

国信证券

002736

审慎增持 (首次)

期待公司治理变化带来的蝶变  
——国信证券跟踪点评

2022年07月01日

分析师:

徐一洲

S0190521060001

孙寅

S0190521060002

研究助理:

汪成鹏

wangchengpeng@xyzq.com.cn

## 投资要点

我们近期对于国信证券进行跟踪，我们认为公司基本面正在发生积极的变化。

**公司治理结构变化有望兑现业务成长性。**公司国有股东持股比例超过80%，兼具国有股东背景带来的政策支持和市场化运营机制带来的经营活力，在“双区”建设中拥有独特的区位优势。高管出身涵盖政府、监管和业务条线，形成相对综合化的治理结构，有望开启公司新一轮成长周期：董事长张纳沙先后在上市公司、资产运营公司、深圳国资委和龙华区政府任职，总裁邓舸先后在证监会并购重组委工作处和上市公司监管部任职；公司副总裁中，分管投行的谌传立出身于证监系统，分管经纪的杜海江出身于国信经纪业务，分管自营的揭冠周、分管资管的成飞是公司全球招聘的副总裁，分别出身于外资投行和国内一线资管业务；公司合规、风控、财务等条线负责人均具备丰富的证券从业经验，管理层的政府背景、监管背景和专业背景可支持公司业务合规稳健发展。

**国信证券具备良好业务能力和客户储备。**从基本盘来看，国信证券在经纪业务和投行业务具备明显的竞争优势；其中经纪业务早先通过银证通客户引流和高度授权的准企业家模式使得国信证券实现零售客户的原始积累，2016-2021年期间公司经纪业务净收入排名大体保持在4-6名；投行方面，公司把握中小板和创业板契机，形成领先优势，2016-2021年投行股票和债券承销净收入排名中枢分别在6-10和6-12名区间。零售客户和企业客户是券商最重要的基本盘，国信证券已形成较好客户基础。近年来，投资业务成长为新的利润支柱，投研也取得显著进步，业务能力全面提升，有望在新管理层带领下开启新发展历程。

**创新能力是未来公司脱颖而出的推动力。**国信证券具备较强的创新基因，在经营中具备较强的前瞻性及市场敏感性，善于迅速把握市场机遇，坚持一手抓传统优势业务转型，一手抓创新业务发展。经纪业务串联起财富管理、资产管理、投资银行的服务链条，实现“全价值链财富管理”；投行业务把握注册制全面有序铺开的历史性机遇，完善业务运营模式，深入挖掘新兴行业和中小企业价值；同时积极布局信用缓释工具一般交易商业务，推动结售汇业务、跨境业务、贵金属自营业务、场外期权一级交易商等业务发展，不断探索新的资产负债表运用方式，有望打开新的盈利空间。

**盈利预测：**预计公司2022-2023年归母净利润为78.28和93.32亿元，同比-22.6%/+19.2%，2022年6月30日收盘价对应的PB分别为1.09和0.98倍，首次覆盖，给予审慎增持评级。

**风险提示：**资本市场大幅波动风险、股票质押和债券投资出现信用风险。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

表：国信证券经纪、投行等业务具有明显优势（单位：名）

行业排名	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
代理买卖证券收入（含席位租赁）	5	4	6	4	4	7
席位租赁收入	16	19	18	18	19	17
代销金融产品收入	8	7	4	3	4	5
投行净收入	5	5	9	8	9	9
财务顾问净收入	11	16	18	26	32	26
股票承销净收入	8	6	6	6	13	10
债券承销净收入	5	6	13	12	9	9
资管净收入	22	28	29	29	27	27
两融利息收入	9	8	9	9	9	9
股票质押收入	6	7	7	6	5	8
证券投资收入	16	15	7	9	11	4
股权投资收入	8	13	7	11	6	14

资料来源：证券业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

表：国信证券利润表预测（单位：亿元，EPS/BPS 为元/股，PE/PB 为倍）

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
营业收入	140.93	187.84	238.18	225.48	265.34
营业收入增速	40.5%	33.3%	26.8%	-5.3%	17.7%
手续费及佣金净收入	61.61	89.77	100.33	102.86	120.53
其中：代理买卖证券业务净收入	40.92	64.24	71.95	77.60	92.61
投行业务净收入	14.26	18.92	19.79	21.88	23.08
资产管理业务净收入	2.36	2.76	2.43	3.38	4.84
利息净收入	17.00	31.48	24.11	18.49	16.06
投资净收益	45.05	48.94	74.36	78.08	97.48
公允价值变动净收益	7.12	0.67	17.40	0.00	0.00
营业支出	76.28	101.51	115.24	121.24	141.08
管理费用	55.60	73.70	97.32	93.85	108.24
营业利润	64.65	86.33	122.94	104.24	124.26
净利润	49.14	66.18	101.17	78.30	93.34
归属于母公司所有者净利润	49.10	66.16	101.15	78.28	93.32
归属于母公司所有者净利润增速	43.4%	34.7%	52.9%	-22.6%	19.2%
EPS	0.60	0.69	1.05	0.81	0.97
ROE	9.0%	9.6%	11.4%	7.8%	8.5%
BPS	6.85	8.42	10.08	8.82	9.79
PE	15.98	13.90	9.09	11.75	9.86
PB	1.40	1.14	0.95	1.09	0.98

资料来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理；PE、PB 估值基于 6 月 30 日收盘价计算

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn