

国联证券 (601456.SH) 创业型券商典范，长期成长穿越牛熊

2022年06月26日

——公司首次覆盖报告
投资评级：买入（首次）
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	2022/6/24
当前股价(元)	11.95
一年最高最低(元)	16.79/8.81
总市值(亿元)	338.40
流通市值(亿元)	118.18
总股本(亿股)	28.32
流通股本(亿股)	9.89
近3个月换手率(%)	373.05

股价走势图


数据来源：聚源

● 创业型券商典范，长期成长穿越牛熊

边际上看，公司自营投资稳健，各项业务快速扩张，2022年业绩增速有望领跑行业，具有较强盈利景气度；中长期看，公司战略清晰，管理层具有较强的创业精神与优秀的执行力，各业务线人力快速扩容，发展势能强劲，我们认为公司是创业型券商典范，长期成长性有望助力业绩穿越牛熊，远期ROE可期；受益于管理团队溢价、业绩成长性突出、具有外延扩张预期、自由流通市值小、自营和资产质量稳健等因素，我们认为公司有望持续享受估值溢价。预计公司2022-2024年归母净利润分别为11.0/14.6/17.7亿元，分别同比+24%/+33%/+21%，EPS分别为0.39/0.52/0.62元，ROE分别为6.5%/8.2%/9.3%，当前股价对应2022-2024年PE 30.8/23.1/19.2倍，对应PB 2.0/1.8/1.7倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 战略超前，管理层具有较强的创业精神

公司新管理层以中信证券班底为核心，具有清晰的战略引领，前瞻精准的业务布局。公司战略上以泛财富管理为核心，推进公司转型升级，重点聚焦高ROE型业务。近两年公司人力快速扩充，2021年公司员工达2269人，较2019年末增长42%，集聚发展势能。管理层战略执行力强，自2019年5月正式到任至今，三年时间完成诸多重要战略举措和业务布局，这与管理层的创业精神、专业能力密不可分。此外，国联证券具有良好的创业土壤，股东支持、区位优势明显、存量包袱较小均为公司高效发展奠定良好的基础。

● 财富管理转型具有领先优势，客需型资金业务快速增长

(1) 公司聚焦“小B大C”客户，以基金投顾业务为抓手进行财富管理转型，充分发挥自身资产端优势和区位优势。作为首批获得基金投顾资格的中小券商，公司基金投顾领先优势明显，收入高增，2021年末投资咨询业务净收入0.89亿，同比+1248%，服务客户数超15万户，客户授权资产超103亿，行业领先。(2) 公司自营投资以客需业务为主，风险敞口较小。公司招揽人才发力衍生品，收入与规模高增，据中证协披露，公司2021年基于柜台与机构客户对手方交易业务收入2.8亿，同比+5803%，行业排名由2020年的第19名上升至第10名。我们测算公司2021年股权衍生品业务收入3.3亿，占调整后营收11%。

● 风险提示：疫情影响财富管理业务增长不及预期；公司盈利增长不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,876	2,967	3,518	4,375	5,101
YOY(%)	15.9	58.1	18.6	24.3	16.6
归母净利润(百万元)	588	889	1,098	1,464	1,765
YOY(%)	12.8	51.2	23.5	33.4	20.5
毛利率(%)	42.0	39.8	41.3	44.3	45.8
净利率(%)	31.3	30.0	31.2	33.5	34.6
ROE(%)	6.3	6.6	6.5	8.2	9.3
EPS(摊薄/元)	0.25	0.31	0.39	0.52	0.62
P/E(倍)	57.6	38.1	30.8	23.1	19.2
P/B(倍)	3.2	2.1	2.0	1.8	1.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 一流的战略引领和优秀的管理层执行力	4
1.1、 战略超前，管理层战略执行和业务能力突出	4
1.2、 良好的创业基础	9
2、 泛财富管理为核心，兼顾投行和衍生品业务	10
2.1、 财富管理：战略核心，多部门协同，未来空间广阔	10
2.2、 资本中介：客需业务为主，投资风格稳健	13
2.3、 投行：项目与人力快速增长，加强与直投业务协同	15
2.4、 人力与资本充足，集聚发展势能	17
3、 盈利预测：盈利成长性凸显	17
3.1、 关键假设	17
3.2、 盈利预测	18
4、 估值与投资建议	19
4.1、 估值分析	19
4.2、 投资建议	20
5、 风险提示	20
附：财务预测摘要	21

图表目录

图 1： 公司持续推进泛财富管理转型、资本中介战略、“投行+投资”战略以及科技金融战略	7
图 2： 2020 年起公司各业务线人力均有所增长	8
图 3： 公司债务融资成本有所下降，债务融资成本略高于头部券商平均水平	8
图 4： 2021 年江苏省 GDP 全国排名第二	10
图 5： 截至 2021 年末，公司 64% 的营业部在江苏省	10
图 6： 2020 年起代销收入占经纪业务比重快速提升	10
图 7： 2020 年起代销收入快速增长	10
图 8： 公司经纪客户数量持续增长	11
图 9： 2020 年以来经纪及财富管理业务线人员快速增长	11
图 10： 财富管理聚焦“小 B 大 C”客户	11
图 11： 公司持续深化泛财富管理转型	12
图 12： 公司建立健全基金投顾策略及服务体系	12
图 13： 公司基金投顾策略以中低风险为主	12
图 14： 2021 年公司资管规模同比高增	13
图 15： 2021 年资管净收入高增，费率相对稳定	13
图 16： 公司自营投资规模占总资产比重持续提升	14
图 17： 2021 年公司自营投资收益率高于行业平均	14
图 18： 公司权益类衍生工具规模快速增长	14
图 19： 基于柜台与机构客户对手方交易业务收入高增	14
图 20： 2019 年起公司两融市占率提升	15
图 21： 2019 年起平均履约保障比例持续上升	15
图 22： 2021 年公司投行业务净收入快速增长	15
图 23： 2022 年 1-5 月 IPO 规模高于 2021 年全年	15
图 24： 2020 年股权承销规模快速增长	16

图 25: 2019 年起债券承销规模稳健增长	16
图 26: 2020 年起投行业务线人力快速增加	16
图 27: 国联通宝 2021 年收入与净利润高增	16
表 1: 公司管理层以中信证券班底为核心	4
表 2: 中信证券前瞻性的战略指引实现业务超前布局	5
表 3: 中信证券通过股权融资和并购重组实现快速扩张	5
表 4: 公司实施员工持股计划绑定核心人员	9
表 5: 江苏省高净值家庭数量国内排名第 7	9
表 6: 公司作为首批获得基金投顾资格的券商, 客户授权资产规模领先	12
表 7: 公司自营投资结构以债券类为主, 衍生品占比高于行业平均	14
表 8: 定增募资 65 亿, 夯实资本实力	17
表 9: 2021 年 10 月完成定增后, 公司资本金与流动性相关指标提升	17
表 10: 核心假设	18
表 11: 预计公司 2022-2024 年归母净利润分别同比+23.5%/+33.4%/+20.5%	19
表 12: 公司 ROE (2022E) 低于可比公司平均, PB (2022E) 高于可比公司平均	20

1、一流的战略引领和优秀的管理层执行力

1.1、战略超前，管理层战略执行和业务能力突出

国联证券管理层以中信证券班底为核心，战略引领和业务优势突出。2019年5月，葛小波先生担任公司副总裁。葛小波先生于1997-2019年在中信证券工作，2017-2019年担任中信证券执委会委员、财务负责人、首席风险官，曾任投资银行部经理、高级经理，A股上市办公室副主任，风险控制部副总经理和执行总经理，交易与衍生产品业务部、计划财务部、风险管理部、海外业务及固定收益业务行政负责人，执行委员会委员、财务负责人、首席风险官；曾兼任中信证券国际、CLSAB.V.、华夏基金、中信证券投资、中信产业基金等公司董事，中证协国际战略委员会主任委员、海外委员会副主任委员，具有丰富的业务和管理经验。

表1：公司管理层以中信证券班底为核心

姓名	职位	任职日期	从业经历
葛小波	董事长	2022-06	自1997年进入 中信证券股份有限公司 ，曾任投资银行部经理、高级经理，A股上市办公室副主任，风险控制部副总经理和执行总经理，交易与衍生产品业务部、计划财务部、风险管理部、海外业务及固定收益业务行政负责人，执行委员会委员、财务负责人、首席风险官；曾兼任中信证券国际、CLSAB.V.、华夏基金、中信证券投资、中信产业基金等公司董事，中证协国际战略委员会主任委员、海外委员会副主任委员。
	执行董事 总裁	2019-10	
徐法良	监事会主席 股东代表监事	2021-05	曾任本公司证券营业部财务经理、副总经理及总经理，本公司稽核审计部总经理、合规总监，国联期货股份有限公司监事会主席，华英证券合规总监。
尹磊	副总裁 财务负责人	2022-06	曾任 中信证券 计划财务部出纳、核算会计、会计主管和执行总经理；中信金通证券有限责任公司计划财务部总经理、财务总监；方正证券股份有限公司助理总裁、执行委员会委员、副总裁、财务负责人。
尹红卫	副总裁	2020-02	曾任 中信证券 深圳总部营业部总经理、深圳分公司总经理、总部财富管理部执行总经理。
李钦	副总裁	2020-02	曾就职于 中信证券 风险管理部，曾任方正证券风险管理部副总经理、行政负责人、国联创新董事。
马群星	副总裁	2020-03	曾任索尔维投资有限公司（罗地亚合并）中国区市场经理、亚太采购经理，曾任本公司研究所首席研究员、副所长、所长。
王捷	董事会秘书	2019-06	曾任 中信证券 人力资源部总监、执行总经理、董事总经理、部门行政负责人，中信控股公司总裁办公室总经理助理，中信证券（山东）人力资源总监。
汪锦岭	首席信息官	2019-06	曾任 中信证券 信息技术中心 B 角、执行总经理。
戴洁春	合规总监	2020-08	曾任江苏证监局公司监管处副处长，江苏证监局会计监管处副处长。
江志强	首席风险官	2021-05	曾任本公司证券投资部经理、证券营业部总经理、财富管理中心总经理、资产管理部总经理、总裁助理、副总裁、监事会主席。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

我们认为优秀的券商离不开管理层前瞻性的战略引领。通过梳理中信证券自身发展战略与外部环境变化情况，我们发现中信证券在不同宏观经济和行业竞争环境下采取了针对性、前瞻性的应对举措，实现了各业务线超前布局，从而充分受益于资本市场改革红利，建立并巩固全方位的优势地位。同时，在战略指引下，中信证券通过股权融资和并购重组补充业务短板并快速扩大领先优势，实现规模和利润快速扩张。中信证券的发展历程体现出管理层战略引领的重要性，公司管理层以中信班底为核心，我们认为国联证券未来快速成长离不开管理层前瞻性的战略引领。

表2：中信证券前瞻性的战略指引实现业务超前布局

时间	战略	背景	措施	成果
2000年	扩张战略	相比于国内外券商，公司资本规模不占优势。	十五规划确定公司将主要通过上市、收购、合资等手段进行迅速扩张获得规模经济效益及特色优势业务等核心竞争力的扩张战略。2006年末成为国内资本规模最大的证券公司。	(1) “大项目”战略应对融资市场的变化，在服务国企改革上市浪潮中推动投行业务进入领先行列。 (2) “大网络”战略应对行业竞争的变化，凭借行业内率先上市积累的资本优势择机收购扩张，扩大客户服务覆盖，确立了业务渠道优势。 (3) “大平台”战略应对行业重资产属性的变化，收缩股票自营规模，发展直接投资和资本中介业务，搭建多元化买方业务平台。 (4) “国际化”战略应对客户跨境业务需求的变化，通过香港上市、境外收购，搭建起境内企业走出去、境外机构走进来的桥梁。
2002年	扩大投资银行业务规模，扩大营业网点覆盖区域	IPO审批制转变为核准制；公司营业部数量少，竞争不占优。	(1) 调整投资银行业务发展战略，利用资本优势和技术优势吸引部分超大型企业作为客户，增强市场影响力。(2) 收购万通、金通证券，与建银投资共同发起设立中信建投以收购华夏证券的证券类资产，控股中信证券国际等一系列收购兼并以扩张销售网络。	
2005年	积极开展跨境业务	受海外投行和国内商业银行竞争压力加大。	积极筹备海外分支机构，2005年成立中信证券（香港），2011年港交所上市，2013年收购里昂证券。	
2007年	扩大资本规模，全面布局买方业务，加快国际化进程	金融业竞争加剧，行业国际投行进入中国的进程加快。	(1) 完成公开增发，募资250亿，扩大资本规模。(2) 资管业务开发了银行、信托、证券三方各合作模式，资管规模快速提升；完成对华夏基金和中信基金的全资收购；获首批直投业务试点，开展直接投资业务。(3) 与贝尔斯登全面战略合作。	
2012年	向差异化竞争、多元化业务模式和以客户为中心三大方向转型	金融监管趋松，牌照业务同质化竞争激烈，金融创新市场化。	(1) 积极推动主营业务从同质化竞争转向差异化竞争。(2) 从以股为主的业务模式转向股债并重的多元化业务模式。(3) 从以产品为中心转向以客户为中心。	
2016年至今	以成为“全球客户最为信赖的国内领先、国际一流的中国投资银行”为发展愿景	金融监管趋严，证券行业竞争更加激烈。	(1) 全方位完善与提升业务布局、管理架构、运行机制、考核体系。(2) 力争公司主要业务排名继续在国内居行业领先地位，并跻身亚太地区前列。(3) 对标国际一流投行，促进业务多元化、客户广泛化。	

资料来源：中信证券年度报告、开源证券研究所

表3：中信证券通过股权融资和并购重组实现快速扩张

时间	事件	净资产 (亿元)	总资产 (亿元)	净利润 (亿元)
1995年	中信证券有限责任公司成立			
1999年	增资扩股并改制为中信证券股份有限公司	32	118	3.9
2003年	主板IPO，募资18亿元以控股收购万通证券	55	118	3.7
2004年	收购万通证券	54	132	1.7
2005年	收购金通证券	56	203	4.0
	与建银投资共同出资筹建中信建投，重组华夏证券			
2006年	A股定向增发，募资46.45亿元以补充资本金(增	125	639	24.3

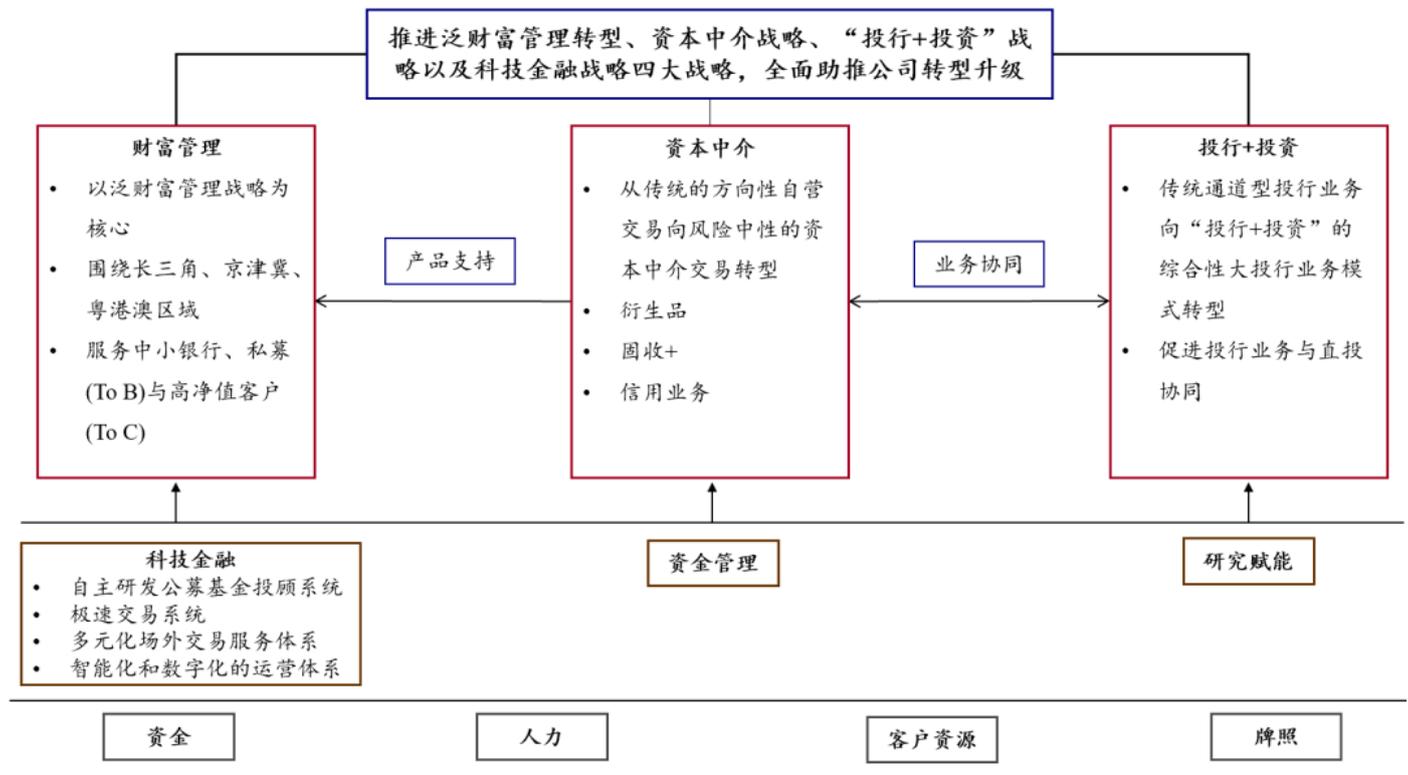
请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

	发对象为中国人寿保险(集团)公司和中国人寿保险公司)			
2007年	A股公开增发,募资250亿元以补充资本金(2006年11月证监会出台的《证券公司风险控制指标管理办法》要求证券公司经营各类业务的资格条件与其净资本规模挂钩) 完成对华夏基金、中信基金的全资收购	516	1,897	123.9
2008年	收购深圳金牛期货经纪有限公司	552	1,369	73.1
2011年	港股IPO,募资104.7亿元以收购海外研究平台与销售交易网络	866	1,483	125.8
2013年	收购里昂证券	877	2,714	52.4
2015年	收购昆仑国际金融 H股定向增发,募资270.6亿元以补充资本金	1,391	6,161	198.0
2019年	收购广州证券	1,616	7,917	122.3
2020年	A股定向增发,募资134.60亿元以收购广州证券	1,817	10,530	149.0
2021年	总资产、净资产、净利润创历史新高	2,092	12,787	231.0
2022年	A+H配股,募资272亿元以补充资本金	2,443	13,621	

资料来源:中信证券年度报告、开源证券研究所

清晰的战略引领,前瞻精准的业务布局。国联证券核心围绕泛财富管理打造公司战略,推进泛财富管理转型、资本中介战略、“投行+投资”战略以及科技金融战略四大战略,全面助推公司转型升级。

图1：公司持续推进泛财富管理转型、资本中介战略、“投行+投资”战略以及科技金融战略



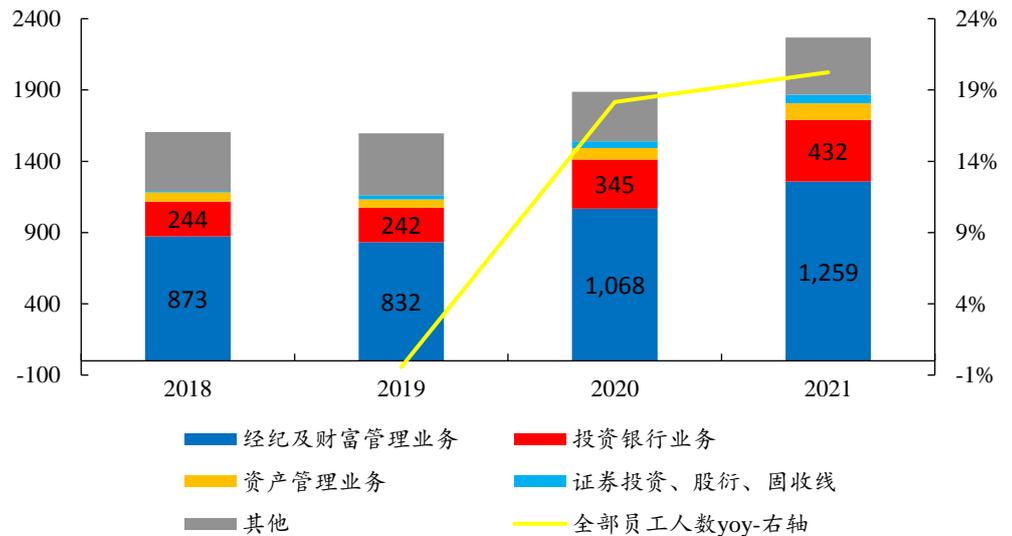
资料来源：公司公告、开源证券研究所

战略执行力强，业务转型和战略举措快速推进。2019年以葛小波为核心的新管理层入驻公司后，制定了清晰的发展战略，并高效推进业务转型和战略落地。一系列重要举措先后落地：

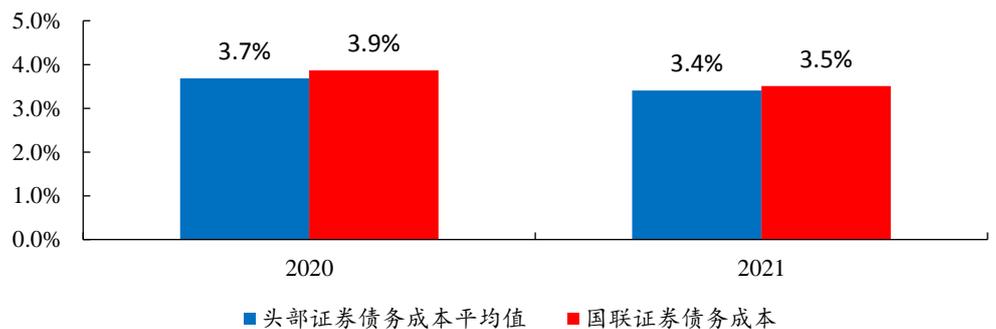
- (1) **通过股权融资做大做强，提升资本实力。**公司2020年完成上交所IPO，首发募资20亿元；2021年快速提升杠杆率，2021年6月末权益乘数（扣除客户保证金）达到4.57倍，2021年9月完成65亿定增募资。
- (2) **大力增员拓展核心业务，成为首批获得公募基金投顾资格的券商。**公司重点聚焦行业前景广阔的财富管理和衍生品业务，战略上以泛财富管理为核心。公司2020年2月作为首批券商中的唯一中小券商，获得基金投顾业务资格，为公司财富管理转型奠定先发优势；通过大力招聘，公司各业务线人力快速增长，2021年公司员工达2269人，较2019年末增长42%。
- (3) **提升资金使用效率。**管理层重视资金使用效率，债务融资成本持续下降，国联证券2021年债务融资成本3.5%，较2020年下降0.4pct，公司债务融资成本略高于行业头部券商平均水平。
- (4) **拟实施员工持股计划，增强中长期激励。**公司2022年6月发布员工持股计划。本次持股计划设立后将委托资管机构设立资管计划进行管理。该资管计划通过沪港通/深港通在二级市场购买并持有公司H股股票，标的股票的购买情况与数量尚未确定。基于自愿参与原则，认购金额合计不超过7,200万元（含），参与对象为公司或下属控股子公司的董监高、VP及以上职级人员和其他核心骨干员工，预计总人数不超过361人，占公司总员工的16%。员工持股计划将推动员工与公司利益结合，吸引和保留优秀人才，提高公司凝

聚力与竞争力。员工持股计划利于公司绑定核心业务人员，激发人员潜力。

(5) **积极尝试外延收购。**2020年9月20日公司公告表示，公司于2020年9月18日与长沙涌金（集团）有限公司签订协议拟受让国金证券约7.82%股份，同时拟向国金证券全体股东发行A股股票的方式换股吸收合并国金证券。2020年10月12日公司公告表示，由于交易相关方未能就本次重大资产重组方案的部分核心条款达成一致意见，终止筹划本次重大资产重组事项，合并自动终止。

图2：2020年起公司各业务线人力均有所增长


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：公司债务融资成本有所下降，债务融资成本略高于头部券商平均水平


数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：(1) 头部券商选取中信证券、海通证券、华泰证券、国泰君安、广发证券、招商证券

(2) 债务成本=债务利息支出/平均债务规模

平均债务规模=(年初债务规模+2*年中债务规模+年末债务规模)/4

(3) 债务利息支出=短期借款利息支出+应付短期融资券利息支出+长期借款利息支出+应付债券利息支出

(4) 债务规模=短期借款+应付短期融资券+长期借款+应付债券

表4：公司实施员工持股计划绑定核心人员

项目	内容
人员范围	公司董事、监事和高级管理人员（共 11 人）认购比例不低于总份额的 20%，其他核心骨干员工（不超过 350 人，占全部员工 15.4%）认购比例不超过总份额的 80%
管理机构	兴证证券资产管理有限公司为资产管理人，设立兴证资管鑫众国联证券 1 号员工持股单一资产管理计划
投资范围	主要投资于员工持股计划约定的国联证券 H 股，闲置资金可投资于银行存款、国债等流动性管理工具
存续期和锁定期	存续期 5 年，锁定期 12 个月
资金来源	员工个人的合法薪酬，以及法律、行政法规允许的其他方式取得的自筹资金
资金总额	单个员工起始认购份数为 1 万份（即最低认购金额为人民币 1 万元），合计不超过人民币 7,200 万元（含）

资料来源：公司公告、开源证券研究所

外延拓展或仍是公司未来战略的重要一环。（1）与头部券商相比，公司在零售客户基础、公募基金牌照等方面仍有一定欠缺，外延并购可以快速做大零售客群或补齐公募资管牌照；（2）海内外头部券商通过外延实现弯道超车的案例屡见不鲜，中信证券通过一系列外延并购实现了业务互补与全方位布局，综合实力快速提升。竞争加剧下，证券行业集中度有望持续提升，或存在较好的外延并购机会；（3）管理层在 2020 年对外延收购进行了积极尝试。

1.2、良好的创业基础

公司新管理层 2019 年 5 月正式到任，截止目前，三年时间管理层完成诸多重要战略举措和业务布局，与管理层的创业精神、专业能力密不可分。此外，国联证券具有良好的创业土壤，为公司高效发展奠定良好的基础。

（1）股东支持，管理层具有较好的独立性。公司战略执行和高效转型与股东方支持和管理层独立性密不可分。2022 年 6 月 1 日，公司董事会同意选举葛小波先生为董事长，目前葛小波先生兼任董事长和总裁。

（2）区位优势明显。长三角区域是国内经济总量最大、具备经济活力、发展质量较高、上市公司和高净值人群较多的区域。2021 年，长三角区域 GDP 总量在全国占比近四分之一，江苏省 GDP 总量超 11.6 万亿元，国内排名第 2，无锡市 GDP 总量超 1.4 万亿元，省内排名第 3。2021 年，江苏省高净值家庭数量全国排名第 7，证券公司客户、市场广阔。公司作为区域券商，在服务区域客户方面具备天然优势，截至 2021 年末公司有 96 家营业部，61 家位于江苏省，其中 22 家位于无锡市。

（3）存量包袱较小，利于创业成长。公司作为中小券商具有更强可塑性，业务转型创新阻力较小。同时公司在股票质押、股票自营等业务上存量包袱较小，利于轻装上阵，2021 年末公司股票质押规模 25.3 亿。

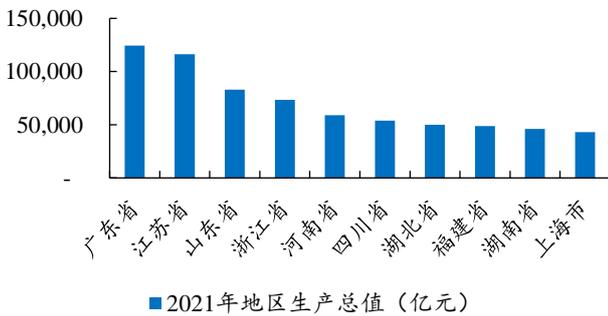
表5：江苏省高净值家庭数量国内排名第 7

排名	省份	千万人民币总财富“高净值家庭”数量（万家）	千万人民币可投资资产“高净值家庭”数量（万家）
1	广东	30.0	16.9
2	北京	29.8	15.4
3	上海	26.2	14.9

排名	省份	千万人民币总财富“高净值家庭”数量(万家)	千万人民币可投资资产“高净值家庭”数量(万家)
4	香港	21.1	10.9
5	浙江	21.0	10.7
6	台湾	18.1	9.4
7	江苏	12.4	6.8
8	福建	6.1	3.5
9	山东	5.8	3.0
10	四川	4.0	2.2

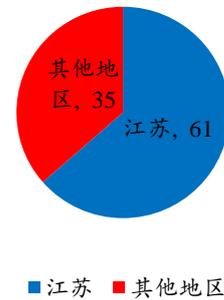
数据来源：2021 胡润财富报告、开源证券研究所

图4：2021 年江苏省 GDP 全国排名第二



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图5：截至 2021 年末，公司 64% 的营业部在江苏省



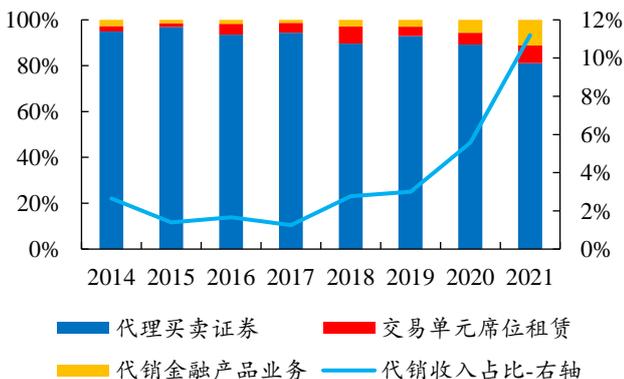
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、泛财富管理为核心，兼顾投行和衍生品业务

2.1、财富管理：战略核心，多部门协同，未来空间广阔

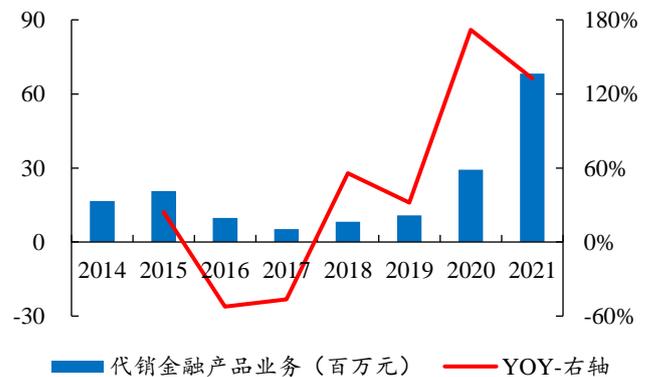
2020 年起发力财富管理转型，业务线人力大幅增长或驱动未来业务快速发展。2020 年起公司发力财富管理转型，代销收入占经纪业务比重快速提升，2021 年实现代销收入 0.68 亿元，同比+133%，占经纪业务净收入的 11%（2019 年为 3%）。经纪业务客户数稳定增长，2021 年达到 138.6 万户。2020 年以来，财富管理业务线人力持续高增，2021 年达到 1259 名员工，较 2019 年末提升 51%，预计人力大幅增长将驱动未来业务快速发展。

图6：2020 年起代销收入占经纪业务比重快速提升



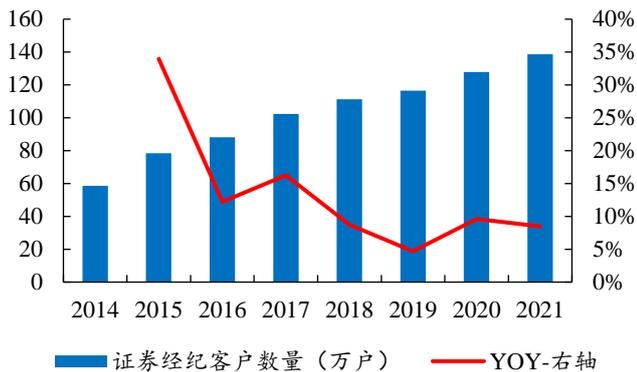
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图7：2020 年起代销收入快速增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：公司经纪客户数量持续增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图9：2020年以来经纪及财富管理业务线人员快速增长

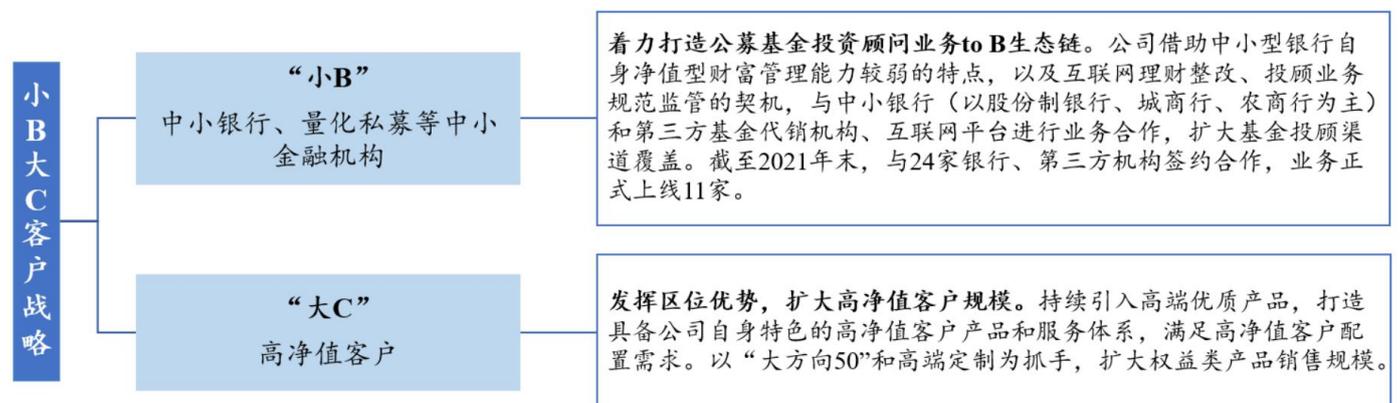


数据来源：公司公告、开源证券研究所

客户战略聚焦“小B大C”，充分发挥自身资产端和区位优势。公司财富管理业务聚焦中小银行等机构和高净值个人客户，弥补客户基础的短板，最大限度发挥财富管理资产端能力优势。(1)小B策略：公司通过拓展中小银行、量化私募、互联网机构等渠道实现B2B2C获客。在展业中，中小型银行为客户进行净值型财富管理的相对较弱，互联网机构由于缺少基金投顾牌照无法为客户提供顾问型服务，公司发挥财富管理资产端能力与小B渠道较好的客户基础实现优势互补。(2)大C策略：公司发挥区位优势，把握江苏高净值人群较多的优势，打造满足高净值客户的产品和服务体系，满足其财富配置需求。

基金投顾领先优势明显，收入高增。公司是首批获得基金投顾资格的券商，较早开始展业。公司以基金投顾业务作为财富管理转型抓手，率先提出“5+N”策略，并持续完善服务体系，较早展业并建立了领先优势。基金投顾业务规模领先，2021年末公司客户授权资产规模达102.6亿，服务客户数15万，客均AUM6.8万。基金投顾业务收入快速增长，2021年公司投资咨询业务净收入0.89亿，同比+1248%。居民财富管理需求旺盛，预计公司投资顾问人力的增长将带动基金投顾业务快速发展。

图10：财富管理聚焦“小B大C”客户



资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

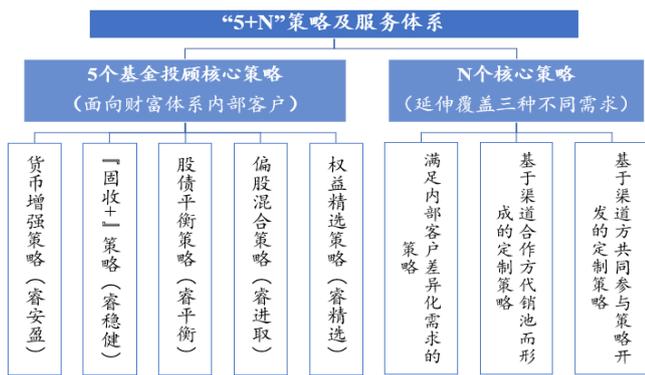
图11: 公司持续深化泛财富管理转型



资料来源: 公司官网、开源证券研究所

注: 大方向 50 体系是公司以“私募为主、公募为辅”的底仓配置池为小 B 大 C 客户打造或单一或 TOF 或高端定制化的配置服务。

图12: 公司建立健全基金投顾策略及服务体系



资料来源: 公司官网、开源证券研究所

图13: 公司基金投顾策略以中低风险为主



资料来源: 公司官网、开源证券研究所

表6: 公司作为首批获得基金投顾资格的券商, 客户授权资产规模领先

证券公司	资格获批时间	开始展业时间	服务客户数 (万户)	客户授权资产 (亿元)	户均授权资产 (万元)
国联证券	2020年2月	2020年4月	15.03	102.63	6.8
华泰证券	2020年2月	2020年10月	72.21	195.11	2.7
东方证券	2021年6月	2021年11月	12.34	100.07	8.1
中信证券	2021年6月	2021年11月	9	70	7.8
国泰君安	2020年2月	2020年8月	15	83	5.5
申万宏源	2020年2月	2020年9月	9.5	30	3.2
中国银河	2020年2月	2020年5月	5	20	4

数据来源: 各公司公告、财联社、东方证券 2021 年业绩发布会、开源证券研究所

注: 东方证券相关数据截至 2022 年 3 月末, 中国银河相关数据截至 2021 年 6 月, 其余证券公司相关数据截至 2021 年 12 月 31 日

资管收入与规模高增，与财富管理业务联动。2021 年公司实现资管收入 1.4 亿，同比+96%，资产管理规模达 1024 亿，同比+169%，其中 2021 年专项资管规模 371 亿，同比+2263%，ABS 业务快速增长驱动整体资管规模高增。公司资管业务部门在泛财富管理的核心战略指引下，深耕资产配置与泛 FOF 平台构建，为财富管理业务提供产品支持。围绕公司“大方向 50”体系，搭建集公募、私募一体的多策略产品池，提供长期稳健的产品配置服务，推动灵活资产配置+“大方向”产品配置双轮驱动。

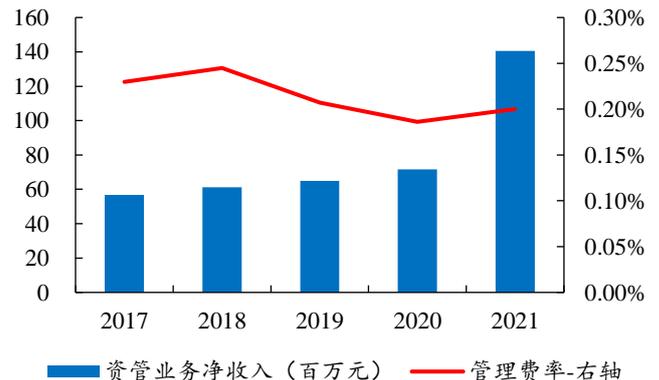
新设立资管子公司以预备发展公募基金业务。2020 年 9 月 30 日公司公告表示拟以 1.15 亿元收购法国洛希尔银行持有的中海基金 25% 股权，以获取中海基金控股股东地位。2021 年 6 月 18 日公司公告表示，因在约定期间中海信托未放弃其所享有的优先购买权，公司受到法国洛希尔银行关于终止股权转让协议的书面通知，目前国联证券持股中海基金 33.4%。公司 2022 年 4 月 29 日公告将出资 10 亿元设立资产管理子公司，预计将从事证券资管业务、公募基金业务（以监管机构核准为前提）以及监管机构核准的其他业务。公司积极寻求公募牌照突破，若资管子公司拿到公募牌照，预计公司将以资管子公司为核心发展公募基金业务，进一步完善以泛财富管理为核心的发展战略。

图14：2021 年公司资管规模同比高增



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图15：2021 年资管净收入高增，费率相对稳定



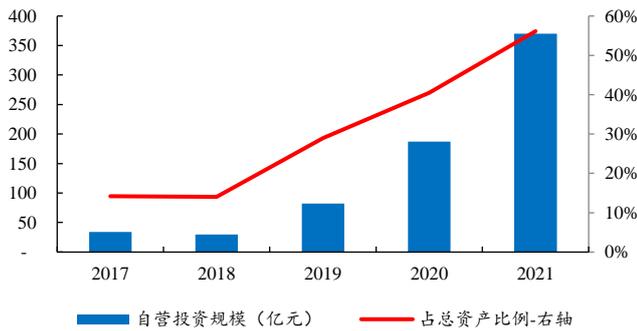
数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司财富管理差异化发展，未来空间广阔。公司战略上以泛财富管理为核心，资管、衍生品等部门为其提供产品支持，投行部门为其引入高净值客户，发挥多部门协同效应。基金投顾业务具有先发优势，同时具有苏南区位和客户优势，预计未来公司财富管理发展空间广阔。

2.2、资本中介：客需业务为主，投资风格稳健

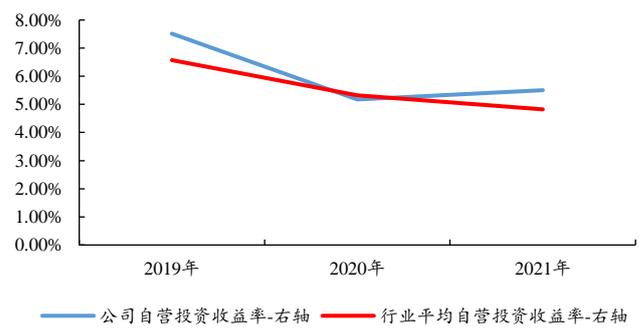
公司自营投资以客需业务为主，资产类别中债券占比较高。2021 年公司自营投资规模 370 亿，同比+98%，占总资产比重 56%，自营投资收益率达 5.51%，高于行业平均。自营投资结构以债券类为主，衍生品占比高于行业平均。风险敞口较小。

图16: 公司自营投资规模占总资产比重持续提升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图17: 2021 年公司自营投资收益率高于行业平均



数据来源: 公司公告、Wind、开源证券研究所

表7: 公司自营投资结构以债券类为主, 衍生品占比高于行业平均

证券简称	债券+其他债权占比			权益占比			衍生品			其他		
	2019年	2020年	2021年	2019年	2020年	2021年	2019年	2020年	2021年	2019年	2020年	2021年
国联证券	82%	68%	62%	7%	5%	9%	0.0%	0.4%	1.3%	11%	27%	27%
上市40家券商平均	69%	66%	65%	10%	11%	9%	0.0%	0.1%	0.2%	18%	22%	23%

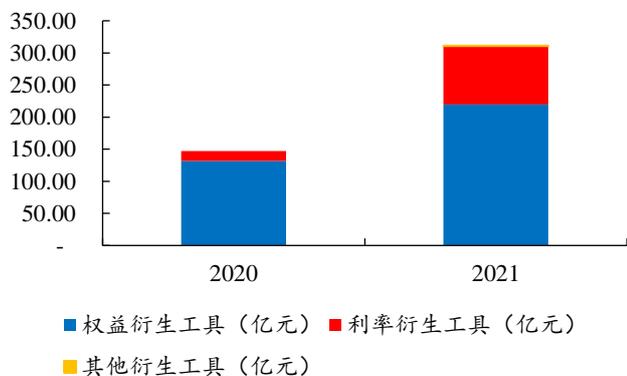
数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 债券类投资包括其他债权投资和交易性金融资产中的债券, 权益类投资包括其他权益工具投资和交易性金融资产中的股票

公司衍生品业务规模与收入快速增长, 我们测算股衍业务收入营收贡献超过 10%。

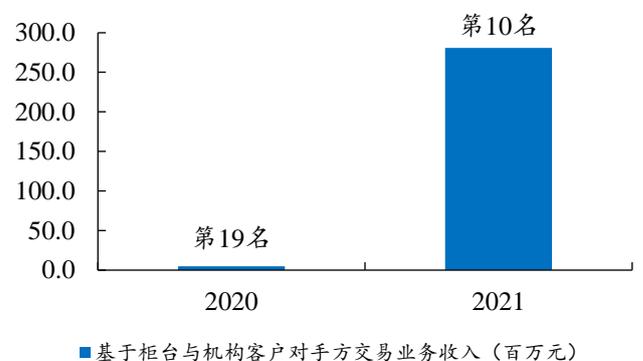
(1) 从规模来看, 公司衍生品规模快速增长, 2021 年度全年累计签约场外期权和收益互换名义本金同比增长 241%。据公司公告披露, 2021 年权益衍生工具存续名义本金 219.9 亿, 同比+67%, 利率衍生工具存续名义本金 90.9 亿, 同比+491%, 其中场外期权合约 32.4 亿, 权益类收益互换 149 亿。(2) 从收入来看, 据中证协披露, 2021 年公司基于柜台与机构客户对手方交易业务收入 (经公允价值调整的场外期权业务收入-对冲成本) 2.8 亿, 同比+5803%, 排名由 2020 年的第 19 名上升至第 10 名, 随着排名提升, 公司有望获得场外衍生品一级交易商资质。假设股权衍生品业务相对于权益衍生工具名义本金的收益率 1.5%, 我们测算公司 2021 年股权衍生品业务收入 3.3 亿, 占投资收益 24%, 占调整后营收 11%。

图18: 公司权益类衍生工具规模快速增长



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图19: 基于柜台与机构客户对手方交易业务收入高增



数据来源: 中证协、开源证券研究所

注: 基于柜台与机构客户对手方交易业务收入=经公允价值调整的场外期权业务收入-对冲成本

两融市占率提升，股票质押规模安全可控。自 2021 年起公司两融市占率持续上升，公司 2021 年两融融出资金规模达 108 亿，市占率达 0.63%。股票质押规模风险可控，平均履约保障比例持续上升，2021 年股票质押规模 25 亿，平均履约保障比例 377%。

图20：2019 年起公司两融市占率提升

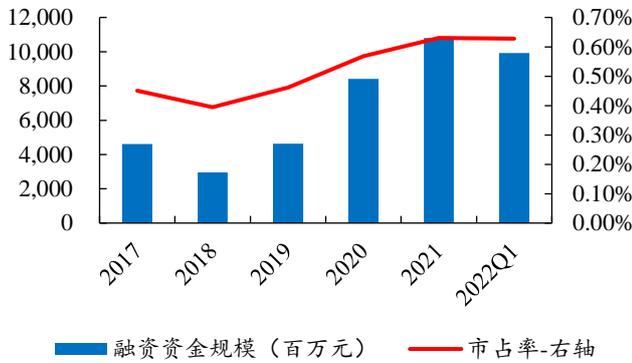
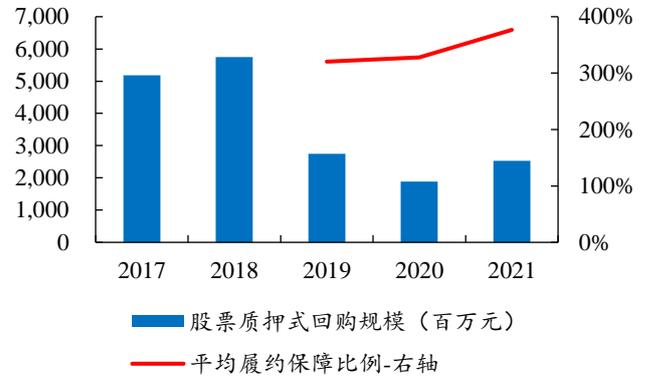


图21：2019 年起平均履约保障比例持续上升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.3、投行：项目与人力快速增长，加强与直投业务协同

公司投行业务承销规模提升，收入实现快速增长。2021 年公司投行业务净收入 5.1 亿，同比+85%，实现快速增长。2021 年公司股权融资承销 135 亿，同比+300%，共承销 12 单，债券融资承销规模 431 亿，同比+50%，共承销 141 单，承销规模和单数稳步提升。截至 2022 年 6 月 22 日，公司 IPO 储备项目（不含辅导备案阶段）3 单，排名第 34，储备项目（含辅导备案阶段）9 单，排名第 33。公司投行业务线人数快速增长，2021 年达 432 人，较 2019 年增长 79%。截至 2022 年 6 月 22 日，公司保荐代表人数量 48 人，行业排名第 40 名。预计随着业务线人力增加，公司投行业务将快速发展。

图22：2021 年公司投行业务净收入快速增长

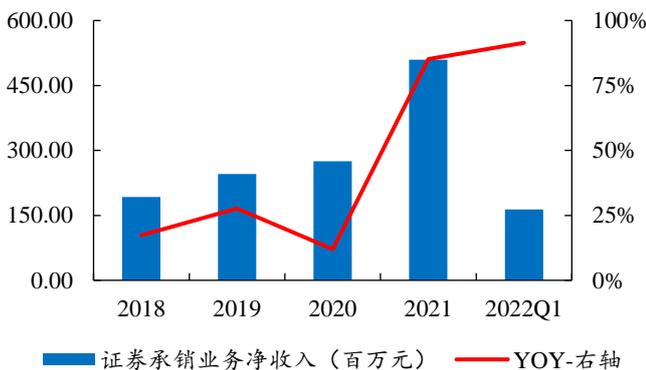
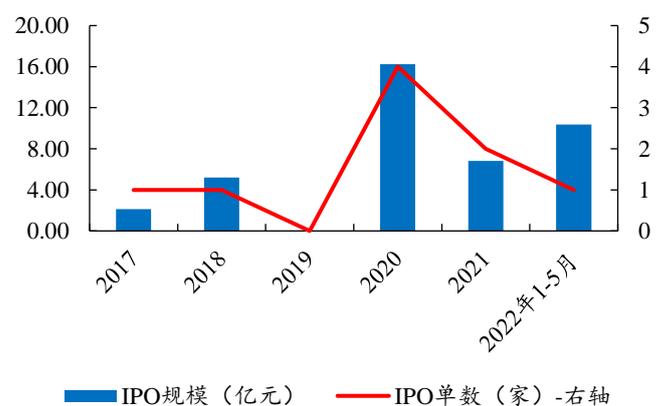


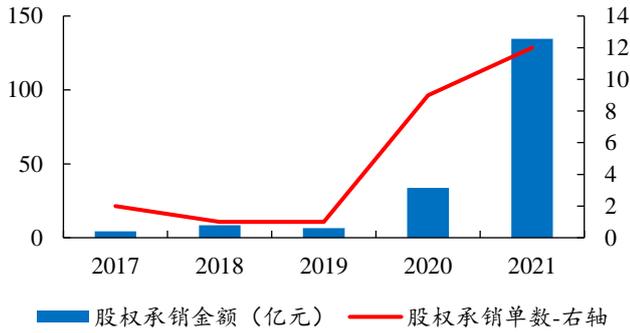
图23：2022 年 1-5 月 IPO 规模高于 2021 年全年



数据来源：公司公告、开源证券研究所

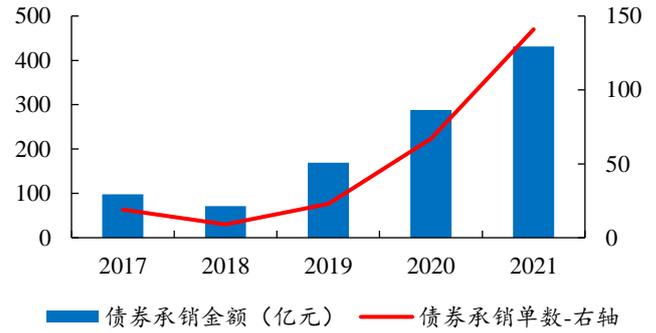
数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：2020年股权承销规模快速增长



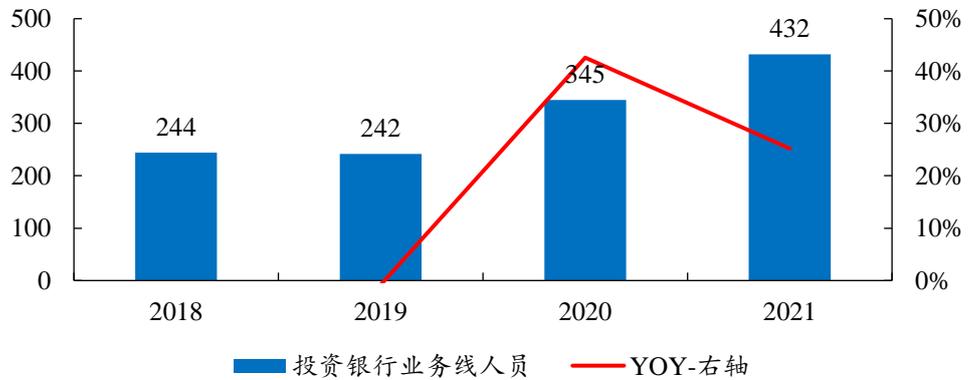
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图25：2019年起债券承销规模稳健增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

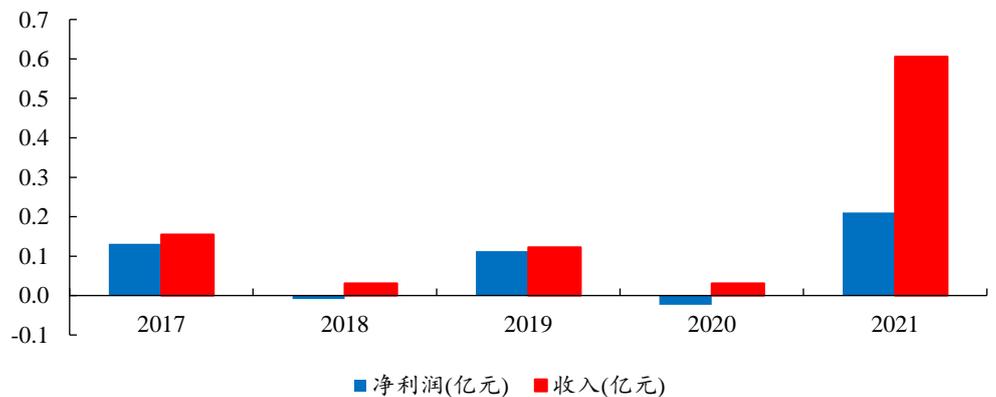
图26：2020年起投行业务线人力快速增加



数据来源：公司公告、开源证券研究所

注册制或加强投行与直投业务协同。公司通过国联通宝下设的股权投资基金开展私募股权投资业务，2021年国联通宝实现收入/净利润分别为0.6/0.2亿。注册制背景下，资本市场加速扩容，随着公司投行股权融资类业务快速发展，预计将强化投行与直投业务协同效应，带动国联通宝利润增长。此外，直投业务开拓的高净值客户与公司绑定效果较好，能够与公司财富管理业务产生协同作用。

图27：国联通宝2021年收入与净利润高增



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.4、人力与资本充足，集聚发展势能

定**增加资本实力,人力扩张集聚发展势能**。公司2021年10月完成定增募资65亿,夯实公司资本实力,有利于吸引人才、继续发展资本中介业务。公司重点聚焦成长型业务,利于提升ROE,近两年业务人员快速扩张,2021年公司员工达2269人,较2019年末增长42%。预计人力扩张期结束后,随着公司各项业务发展,ROE将提升至新的台阶。

表8：定增募资65亿，夯实资本实力

序号	募集资金投资项目	拟投资金额
1	进一步扩大包括融资融券在内的信用交易业务规模	不超过25亿元
2	扩大固定收益类、权益类、股权衍生品等交易业务	不超过30亿元
3	增加子公司投入	不超过5亿元
4	其他营运资金安排	不超过5亿元
合计		不超过65亿元

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表9：2021年10月完成定增后，公司资本金与流动性相关指标提升

母公司风控指标	2019	2020H	2020	2021H	2021	预警线	监管标准
风险覆盖率(%)	388	321	281	194	207	≥120	≥100
资本杠杆率(%)	33	25	23	17	25	≥9.6	≥8
流动性覆盖率(%)	253	596	322	153	219	≥120	≥100
净稳定资金率(%)	158	219	165	146	158	≥120	≥100
自营权益类证券及证券衍生品/净资本	8%	7%	19%	45%	35%	≤80%	≤100%
自营非权益类证券及证券衍生品/净资本	87%	161%	160%	262%	189%	≤400%	≤500%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、盈利预测：盈利成长性凸显

3.1、关键假设

假设2022-2024年两市日均股基成交额分别同比-9%/+13%/+12%，公司股基成交额市占率0.52%/0.54%/0.56%，代销金融产品净收入同比+25%/+52%/+42%。预计公司2022-2024年经纪业务收入5.91/7.25/8.76亿元，同比-3%/+23%/+21%。

假设2022-2024年客户基金投顾授权资产规模同比+30%/+60%/+50%，投顾费率分别为1.10%/1.10%/1.10%。预计公司2022-2024年投资咨询净收入1.30/1.91/2.94亿元，同比+45%/+47%/+54%。

假设2022-2024年公司自营投资收益率4.4%/4.9%/4.7%，自营投资资产规模同比+21%/+19%/+14%。预计公司2022-2024年投资收益(含公允价值变动损益)15.1/19.9/22.2亿元，同比+8%/+32%/+12%。

表10：核心假设

单位：百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
1、经纪业务净收入	526	609	591	725	876
YOY	46%	16%	-3%	23%	21%
两市日均股基成交额（亿元）	9,042	11,340	10,319	11,661	13,060
YOY	62%	25%	-9%	13%	12%
股基成交额市占率	0.48%	0.49%	0.52%	0.54%	0.56%
代销金融产品净收入	29.3	68.2	85.3	129.5	184.4
YOY	172%	133%	25%	52%	42%
代销金融产品规模	14,064	25,234	23,673	33,532	44,374
代销费率	0.002%	0.003%	0.004%	0.004%	0.004%
2、投资咨询净收入	6.6	89.5	129.8	190.8	293.5
YOY	1636%	1248%	45%	47%	54%
客户基金投顾授权资产（亿元）		102.6	133.4	213.5	320.2
YOY		92%	30%	60%	50%
基金投顾费率		1.15%	1.10%	1.10%	1.10%
3、投行业务净收入	275	509	762	933	1,122
YOY	12%	85%	50%	22%	20%
IPO 规模	1,626	683	2,048	2,662	3,461
YOY		-58%	200%	30%	30%
4、资管业务净收入	72	141	219	275	342
YOY	10%	96%	56%	25%	25%
5、利息业务净收入	306	216	298	249	232
YOY	-39%	-29%	38%	-17%	-7%
市场两融融资余额（亿元）	14,820	17,121	15,751	17,956	19,931
YOY	47%	16%	-8%	14%	11%
公司两融市占率（期末值）	0.57%	0.63%	0.68%	0.73%	0.76%
6、投资收益（含公允价值变动损益）	680	1,396	1,510	1,993	2,223
YOY	59%	105%	8%	32%	12%
自营投资资产规模	17,033	30,774	37,267	44,394	50,809
YOY	107%	81%	21%	19%	14%
自营投资收益率	5.4%	5.8%	4.4%	4.9%	4.7%

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、盈利预测

基于以上假设，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 10.98/14.64/17.65 亿元，分别同比+23.5%/+33.4%/+20.5%。公司 2022 年盈利增速有望明显领先同业，自营稳健，长期有望保持高增长。

表11：预计公司 2022-2024 年归母净利润分别同比+23.5%/+33.4%/+20.5%

单位：百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
1、营业收入	1,876	2,967	3,518	4,375	5,101
YOY	16%	58%	19%	24%	17%
手续费及佣金净收入	875	1,346	1,572	1,933	2,341
代理买卖证券业务净收入	526	609	591	725	876
证券承销业务净收入	275	509	762	933	1,122
受托客户资产管理业务净收入	72	141	219	275	342
投资咨询业务净收入	7	89	130	191	294
利息净收入	306	216	298	249	232
投资净收益	592	1,216	1,510	1,993	2,223
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	1	2			
公允价值变动净收益	87	180			
其他业务收入	5	4	4	4	5
2、营业支出	1,088	1,787	2,065	2,436	2,764
营业税金及附加	15	20	24	30	35
管理费用	1,060	1,737	2,005	2,362	2,678
信用减值损失(资产减值损失)	12	30	35	44	51
3、营业利润	789	1,180	1,454	1,939	2,337
加：营业外收入	5	4	7	9	10
减：营业外支出	6	10	7	9	10
4、利润总额	788	1,173	1,454	1,939	2,337
所得税率	25.4%	24.3%	24.5%	24.5%	24.5%
减：所得税	200	285	356	475	573
5、净利润	588	889	1,098	1,464	1,765
少数股东权益占比	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
减：少数股东损益	-	-	-	-	-
归属于母公司所有者的净利润	588	889	1,098	1,464	1,765
YOY	12.8%	51.2%	23.5%	33.4%	20.5%
权益乘数（扣客户保证金）	3.48	3.34	3.80	4.21	4.46
ROE	6.30%	6.59%	6.54%	8.24%	9.29%

数据来源：Wind、开源证券研究所

4、估值与投资建议

4.1、估值分析

ROE 低于可比公司平均，估值高于可比公司平均。考虑流通市值和业务远期发展情况，我们选取 7 家上市券商作为可比公司，包括中信建投、中金公司、中信证券、华泰证券、广发证券、东方证券、华林证券。国联证券 ROE（2022E）低于可比公司平均，PB（2022E）高于可比公司平均，主要由于公司作为次新股流通市值较小，发展战略聚焦成长性业务，远期 ROE 可期。

表12: 公司 ROE (2022E) 低于可比公司平均, PB (2022E) 高于可比公司平均

名称	流通市值 (亿元)	自由流通市 值 (亿元)	年化 ROE (%)				PB	
			2020	2021	2022Q1	2022E	净资产以 2022Q1 末数据计算	净资产以 2022E 数据计算
中信建投	1,942	312	15.3	13.9	7.5	14.6	3.5	3.2
中金公司	1,258	229	12.0	13.8	7.6	13.2	2.7	2.3
中信证券	2,656	1,947	8.7	11.8	9.2	9.9	1.4	1.3
华泰证券	1,078	763	8.6	9.6	5.9	8.4	0.9	0.8
广发证券	1,111	512	10.6	10.6	4.9	9.2	1.3	1.3
东方证券	751	524	4.8	8.6	1.4	7.0	1.2	1.1
华林证券	420	42	14.3	7.9	9.4	-	6.7	-
可比公司平均	1,317	618	10.6	10.9	6.5	8.9	2.5	1.4
国联证券	284	118	6.3	6.6	4.6	6.5	2.0	2.0

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: (1) 上述中金公司、中信建投 2022 年 ROE 和以 2022 年净资产计算的 PB 数据取自 Wind 一致预期, 其中华林证券无 Wind 一致预期数据

(2) PB 以 2022 年 6 月 24 日收盘价计算

基于以下 5 点原因, 我们认为未来公司仍将持续保持估值溢价:

- (1) 前瞻的战略引领叠加管理层优秀的执行力带来估值溢价。
- (2) 战略上以泛财富管理为核心发展业务, 此类业务具有较强的内成长性, 后续人力、资金、客户与业务匹配都能带来 ROE 提升, 远期 ROE 可期。
- (3) 外延收购预期。公司在零售客户基础、公募基金牌照等方面仍有一定欠缺, 外延并购可以快速做大零售客群或补齐公募资管牌照, 管理层曾做过尝试。未来证券行业集中度有望持续提升, 或存在较好的外延并购机会。
- (4) 自营稳健+战略表述清晰+存量资产质量较好+重视股东回报, 降低风险评价。
- (5) 自由流通市值小, 资产稀缺带来估值溢价。

4.2、投资建议

创业型券商典范, 长期成长穿越牛熊。边际上看, 公司自营投资稳健, 各项业务快速扩张, 2022 年业绩增速有望领跑行业, 具有较强盈利景气度; 中长期看, 公司战略清晰, 管理层具有较强的创业精神与优秀的执行力, 各业务线人力快速扩容, 发展势能强劲, 我们认为公司是创业型券商典范, 长期成长性有望助力业绩穿越牛熊, 远期 ROE 可期; 受益于管理团队溢价、业绩成长性突出、具有外延扩张预期、自由流通市值小、自营和资产质量稳健等因素, 公司有望持续享受估值溢价。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 11.0/14.6/17.7 亿元, 分别同比+24%/+33%/+21%, EPS 分别为 0.39/0.52/0.62 元, ROE 分别为 6.5%/8.2%/9.3%, 当前股价对应 2022-2024 年 PE 30.8/23.1/19.2 倍, 对应 PB 2.0/1.8/1.7 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

5、风险提示

- 疫情影响财富管理业务增长不及预期;
- 公司盈利不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	38,753	55,499	65,335	76,444	87,134
现金	10,730	10,574	14,165	15,428	17,309
应收票据及应收账款	65	92	117	132	147
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	27,957	44,834	51,053	60,884	69,677
非流动资产	7,467	10,440	12,345	14,176	15,439
长期投资	105	103	106	109	112
固定资产	89	96	96	104	114
无形资产	59	58	59	63	67
其他非流动资产	7,214	10,183	12,084	13,900	15,146
资产总计	46,220	65,939	77,680	90,620	102,573
流动负债	24,511	29,327	34,598	41,729	46,851
短期借款	-0	38	40	46	55
应付票据及应付账款	379	474	578	778	978
其他流动负债	24,132	28,815	33,980	40,905	45,817
非流动负债	11,115	20,231	25,886	30,561	36,067
长期借款	8,998	16,107	20,134	24,161	28,993
其他非流动负债	2,116	4,124	5,752	6,400	7,074
负债合计	35,626	49,558	60,484	72,290	82,917
少数股东权益	-0	-0	-0	-0	-0
股本	2,378	2,832	2,832	2,832	2,832
资本公积	3,645	8,174	8,174	8,174	8,174
留存收益	606	677	787	933	1,110
归属母公司股东权益	10,594	16,381	17,195	18,330	19,655
负债和股东权益	46,220	65,939	77,680	90,620	102,573

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-4397	-5186	-4515	-3869	-3288
净利润	588	889	1098	1464	1765
折旧摊销	85	95	105	115	125
财务费用	0	0	0	0	0
投资损失	-187	-274	-304	-334	-364
营运资金变动	4105	4786	4986	5186	5386
其他经营现金流	-8901	-10500	-10400	-10300	-10200
投资活动现金流	-1333	-6322	-6222	-6122	-6022
资本支出	-84	-105	-105	-105	-105
长期投资	-1442	-6473	-6423	-6373	-6323
其他投资现金流	194	256	306	356	406
筹资活动现金流	9137	9176	5111	5211	5311
短期借款	-10164	-10310	-10260	-10210	-10160
长期借款	17734	15321	15371	15421	15471
普通股增加	476	454	0	0	0
资本公积增加	1957	4983	0	0	0
其他筹资现金流	-866	-1272	0	0	0
现金净增加额	3410	-2335	3592	1262	1882

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,876	2,967	3,518	4,375	5,101
营业成本	1,088	1,787	2,065	2,436	2,764
营业税金及附加	15	20	24	30	35
营业费用	5	5	5	5	5
管理费用	1,060	1,737	2,005	2,362	2,678
研发费用	-0	-0	-0	-0	-0
财务费用	-0	-0	-0	-0	-0
资产减值损失	12	30	35	44	51
其他收益	-0	-0	-0	-0	-0
公允价值变动收益	87	180	-0	-0	-0
投资净收益	592	1,216	1,510	1,993	2,223
资产处置收益	-0	-0	-0	-0	-0
营业利润	789	1,180	1,454	1,939	2,337
营业外收入	5	4	7	9	10
营业外支出	6	10	7	9	10
利润总额	789	1,180	1,454	1,939	2,337
所得税	200	285	356	475	573
净利润	588	889	1,098	1,464	1,765
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
归母净利润	588	889	1,098	1,464	1,765
EBITDA	874	1,275	1,559	2,054	2,463
EPS(元)	0.25	0.31	0.39	0.52	0.62

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	15.9	58.1	18.6	24.3	16.6
营业利润(%)	14.7	49.6	23.2	33.4	20.5
归属于母公司净利润(%)	12.8	51.2	23.5	33.4	20.5
获利能力					
毛利率(%)	42.0	39.8	41.3	44.3	45.8
净利率(%)	31.3	30.0	31.2	33.5	34.6
ROE(%)	6.3	6.6	6.5	8.2	9.3
ROIC(%)	3.0	2.7	2.9	3.4	3.6
偿债能力					
资产负债率(%)	77.1	75.2	77.9	79.8	80.8
净负债比率(%)	2.2	1.9	2.3	2.7	2.9
流动比率	1.6	1.9	1.9	1.8	1.9
速动比率	1.6	1.9	1.9	1.8	1.9
营运能力					
总资产周转率	5.0	5.3	4.9	5.2	5.3
应收账款周转率	2369.6	3769.1	3366.2	3513.3	3655.9
应付账款周转率	361.8	418.9	392.5	359.3	314.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.25	0.31	0.39	0.52	0.62
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.85	-1.83	-1.59	-1.37	-1.16
每股净资产(最新摊薄)	4.45	5.78	6.07	6.47	6.94
估值比率					
P/E	57.6	38.1	30.8	23.1	19.2
P/B	3.2	2.1	1.97	1.85	1.72
EV/EBITDA	68.8	63.3	57.7	49.4	45.2

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	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	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