

投资评级 优于大市 维持

财富管理持续推进，各项业务经营业绩均实现较好增长

股票数据

04月01日收盘价(元) 7.16
52周股价波动(元) 6.60-14.48

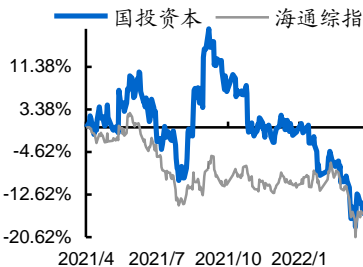
股本结构

总股本(百万股) 6425
流通A股(百万股) 6425
B股/H股(百万股) 0/0

相关研究

《投行收入大增，各项业务同步增长，归母净利润+17%》2021.08.29
《各项业务协同发展，归母净利润同比+36%》2020.09.01

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-3.9	-4.5	-12.9
相对涨幅(%)	3.5	1.8	0.6

资料来源：海通证券研究所

分析师:孙婷

Tel:(010)50949926

Email:st9998@htsec.com

证书:S0850515040002

分析师:任广博

Tel:(010)56760090

Email:rgb12695@htsec.com

证书:S0850522030003

投资要点：央企控股金控平台，股东产业背景雄厚，证券业务占比超7成，投行业务排名居前。合理价值区间为7.91-8.61元，维持“优于大市”评级。

- **【事件】**2021年实现营业收入169.4亿元，同比+19.8%；归母净利润47.9亿元，同比+15.5%；对应EPS 0.75元，ROE 10.6%。四季度单季实现营业收入46.8亿元，同比+8.4%；归母净利润8.6亿元，同比+44.0%。公司券商、基金等各项业务协同发展，各业务经营业绩均实现较好增长。2021年经纪/投行/资管/利息/自营分别占比23%、9%、4%、17%、20%、27%。
- **金融科技赋能财富管理转型，经纪业务收入实现持续增长。**21年实现经纪业务收入39.7亿元，同比+19.4%，占营业收入比重23.5%。其中代销金融产品收入5.15亿元，同比+35.5%，占经纪业务收入13%。安信证券代销金融产品规模2102亿元，同比+169%。公司两融余额457亿元，同比+11%，市场份额2.49%。
- **领先的投行业务，与投资、研究联动服务成长型客户。**21年实现投行业务收入14.9亿元，同比+47.2%。股债承销规模分别同比-18.0%、+86.8%。股权主承销规模186.6亿元，排名第15；其中IPO 21家，募资规模104亿元；再融资11家，承销规模82亿元。债券主承销规模765亿元，排名第24；其中金融债、公司债、企业债规模分别为449亿元、280亿元、36亿元。IPO储备项目13家，排名第46，其中两市主板1家，创业板4家。
- **资管业务主动管理规模占比显著提升，借助产品创新不断丰富产品线。**安信证券资管业务收入6.4亿元，同比+17.8%。安信证券资产管理规模982亿元，同比-25.9%，其中主动管理规模649亿元，同比+12.9%，主动管理占比大幅提升23pct至66%。安信资管持续加大产品开发和创新能力建设，推出场外衍生品策略产品、定制FOF、固收+系列等新策略产品，进一步完善产品线。
- **权益投资积极应对市场行情分化，发挥自营业务压舱石作用。**21年实现投资收益(含公允价值)33.5亿元，同比-20.7%。21年股票市场波动较大，结构化行情加剧，投资业务收入随之大幅波动。安信证券坚持稳健的投资策略，有效控制投资风险，通过多资产多策略等方式降低资产波动。
- **信托、基金、期货等业务共同发展。**21年实现托管及其他业务佣金10.57亿元，同比+1.8%。国投泰康信托业务资产余额1601亿元，同比-4.43%。其中，主动管理信托业务规模1013亿元，同比+2.2%。公司实现基金管理业务收入7.6亿元，同比+54.3%。国投瑞银管理各类资产规模约2508亿元，同比+75%，公募基金规模1635.7亿元，同比+48%。国投安信期货实现营业净收入22.40亿元，同比增长27.98%；净利润4.31亿元，同比增长53.75%，行业排名第8名。
- **【投资建议】**我们预计公司2022-2024E年EPS为0.8、0.82、0.87元，BVPS为10.81、11.46、12.15元。根据分部估值法，公司2022E合理市值为508-553亿元，对应合理价值区间7.91-8.61元，维持“优于大市”评级。
- **风险提示：经纪业务面临量价双杀的风险；注册制推行受阻；市场持续低迷，资本中介业务增速放缓或继续下滑。**

主要财务数据及预测

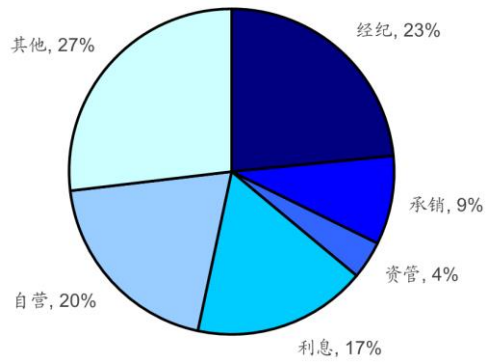
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	14137	16936	17420	18802	20383
(+/-)YoY(%)	25%	20%	3%	8%	8%
净利润(百万元)	4148	4793	5112	5283	5620
(+/-)YoY(%)	40%	16%	7%	3%	6%
每股净利润(元)	0.65	0.75	0.80	0.82	0.87
每股净资产(元)	7.10	7.69	10.81	11.46	12.15

资料来源：公司年报(2020-2021)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

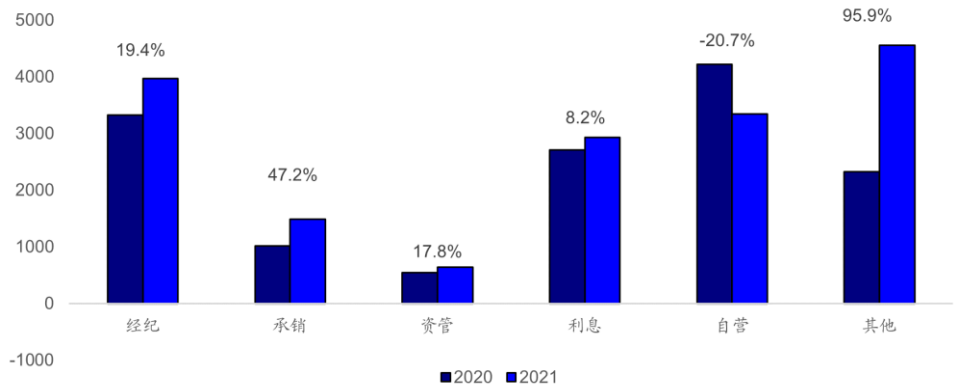
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

图1 国投资本 2021 年收入结构



资料来源：公司 2021 年年报，海通证券研究所

图2 国投资本 2021 年各业务收入同比变化情况 (百万元)



资料来源：公司 2021 年年报，海通证券研究所

表 1 分部估值法估值结果

		区间下限	区间上限
安信证券	2021 年净资产 (亿元)	462.28	462.28
	2022 年预测净资产 (亿元)	519.81	519.81
	PB (倍)	0.90	0.95
	估值 (亿元)	467.83	493.82
	安信证券持股比例	100%	100%
	安信证券估值 (亿元)	467.83	493.82
国投泰安信托	2021 年净利润 (亿元)	10.57	10.57
	2022 年预测净利润 (亿元)	10.36	10.36
	PE (倍)	4.00	5.00
	估值 (亿元)	41.42	51.78
	国投泰康信托持股比例	61%	61%
	国投泰康信托估值 (亿元)	25.39	31.74
国投瑞银基金	2021 年管理规模 (亿元)	1635.70	1635.70
	2022 年预测管理规模 (亿元)	1635.70	1635.70
	P/aum (倍)	0.010	0.015
	估值 (亿元)	16.36	24.54
	国投瑞银基金持股比例	31%	31%
	国投瑞银基金估值 (亿元)	5.11	7.67
国投安信期货	2021 年净利润 (亿元)	4.31	4.31
	2022 年预测净利润 (亿元)	2.40	2.40
	PE (倍)	15.00	20.00
	估值 (亿元)	36.00	48.00
	国投安信期货持股比例	100%	100%
	国投安信期货估值 (亿元)	10.00	20.00
国投资本	2022 年分部估值合计 (亿元)	508.33	553.23
	总股本 (亿股)	64.25	64.25
	每股合理市值 (元)	7.91	8.61

资料来源: 公司 2020、2021 年年报, 海通证券研究所

表 2 中小券商可比公司估值（2022 年 4 月 1 日）

	股价 (元)	市值 (亿元)	P/E (倍)			P/B (倍)		
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
财通证券	8.48	304.35	13.28	12.37	10.74	1.36	1.21	1.11
方正证券	7.14	587.77	53.60	32.25		1.48	1.42	
红塔证券	10.45	492.90	34.88	31.27		3.42	2.12	
长城证券	9.71	301.34	20.07		10.99	1.67		
华林证券	14.30	386.10	47.52	79.82		6.41	6.16	
天风证券	3.53	305.90	67.25	52.17		1.75	1.22	
兴业证券	7.81	523.01	13.06	11.03	8.85	1.39	1.27	1.16
长江证券	6.37	352.26	16.89		12.50	1.25		
西部证券	7.29	325.83	29.17			1.25		
国元证券	7.42	323.79	23.63	16.96	14.11	1.05	1.00	0.96
东吴证券	7.59	380.07	22.26		14.88	1.36		1.18
浙商证券	10.65	413.02	25.38	18.81	16.35	2.13	1.73	1.66
国金证券	9.70	293.36	15.75	14.41	12.95	1.31	1.21	1.11
西南证券	4.44	295.04	27.03			1.17		
华西证券	8.50	223.13	11.74			1.05		
南京证券	8.31	306.34	37.84			1.94		
太平洋	2.95	201.08	-26.44			2.09		
华安证券	5.00	234.88	18.53	16.49		1.66	1.23	
华创阳安	9.42	163.87	24.89			1.08		
第一创业	5.92	248.78	30.61		25.55	1.79		1.60
山西证券	5.72	205.33	27.34			1.21		
国海证券	3.79	206.35	28.45	26.99		1.12	1.11	
东北证券	7.86	183.96	13.80			1.10		
中原证券	4.67	216.82	207.88	42.25	37.63	1.62	1.58	1.50
平均			32.23	29.25	16.23	1.72	1.76	1.27

资料来源：Wind 一致预期，海通证券研究所

表 3 信托可比公司估值（2022 年 4 月 1 日）

	总市值 (亿元)	最新股价 (元)	PE (倍)			PB(倍)		
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
陕国投 A	131	3.30	19.08			1.11		
经纬纺机	74	10.49	17.99			0.81		
爱建集团	109	6.70	8.04	9.43	6.96	0.93	0.88	0.78
五矿资本	237	5.28	6.33			0.63		
江苏国信	238	6.29	10.45		8.84	0.81		0.70
浙江东方	126	4.35	13.95			0.92		
中油资本	665	5.26	8.48			0.74		
安信信托	228	4.17	-3.38			25.54		
行业平均			10.12	9.43	7.90	3.94	0.88	0.74

资料来源：Wind 一致预期，海通证券研究所

表 4 期货可比公司估值（2021 年 4 月 1 日）

	总市值 (亿元)	最新股价(元)	PE (倍)			PB (倍)		
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
南华期货	84	13.74	89.01			3.41		
瑞达期货	86	19.24	34.41	16.99	10.06	4.57	3.80	2.75
行业平均			61.71	16.99	10.06	3.99	3.80	2.75

资料来源：Wind，海通证券研究所

表 5 公募基金股权投资估值案例

收购时间	公司名称	交易股权	交易对价 (亿元)	对应总市值 (亿元)	AUM (交易前最近一季) (亿元)	P/AUM
2020/3/19	英大基金	32.30%	1.53	4.74	100.51	5%
2019/12/18	太平基金	8.50%	0.40	4.71	146.37	3%
2019/11/25	民生加银基金	6.67%	0.86	12.95	1535.20	1%
2019/10/21	广发基金	9.46%	13.90	146.97	1955.19	8%
2019/6/6	摩根士丹利华鑫基金	10.99%	0.93	8.51	4338.44	0%
2019/1/24	万家基金	11.00%	0.68	6.19	845.16	1%
2018/12/4	华安基金	20.00%	6.00	30.00	2709.78	1%
2018/3/28	国联安基金	51.00%	10.45	20.49	211.68	10%
2016/1/22	九泰基金	10.00%	0.3	3	79.01	4%
2014/11/4	安信基金	19.71%	0.79	4.01	43.62	9%
2014/7/18	广发基金	2.80%	1.56	55.71	1242.09	4%
2014/4/9	华安基金	20.00%	6	30	646.83	5%
2014/2/15	东吴基金	21.00%	1.19	5.67	85.59	7%

资料来源: 证监会官网, wind, 海通证券研究所

表 6 国投资本盈利预测（百万元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
一、营业总收入	14137	16936	17420	18802	20383
营业收入	960	1191	1429	1715	2058
手续费和佣金收入	7585	9183	8169	8869	9822
经纪业务收入	4276	5122	5160	5783	6625
投行业务收入	1037	1509	1149	1264	1386
资管业务收入	566	647	418	418	418
基金管理业务收入	493	761	298	298	298
托管及其他业务收入	1039	1057	1036	980	951
其他	174	95	109	126	145
利息净收入	5592	6562	7821	8218	8502
二、营业支出	11939	13165	14820	16079	17394
营业成本	909	1187	1425	1710	2052
利息支出	2885	3632	3612	3810	3859
手续费及佣金支出	1029	1193	1190	1331	1512
经纪业务支出	951	1150	1135	1272	1457
投行业务支出	23	16	15	19	17
资管业务支出	23	7	17	17	17
其他	31	15	23	23	20
营业税及附加	80	86	87	94	102
管理费用	6659	6613	7316	7803	8357
财务费用	377	454	-	-	-
其他收益	64	95	95	95	95
投资净收益	3192	3631	4607	4719	4903
联营合营企业	199	181	199	219	241
汇兑净收益	3	14	-	-	-
公允价值变动净收益	1231	-100	-	-	-
资产减值损失	-24	-9	-	-	-
信用减值损失	-546	-650	-	-	-
资产处置收益	0	-	-	-	-
三、营业利润	6118	6752	7302	7537	7988
加：营业外收入	16	2	-	-	-
减：营业外支出	31	38	-	-	-
四、利润总额	6103	6717	7302	7537	7988
减：所得税	1396	1408	1664	1718	1821
五、净利润	4706	5308	5638	5819	6167
减：少数股东损益	558	515	526	536	547
归属于母公司所有者的净利润	4148	4793	5112	5283	5620
六、每股收益（元）：	0.65	0.75	0.80	0.82	0.87

资料来源：公司 2020 年年报、2021 年年报，海通证券研究所

表 7 国投资本资产负债表 (百万元)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	50519	56760	67302	69909	72666
结算备付金	23902	26920	25378	25952	26542
融出资金	40500	43009	46408	47800	49234
交易性金融资产	40938	42305	46796	48419	50127
衍生金融资产	362	360	34	34	34
买入返售金融资产	16776	12556	20982	21907	22912
应收款项	516	539	522	522	522
应收利息	-	-	-	-	-
其他应收款	1833	2510	2635	2767	2905
预付款项	152	198	208	219	230
存货	140	51	53	56	59
一年内到期的非流动资产	2009	1750	1838	1930	2026
其他流动资产	1167	936	982	1031	1083
存出保证金	982	2068	2171	2280	2394
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
债权投资	-	180	-	-	-
其他债权投资	22031	41409	38194	39518	40912
其他权益工具投资	3704	261	7900	8174	8462
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	2318	2287	2527	2653	2786
其他非流动金融资产	3752	3608	-	-	-
投资性房地产	54	51	59	62	66
固定资产	336	388	371	389	409
在建工程	613	900	676	709	745
无形资产	809	822	892	937	983
商誉	4599	4599	5070	5324	5590
长期待摊费用	68	63	75	78	82
递延所得税资产	664	826	732	769	807
其他资产	-	400	-	-	-
资产总计	218743	246432	271865	281502	291641
短期借款	636	49	50	52	53
应付短期融资款	12049	13378	13779	14192	14618
拆入资金	6721	15108	15561	16028	16509
交易性金融负债	2407	9559	9845	10141	10445
衍生金融负债	171	301	310	319	329
卖出回购金融资产款	17498	8367	8618	8876	9143
代理买卖证券款	64291	70121	72224	74391	76623
应付职工薪酬	3684	3246	3344	3444	3547
应交税费	820	1064	1096	1129	1163
应付款项	152	166	171	176	182
其他应付款	3171	5484	6032	6635	7299
一年内到期的非流动负债	17916	14957	15704	16490	17314
预计负债	10	12	12	13	13
长期借款	3567	4371	4502	4637	4776
应付债券	34748	44489	44489	44489	44489
递延所得税负债	430	454	467	481	496
递延收益	5	2	3	3	3
其他负债	2	2	2	2	2
负债合计	168440	191889	197003	202325	207866
股本	4227	6425	6425	6425	6425
资本公积金	20529	18332	18331	18331	18331
其他综合收益	-111	-3	399	792	1198
盈余公积金	485	569	649	738	835
一般风险准备	3971	4780	5936	6984	8099
未分配利润	13284	16120	19413	22017	24818
归属于母公司所有者权益合计	45588	49425	69486	73619	78039
少数股东权益	4715	5118	5376	5558	5736
所有者权益合计	50303	54543	74862	79177	83775
负债及股东权益总计	218743	246432	271865	281502	291641

资料来源：公司 2020 年年报、2021 年年报，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

孙婷 银行行业，非银行金融行业
任广博 非银行金融行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 兴业银行, 中信银行, 第一创业, 江苏银行, 沪农商行, 中国太保, 国金证券, 邮储银行, 杭州银行, 光大证券, 东吴证券, 宁波银行, 东方财富, 建设银行, 中国人寿, 汇丰控股, 国泰君安, 华兴资本控股, 苏州银行, 瑞达期货, 上海银行, 重庆银行, 兴业证券, 交通银行, 中国银行, 招商证券, 东亚银行, 大新银行集团, 常熟银行, 浙商证券

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准; 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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。

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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。