

中航证券研究所

分析师：薄晓旭

证券执业证书号：S0640513070004

研究助理：师梦泽

证券执业证书号：S0640120110027

电话：010-59219557

邮箱：shimz@avicsec.com

国信证券（002736）2021 年中报点评：

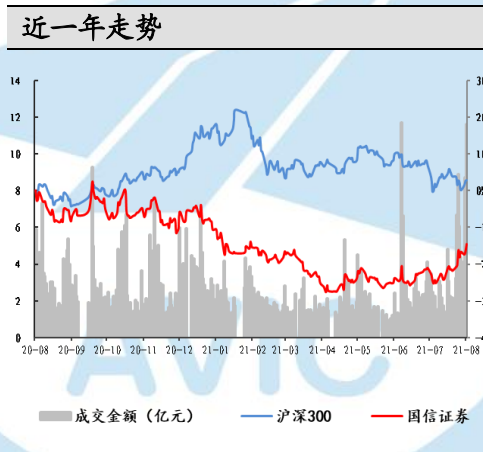
投资业务实力大增，资管业务转型成功

行业分类：非银

2021 年 8 月 26 日

公司投资评级	买入
6-12 个月目标价	14.43 元
当前股价	12.07 元

基础数据（2021.8.25）	
沪深 300	4898.16
总股本（亿）	96.12
流通 A 股（亿）	88.27
流通 B 股（亿）	0.0000
流通 A 股市值（亿元）	1,065.43
每股净资产（元）（2021H1）	7.45
PE(TTM)	13.71
PB(LF)	1.62
ROE(2021H1)	6.25%



数据来源：Wind、中航证券研究所

- 公司 8 月 24 日披露了 2021 年中报。2021 年上半年，公司实现营业收入 103.21 亿元（+28.39%），实现归属于上市公司股东的净利润 47.90 亿元（+62.61%），报告期末归属于上市公司股东的净资产达 916.35 亿元（+13.26%），基本每股收益 0.46 元（+35.29%）。
- 经纪业务平稳运行。2021 年上半年，公司经纪及财富管理业务实现营业收入 48.09 亿元（+4.73%），占总营业收入的 46.60%，是公司主要收入来源。零售业务方面，公司的客户数量稳步提升，经纪业务客户数量达 1,186 万户，环比增长 12.52%。同时，公司机构业务加强与头部基金管理人合作，全力推动全国社保基金、银行及理财子公司、海外机构等战略客户合作。报告期内，公司机构业务实现交易单元席位佣金收入 2.67 亿元（+75.44%）。
- 信用业务稳步推进与压降风险并存。公司在稳步开展两融业务的同时，不断压降股票质押存量余额，进一步化解股票质押风险。截至 6 月末，公司融资融券业务规模为 599.5 亿元，环比增长 16%，自有资金出资的股票质押式回购业务余额为 100.2 亿元，环比减少 20%。
- 股权承销规模增长，创业板 IPO 形成优势。2021 年上半年，公司实现投行业务收入 9.20 亿元（+44.40%）。股票承销业务方面，上半年，公司完成股票及可转债承销 14.75 个（+47.50%），累计承销金额约 252.10 亿元（+322.99%）。公司完成 IPO 承销 6.5 个（+225%），其中 6 个为创业板项目，共计承销规模 63.46 亿元（+556.26%）；完成再融资承销 8.25 个（+3.13%），承销规模 188.64 亿元（+277.81%）。债券承销业务方面，上半年，公司共计承销 139.24 个（+43.89%），承销规模 1,169.63 亿元（+70.37%）。公司积极把握注册制改革契机，投行业务，尤其是 IPO 承销业务实力得到大幅提升。
- 投资业务实力提升。2021 年上半年，公司投资与交易业务共实现营业收入 30.67 亿元（+54.31%），占营业收入比 29.71%，同比提升 4.99pct。公司投资与交易业务营业利润率达 91.29%（+10.71pct），随着 60 亿资金的投入和投研体系的支撑，公司投资与交易业务盈利能力大幅提升。

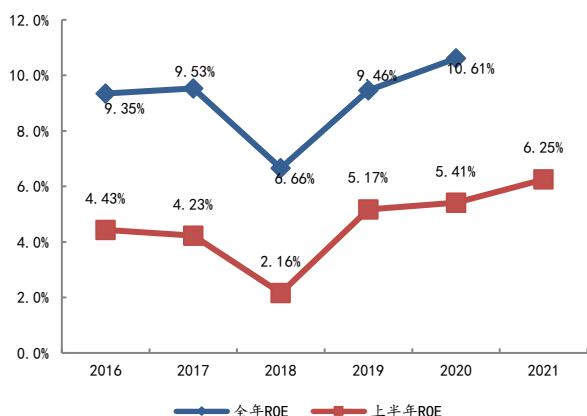
股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

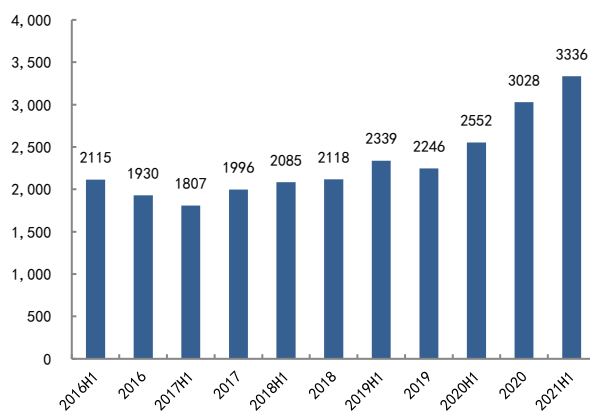
请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
 公司网址：www.avicsec.com
 联系电话：010-59562524
 传真：010-59562637

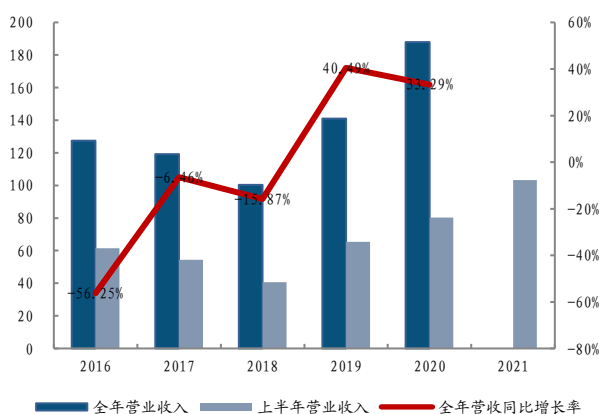
- **资管业务以主动管理为核心。**2021 年上半年，公司实现资产管理业务收入 3.70 亿元（+90.01%）。公司主要通过产品驱动和渠道拓展推动主动管理转型，一方面公司资产管理净值规模进一步压缩，同比下降 25.58%，其中，单一资产管理业务规模同比减少 52.68%。另一方面，集合资产管理业务规模实现大幅增长，同比增长 42.60%。
- **投资建议：**2021 年上半年，公司投资业务表现超预期。公司于 8 月 24 日公布了 2021 年上半年募集资金存放与使用情况。2020 年募集的 147.8 亿元（扣除承销和保荐费用）中，已有 60 亿元用于投资与交易业务，25 亿元用于资本中介业务。由于公司将资本中介业务划归为经纪及财富管理业务分部，预计未来公司财富管理业务和投资业务将得到进一步发展，随着财富管理赛道逐步得到验证，我们上调了对国信证券的盈利预测。我们预测公司 2021-2023 年基本每股收益分别为 0.83 元、0.95 元、1.03 元，每股净资产分别为 8.02 元、8.78 元、9.58 元，结合市场形势、公司当前估值和股价，给予公司 1.8 倍 PB，对应目标价 14.43 元，给予“买入”评级。
- **风险提示：**监管加强、政策风险、市场波动、疫情反复

图表 1：国信证券近 5 年 ROE


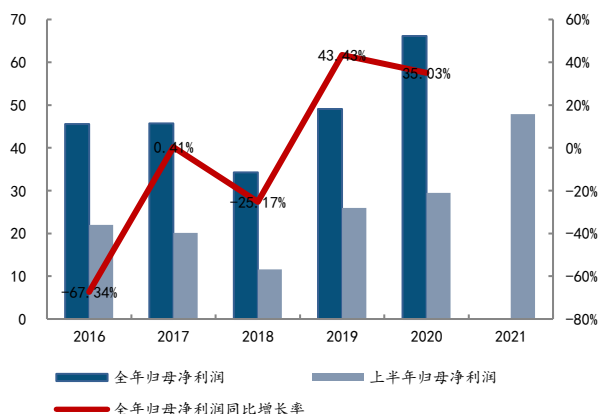
数据来源：Wind、中航证券研究所

图表 2：国信证券近 5 年总资产（亿元）


数据来源：Wind、中航证券研究所

图表 3：国信证券近 5 年营业收入（亿元）及增长率


数据来源：Wind、中航证券研究所

图表 4：国信证券近 5 年归母净利润（亿元）及增长率


数据来源：Wind、中航证券研究所

盈利预测

利润表（亿元）	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	100.31	140.93	187.84	199.42	221.91	253.72
手续费及佣金净收入	49.88	61.61	89.77	89.84	103.61	119.02
其中：证券经纪业务净收入	32.57	40.92	64.24	61.64	71.95	84.43
投资银行业务净收入	10.94	14.26	18.92	20.93	23.96	26.44
资产管理业务净收入	2.48	2.36	2.76	2.67	2.75	3.02
利息净收入	14.49	17.00	31.48	32.70	33.16	31.22
投资收益（含公允价值变动损益）	32.04	52.17	49.61	66.53	72.64	90.20
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	3.08	5.55	5.18	5.28	5.28	5.89
营业支出	58.24	76.28	101.51	98.13	104.54	127.18
业务及管理费用	45.73	55.60	73.70	76.49	83.97	96.00
减值损失	8.24	10.20	9.97	10.71	7.44	16.79
利润总额	43.08	62.32	83.44	99.89	115.17	124.37
净利润	34.31	49.14	66.18	79.91	92.13	99.49
归属于母公司所有者的净利润	34.23	49.10	66.16	79.51	91.58	98.90
资产负债表（亿元）	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资产：						
货币资金	362.37	529.15	659.07	721.54	816.10	930.70
融出资金	289.63	377.08	497.55	547.30	629.40	692.34
交易性金融资产	657.88	625.12	1,067.59	1,116.77	1,294.32	1,603.10
衍生金融资产	1.38	0.19	0.06	0.15	0.17	0.20
买入返售金融资产	332.08	237.73	161.80	136.83	125.88	115.39
可供出售金融资产	279.61	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
债权投资			0.00	0.00	0.00	0.00
其他债权投资			247.41	264.59	294.24	338.47
其他权益工具投资			117.63	123.57	142.11	173.69
长期股权投资	28.13	31.11	36.25	34.21	36.19	42.31
资产总计	2,118.14	2,246.44	3,027.56	3,393.71	3,869.91	4,627.07
负债：						
应付短期融资款	205.15	180.43	259.30	232.60	283.23	346.17
交易性金融负债	0.82	2.85	0.52	16.42	16.36	21.15
卖出回购金融资产款	442.08	418.23	721.47	909.39	1,074.39	1,432.01
代理买卖证券款	324.55	465.87	597.46	657.21	722.93	780.76
应付债券	410.66	375.49	353.46	383.11	456.31	576.95
负债合计	1,592.87	1,683.89	2,218.31	2,522.73	2,925.23	3,604.52
所有者权益：						
股本	82.00	82.00	96.12	96.12	96.12	96.12
资本公积金	67.72	67.69	201.56	201.56	201.56	201.56
盈余公积金	42.12	42.12	48.68	48.68	48.68	48.68
未分配利润	176.73	200.28	228.65	270.94	321.45	374.09
归属于母公司所有者权益	524.64	562.09	809.07	870.47	943.73	1,021.12

所有者权益合计	525.27	562.55	809.24	870.98	944.68	1,022.55
负债及股东权益合计	2,118.14	2,246.44	3,027.56	3,393.71	3,869.91	4,627.07
基本每股收益	0.38	0.56	0.72	0.83	0.95	1.03
每股净资产	5.77	6.25	7.38	8.02	8.78	9.58
加权净资产收益率	6.66%	9.46%	10.61%	9.46%	10.09%	10.05%

数据来源：Wind，中航证券研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间。
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

薄晓旭，SAC 执业证书号：S0640513070004，金融学硕士，中航证券研究所非银行业研究员。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。