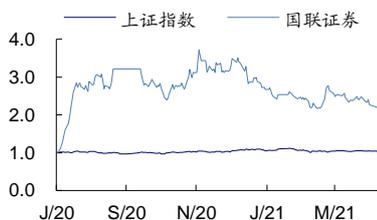


证券研究报告—深度报告
金融
非银行金融
国联证券(601456)
增持

合理估值: 16-17 元 昨收盘: 13.41 元 (首次评级)

2021年05月10日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	2,378/918
总市值/流通(百万元)	31,891/6,379
上证综指/深圳成指	3,419/13,934
12个月最高/最低(元)	23.45/5.10

证券分析师: 戴丹苗

 电话: 075581982379
 E-MAIL: daidanmiao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520040003

证券分析师: 王剑

 电话: 021-60875165
 E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070002

证券分析师: 王鼎

 电话: 0755-81981000
 E-MAIL: wangding1@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520110003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

深度报告

小而美的特色券商

● 小而美: 公司是具有区域特色的中型券商

公司立足苏南, 区位优势明显。公司是注册在无锡的唯一一家综合性法人证券公司。作为长三角区域一体化的重要战略支点, 无锡在对接区域一体化、省域一体化和苏锡常一体化上大有可为。公司位于无锡, 客户资源丰富、市场极为广阔, 将为服务实体经济发挥更大作用。

● 特色鲜明: 以差异化、特色化产品形成核心竞争力

公司是首批获得基金投顾业务资格的唯一一家中小型券商, 财富管理发展可期。公司引进了行业领先的专业交易系统, 搭建了国联财商、国联尊享两大服务品牌, 持续培养具备资产配置能力和综合金融服务能力的投顾团队。此外, 公司管理团队经验丰富, 具有前瞻性的战略思考能力。基于在龙头券商的从业经历, 公司高管团队能够深刻理解行业和市场的发展趋势, 并审慎科学地调整业务策略。特别是管理团队在境外和跨境业务领域的经历, 有助于公司加快国际化发展步伐, 开辟新的业务增长领域, 打造业内领先的发展理念和管理流程。

● 公司业务布局全面, 财富管理业务凸显特色

公司现已形成包括财富管理、投资银行、资产管理、研究与机构销售、固定收益、股权衍生品与私募股权投资业务等在內较为完善的业务体系。其中, 财富管理业务是公司的特色业务, 近年来公司经纪与财富管理业务迅速发展。苏南作为高净值人群集中的区域, 公司立足无锡, 财富管理发展空间巨大。

● 首次覆盖给予“增持”评级

我们预计公司 2021-2023 年每股收益为 0.29/0.33/0.41 元, 净利润增速分别为 18.2%/13.4%/25.3%。未来一年合理估值区间 16-17 元, 公司是特色鲜明的精品券商, 在行业差异化发展大背景下, 我们首次覆盖给予公司“增持”评级。

● 风险提示

证券市场行情波动大、市场竞争日趋激烈、业务和客户过于集中于江苏、行业监管风险等。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,619	1,876	2,170	2,461	2,727
(+/-%)	63.6%	15.9%	15.7%	13.4%	10.8%
净利润(百万元)	521	588	695	788	987
(+/-%)	930.6%	12.8%	18.2%	13.4%	25.3%
摊薄每股收益(元)	0.27	0.28	0.29	0.33	0.41
净资产收益率(ROE)	6.6%	6.3%	6.4%	6.8%	8.1%
市盈率(PE)	59.0	56.9	45.9	40.5	32.3
市净率(PB)	3.8	3.6	2.8	2.7	2.5

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

公司是小而美的特色券商，主要有三大鲜明特色及优势：第一，立足苏南，区位优势明显。公司是注册在无锡的唯一一家综合性法人证券公司，位于无锡，公司业务客户丰富、市场极为广阔。无锡、苏南和长三角区域是国内经济总量最大、最具活力、发展质量最高、上市公司和高净值人群最多的区域之一。公司作为区域券商，在服务区域企业上具备天然优势。无锡作为长三角区域一体化的重要战略支点，具备一点居中、两带联动、十字交叉的独特区位优势，未来在对接区域一体化、省域一体化和苏锡常一体化上大有可为，公司也将在服务实体经济方面发挥更大的作用。第二，公司是首批获得基金投顾业务资格的唯一一家中小型券商，财富管理发展可期。公司以获得基金投顾业务试点资格为契机，创新经营模式，持续丰富产品线，提升资产配置能力，加快财富管理转型。苏南作为高净值人群集中的区域，公司财富管理发展空间巨大。第三，管理团队经验丰富，具有前瞻性的战略思考能力。基于在龙头券商的从业经历，公司高管团队能够深刻理解行业和市场的发展趋势。特别是管理团队在境外和跨境业务领域的经历，有助于公司加快国际化发展步伐，开辟新的业务增长领域，打造业内领先的发展理念和管理流程。

我们预计公司 2021-2023 年每股收益为 0.29/0.33/0.41 元，净利润增速分别为 18.2%/13.4%/25.3%，未来一年合理估值区间 15.58-16.91 元，相对目前股价有 19%-26%的溢价空间，我们首次覆盖给予“增持”评级。

核心假设与逻辑

公司的主要业务包括经纪及财富管理业务、投资银行业务、资产管理及投资业务、信用交易业务及证券投资业务。从公司收入结构来看，2020 年公司收入贡献最高的为投资类业务，占比为 36%；其次为经纪业务，占比 28%；此外，信用业务、投行业务、资管业务占比分别为 16%、15%、4%。我们的盈利预测基于以下假设：

(1) 经纪业务假设：假设 2021-2023 年市场股票、基金交易金额分别为 5,098,482 亿元、5,863,254 亿元、6,742,742 亿元，公司经纪业务市占率稳定在 0.5%左右，佣金率下滑幅度较小，假设 2021-2023 年佣金率分别为 0.024%、0.023%、0.022%；(2) 投行业务假设：假设 2021-2023 年股票融资额分别为 19,179 亿元、21,096 亿元、23,206 亿元；(3) 资管业务假设：假设 2021-2023 年公司定向资管规模分别为 307.08 亿元、322.44 亿元、338.56 亿元，集合资管规模分别为 75.75 亿元、79.53 亿元、83.51 亿元，专项资管规模分别为 16.50 亿元、17.32 亿元、18.19 亿元。

与市场的差异之处

当前市场尚未有机构对公司做出定价。我们认为公司作为无锡唯一一家注册综合性证券公司，可立足无锡，借助区位优势，发力特色化、差异化业务，打造成特色鲜明的精品券商。

股价变化的催化因素

随着资本市场改革推进，证券行业差异化发展不断提速。在财富管理的大背景下，公司作为拥有基金投顾资格的精品券商，利用苏南地区高净值人群丰富的

优势，财富管理业务发展大有可为。财富管理业务的发展将进一步提升公司盈利能力，促进公司股价加速上扬。

核心假设或逻辑的主要风险

盈利预测假设偏乐观的风险、证券市场行情波动大影响公司盈利的风险、市场竞争日趋激烈的风险、业务和客户过于集中于江苏的风险、行业监管风险等。

内容目录

主要逻辑与核心结论	6
估值与投资建议	6
估值	6
投资建议	7
证券行业差异化发展即将提速	7
资本市场改革推动券商转型	7
监管鼓励差异化发展	7
小而美：公司是具有区域特色的中型券商	8
立足苏南，区位优势明显	8
历史沿革与股权结构	9
业务模式与经营情况	11
特色鲜明：以差异化、特色化产品服务形成核心竞争力	13
首批获得基金投顾业务资格的唯一一家中小型券商	13
管理团队经验丰富，及时捕捉商机	14
A+H 两地上市，市场竞争力强	15
公司业务布局全面，财富管理业务凸显特色	15
经纪及财富管理业务	15
投资银行业务	17
资产管理业务	18
信用交易业务	19
证券投资业务	20
盈利预测与估值	21
盈利预测：预计 2021 年公司净利润增长 18.2%	21
估值分析：给予公司 3.4-3.8 倍的 PB 估值	22
风险提示	23
附表：财务预测与估值	25
国信证券投资评级	26
分析师承诺	26
风险提示	26
证券投资咨询业务的说明	26

图表目录

图 1: 公司发展历程	10
图 2: 公司股权穿透图	11
图 3: 2015-2020 年公司营业收入	12
图 4: 2015-2020 年公司归母净利润	12
图 5: 2015-2020 年公司总资产	12
图 6: 2015-2019 年公司净资产	12
图 7: 2015-2020 年公司净资产收益率	12
图 8: 2015-2020 年公司资产负债率	12
图 9: 2015-2020 年公司基本每股收益	13
图 10: 2015-2020 年公司每股净资产	13
图 11: 2015-2020 年公司权益乘数	13
图 12: 2016-2020 年公司资本杠杆率	13
图 13: 公司基金投顾业务的定位和措施	14
图 14: 2020 年公司业务收入结构	15
图 15: 2014-2020 年公司证券经纪客户数量	16
图 16: 2014-2020 年公司股票基金交易额	16
图 17: 2015-2020 年公司经纪业务收入	16
图 18: 2017-2020 年华英证券承销金额	17
图 19: 2017-2020 年华英证券承销项目数量	17
图 20: 2015-2020 年公司投行业务收入	17
图 21: 2015-2020 年公司受托管理资产规模	18
图 22: 2015-2020 年公司定向资产管理业务收入	18
图 23: 2015-2020 年公司集合资产管理业务收入	19
图 24: 2015-2020 年公司专项资产管理业务收入	19
图 25: 2015-2020 年公司资管业务收入	19
图 26: 2015-2020 年公司信用业务收入	20
图 27: 2016-2020 年公司自营权益类证券及证券衍生品/净资本	21
图 28: 2016-2020 年公司自营固定收益类证券/净资本	21
图 29: 2015-2020 年公司投资业务收入	21
图 30: 公司估值处于低位	22
表 1: 可比公司市净率	7
表 2: 2020 年全国 31 省市 GDP 排名前 20 名	9
表 3: 2020 年全国各城市 GDP 排名前 20 名	9
表 4: 公司主要指标行业排名	11
表 5: 公司部分高管从业经历	15
表 6: A+H 股上市券商估值差异	22

主要逻辑与核心结论

监管鼓励行业差异化发展。2020年5月22日，证监会对《证券公司分类监管规定》(以下简称“分类监管规定”)相关条款进行修改，此次《分类监管规定》，和2019年证监会发布的《证券公司股权管理规定》相辅相成，鼓励行业的差异化、专业化、特色化发展。在新的分类监管制度下，证券行业将继续分化，龙头券商将继续做大做强，发展创新型业务，提升核心竞争力；中小型券商也将发展自身特色业务，发挥竞争优势，行业将形成龙头券商、特色券商共生共荣的差异化发展格局。

公司立足苏南，区位优势明显。公司是注册在无锡的唯一一家综合性法人证券公司，位于无锡，公司业务客户丰富、市场极为广阔。无锡、苏南和长三角区域是国内经济总量最大、最具活力、发展质量最高、上市公司和高净值人群最多的区域之一。无锡作为近代民族工业的主要发祥地，制造业基础雄厚，作为国家创新试点城市、苏南国家自主创新示范区城市之一，在集成电路、医药健康、物联网等战略新兴产业上建立了产业集群，在构建国内国际双循环的新发展格局下，这些产业都有良好的发展机遇。公司作为区域券商，在服务区域企业上具备天然优势。无锡作为长三角区域一体化的重要战略支点，具备一点居中、两带联动、交叉交叉的独特区位优势，未来在对接区域一体化、省域一体化和苏锡常一体化上大有可为，公司也将在服务实体经济方面发挥更大的作用。

公司是首批获得基金投顾业务资格的唯一一家中小型券商，财富管理发展可期。2020年，公司作为首批获得基金投顾业务资格的唯一一家中小型券商，以获得基金投顾业务试点资格为契机，创新经营模式，持续丰富产品线，提升资产配置能力，加快财富管理转型。公司引进了行业领先的专业交易系统，建立并不断完善私募产业链；搭建国联财商、国联尊享两大服务品牌，持续培养具备资产配置能力和综合金融服务能力的投顾团队，不断完善私人银行服务体系；优化现有营业网点，加快重点区域业务布局。2020年末，公司经纪与财富管理管理客户总数达127.75万户。苏南作为高净值人群集中的区域，公司可借助区位优势，财富管理发展空间巨大。

公司管理团队经验丰富，具有前瞻性的战略思考能力。基于在龙头券商的从业经历，公司高管团队能够深刻理解行业和市场的发展趋势，做出准确的商业判断，并审慎科学地调整业务策略。特别是管理团队在境外和跨境业务领域的经历，有助于公司加快国际化发展步伐，开辟新的业务增长领域，打造业内领先的发展理念和管理流程。

我们预计公司2021-2023年每股收益为0.29/0.33/0.41元，净利润增速分别为18.2%/13.4%/25.3%。未来一年合理估值区间15.58-16.91元，相对目前股价有19%-26%的溢价空间。公司是特色鲜明的精品券商，在行业差异化发展大背景下，我们首次覆盖给予公司“增持”评级。

估值与投资建议

估值

我们采用可比公司估值法进行估值，公司是2020年7月在A股上市的次新股，我们挑选近三年来上市的券商作为可比公司，包括中信建投、中金公司、中泰证券、中银证券、红塔证券。可比公司最新PB平均值为2.97倍，2021年一

致预期市净率平均值为 2.63 倍。国联证券是具有鲜明特色的精品券商，在证券行业差异化发展的大背景下，公司将进一步发挥财富管理业务的优势，释放业绩弹性，估值上升空间将被打开，我们给予其 3.5-3.8 倍的 PB 估值，对应合理估值为 15.58-16.91 元，首次覆盖给予“增持”评级。

表 1: 可比公司市净率

可比公司	中信建投	中金公司	中泰证券	中银证券	红塔证券	平均值
上市时间	2018.1.20	2020.11.2	2020.6.3	2020.2.26	2019.7.5	
最新 PB	3.63	3.16	2.16	2.76	3.12	2.97
预测 PB	3.06	2.84	2.00			2.63

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议

根据以上估值，我们认为 2021 年公司对应合理股价区间为 15.58-16.91 元，相对目前股价有 19%-26% 的溢价空间。我们首次覆盖给予“增持”评级。

证券行业差异化发展即将提速

在金融供给侧结构性改革的背景下，券商承担着服务新兴产业、配合经济转型的重任。我们在 2020 年 12 月 7 日发布的《证券行业 2021 年投资策略：差异化发展即将提速》中提到，资本市场改革持续推进，证券行业的政策环境和生态体系继续改善，证券行业在资本市场改革的催化下，将加速形成差异化发展格局。当前监管政策支持行业的差异化发展，从证券行业的具体业务发展趋势来看，无疑将继续推动这一趋势。我们预计未来证券行业将实现“大而全”、“小而精”券商共存的局面，龙头券商将继续做大做强，同时，行业内将涌现出一批具有差异化特色的中小型券商。

资本市场改革推动券商转型

2020 年 10 月，国务院印发《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》（以下简称《意见》），**这将促进证券公司从打价格战的通道中介转型为提供专业服务的金融机构。**《意见》从加快完善社会主义市场经济体制、建设现代化经济体系、实现经济高质量发展的高度，明确了提高上市公司质量的总体要求，从提高上市公司治理水平、推动上市公司做优做强、健全上市公司退出机制、解决上市公司突出问题、提高上市公司及相关主体违法违规成本、形成提高上市公司质量的工作合力等方面，对提高上市公司质量做出了系统性、有针对性的部署安排。《意见》在信息披露机制、新股发行定价机制、中介责任定价机制方面，对证券公司的风险管理水平、研究定价能力、销售能力、部门协作能力等方面都提出了更高的要求。在《意见》的指导下，证券公司将由“粗放型”向“精细型”转型，各家证券公司需结合自身禀赋，发挥自身优势，应对行业竞争。

监管鼓励差异化发展

股权管理规定引导行业差异化竞争。2020 年 6 月 12 日，证监会对《证券公司股权管理规定》及《关于实施〈证券公司股权管理规定〉有关问题的规定》进行修改。在当前外资不断进入的大背景下，此次修订稿有助于引导综合类券商做强重资本消耗的机构业务（如场外衍生品业务、股票期权做市等），鼓励特色券商布局轻资本消耗的中介服务（如经纪业务、投资咨询业务、资管业务等），通过推动分类管理提高内资券商竞争实力。在新的分类监管制度下，证券行业将继续分化，龙头券商将继续做大做强，发展创新型业务，提升核心竞争力；中

小型券商也将发展自身特色业务，发挥竞争优势，行业将形成龙头券商、特色券商并存的发展格局。

分类监管规定支持券商突出主业、做优做强。2020年7月10日，证监会发布《关于修改〈证券公司分类监管规定〉的决定》。此次修改在维持分类监管制度总体框架不变的基础上，重点优化分类评价指标体系、促进证券公司增强风险管理能力、鼓励细分业务和特色化发展。此次修改细化了市场竞争力指标，头部券商由于拥有完善的合规体系与更强的风控能力，且主业收入在行业中处于领先地位，能够继续保持高评级水平。在特色业务（如投行业务、财富管理业务、创新业务）方面拥有更强竞争力的券商也可在评级中具备优势，中小券商可以依靠特色业务迎头赶上。

小而美：公司是具有区域特色的中型券商

立足苏南，区位优势明显

公司是注册在无锡的唯一一家综合性法人证券公司。无锡、苏南和长三角区域是国内经济总量最大、最具活力、发展质量最高、上市公司和高净值人群最多的区域之一。长三角区域GDP总量在全国占比近四分之一，2020年江苏省GDP总量超10万亿元，在全国排名第二；无锡市GDP总量超万亿元，排名全国第十五位。

公司位于无锡，拥有丰富的客户资源，市场极为广阔。无锡作为近代民族工业的主要发祥地，制造业基础雄厚。作为国家创新试点城市、苏南国家自主创新示范区城市之一，在集成电路、医药健康、物联网等战略新兴产业上建立了产业集群，在构建国内国际双循环的新发展格局下，这些产业都有良好的发展机遇，公司作为区域券商，在服务区域企业上具备天然优势。此外，无锡作为长三角区域一体化的重要战略支点，具备一点居中、两带联动、十字交叉的独特区位优势，未来在对接区域一体化、省域一体化和苏锡常一体化上大有可为，公司也将发挥更大的作用。

表 2: 2020 年全国 31 省市 GDP 排名前 20 名

	国内生产总值	
	排名	按现价计算 (亿元)
全国	-	1015986
广东	1	110761
江苏	2	102719
山东	3	73129
浙江	4	64613
河南	5	54997
四川	6	48599
福建	7	43904
湖北	8	43443
湖南	9	41781
上海	10	38701
安徽	11	38681
河北	12	36207
北京	13	36103
陕西	14	26182
江西	15	25692
辽宁	16	25115
重庆	17	25003
云南	18	24522
广西	19	22157
贵州	20	17827

资料来源:各省统计局官方网站, 国信证券经济研究所整理

表 3: 2020 年全国各城市 GDP 排名前 20 名

	国内生产总值	
	排名	按现价计算 (亿元)
上海	1	38701
北京	2	36101
深圳	3	27670
广州	4	25019
重庆	5	25002
苏州	6	20171
成都	7	17717
杭州	8	16106
武汉	9	15616
南京	10	14818
天津	11	14084
宁波	12	12409
青岛	13	12401
无锡	14	12370
长沙	15	12142
郑州	16	12003
佛山	17	10816
泉州	18	10159
济南	19	10141
合肥	20	10046

资料来源:各省统计局官方网站, 国信证券经济研究所整理

历史沿革与股权结构

公司由国联证券有限责任公司整体变更设立。国联证券有限责任公司前身是无锡证券有限责任公司, 无锡证券有限责任公司系由无锡市证券公司改制而来。无锡证券有限责任公司成立于 1999 年 1 月 8 日, 经 1998 年 1 月 21 日中国人民银行无锡分行《关于无锡市证券公司增资扩股有关事项的批复》、1998 年 11

月 19 日中国证监会《关于核准无锡市证券公司增资改制的批复》批准，由无锡市证券公司增资改制设立的证券公司，成立时公司注册资本为 5,000 万元。

2002 年 1 月 29 日，经中国证监会于 2001 年 12 月 15 日出具的《关于同意无锡证券有限责任公司股权变更及增资扩股的批复》批准，公司注册资本由 5,000 万元增至 100,000 万元，公司名称更名为国联证券有限责任公司。2008 年 5 月 26 日，经无锡市国资委于 2007 年 12 月 17 日出具的《关于国联证券有限责任公司变更设立为国联证券股份有限公司的批复》、中国证监会于 2008 年 3 月 3 日出具的《关于核准国联证券有限责任公司变更为股份有限公司的批复》核准，国联证券有限责任公司整体变更为股份有限公司，变更后公司名称为国联证券股份有限公司，公司注册资本为 150,000 万元。

公司在 A+H 两地上市。2015 年 7 月 6 日，公司境外发行股份在香港联交所主板上市交易，此次发行后，公司注册资本(总股本)由 150,000 万元增至 190,240 万元。2020 年 7 月 31 日，公司在上交所主板上市交易。本次发行完成后，公司注册资本(总股本)由 190,240.00 万元增至 237,811.90 万元。

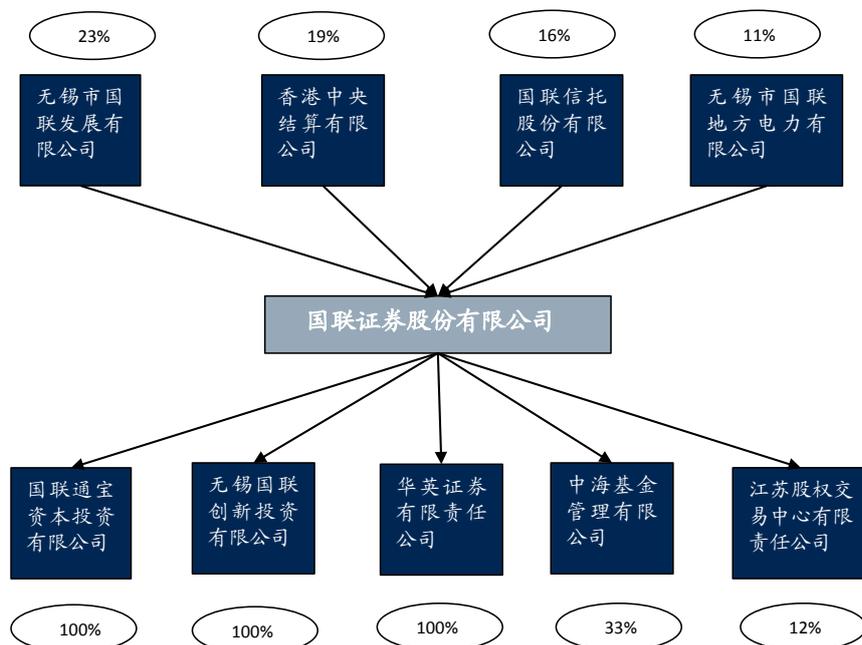
图 1：公司发展历程



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

公司是一家国有控股券商，股东实力雄厚。公司股东均为无锡本地最有实力的企业，实际控制人为无锡市人民政府国有资产监督管理委员会。十余年来，公司股权结构稳健，众股东在公司的长期发展中，群策群力，提供了最坚实的支持和最稳健的保障。此外，公司现在拥有华英证券有限责任公司、国联通宝资本投资有限责任公司、无锡国联创新投资有限公司、国联证券（香港）有限公司四家子公司，参股中海基金管理有限公司，证券金融控股集团构架初具。

图 2: 公司股权穿透图



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

公司是一家中等规模券商，主要指标排名目前位于行业中游，近年来呈现上升趋势。近三年来，公司总资产、净资产、营业收入、净利润排名位于行业 40-60 名之间，但近年来不断提升。2019 年，公司总资产、净资产、营业收入、净利润分别位于行业 55 位、59 位、51 位、43 位。

表 4: 公司主要指标行业排名

	2017	2018	2019
总资产	60	62	55
净资产	62	60	59
营业收入	59	62	51
净利润	48	61	43

资料来源: 中国证券业协会, 国信证券经济研究所整理

业务模式与经营情况

公司业务布局全面，现已形成包括财富管理、投资银行、资产管理、研究与机构销售、固定收益、股权衍生品与私募股权投资业务等在内较为完善的业务体系。作为一家国有控股的现代金融服务企业，公司多年来秉承“诚信、稳健、开放、创新”的经营理念。截止 2020 年末，公司在江苏、上海、北京、浙江、广东、重庆、山东、四川、湖南和湖北等 14 个省市设立了 89 家分支机构。

截至 2020 年末，集团总资产为 462.20 亿元，较 2019 年增长 62.64%；归属于公司股东的权益为 105.94 亿元，较 2019 年增长 31.32%；2020 年营业收入为 18.76 亿元，同比增长 15.87%；归属于公司股东的净利润为 5.88 亿元，同比增长 12.76%。2020 年，公司加权净资产收益率为 6.42%，资产负债率为 77.08%。

图 3: 2015-2020 年公司营业收入



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 2015-2020 年公司归母净利润



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 2015-2020 年公司总资产



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 2015-2019 年公司净资产



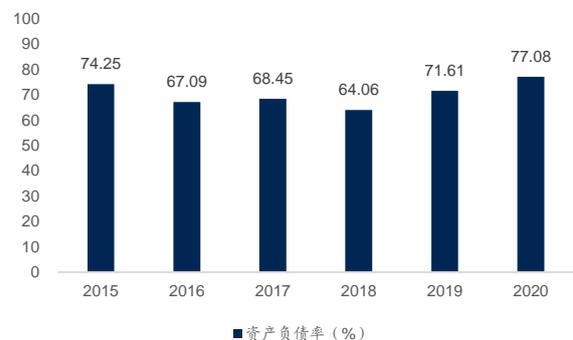
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 2015-2020 年公司净资产收益率



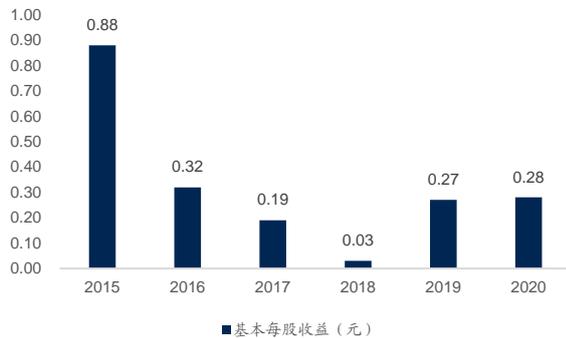
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 2015-2020 年公司资产负债率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 9: 2015-2020 年公司基本每股收益



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 10: 2015-2020 年公司每股净资产



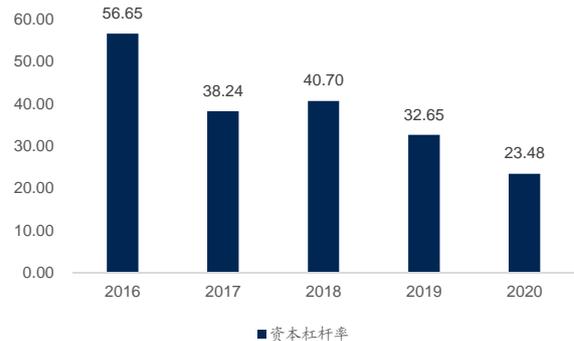
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 11: 2015-2020 年公司权益乘数



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 2016-2020 年公司资本杠杆率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

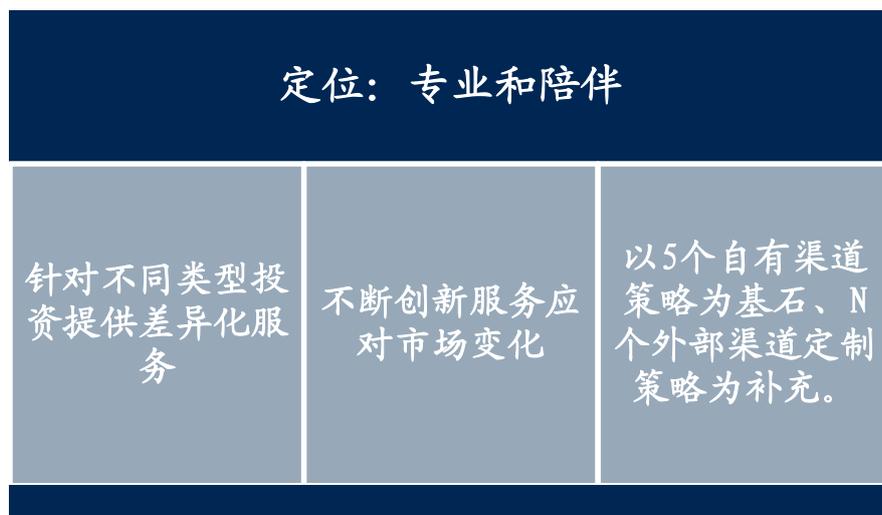
特色鲜明: 以差异化、特色化产品服务形成核心竞争力

首批获得基金投顾业务资格的唯一一家中小型券商

公司基金投顾业务发展迅猛, 财富管理发展空间大。2020 年, 公司作为首批获得基金投顾业务资格的唯一一家中小型券商, 以获得基金投顾业务试点资格为契机, 创新经营模式, 持续丰富产品线, 提升资产配置能力, 加快财富管理转型。公司引进了行业领先的专业交易系统, 建立并不断完善私募产业链; 搭建国联财商、国联尊享两大服务品牌, 持续培养具备资产配置能力和综合金融服务能力的投顾团队, 不断完善私人银行服务体系; 优化现有营业网点, 加快重点区域业务布局。

公司重视财富管理业务人才的培养。公司通过培训、考核和激励, 提升现有人员能力, 同时持续引进具备市场开拓能力和管理能力的团队, 多措并举, 推进公司财富管理业务快速发展。截止 2020 年末, 公司基金投顾从业人员达到 573 人, 基金投顾签约资产规模人民币 53.54 亿元, 签约户数 53,183 户。

图 13: 公司基金投顾业务的定位和措施



资料来源：国信证券经济研究所整理

公司基金投顾的定位是做好专业和陪伴服务。公司基金投顾业务强调的是专业和陪伴，在日常服务中，为客户提供定期信息披露的服务必不可少，包括每日提供基金投顾日报、每周提供针对基金经理的调研报告、按月提供资产配置月报，每季度提供投资组合季报及市场观点分析，由基金投顾业务人员通过线上或线下方式为签约客户提供策略报告解读。

公司基金投顾业务针对不同投资者提供差异化的服务。对于数量广大的普通投资者，以线上推文和视频路演的方式为主。同时公司的一些展业人员走进社区、企业、高校进行广泛的宣传。对于高净值或特定群体客户，以线下小范围沙龙深入交流等形式为主。

公司不断创新服务应对市场变化。公司与基金公司密切合作，对于中长期持有的重点公募基金，创造条件邀请基金经理与投资者通过线上直播或线下面对面形式，分享投资理念和观点，帮助投资者更好了解策略所选品种，提升信任度和体验感，引导客户养成长期投资的理念。去年4月展业以来，公司以基金投顾为核心内容的直播基本做到每月1场，每一场直播参与人数近千人。

公司首提的基金投顾5+N场景服务以5个自有渠道策略为基石、N个外部渠道定制策略为补充。所有已合作和拟合作渠道所用组合策略，均为公司基金投顾策略团队根据合作方需求独立自主开发，也力求在策略研发方面做到精益求精。

管理团队经验丰富，及时捕捉商机

公司的高级管理团队在证券行业具备丰富的管理经验，具有较强的管理能力和前瞻性的战略思考能力。基于在龙头券商的从业经历，高管团队能够深刻理解行业和市场的发展趋势，做出准确的商业判断，并审慎科学地调整业务策略。特别是管理团队在境外和跨境业务领域的经历有助于公司加快国际化发展步伐，开辟新的业务增长领域，打造业内领先的发展理念和管理流程。

表 5: 公司部分高管从业经历

葛小波	<ul style="list-style-type: none"> ● 国联证券总裁 ● 华夏基金董事、中信证券执行委员会委员、董事总经理
王捷	<ul style="list-style-type: none"> ● 国联证券董事会秘书 ● 曾任中信证券人力资源部总监、执行总经理、董事总经理
尹红卫	<ul style="list-style-type: none"> ● 国联证券副总裁、首席财富官 ● 曾任中信证券深圳营业部总经理、深圳分公司总经理、财富管理部执行总经理
李钦	<ul style="list-style-type: none"> ● 国联证券副总裁 ● 曾就职于中信证券风险管理部

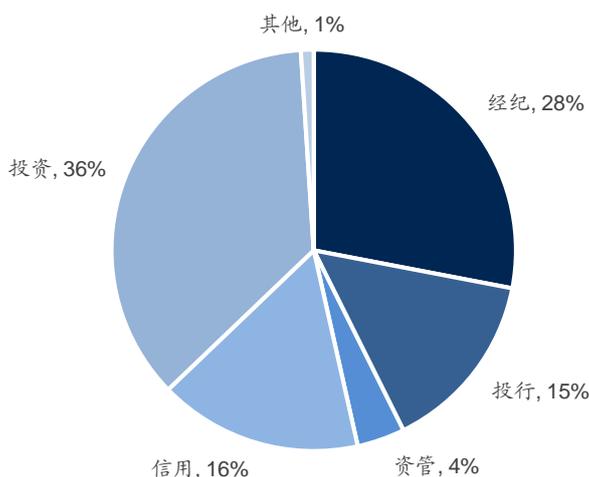
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

A+H 两地上市，市场竞争力强

A+H 两地上市，为公司打开了两地资本市场的长期融资渠道，有助于公司提升法人治理、业务创新和抗风险能力，进一步扩大了公司的品牌影响力和市场竞争力。2015 年 7 月 6 日，公司在香港联交所主板上市，其后社会影响力和行业知名度不断提升，资本实力的增强为公司创新转型和可持续发展提供了有力支撑。2016 年，公司启动 A 股上市计划，并于当年向中国证监会报送了首次公开发行 A 股股票并上市的文件。2020 年 7 月 31 日，公司正式完成 A 股 IPO 发行上市工作。

公司业务布局全面，财富管理业务凸显特色

公司的主要业务包括经纪及财富管理业务、投资银行业务、资产管理及投资业务、信用交易业务及证券投资业务。从公司收入结构来看，2020 年公司收入贡献最高的为投资类业务，占比为 36%；其次为经纪业务，占比 28%；此外，信用业务、投行业务、资管业务占比分别为 16%、15%、4%。

图 14: 2020 年公司业务收入结构


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

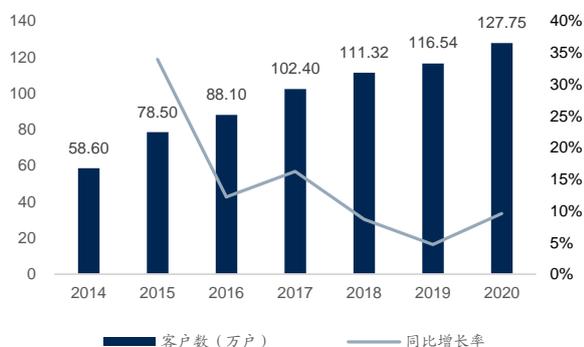
经纪及财富管理业务

公司建立了以客户需求为核心的财富管理业务体系。公司真正围绕各类客群的数量、质量、资产规模，围绕客户增值服务，按照前台客群部门、中台产品工具、后台支持保障的组织架构进行调整，达到最大程度优化人员配置的目的，

充分释放组织效能。当前，公司正在从以佣金和交易市占率为目标的传统经纪业务模式，向客户资产保值增值的财富管理业务模式转型，基金投顾业务正是这一转型的有效抓手。这既符合增加居民财产性收入的金融改革方向，也符合国际投资银行的发展趋势。

财富管理业务是公司的特色业务，近年来公司经纪与财富管理业务迅速发展。2020年，公司代理买卖证券业务净收入为人民币5.26亿元，同比增长40.39%；公司股票、基金代理买卖证券交易额为人民币21,280.62亿元，市场占有率为0.483%。2020年末，公司客户总数127.75万户，同比增长9.62%。2020年，公司金融产品销售额为人民币432.23亿元，同比增加33.87%。其中：自主研发资产管理产品销售额为人民币279.10亿元，同比增加5.62%；第三方基金产品销售额为人民币120.06亿元，同比增加152.39%；第三方信托产品销售额为人民币15.65亿元，同比增加64.39%。

图 15: 2014-2020 年公司证券经纪客户数量



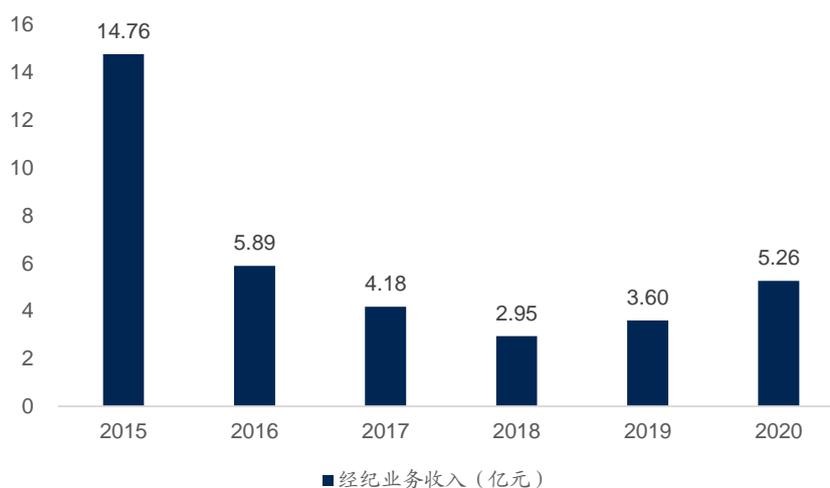
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 16: 2014-2020 年公司股票基金交易额



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 17: 2015-2020 年公司经纪业务收入



资料来源: 国信证券经济研究所整理

2020年，公司场内期权经纪业务实现佣金收入人民币811.47万元，同比增长

5.58%；净佣金收入人民币 363.28 万元，同比增长 9.37%。截至 2020 年末，公司场内期权经纪业务账户客户数量为 2,039 户，同比增长 10.10%；2020 年，公司场内期权经纪业务累计成交张数为 366.99 万张，同比增长 5.95%。

投资银行业务

公司通过全资子公司华英证券从事投资银行业务，具体主要包括股权融资业务、债券融资业务、财务顾问业务和新三板业务。2020 年，华英证券股权业务紧抓改革红利和市场机遇，完善注册制下各项业务机制；强化行业竞争优势培育，形成全方位服务核心客户，重点聚焦特定区域、特定行业、特定项目的业务策略；以全方位综合金融服务实现全产业链价值服务，打造精品特色投资银行。报告期内，华英证券共完成 IPO 承销保荐项目 1 单、IPO 联合主承销项目 2 单、新三板精选层挂牌联合主承销项目 1 单，再融资项目 4 单及 IPO 分销项目 1 单，合计承销金额人民币 33.64 亿元。同时，公司股权业务稳步发展，目前已有在审股权项目 9 单，其中 IPO 项目 2 单、再融资项目 6 单、并购重组项目 1 单；申报 IPO 辅导项目 18 单。

图 18: 2017-2020 年华英证券承销金额



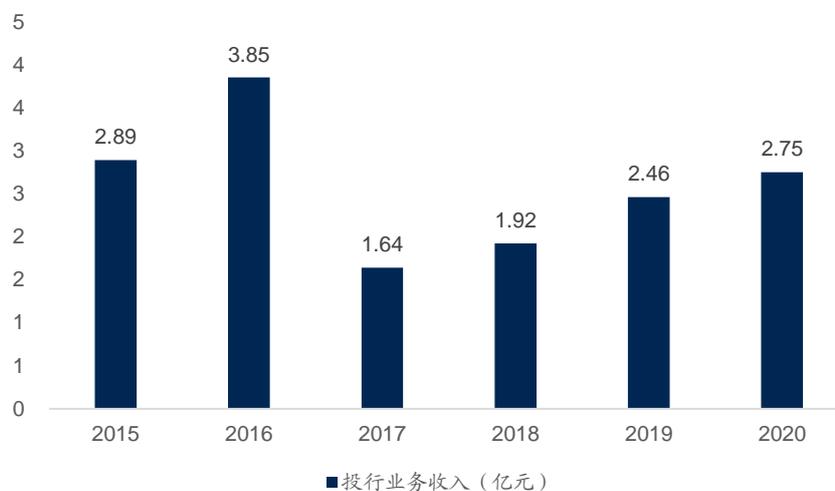
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 19: 2017-2020 年华英证券承销项目数量



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 20: 2015-2020 年公司投行业务收入



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

华英证券紧跟政策导向，不断巩固提升债券承销业务竞争力。华英证券 2020 年获得了标准化票据业务资格，债券融资业务持续稳健发展，累计完成债券主承销项目 48 单，政府债分销项目 19 单，合计承销规模人民币 288.16 亿元。此外，华英证券还取得批文待发行债券项目 44 单，合计待发行规模人民币 899.30 亿元，申报在审债券项目 15 单。

华英证券未来将继续发挥整体业务优势，为客户提供全方位及综合化的债券融资服务，持续服务长期客户。未来华英证券将全力打造投行品牌业务，全力推进股权重点项目，做大股权业务规模；加强承揽、承销能力建设，提升综合投行服务；加大投资投行产业落地模式推广，积极服务实体经济发展。此外，华英证券将进一步对接地方金融机构，加深投资机构维护力度，扩大债券销售网络，提升债券销售能力。

资产管理业务

公司资产管理业务立足于加强主动管理能力，优化投研专业化体系，结合自身牌照优势有效提供专业化资产配置和底层资产评价服务。公司持续加强机构客户开发，有效推进渠道代销和机构定制，经营业绩及市场影响力显著提高，进一步扩大市场占有率。

截至 2020 年末，公司资产管理业务受托资金为 380.32 亿元，其中，主动管理规模为 350.15 亿元，占资产管理总规模 92.07%。公司管理的资产管理计划共计 122 个，其中集合资产管理计划 45 个，资产规模为 72.14 亿元；单一资产管理计划 72 个，资产规模为 292.46 亿元；专项资产管理计划 5 个，资产规模为 15.71 亿元。2020 年，公司实现资管业务收入 7159.07 万元，其中，定向资管业务收入 3024.93 万元，集合资管业务收入 4321.23 万元，专项资管业务收入 452.04 万元。

图 21: 2015-2020 年公司受托管理资产规模



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 22: 2015-2020 年公司定向资产管理业务收入



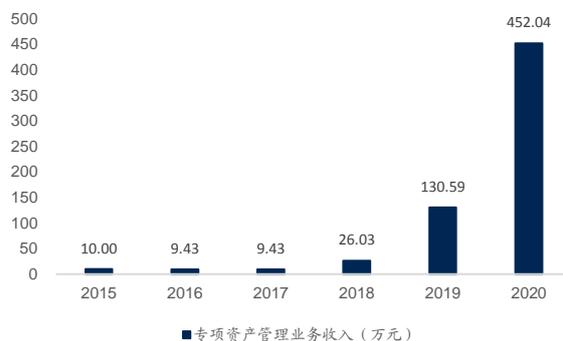
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 23: 2015-2020 年公司集合资产管理业务收入



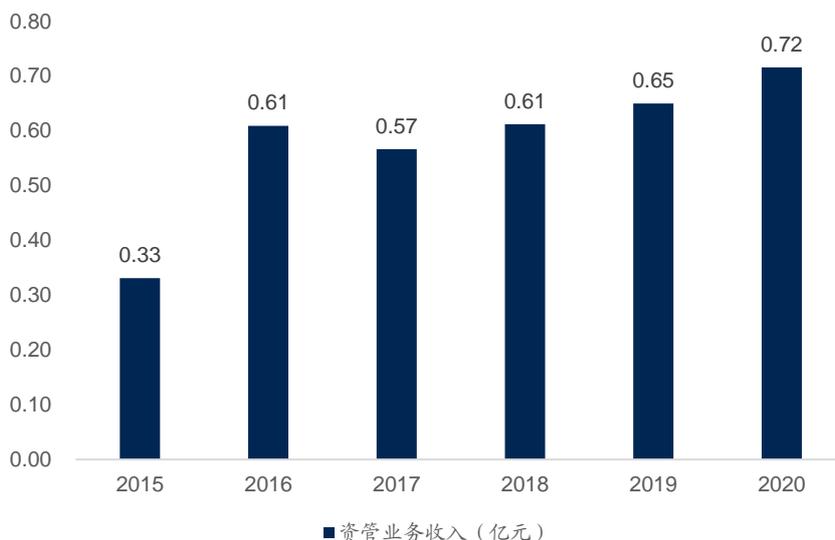
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 24: 2015-2020 年公司专项资产管理业务收入



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 25: 2015-2020 年公司资管业务收入



资料来源: 国信证券经济研究所整理

信用交易业务

公司融资融券业务以增加两融业务的机构投资者占比为指导思想, 在风险可控前提下, 以客户需求为核心。公司通过制定展业工具包, 加强培训指导, 提升专业度及客户服务能力; 申请获批转融券科创板及转融券创业板约定申报业务资格, 积极拓展公募基金等融券券源渠道建设, 扩大公司融券标的, 以满足投资者策略交易及网下打新融券对冲交易需求; 制定特殊专业机构投资者征信评级体系, 修订两融利率分级定价标准, 进一步规范了两融业务流程体系。

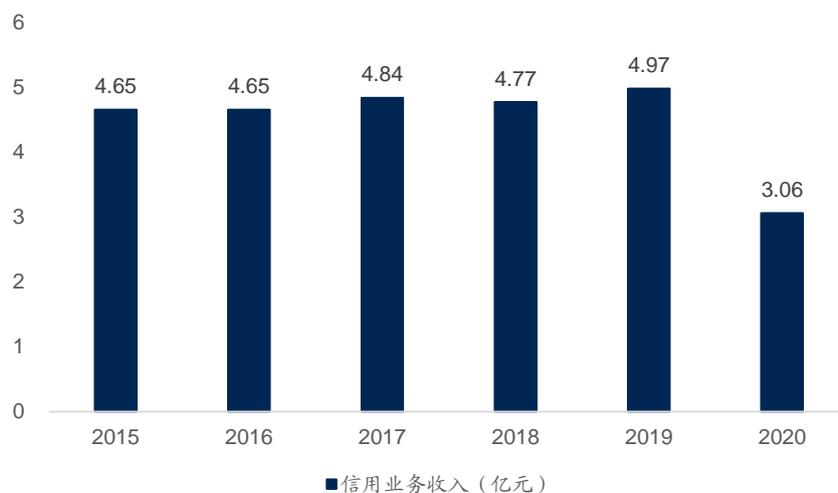
截至 2020 年末, 公司客户信用账户开户总数为 22,941 户, 同比增长 6.17%; 客户融资融券总授信额度为 572 亿元, 同比增长 16.39%; 融资融券期末余额为 86.26 亿元, 同比增长 87.03%; 融资融券业务实现息费收入 4.34 亿元, 同比增长 65.65%。

公司股票质押业务严控风险, 业务规模转型初见成效。2020 年内, 公司根据市

场情况进一步明确了股票质押式回购业务发展策略，在严控、化解业务风险的前提下审慎展业；公司股质业务风险项目规模有序压缩，风险进一步化解；并获批深交所上市公司股权激励行权融资业务试点资格。

截至 2020 年末，公司股票质押式回购业务本金余额 30.83 亿元，较 2019 年底规模大幅缩减 37.27%。其中，投资类（表内）股票质押式回购业务余额为 14.49 亿元，平均履约保障比例 327.68%；管理类（表外）股票质押式回购业务余额为 16.34 亿元，平均履约保障比例 221.64%。此外，截至 2020 年末，公司行权融资业务融资金额为 1.56 亿元。

图 26: 2015-2020 年公司信用业务收入



资料来源：国信证券经济研究所整理

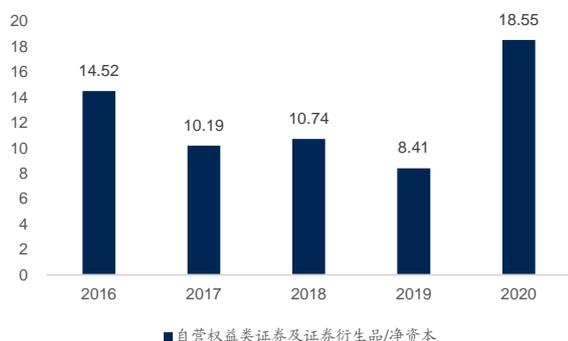
证券投资业务

权益类证券投资业务方面，公司始终坚持价值投资理念，以绝对收益为导向。公司以基本面研究为抓手，聚焦低估值、成长性好的行业和公司，在兼顾风险和收益的同时稳健开展业务。

固定收益业务方面，公司在严格控制风险的前提下开展投资交易，实现稳健收益。公司充分利用客户资源优势，积极拓展做市、分销业务，一级分销量逾百亿，二级市场交易量 7000 多亿，回购交易量超万亿规模，初步建立了市场影响力，并在全国银行间同业拆借中心评选的 2020 年度银行间本币市场优秀会员机构中获得最佳进步奖第一名。公司大力开展业务创新，获得利率互换交易、深交所质押式报价回购等新的细分业务资格，丰富了服务客户的工具箱。

股权衍生品业务方面，公司面向机构客户提供包括覆盖境内标的的场外期权报价交易、收益互换等在内的场外衍生品服务。公司开展量化交易和量化产品投资，解决客户的风险管理、资产配置、策略投资等需求，为企业客户提供股权解决方案，为机构客户、零售客户提供浮动收益型收益凭证、结构性产品等产品，满足客户的财富管理、大类资产配置需求。2020 年，公司场外衍生品业务迅猛发展，挂钩标的和收益结构日益丰富，交易量快速增长。

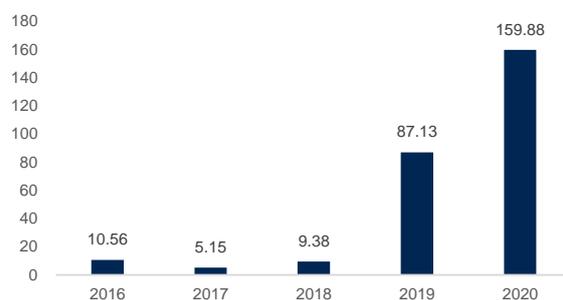
图 27: 2016-2020 年公司自营权益类证券及证券衍生品/净资本



■ 自营权益类证券及证券衍生品/净资本

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

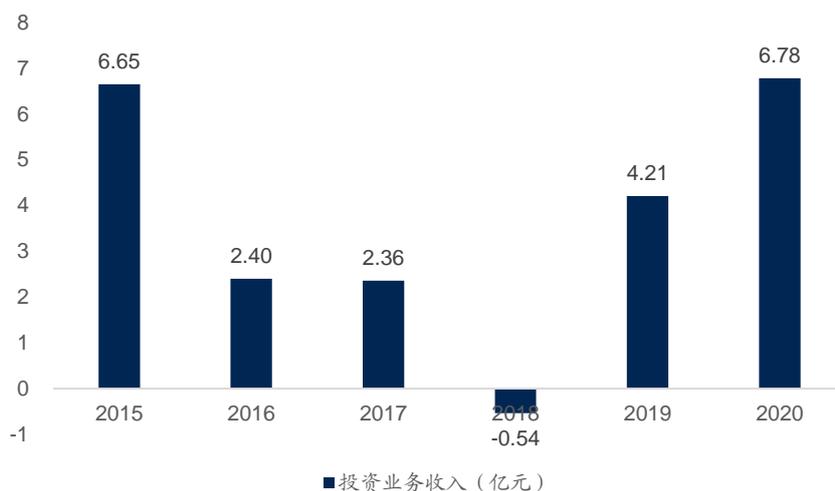
图 28: 2016-2020 年公司自营固定收益类证券/净资本



■ 自营固定收益类证券/净资本

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 29: 2015-2020 年公司投资业务收入



■ 投资业务收入 (亿元)

资料来源: 国信证券经济研究所整理

盈利预测与估值

盈利预测: 预计 2021 年公司净利润增长 18.2%

我们对公司 2021-2023 年盈利预测做出如下假设: (1) 经纪业务假设: 假设 2021-2023 年市场股票、基金交易金额分别为 5,098,482 亿元、5,863,254 亿元、6,742,742 亿元, 公司经纪业务市占率稳定在 0.5% 左右, 佣金率下滑幅度较小, 假设 2021-2023 年佣金率分别为 0.024%、0.023%、0.022%; (2) 投行业务假设: 假设 2021-2023 年股票融资额分别为 19,179 亿元、21,096 亿元、23,206 亿元; (3) 资管业务假设: 假设 2021-2023 年公司定向资管规模分别为 307.08 亿元、322.44 亿元、338.56 亿元, 集合资管规模分别为 75.75 亿元、79.53 亿元、83.51 亿元, 专项资管规模分别为 16.50 亿元、17.32 亿元、18.19 亿元。

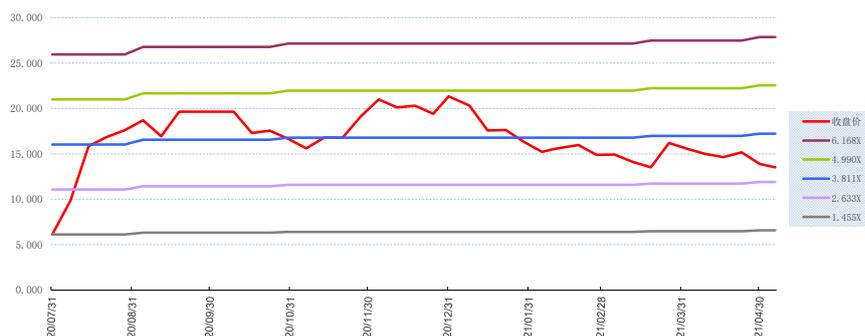
预计 2021-2023 年公司营业收入为 21.70 亿元、24.61 亿元、27.27 亿元, 同

比增速分别为 15.7%、13.4%、10.8%；归母净利润分别为 6.95 亿元、7.88 亿元 9.87 亿元，同比增速分别为 18.2%、13.4%、25.3%。

估值分析：给予公司 3.4-3.8 倍的 PB 估值

当前公司估值处于较低水平。截止最新收盘价，公司对应最新 2021 年 BVPS 的 PB 估值为 2.99 倍，处于低位。我们统计了公司上市以来的 PB 估值，平均 PB 估值为 3.794 倍。

图 30：公司估值处于低位



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

截止 2021 年 5 月 6 日收盘，国联证券港股 PB 为 0.69 倍，参考券商 A+H 股的估值，除国联证券以外，其余 A+H 股券商估值比均值为 2.46 倍。由于国联证券是次新股，A 股次新股估值相对较高，我们给与国联证券一定的估值溢价，推算其 A 股合理估值为 $2.46 \times 2 \times 0.69$ 倍，即 3.4 倍。

表 6：A+H 股上市券商估值差异

	A 股当前 PB (倍)	H 股当前 PB (倍)	A/H (倍)
中信证券	1.67	1.17	1.43
光大证券	1.32	0.45	2.94
中信建投	3.63	0.86	4.25
申万宏源	1.25	0.51	2.46
广发证券	1.12	0.73	1.55
招商证券	1.73	0.74	2.35
中金公司	3.16	1.07	2.95
海通证券	0.93	0.50	1.86
华泰证券	1.09	0.65	1.67
银河证券	1.26	0.48	2.62
国泰君安	1.14	0.60	1.91
中原证券	1.52	0.42	3.59
平均值			2.46

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

风险提示

估值和盈利预测的风险

我们采取相对估值方法计算得出公司的合理估值在 15.58-16.91 元之间。在估值方面,我们参考了中金公司、中信建投、中原证券等近三年来新上市券商的估值,最终给予公司 3.5-3.8 倍 PB,可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。在盈利预测方面,我们进行了较多的假设,尤其是对公司业务占比最高的证券经纪业务和两融业务进行假设时,给出了较为乐观的判断,即假设公司未来市占率会在未来三年进一步扩大。这可能导致我们最终估值偏乐观的风险。

证券市场行情波动风险

证券市场的变化受国际经济形势、国家宏观经济政策、产业政策、市场成熟度和境外金融市场波动以及投资者结构等诸多因素的影响,存在较强的周期性、波动性特征。证券市场的波动主要表现为价格和成交量的波动,二者之间又互相影响,从而产生较为复杂多变的波动形态。证券市场行情的波动对证券公司的经纪业务、证券自营业务、投资银行业务、资产管理业务、信用交易业务等各项业务都有直接或间接的影响,并且这种影响还可能产生叠加,进一步放大证券公司的经营风险。若未来证券市场处于较长时间的不景气周期,或证券市场出现剧烈波动的极端情形下,本公司的盈利水平可能出现较大波动,存在显著下降的风险。

市场竞争日趋激烈的风险

鉴于行业广阔的发展前景、国内资本市场的进一步健全开放和相关政策的出台,行业的参与者将越来越多,相关费率市场化程度会越来越高,行业竞争将会进一步加剧,公司将面临国内其他证券公司、外资证券公司及其他金融机构的竞争和挑战。如果公司不能紧跟行业发展形势,提高公司的竞争力和核心优势,可能将无法适应激烈的行业竞争,公司业务亦面临着市场竞争环境日趋激烈的风险。

行业监管风险

证券行业是受到严格监管的行业,证券公司各项业务的经营与开展均涉及国家多方面的法律、法规及规范性文件的监管。法律法规及监管政策的变化将对证券业的经营环境和竞争格局产生影响,进而对本公司的各项业务产生较大影响。若本公司未能及时适应法律、法规和监管政策的变化,可能导致本公司业务面临拓展受限、经营成本增加、盈利能力下降的风险。

业务和客户主要集中于江苏的风险

截至 2020 年 12 月 31 日,公司在全国共设有证券营业部 89 家,其中,在江苏省内设有证券营业部 60 家,占公司营业部总数的 67.40%。公司主要通过营业部为证券经纪客户提供各种服务并进行客户关系管理,受公司证券营业部主要分布于江苏省影响,公司融资融券业务亦主要集中于江苏省。若其他券商在江苏省内增加营业网点,加上“一人三户”政策的推行以及互联网金融对传统经纪业务的冲击,江苏地区的竞争会加剧,从而导致公司面临客户流失和经营业绩下降的风险。

投资产品的内含风险及投资决策不当的风险

当前,公司自营业务在收入中占比最高。公司证券自营业务投资品种主要包括股票、基金、债券、衍生产品等。不同的投资品种内含的风险不同,如债券可能面临信用评级下降导致债券价格下跌的风险、股票可能面临因基本面恶化等因素导致股票价格下跌的风险,随着公司交易品种范围的进一步扩大,不同风险收益特征的投资产品内含风险加大,可能导致公司证券自营业务收益大幅下

降甚至出现投资亏损。此外，由于证券市场存在较大不确定性，公司面临因对经济金融市场形势判断失误、证券投资品种选择失误、证券交易操作不当、证券交易时机选择不准、证券投资组合不合理等情况而带来的决策风险。

政策变化影响投行业务的风险

投资银行业务是公司的主营业务之一。证券公司承销保荐业务的开展受发行市场环境的影响较大。宏观经济形势、产业政策的变化以及资本市场的波动都对发行政策的制定执行有较大的影响。当市场环境不好的时候，甚至可能会导致发行的暂停，从而对投资银行业务产生不利影响。未来，发行市场环境变化仍将影响公司保荐和承销业务的开展，进而影响公司总体投资银行业务收入水平。此外，公司在开展保荐业务时，可能存在为客户首次公开发行股票制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，而给投资者造成损失，导致先行赔偿投资者损失、暂停甚至取消保荐资格的风险。也可能存在因对客户的尽职调查不完善、对客户改制上市和融资方案设计不合理等原因，导致客户发行申请不予核准的情况发生，从而遭受财务和声誉双重损失的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
资产总计	462.2	577.7	664.4	730.9	营业收入	18.8	21.7	24.6	27.3
货币资金	107.3	123.4	141.9	163.2	手续费及佣金净收入	8.8	10.0	11.0	12.0
融出资金	84.1	105.2	131.5	164.3	经纪业务净收入	5.3	6.1	6.7	7.4
交易性金融资产	169.6	220.4	264.5	317.4	投行业务净收入	2.8	3.1	3.4	3.7
买入返售金融资产	41.3	45.4	48.1	51.0	资管业务净收入	0.7	0.8	0.8	0.8
可供出售金融资产	1.0	0.0	0.0	1.0	利息净收入	3.1	3.4	3.7	3.9
负债合计	356.3	465.9	546.0	604.2	投资收益	6.8	8.1	9.8	11.2
卖出回购金融资产款	87.1	108.8	125.2	143.9	其他收入	0.2	0.2	0.2	0.2
代理买卖证券款	93.3	139.9	209.9	314.8	营业支出	10.9	12.4	14.0	14.0
应付债券	90.0	90.0	90.0	90.0	营业外收支	0.0	0.0	0.0	0.0
所有者权益合计	83.8	111.9	118.4	126.7	利润总额	7.9	9.3	10.6	13.2
其他综合收益	-0.2	0.0	0.0	0.0	所得税费用	2.0	2.4	2.7	3.4
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
归属于母公司所有者权益合计	105.9	111.9	118.4	126.7	归属于母公司净利润	5.9	6.9	7.9	9.9
每股净资产(元)	4.5	4.7	5.0	5.3					
总股本(亿股)	23.8	23.8	23.8	23.8					

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.28	0.29	0.33	0.41
每股红利				
每股净资产	4.46	4.71	4.98	5.33
ROIC				
ROE	8.4%	6.2%	6.7%	7.8%
收入增长	15.9%	15.7%	13.4%	10.8%
净利润增长率	12.8%	18.2%	13.4%	25.3%
资产负债率	77.1%	80.6%	82.2%	82.7%
P/E	47.9	45.9	40.5	32.3
P/B	3.0	2.8	2.7	2.5
EV/EBITDA				

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032