑业务逻辑, 实现内部资源二次产出。二是请招商银行财富管理负责人王洪栋加盟天风, 操盘公司财富管理转型工作。借助优秀人才的经验, 公司将在更高起点上推进财富管理转型, 搭建大财富管理体系。

与恒泰证券发挥协同作用, 稳步推进资源整合, 助力财富管理转型。截至2020年上半年, 公司共设有103家证券营业部, 相较于国内其他上市券商而言, 营业网点仍然偏少, 经纪业务规模效应尚不突出。随着后续优化网点布局、降成本、加强增值服务等持续推进, 公司经纪业务规模效应有望逐步显现。作为年轻的中型券商, 天风具有C端客户体轻量轻, 业务发展空间大, 投研体系强大等优势; 未来, 公司期望以财富管理为拓客抓手, 以低价轻费交付优质产品服务, 打造优异C端体验; 同时, 充分利用大资管驱动B端, 提升体验完成变现, 努力实现弯道超车。未来公司将积极开展在全国各省市的网点渠道内的财富管理业务部署, 促进公司传统经纪业务端客户资源的开拓与客户资产沉淀。截至2020年上半年, 天风证券境内外分支机构逾118家, 包含15家分公司, 103家营业部及多家全资及控股一级子公司(一家境外子公司), 恒泰证券已有122家营业部, 以上营业网点已覆盖我国境内外20余个重点省份城市, 可将客群资源及品牌服务经营覆盖至京沪、长三角、珠三角等经济发达地区, 助力公司有效客户数量实现稳步增长。2020年全年, 公司总客户数达83万户, 同比增长30%, 持续强大的客户资源将为公司财富管理转型奠定坚实的基础。

搭建大财富管理体系, 从客户、产品、研究服务、科技平台搭建等方面进行财富管理业务流程再造。1) 全面开启财富转型, 在零售端深化财富管理精准服务, 不断升级天风研选品类体系建设, 提升客户粘性, 进一步提升用户需求满足的路径多样性。依托公司内部研究资源及持续更新提速的技术系统, 向客户持续提供满足研究投资及交易配置需求的服务套餐及产品组合, 为客户输送不同模式、定制化的投资咨询和投资建议, 不断深化财富管理精准服务, 以客户为中心, 引入优秀公募及私募产品, 充分挖掘营业部的营销潜能, 提升客户资产的产品转化率, 加速公司财富管理转型。2) 加快财富管理转型

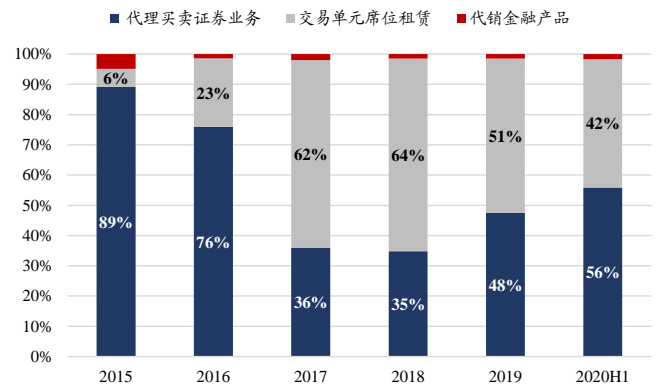
步伐，持续聚焦金融科技发展。近年来，我国券商纷纷加大对金融科技的投入，金融科技人才队伍日益庞大，形成广泛 IT 资源基础，致力于为投资者提供量身定制的产品与服务。监管部门也通过分类评价给金融科技加分，券商行业对金融科技将会更加重视，金融科技、财富管理成为行业经纪业务的核心竞争点。以互联网、大数据、人工智能等为代表的新一轮科技革命正在全球展开，公司只有紧跟时代科技发展步伐，顺应金融科技大势，才能赢得发展的主动权和话语权。3) 公司秉承研究服务与产品配置并重策略，持续提升机构综合服务竞争力。丰富与完善针对公募机构和专业化私募机构的研究服务方式，推进研究资源多元化，全面提升机构客户的满意度。强化协同券商结算模式、转融通业务等相关业务的合作，满足机构客户多元化的服务需求，加大资本引荐、孵化跟投能力、加快研究所跟踪服务等全方位投研服务体系的建设，进一步提高公司机构客户综合服务的市场竞争能力。4) 充分利用体系内资管牌照资源，助力财富-资管规模双向提升，2020 年，公司成为恒泰证券第一大股东，通过恒泰证券间接持有新华基金，将有利拓展资管业务规模，从财富管理业务行成上下游资产-财富-投研-价值正向循环产业链。

图 9：2018 年经纪业务市占率及佣金率逆势上扬



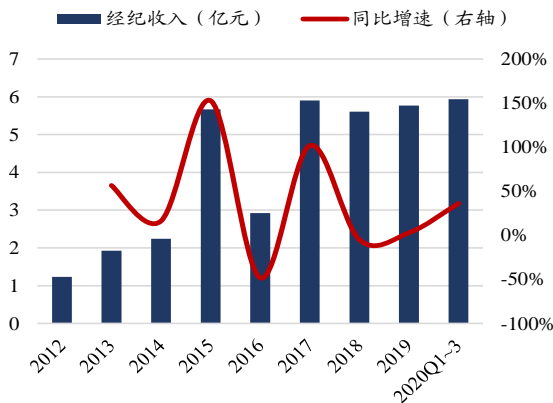
数据来源：Wind，公司年报，东吴证券研究所

图 10：截至 2020H1 公司证券经纪业务净收入占比



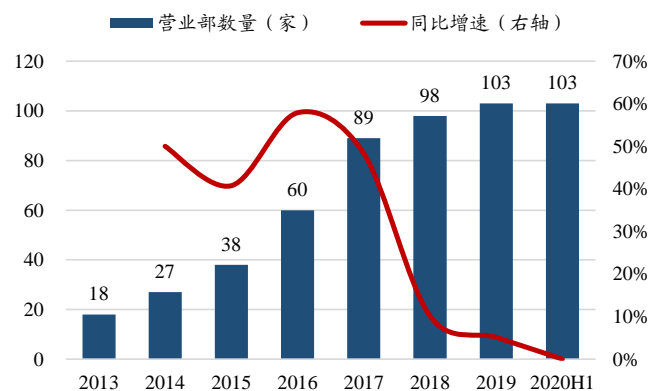
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 11：截至 2020Q1~3 年公司经纪业务净收入及同比增速



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 12：截至 2020H1 年公司营业部数量及同比增速

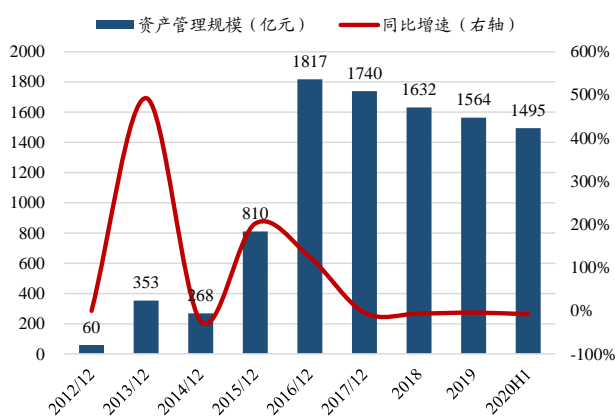


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

2.2. 资管业务：扩大产品规模，高价值率模式领先行业

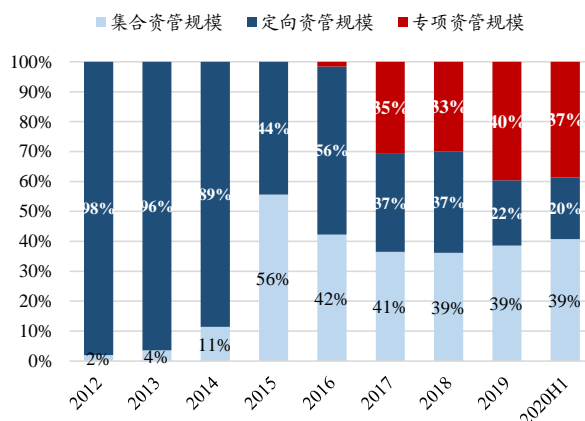
资管业务规模迅速扩张，贡献重要盈利增长。公司积极回归资管业务本源，持续提升主动管理能力，在受托资产规模、产品服务类型和经营业绩等方面继续保持稳定态势，2020上半年资管业务净收入4.56亿，同比+21%，成为仅次于自营、投行的第三大收入来源。从业务分类来看，公司集合资管规模自2015年后迅速扩张（主要系当年天风期货成立全资资管子公司天风天成），以ABS为主的专项资管规模不断扩大。截止2020年上半年，公司资管业务总规模1495亿，其中集合资管、定向资管和专项资管规模分别为589亿、298亿、559亿，产品线涵盖股票、债券、基金、货币、量化、非标等多个系列。从费率上来，受市场整体资管规模低迷的影响，2020年上半年公司资管业务年化综合费率为0.28%（以资管业务净收入/受托管理资金总规模测算），但仍大幅领先行业均值0.139%。

图 13：截至 2020H1 公司资产管理规模及增速



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 14：截至 2020H1 集合和专项资管规模占比进一步提升

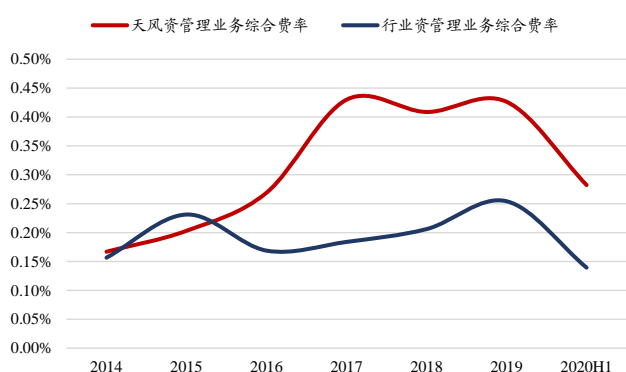


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

持续扩大固收产品销售规模，夯实固有业务优势。1)持续提升主动投资管理能力，不断完善投研组织架构与业务流程，加强投资团队之间的交流分享，适时根据业务需要充实各层级投资研究人员队伍，打造优秀的投资研究团队。2)强化新代销渠道及机构客户的开拓，大力拓展国有银行、股份制银行、城商行、营业部、互联网基金销售机构等代销渠道，积极挖掘与银行理财子公司、财务公司、企业等机构客户的合作机会。同时深化与现有渠道及客户的合作，进一步丰富合作产品类型，加强客户服务。3)严守合规底线，提升风控能力。坚持合规审查全面覆盖资管产品运作，根据业务需求积极提供合规咨询，确保不发生重大合规风险事件。加强风控信评能力建设，认真履行各项风险管控职责，通过输出固收投研风控能力与机构客户在传统优势固收业务上扩大合作范围与

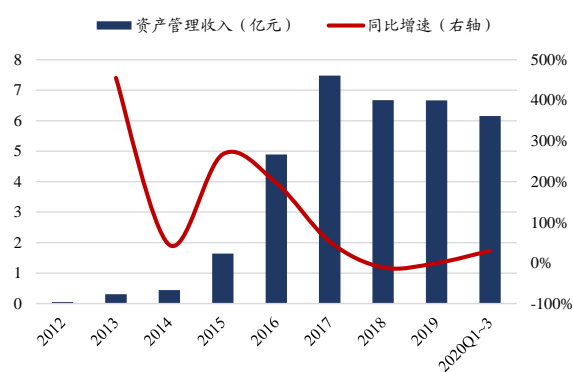
规模。4) 积极推动丰富资管产品线, 持续扩大固收产品销售规模, 夯实固有业务优势, 同时大力布局固收+、FOF/MOM、权益混合类、衍生品类产品, 满足零售与机构客户的多样化需求。5) 大力发展 ABS 业务, 依托优秀的业务团队和丰富的项目储备, 不断提高 ABS 业务的市场影响力。当前天风天睿及下属子公司从事的私募股权基金业务主要包括: 私募股权投资基金、私募股权投资类 FOF 基金、创业投资基金、创业投资类 FOF 基金。在管基金的 27 支已备案基金中, 私募股权类基金 16 支, 创业投资类基金 11 支。截至 2020 年 11 月, 在管基金平均累计单位净值接近 1.1, 其中最高净值达 2.0789 (惠人生物)。

图 15: 截至 2020H1 公司资管业务综合费率领先行业



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 16: 截至 2020 年 Q1~3 公司资管业务收入



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

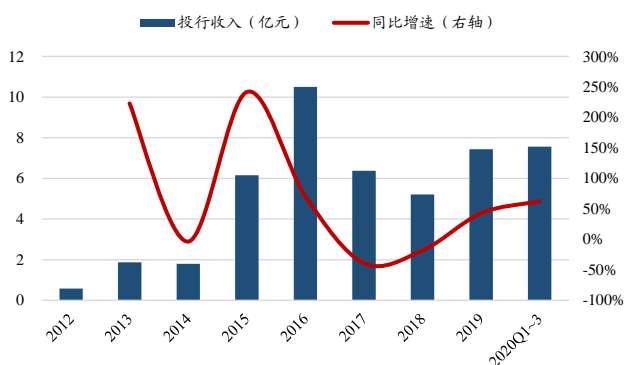
2.3. 投行业务: 进入行业第一方阵, 聚焦中小客户群, 收入稳健增长

立足湖北辐射全国, 持续提升客户质量, 投行业务稳步增长。天风证券长期处于行业第一方阵, 发展势头良好。截至 2020 年 Q1~3, 公司投资银行业务净收入达 7.56 亿元, 同比+62.58%。同时公司市占率有所提升, 定增市占率从 2018 年 0.15% 增至 0.94% (截至 2020 年 Q1~3), 债券承销市占率从 2018 年 0.95% 大幅提升至 2.3% (截至 2020 年 Q1~3)。公司立足武汉东湖高新技术开发区, 积极开拓开发区内有上市融资与并购重组需求的优质高科技企业。同时, 天风证券作为东北振兴金融合作机制秘书长单位, 积极拓展东三省客户资源, 并在大湾区、长三角等重点地区, 部署常驻业务团队。截至 2020 年 12 月 31 日, 公司辅导备案登记受理项目 10 家, 在会项目 2 家, 分别为康定金鑫矿业旅游股份有限公司 (主板) 和金鹰重型工程机械股份有限公司 (创业板)。在债权融资领域和并购业务方面保持着强劲的市场竞争优势。在激烈的市场竞争中, 2020 年天风证券公司债、企业债承销金额和只数分别居于行业第 12 位和第 6 位 (Wind 统计)。未来在注册制和资本市场改革的大背景下, 券商投行的承做能力、承销能力、风控能力、研究能力及资本金能力等各方面均面临更高的要求。未来, 天风证券投行部门将与研究所和其他部门展开积极合作, 推进投行业务转型。

细分领域领军人才，推动投行业务发展。截至 2020 年上半年公司大投行员工总数合计 391 人，其中保荐代表人 19 名，准保荐代表人 29 名。大投行业务方面公司拥有一批细分领域领军人才，包括公司总裁王琳晶，他曾就职国家发展改革委员会，凭借丰富的专业经验，带领公司债券承销业务稳定在行业前十；副总裁吕英石，曾是华泰联合证券并购私募融资总部业务董事，拥有丰富的职业经验，多次参与并购领域政策设计，2011 年加入公司，组建了公司并购团队，带领公司并购业务跻身行业一流水平；公司副总裁丁晓文，曾是瑞士银行亚洲投资银行部负责人，在业界具有较大的影响力，2017 年 8 月加入公司后，带领公司持续提升投行业务客户质量，与比亚迪、春秋航空等开展深度合作。

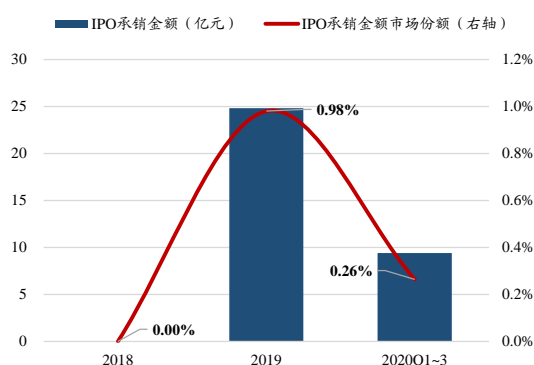
投行业务实施集团化，行业化战略，提供全方位服务。公司投行战略具体体现在四个方面：一是实施区域战略。深耕湖北，系统梳理湖北区域内需求，充分利用各方资源拓展客户；在北京、上海、广东、浙江、江苏等产业领先区域加强投行业务展业能力，加大分支机构和投行部门的资源投入。二是实施集团战略。集中公司各方面力量和高管资源集中突破部分大客户、大集团，各条线要积极开发业务机会，优质高效提供服务，在该集团内形成天风品牌优势。三是实施行业战略。贯彻投研一体化思路，聚焦重点行业，形成行业优势，先在 2-3 个行业中树立口碑，从产业发展、并购整合、投融资需求等方面做深做透，形成同业难以复制的业务壁垒。四是实施创新战略。密切关注实体经济、产业行业、资金流向的变化，认真思考企业主体的业务需求，主动抓住创新业务机会。比如在资本全球流动成为趋势的背景下，大力拓展香港的央企业务，形成境内境外互相引流的协同效应。

图 17: 截至 2020Q1~3 年公司投行业务净收维持高增长



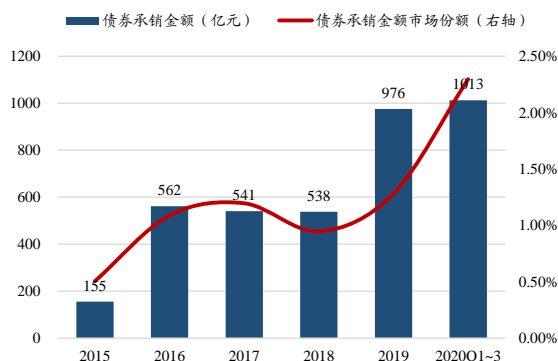
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 18: 截至 2020Q1~3 年公司 IPO 承销金额及市场份额



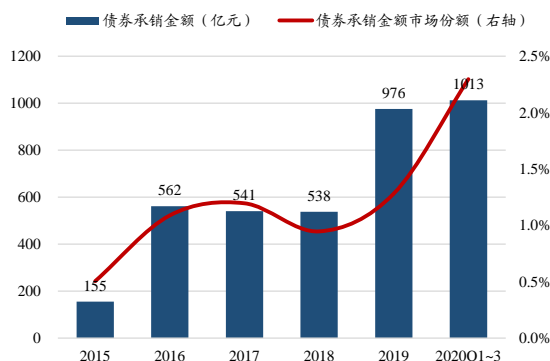
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 19: 截至 2020Q1~3 年公司定增承销金额及市场份额



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 20: 截至 2020Q1~3 年公司债券承销金额及市场份额持续上扬



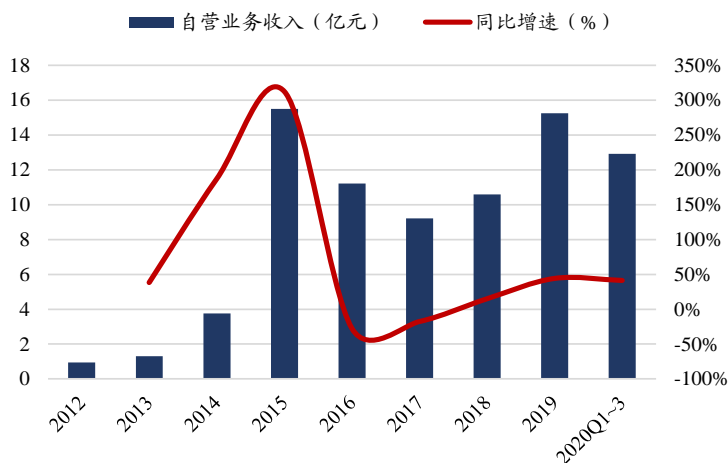
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.4. 自营业务: 投资策略稳健, 盈利呈现高弹性

自营业务保持稳健投资风格, 板块多元化, 盈利高弹性。公司持续打造一支在债券交易、衍生品交易、策略分析等领域具备行业先进水平的专业队伍, 截至 2020Q1~3 实现自营业务收入 12.91 亿元, 同比增长 41%。公司不断开拓新的业务细分品种, 获得首批国债期货做市商和债券通报价机构两项重要的业务资格。截至 2020 年 Q1~3, 公司的自营资产全部以金融资产为主达到 269 亿元, 总投资收益达到了 12.9 亿元。

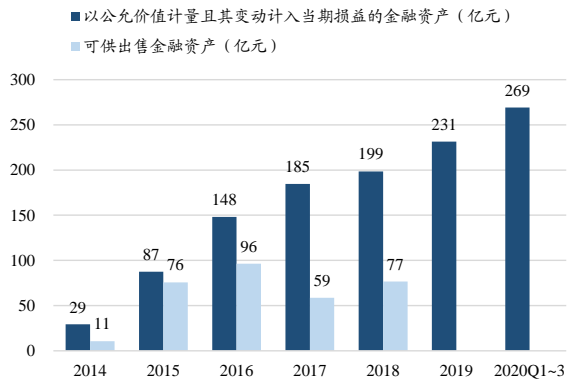
自营业务在 2020 年采用以高夏普率、宏观驱动为主导的管理思路。在资产配置层面, 以股票、债券、衍生品、场内外期权、境外投资动态调整配置; 不断开发新业务方向, 逐步实现多元化投资体系; 重视科技、医药、成长类股票长期投资机会; 严格要求业务开展合法合规、重视风险、遵守交易纪律。2020 年 9 月以来市场行情大幅震荡, 公司自营条线以稳健防守为主要管理方式, 在控制风险暴露的基础上稳健经营, 以宏观交易为抓手, 驱动各类资产的动态调整, 主动降低信用风险, 降低了收益波动率。

图 21: 2012~2020Q3 公司自营业务收入及同比增速



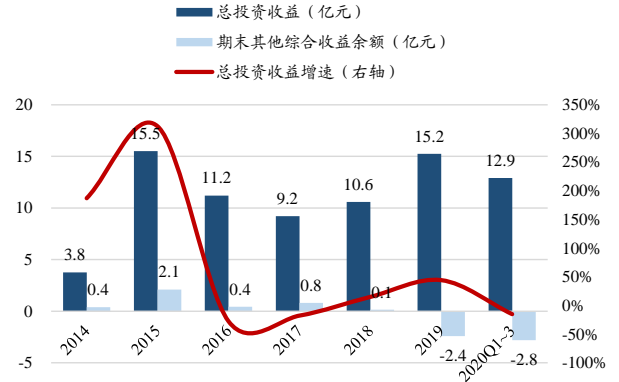
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 22: 截至 2020Q1~3 年公司自营资产概况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 23: 截至 2020Q1~3 年公司总投资收益及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 盈利预测与估值

3.1. 盈利预测

面对未来全面注册制的推行和资本市场改革，国内股票成交量整体向好，综合考虑 2020 年高基数的预期，我们预计 2021~2022 年国内估计成交量将同比+0.05%和 1.08%。2019 年公司积极进行财富管理转型，调整业务结构，积极推进基金投顾业务试点申请，此外 2020 年恒泰证券加入，发挥零售业务优势有望提振天风股票基金市占率，我们预计 2020~2022 年市占率将逐渐获得抬升达到 0.4%、0.55%和 0.65%。由此我们预计 2020~2022 年天风证券经纪业务手续费将同比+43%、40%和 22%至 8.23、11.5 和 14.03 亿元。

表 4: 天风证券经纪业务核心假设和盈利预测

单位: 亿元	2019A	2020E	2021E	2022E
经纪业务: 核心假设				
国内市场: 股票+基金成交额 (A 股/B 股/基金)	1365581	2204762	2205760	2229500
国内市场: 所有券商的股基总交易额	2731161	4409524	4411520	4459000
天风证券: 股基金交易额	10925	17638	24263	28984
天风证券: 股基交易额市占率 (合并)	0.40%	0.40%	0.55%	0.65%
净佣金率	0.0450%	0.0450%	0.0460%	0.0470%
经纪业务手续费净收入	5.77	8.23	11.50	14.03
证券经纪业务净收入	5.45	7.97	11.22	13.71
同比增速	2%	46%	41%	22%
期货经纪业务净收入	0.27	0.30	0.34	0.41
同比增速	-15.63%	10.00%	15.00%	20.00%

数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所预测

天风证券投行业务优势显著，债券承销和定增保持高市场占有率。2016~2018 年公司 IPO 历史承销平均费率为 7.97%，平均市场份额维持在 0.23%；同期定增历史平均费率维持在 0.47%，平均市场份额维持 0.69%。考虑到随着注册制的全面推行叠加资本市场改革的政策利好，公司立足武汉东湖高新技术开发区，积极开拓开发区内有上市融资与并购重组需求的优质高科技企业。同时，未来公司投行部门将与研究所和其他部门展开积极合作，推进投行业务转型。我们预计未来 2021~2022 年 IPO 和定增的费率将分别维持在 8%和 0.45%，公司 IPO 承销将同比增长 98%和 36%，定增承销总额将同比增长 40%和 18%。我们预计 2020~2022 年，天风证券投行业务净收入将达到 8.67、10.01 和 11.69 亿元，同比+17%、15%和 17%。

表 5: 天风证券投行业务核心假设和盈利预测

单位: 亿元	2019A	2020E	2021E	2022E
投资银行业务: 核心假设				
国内市场: IPO 募资总额	2532	4544	5000	5100
天风证券: IPO 承销总额	24.83	11.36	22.50	30.60
天风证券: IPO 承销市场份额	0.98%	0.25%	0.45%	0.60%
天风证券: IPO 承销净收入费率	2.22%	8.00%	8.00%	8.00%
天风证券: IPO 承销净收入	0.55	0.91	1.80	2.45
国内市场: 定增募资总额	6937	8675	8900	9100
天风证券: 定增承销总额	128.67	82	116	137
天风证券: 定增承销市场份额	1.85%	0.95%	1.30%	1.50%
天风证券: 定增承销净收入费率	0.26%	0.45%	0.45%	0.50%
天风证券: 定增承销净收入	0.34	0.37	0.52	0.68
国内市场: 券商债券承销金额	76162	105008	97000	98000
天风证券: 债券承销总额	976.07	1838	1892	2156
天风证券: 债券承销市场份额	1.28%	1.75%	1.95%	2.20%
天风证券: 债券承销净收入费率 (估算)	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%
天风证券: 债券承销净收入 (估算)	2.44	4.59	4.73	5.39
投资银行业务手续费净收入	7.44	8.67	10.01	11.69
承销与保荐业务净收入 (合计)	5.21	7.87	9.05	10.52
财务顾问业务净收入	2.23	0.80	0.96	1.17
同比增速	16%	15%	20%	22%

数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所预测

公司积极回归资管业务本源, 继续提升主动管理能力, 在受托资产规模、产品服务类型和经营业绩等方面继续保持稳定态势公司。2020 年上半年尽管受市场整体资管规模低迷影响, 但年化综合费率为 0.28%(以资管业务净收入/受托管理资金总规模测算), 但仍大幅领先行业均值 0.139%。由此我们预计 2020~2022 年公司资产管理规模将同比增长 9%、13%和 18%, 我们假设业务费率保持稳定, 基于往年的推算, 2020~2022 年业务未来将维持在 0.41%、0.43%和 0.41%。我们预计资产管理净收入将达到 7.11、7.74 和 8.68 亿元, 增速在 7%、9%和 12%。

表 6: 天风证券资管业务核心假设和盈利预测

单位: 亿元	2019A	2020E	2021E	2022E
资产管理业务: 核心假设				
天风证券: 资产管理规模	1564	1704	1933	2275
资产管理业务费率	0.426%	0.413%	0.426%	0.412%
资产管理业务手续费净收入	6.67	7.11	7.74	8.68
同比增长		7%	9%	12%

数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所预测

伴随整体市场情绪回暖，权益收益将有较大幅度增长；随着注册制推进，股权投资业务迎来稳步增长，整体维持景气偏高的投资收益率。2020年以来公司不断开拓新的业务细分品种，获得首批国债期货做市商和债券通报价机构两项重要的业务资格。并采用以高夏普率、宏观驱动为主导的管理思路，保持投资收益的稳健增长。按照2020-2022年投资收益/期初账面价值比值（6.10%、6.30%和6.50%）进行预估，我们预计投资收益将达到14.68、16.54以及18.46亿元，同比+22%、13%和12%。

表7：天风证券投资收益核心假设和盈利预测

单位：亿元	2019A	2020E	2021E	2022E
投资收益：核心假设				
交易性金融资产账面价值	231	250	275	289
投资收益/期初账面价值	6.04%	6.10%	6.30%	6.5%
投资收益	12.00	14.68	16.54	18.46
同比增速		22%	13%	12%

数据来源：公司年报，东吴证券研究所预测

未来资本市场改革逐步推进，两融市场逐步走高，预计2020-2022年分别较上年同比+59%、5%、3%。我们假设融资市占率与历史维持稳定，后三年维持在0.59%，利息支出逐渐减低，预计2020~2022年公司净利息收入将逐渐迎来修复达-1.22、0.77和1.16亿元。

表8：天风证券利息收入核心假设和盈利预测

单位：亿元	2019A	2020E	2021E	2022E
利息收入：核心假设				
国内市场：融资融券余额	10193	16190	17000	17500
天风证券：融资融券余额	60.00	95.52	100.30	103.25
天风证券：融资融券市占率	0.59%	0.59%	0.59%	0.59%
利息净收入	-3.73	-1.22	0.77	1.16
利息收入	9	10.84	13.15	13.66
同比增速		14%	21%	4%
利息支出	13.19	12.06	12.39	12.50
同比增速		-9%	3%	1%

数据来源：公司年报，东吴证券研究所预测

基于上述假设，公司各项主营业务增长稳健，预计2020~2022年公司营业收入分别为45亿元、55亿元、63亿元，同比增长分16.67%、21.76%、15.85%；归母净利润分别为4.40亿元、7.53亿元、9.73亿元，同比增长分别42.86%、71.34%、29.15%。预计

2020~2022 年每股收益分别为 0.07 元、0.11 元、0.15 元，每股净资产分别为 2.77 元、2.87 元、3.00 元，对应 PE 分别为 75.50x、44.07x、34.12x，对应 PB 分别为 1.80x、1.74x、1.66x。

表 9：天风证券估值（2020 年 4 月 13 日）

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,277	3,846	4,487	5,464	6,330
手续费及佣金净收入	1,840	2,104	2,560	3,113	3,671
经纪业务手续费净收入	561	577	797	1,122	1,371
投行业务手续费净收入	521	744	867	1,001	1,169
资管业务手续费净收入	667	667	711	774	868
利息净收入	-391	-373	-122	77	116
投资收益	1,176	1,221	1,468	1,654	1,846
公允价值变动损益	-96	323	347	375	426
其他业务收入	746	569	227	239	263
营业支出	2,889	3,448	3,801	4,321	4,842
归属于母公司股东净利润	303	308	440	753	973
ROE	2.57%	2.52%	2.88%	4.01%	4.97%
EPS	0.05	0.05	0.07	0.11	0.15
BVPS	1.85	1.82	2.77	2.87	3.00
P/E	115.56	113.71	75.50	44.07	34.12
P/B	2.84	2.89	1.80	1.74	1.66

数据来源：公司年报，东吴证券研究所预测

3.2. 投资评级

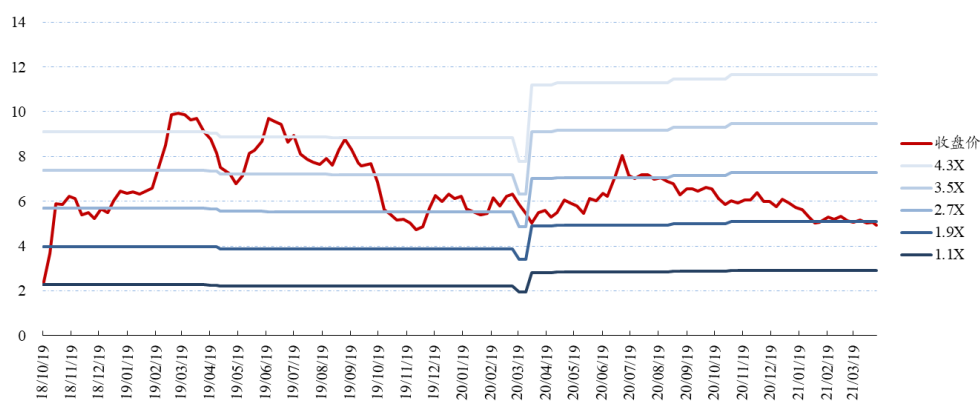
当前国内券商同质化严重，头部效应明显，平均估值在 1.63 倍 PB 左右，考虑到天风证券未来聚焦主业，加速财富管理转型和大投行业务布局，业务将呈现高成长性，我们给予公司高于行业平均的估值。截至 2021 年 4 月 13 日行业平均水平约 1.63 倍 PB，历史数据表明新上市券商 PB 估值普遍高于其他券商，对比与天风证券同时间上市的券商（中信建投、中金公司、南京证券、长城证券与华林证券）他们的平均市值 948 亿元（截至 2021 年 4 月 13 日）且平均估值在 4 倍 PB，其中天风证券估值为 1.87 倍 PB（截至 2021 年 4 月 13 日），明显低于可比公司平均估值。在国内券商同质化严重的背景下，天风证券混合标杆机制优异，未来将聚焦主业加速财富管理转型和大投行业务布局，在行业内寻找机会展开并购，资管费率持续优于行业平均水平，我们预计未来公司各项业务将呈现高成长性。当前公司处于可比券商估值低位，未来有较高的成长空间，我们给予公司 2021 年 2.3 倍 PB 的估值，对应目标价 6.59 元/股，440 亿市值。从盈利预测和公司估值看，公司未来成长空间明确，首次覆盖给予“买入”评级。

表 10: 可比公司估值 (截至 2021 年 4 月 13 日)

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	2020 年 Q1~3 营业收入 (亿 元)	2020 年 Q1~3 归母净利润 (亿元)	2020 年 Q1~3 净资 产 (亿 元)	2020Q1~3 净资产排 名	PB (LF)	PB (2021)
600030.SH	中信证券	2,832	420	127	1,797	1	1.72	1.39
601688.SH	华泰证券	1,390	243	88	1,271	4	1.2	1.01
000783.SZ	长江证券	393	59	19	289	19	1.4	1.29*
000750.SZ	国海证券	243	36	9	187	29	1.32	1.24*
601099.SH	太平洋	252	8	1	105	46	2.12	2.22*
600155.SH	华创阳安	178	3	5	150	35	1.19	1.12*
2010 年前上市券商均值		881	128	42	633		1	1.38
601066.SH	中信建投	2,031	159	75	617	10	4.32	3.57*
601990.SH	南京证券	359	19	7	114	43	2.37	2.91*
002939.SZ	长城证券	331	48	12	178	32	1.91	1.77*
002945.SZ	华林证券	316	12	7	58	48	5.44	5.04*
601995.SH	中金公司	1,704	168	49	566	12	3.58	3.31*
新上市券商均值		948	81	30	307		4	3.32
所选券商均值		912	107	36	485		2.41	2.26
601162.SH	天风证券	332	34	7	181	31	1.87	2.3

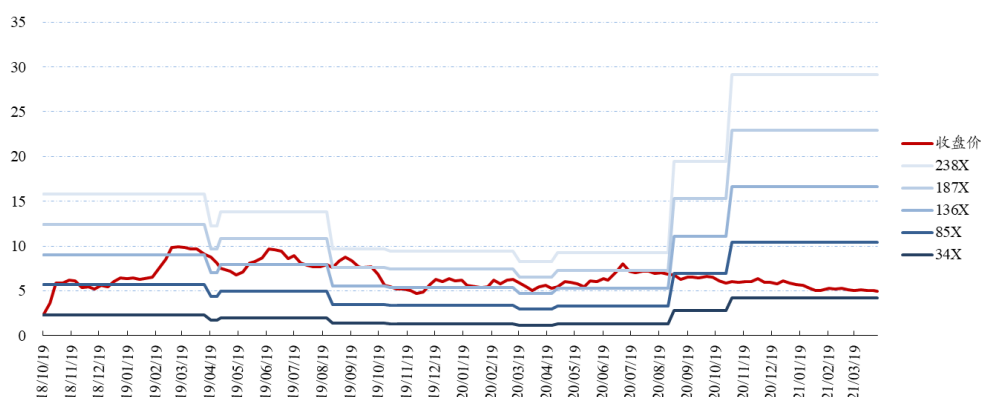
数据来源: Wind 一致预测 (加*2021 年 PB 均来自 wind 一致预测), 东吴证券研究所

图 24: 天风证券 PB band (截至 2021 年 4 月 13 日)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (盈利预测均来自 wind 一致预期)

图 25: 天风证券 PE band (截至 2021 年 4 月 13 日)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (盈利预测均来自 wind 一致预期)

4. 风险提示

- 1) **疫情控制不及预期导致市场波动加剧:** 公司经营业绩与资本市场的走势有较强的相关性, 未来疫情控制不及预期可能会导致市场交易量的下降对券商的经纪业务收入造成不利影响。
- 2) **行业竞争加剧风险:** 当前国内券商龙头化趋势显著同时外资金融机构进入中国内地市场, 导致天风证券可能会面临市场份额下降的风险。
- 3) **监管趋严抑制行业创新:** 为推动我国资本市场改革, 监管部门正积极出台和完善行业监管政策, 未来监管政策进一步趋紧, 可能不利于公司开展创新型业务。
- 4) **外资金融机构的竞争风险:** 2020 年 4 月 1 日中国证监会取消证券公司外资股比限制, 将吸引更多看好境内资本市场发展的境外金融机构进入国内证券市场。外资金融机构在国际网络、资本实力等方面具备较强的竞争优势, 预计进入中国市场后将主要在跨境业务、机构交易及衍生品、财富管理及投资管理等高端业务领域与内资证券公司展开激烈的竞争。
- 5) **经营管理风险:** 风险管理和内部控制风险、合规风险、控股子公司及参股公司管理风险, 公司收购恒泰证券不及预期等风险。

天风证券财务预测表（百万元）

合并资产负债表					合并利润表				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	8880	10876	10667	11401	营业收入	3846	4487	5464	6330
其中：客户存款	5436	7088	6500	7026	手续费及佣金净收入	2104	2560	3113	3671
结算备付金	1887	2317	2364	2672	其中：经纪业务手续费净收入	577	797	1122	1371
其中：客户备付金	1248	1519	1486	1706	投资银行业务手续费净收入	744	867	1001	1169
拆出资金	150	610	610	610	资产管理业务手续费净收入	667	711	774	868
融出资金	6068	8119	8526	9293	利息净收入	-373	-122	77	116
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	23141	25000	27500	28875	投资收益	1221	1468	1654	1846
买入返售金融资产	3506	3330	3497	3847	其中：对联营企业和合营企业的投资收益	20	100	100	100
应收款项	748	1423	1970	2286	公允价值变动收益	323	347	375	426
存出保证金	1915	3829	3829	3829	汇兑收益	-1	8	8	9
长期股权投资	645	5000	5000	5000	其他收益	3	9	9	9
投资性房地产	157	145	145	145	其他业务收入	569	227	239	263
固定资产	113	117	120	124	资产处置收益	0	-2	-2	-2
在建工程	396	524	540	556	营业支出	3448	3801	4321	4842
无形资产	584	614	614	614	税金及附加	30	35	43	50
商誉	67	90	90	90	业务及管理费	2406	2827	3442	3988
递延所得税资产	177	210	210	210	信用减值损失	484	480	260	150
其他资产	6669	8000	8000	8000	资产减值损失		77	111	117
资产总计	59920	74206	77682	81553	其他业务成本	528	381	464	538
应付短期融资款	4102	4784	5161	5355	营业利润	398	686	1143	1487
拆入资金	150	175	189	441	加：营业外收入	76	60	65	65
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产		180	194	201	减：营业外支出	12	25	25	25
衍生金融负债	0	1	1	1	利润总额	462	721	1183	1527
卖出回购金融资产款	10038	9454	10744	9968	减：所得税费用	41	65	106	137
代理买卖证券款	7513	10125	9285	10037	净利润	421	656	1076	1390
应交税费	69	151	135	131	归属于母公司股东的净利润	308	440	753	973
应付款项	34	224	440	683	少数股东损益	113	217	323	417
预计负债	-	8	8	8					
递延所得税负债	100	116	126	130					
其他负债	2149	2507	2704	2806					
负债合计	42413	51146	53790	56539					
实收资本（或股本）	5180	6666	6666	6666	重要财务指标与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	4260	8500	8500	8500	营业收入增长率	17.35%	16.67%	21.76%	15.85%
其他综合收益	-241	0	0	0	归母净利润增速	1.62%	42.86%	71.34%	29.15%
盈余公积	292	336	412	509	归母净资产增速	-1.61%	52.17%	3.61%	4.70%
一般风险准备	620	642	694	792	每股收益	0.05	0.07	0.11	0.15
未分配利润	2013	2304	2842	3545	每股净资产	1.82	2.77	2.87	3.00
归属于母公司所有者权益合计	12123	18448	19114	20011	净资产收益率	1.82%	2.88%	4.01%	4.97%
少数股东权益	5384	4612	4778	5003	P/E	107.86	75.50	44.07	34.12
所有者权益合计	17507	23060	23892	25014	P/B	2.74	1.80	1.74	1.66
负债及权益总计	59920	74206	77682	81553					

数据来源：Wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>