

国金证券 (600109.SH) 投行业务具有优势，股市下跌拖累自营投资收益

2022 年 04 月 29 日

——国金证券 2021 年年报及 2022 年一季报点评

投资评级：买入（维持）
高超（分析师）
卢崑（联系人）

gaochao1@kysec.cn

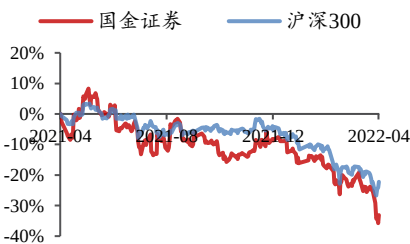
lukun@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790122030100

日期	2022/4/29
当前股价(元)	8.25
一年最高最低(元)	13.76/7.85
总市值(亿元)	249.51
流通市值(亿元)	249.51
总股本(亿股)	30.24
流通股本(亿股)	30.24
近 3 个月换手率(%)	56.02

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《国金证券 2021 半年报点评-财富管理转型初见成效，定增有望增强资本实力》-2021.8.30

● 投行业务具有优势，股市下跌拖累自营投资收益

公司 2021 年营业收入/归母净利润分别为 71.27/23.17 亿元，同比+17.5%/+24.4%，加权平均 ROE 9.90%，同比+1.27pct，符合我们预期。2022Q1 营业收入/归母净利润 9.12/1.24 亿，同比-40%/-74%，年化 ROE 2.0%，业绩低于我们预期，主要由 2022 年一季度股市下跌，拖累公司自营投资收益。考虑到 2022 年权益市场波动对券商业务造成不利影响，我们下调 2022/2023 年净利润至 19/26 亿(调前 26/31 亿)，新增 2024 年净利润预测 30 亿，分别同比-18%/+36%/+18%。公司拟定增募资 60 亿，于 3 月 18 日已获证监会批文。公司投行业务具有充足项目与人力储备，受益全面注册制，2021 年经纪与两融业务市占率有所提升，当前股价对应 2022 年 PB 0.9 倍，维持“买入”评级。

● 项目与人力支撑公司投行业务高质量发展，经纪业务市占率提升

(1) 2021 年/2022Q1 公司投行业务实现净收入 18.1/3.5 亿元，分别同比+8.6%/+0.3%。2021 年公司 IPO 承销收入 9.8 亿元，同比+4% (2020 年同比+310%)，高基数影响导致增速放缓。公司投行业务专业能力较强，项目与人力储备相对充足，截至 2022 年 4 月 29 日，公司 IPO 总储备量 (扣除辅导备案) 28 单，行业排名第 9，保荐代表人 229 名，在全部保荐机构中排名第 9。(2) 2021 年/2022Q1 公司经纪业务实现净收入 19.6/4.0 亿元，分别同比+18.6%/-11.4%。公司 2021 年代理股基成交额 6.6 亿，市占率达 1.20%，同比+0.03pct。2022Q1 经纪业务同比下降预计主要受年初以来基金新发遇冷影响，公司 2021 年代销金融产品收入占经纪业务 17%，占比相对较高。

● 两融市占率提升，股市大幅下跌影响自营投资收益

(1) 2021 年/2022Q1 公司实现利息净收入分别 11.8/3.2 亿元，分别同比+25%/+17%。截至 2022Q1 末，公司融出资金规模 193.4 亿元，同比+23%。两融业务市占率有所提升，2021 年末/2022Q1 末公司两融市占率分别为 1.22%/1.22% (2021 年初为 1.00%)。(2) 2021 年公司金融资产投资收益 18.1 亿元，同比+30%，自营投资收益率 7.43%。2022Q1 公司金融资产投资收益亏损 2.6 亿元，主要受股市影响，2022Q1 沪深 300 下跌 14.5% (同期下跌 3.1%)，中证综合债上涨 0.76% (同期上涨 0.95%)。

● **风险提示：**股市波动造成经纪盈利不确定性；疫情影响投行业务发展不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,063	7,127	5,956	7,950	9,238
YOY(%)	39.4	17.5	-16.4	33.5	16.2
归母净利润(百万元)	1,863	2,317	1,897	2,581	3,039
YOY(%)	43.4	24.4	-18.1	36.0	17.8
毛利率(%)	38.6	41.0	39.6	40.3	40.9
净利率(%)	30.7	32.5	31.9	32.5	32.9
ROE(%)	8.6	9.8	7.5	9.4	10.1
EPS(摊薄/元)	0.62	0.77	0.63	0.85	1.00
P/E(倍)	13.4	10.8	13.2	9.7	8.2
P/B(倍)	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	57,028	72,802	83,085	98,782	117,919
现金	15,966	19,033	20,922	24,848	28,152
应收票据及应收账款	91	115	145	175	205
其他应收款	-0	-0	-0	-0	-0
预付账款	-0	-0	-0	-0	-0
存货	-0	-0	-0	-0	-0
其他流动资产	40,971	53,654	62,018	73,759	89,561
非流动资产	10,602	15,511	17,749	20,345	23,358
长期投资	572	544	571	600	630
固定资产	107	104	104	104	104
无形资产	70	73	73	73	73
其他非流动资产	9,852	14,789	17,000	19,567	22,551
资产总计	67,630	88,313	100,833	119,127	141,277
流动负债	38,119	52,679	61,754	75,227	91,684
短期借款	15,954	26,621	34,607	44,989	58,486
应付票据及应付账款	630	629	730	780	830
其他流动负债	21,536	25,428	26,417	29,458	32,368
非流动负债	6,971	11,130	12,712	15,133	18,036
长期借款	6,674	10,481	12,054	14,464	17,357
其他非流动负债	297	648	658	668	678
负债合计	45,090	63,808	74,466	90,360	109,719
少数股东权益	75	83	89	97	107
股本	3,024	3,024	3,024	3,024	3,024
资本公积	7,852	7,852	7,852	7,852	7,852
留存收益	9,446	11,410	13,273	15,672	18,463
归属母公司股东权益	22,465	24,613	26,278	28,669	31,451
负债和股东权益	67,630	88,313	100,833	119,127	141,277

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2801	4354	4133	5020	5681
净利润	1874	2328	1906	2592	3053
折旧摊销	156	206	256	306	356
财务费用	0	0	1	1	1
投资损失	-424	-474	-524	-574	-624
营运资金变动	285	1285	1385	1485	1585
其他经营现金流	909	1009	1109	1209	1309
投资活动现金流	1000	1020	1040	1060	1080
资本支出	1	1	1	1	1
长期投资	1641	1661	1681	1701	1721
其他投资现金流	261	271	281	291	301
筹资活动现金流	8162	150859	-79729	189648	130456
短期借款	334	354	374	394	414
长期借款	7012	7112	7212	7312	7412
普通股增加	0	0	1	1	1
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	0	0	1	1	1
现金净增加额	11962	156233	-74555	195728	137217

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6,063	7,127	5,956	7,950	9,238
营业成本	3,722	4,204	3,598	4,744	5,460
营业税金及附加	35	40	33	45	52
营业费用	-0	-0	-0	-0	-0
管理费用	3,587	4,213	3,484	4,611	5,312
研发费用	-0	-0	-0	-0	-0
财务费用	-0	-0	-0	-0	-0
资产减值损失	100	(49)	80	88	97
其他收益	3	1	291	320	352
公允价值变动收益	71	403	0	0	0
投资净收益	1,340	1,394	430	1,952	2,486
资产处置收益	-0	-0	-0	-0	-0
营业利润	2,341	2,923	2,358	3,206	3,777
营业外收入	92	67	89	119	139
营业外支出	9	4	3	-0	-0
利润总额	2,424	2,986	2,444	3,325	3,916
所得税	551	658	539	733	863
净利润	1,874	2,328	1,906	2,592	3,053
少数股东损益	11	10	8	11	13
归母净利润	1,863	2,317	1,897	2,581	3,039
EBITDA	2581	3192	2701	3632	4272
EPS(元)	0.62	0.77	0.63	0.85	1.00

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	39.4	17.5	-16.4	33.5	16.2
营业利润(%)	41.7	24.8	-19.3	35.9	17.8
归属于母公司净利润(%)	43.4	24.4	-18.1	36.0	17.8
获利能力					
毛利率(%)	38.6	41.0	39.6	40.3	40.9
净利率(%)	30.7	32.5	31.9	32.5	32.9
ROE(%)	8.6	9.8	7.5	9.4	10.1
ROIC(%)	4.1	3.8	2.6	2.9	2.8
偿债能力					
资产负债率(%)	66.7	72.3	73.9	75.9	77.7
净负债比率(%)	100.4	151.4	177.0	206.7	240.3
流动比率	1.5	1.4	1.3	1.3	1.3
速动比率	1.5	1.4	1.3	1.3	1.3
营运能力					
总资产周转率	10.3	9.1	6.3	7.2	7.1
应收账款周转率	8,010	6,926	4,587	4,973	4,866
应付账款周转率	651	668	529	628	678
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.62	0.77	0.63	0.85	1.00
每股经营现金流(最新摊薄)	0.93	1.44	1.37	1.66	1.88
每股净资产(最新摊薄)	7.43	8.14	8.69	9.48	10.40
估值比率					
P/E	13.4	10.8	13.2	9.7	8.2
P/B	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	0.1	1.4	2.5	1.6	0.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn