

投行业务为牵引，受益于注册制改革

证券研究报告

2023年02月27日

国金证券（600109.SH）首次覆盖报告

核心结论

核心观点：投行业务是国金证券的主要标签。2021年及2022年前三季度公司投行业务收入占比达到26.3%和35.8%，居上市券商前列。在全面注册制改革的大背景下，公司投行业务预计将直接受益。经营机制方面，公司通过定增的方式引入成都国资委，弥补资本金缺口并理顺治理机制。

投行业务：收入贡献占比位居行业前列，项目储备及人员数量为下一阶段增长奠定基础。投行业务是券商服务实体经济的重要抓手，公司提出“投行牵引”战略，IPO业务优势显著。从项目储备看，截至2023年2月27日，IPO排队数共32家，位居行业第八；公司共有263名保荐代表人，位居行业第九，比肩头部券商，较2017年水平增幅达89.2%。公司结合自身投行业务优势，明确“以投行为牵引，以研究为驱动”的战略原则，期望凭借投行的率先发展为公司注入优质资产和长期资金，带动其他机构业务全面发展。

经纪业务：线上线下融合，较早发力金融科技。截至2021年末，公司共有69家营业部，集中于四川省（23家）。公司较早利用线上渠道获客，并于2014年推出首个互联网金融产品“佣金宝”APP，目前已更新至7.0版本。公司以此为载体推动财富管理转型，为客户提供精准匹配产品和差异化服务。

投资业务：补充资本金打开增长上限。2018-2021年，公司自营业务收入稳步提升，重点关注固收业务发展；2022年受市场波动影响出现回落。定增补充资本金后，我们预计公司重资本业务有望迎来发展，推动业绩回升。

投资建议：我们预计公司2022-2024年营业收入分别为56.44亿元、67.19亿元和76.57亿元；归母净利润为12.07亿元、18.04亿元和21.98亿元；对应EPS分别为0.32、0.48、0.59元。投行业务是公司的特色业务，预计将直接受益于全面注册制等政策利好。我们给予公司2023年1.4倍PB的估值，对应目标价为12.10元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：市场波动风险、资本市场改革不及预期、治理机制变动风险。

核心数据

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	6062.80	7126.63	5643.99	6719.07	7656.71
增长率	39.39	17.55	-20.80	19.05	13.95
归母净利润（百万元）	1862.64	2317.32	1206.90	1804.04	2197.55
增长率	43.44	24.41	-47.92	49.48	21.81
每股收益（EPS）	0.62	0.77	0.32	0.48	0.59
市盈率（P/E）	18.72	15.04	28.88	19.32	15.86
市净率（P/B）	1.26	1.16	1.13	1.08	1.03

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的投资评级说明和声明

公司评级

买入

股票代码

600109.SH

前次评级

--

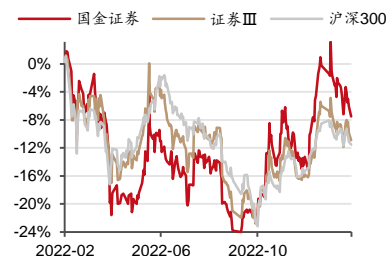
评级变动

首次

当前价格

9.28

近一年股价走势



分析师



罗钻辉 S0800521080005



15017940801



luozuanhui@research.xbmail.com.cn

联系人



孙冀齐



13162770049



sunjiqi@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

投资要点	4
关键假设	4
区别于市场的观点	4
股价上涨催化剂	4
估值与目标价	4
国金证券核心指标概览	5
一、 国资背景强化，注入发展新动能	6
1.1 公司简介：股权结构持续优化，高管团队稳定	6
1.2 财务表现：整体经营较为稳健，盈利能力优于行业	9
1.3 业务特色：投行业务优势突出，经纪业务特色鲜明	11
二、 互联网科技先行者，“投行牵引”引领发展	12
2.1 投行业务：紧抓注册制机遇，项目储备优势显著	12
2.2 财富管理业务：金融科技接续赋能，两融市占率逐年提升	16
2.3 资产管理业务：获批设立资管子公司，大力发展集合资管	17
2.4 自营投资业务：金融资产规模持续扩容，固收类投资占据主导	18
三、 盈利预测与投资建议	19
3.1 盈利预测	19
3.2 投资建议	20
四、 风险提示	21

图表目录

图 1：国金证券核心指标概览图	5
图 2：国金证券发展历程	6
图 3：国金证券股权结构演变	7
图 4：21 年非公开发行前公司持股情况	7
图 5：21 年非公开发行新股登记完成后公司前十大股东持股情况	7
图 6：公司前十大股东持股情况（截至 2022 年 9 月末）	8
图 7：国金证券现任管理层	8
图 8：国金证券子公司情况	9
图 9：国金证券营业收入及归母净利润	9
图 10：国金证券归母净利润增长总体优于可比券商（单位：亿元）	9
图 11：2017-2021 年国金证券 ROE 水平显著高于行业平均	10
图 12：国金证券 ROE 水平整体高于可比券商	10

图 13: 国金证券资本规模及业绩排名稳定	10
图 14: 国金证券资产规模不断扩大	10
图 15: 国金证券杠杆率仍有较大提升空间	10
图 16: 2020 年以来, 国金证券投行业务收入排名逐年提升	11
图 17: 国金证券投行收入贡献占比三成左右	11
图 18: 2023 年国金证券与可比券商及证券行业收入结构对比	12
图 19: 公司投行收入同比增速高于上市券商平均水平	12
图 20: 2022 前三季度公司投行收入占比位列可比公司第一	12
图 21: 券商服务实体经济的定位将不断强化	13
图 22: 注册制改革政策梳理 (2018-2022 年)	13
图 23: 国金证券 IPO 募资金额及市占率	14
图 24: 国金证券再融资募资金额及市占率	14
图 25: 国金证券债券承销金额及市占率	14
图 26: 国金证券客户为中小民企为主	15
图 27: 国金证券 IPO 项目储备充足	15
图 28: 国金证券保荐代表人数量持续增长	15
图 29: 国金证券经纪业务结构不断优化	16
图 30: 国金证券股基交易额市占率保持稳定	16
图 31: 国金证券佣金率与行业基本相同	16
图 32: “佣金宝”APP 新增客户年轻化趋势明显	16
图 33: 国金证券两融规模市占率逐年提高	17
图 34: 国金证券股票质押风险可控	17
图 35: 国金证券信用业务履约保障比水平相对合理	17
图 36: 2021 年以来, 国金证券资管业务规模有所增长 (亿元)	18
图 37: 国金证券资管业务收入重回升势 (万元)	18
图 38: 国金基金营业收入及其净利润情况 (亿元)	18
图 39: 国金证券 22Q3 自营投资收益波动较大	19
图 40: 国金创投营业收入、净利润 (亿元) 及贡献占比	19
图 41: 国金证券金融资产规模不断增长 (亿元)	19
图 42: 国金证券以债券投资为主 (万元)	19
图 43: 国金证券的盈利预测 (百万元)	20
图 44: A 股主要可比公司的估值情况 (PB 及 PE)	21
图 45: 国金证券 PB 估值情况	21

投资要点

关键假设

我们预计国金证券 2022-2024 年营业收入分别为 56.44 亿元、67.19 亿元、76.57 亿元，同比-20.80% / +19.05% / +13.95%；归母净利润分别为 12.07 亿元、18.04 亿元、21.98 亿元，同比-47.92% / +49.48% / +21.81%，对应 EPS 分别为 0.32 / 0.48 / 0.59 元，BPS 分别为 8.28 / 8.64 / 9.08 元，对应 ROE 水平分别为 3.91% / 5.60% / 6.50%。

1) 经纪业务方面，假设市场平稳运行，股基成交额稳步提升。假设 2022-2024 年股基日均成交额分别为 0.93 万亿元、1.06 万亿元、1.22 万亿元，经纪业务净佣金率分别为 0.0297%、0.0288%、0.0279%，预计 2022-2024 年经纪业务净收入分别为 15.12 亿元、17.53 亿元、19.47 亿元，同比-22.8% / +16.0% / +11.1%。

2) 资产管理业务方面，假设政策保持稳健，资本市场改革持续推进。我们预计 2022-2024 年的业务净收入分别为 1.25 亿元、1.42 亿元、1.67 亿元，同比+9.1% / +13.5% / +17.4%。

3) 投行业务方面，全面注册制相关规定发布实施，我们预计 2022-2024 年的业务净收入分别为 17.77 亿元、21.24 亿元、24.85 亿元，同比-1.8% / +19.5% / +17.0%。

4) 投资业务方面，假设市场保持平稳，公司投资收益率回暖，我们预计 2022-2024 年投资收益分别为 9.03 亿元、12.33 亿元、15.26 亿元，同比-49.8% / +36.6% / +23.8%。

5) 信用业务方面，政策优化带来两融标的扩容，预计市场回暖有望推动规模提升。我们预计 2022-2024 年利息净收入分别为 13.26 亿元、14.66 亿元、15.30 亿元，同比+12.2% / +10.5% / +4.4%。

区别于市场的观点

1) 市场认为定增或将摊薄公司的 ROE，我们认为公司有望受益于 2023 年回暖，资本中介业务和自营业务有望回升，助力提升公司杠杆率，进而撬动公司的 ROE。

2) 市场认为投行业务对于公司利润贡献或低于收入贡献水平，我们认为投行业务作为机构业务的入口，有望带动公司整体业务均衡发展。

股价上涨催化剂

1) 投行业务是公司的主要收入来源，全面注册制落地后，利好公司投行业务发展；

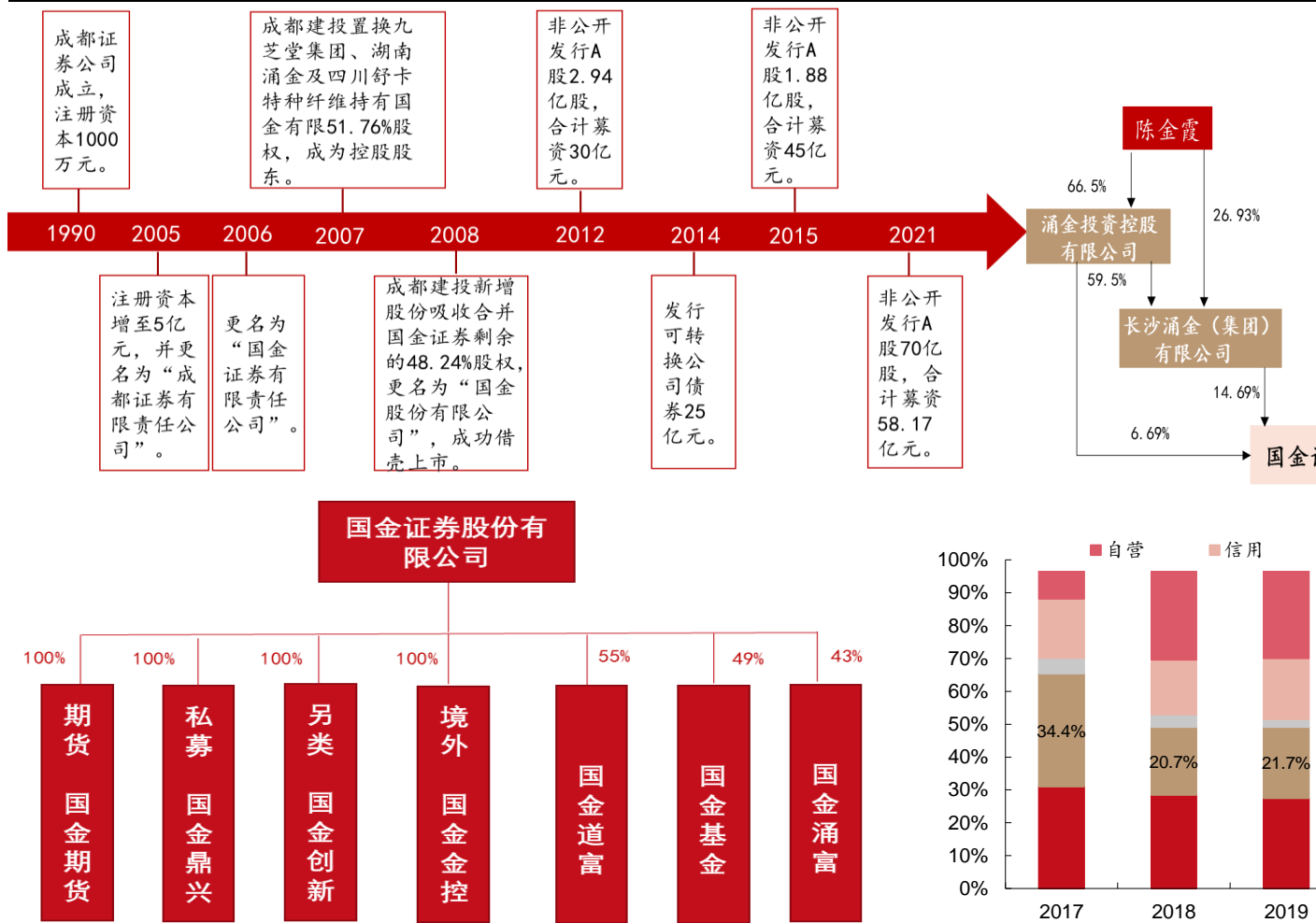
2) 公司经纪、自营等业务与市场走势高度相关，若市场走强，公司业绩有望持续增长。

估值与目标价

基于资产规模以及 ROE 等核心指标表现，考虑业务特色，我们选取长江证券、国联证券、浙商证券、长城证券四家券商作为可比公司。现阶段证券行业整体处于估值中枢以下，截至 2 月 28 日，4 家可比公司的 A 股 PE (TTM) 和 PB (MRQ) 均值分别为 30.53 倍、1.47 倍，22 年 Q1-3 加权 ROE 均值为 3.62%；国金证券当前 A 股股价对应 PE (TTM) 和 PB (MRQ) 分别为 21.76 倍和 1.13 倍，2022 年前三季度加权 ROE 为 2.94%。2019 年至今，公司 A 股估值处于 0.93 至 2.63 倍 PB 之间，中位数为 1.40 倍 PB。公司盈利能力较强，投行业务具有一定竞争优势，全面注册制落地利好投行业务发展，我们给予公司 23 年 1.4 倍 PB 的估值，对应目标股价为 12.10 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

国金证券核心指标概览

图 1：国金证券核心指标概览图



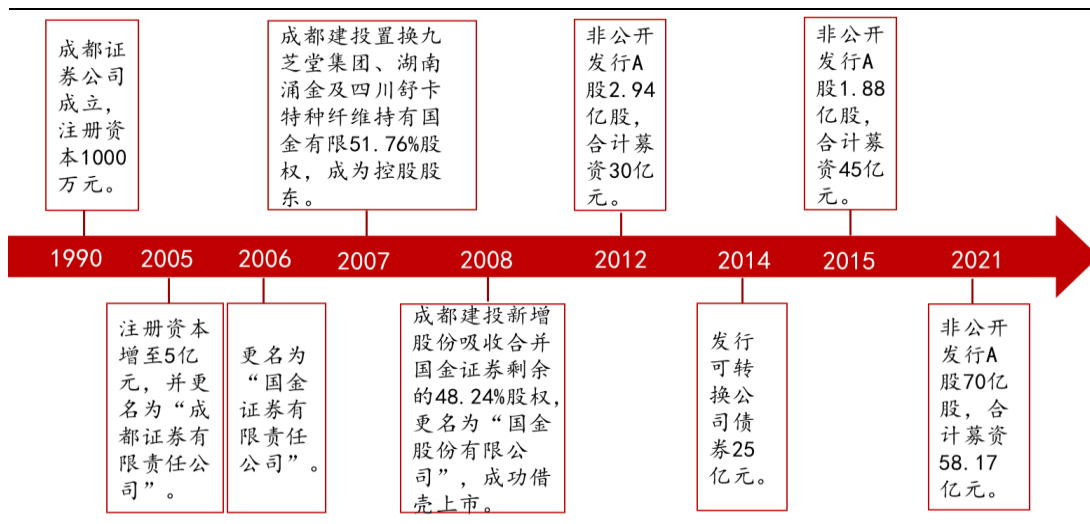
资料来源：公司官网，西部证券研发中心

一、国资背景强化，注入发展新动能

1.1 公司简介：股权结构持续优化，高管团队稳定

2008年借壳上市后迎来发展。国金证券有限公司（简称“国金证券”或“公司”）的前身为成都证券，成立于1990年12月，注册资本为1000万元；1997年、2003年、2005年历经三次更名、三次增资，注册资本增至5亿元。2006年，成都证券有限责任公司更名为“国金证券有限责任公司”（即“国金有限”）；2007年，成都建投实施股权分置改革，置换国金有限51.76%的股权；2008年，成都建投以新发股份的方式收购国金有限剩余48.24%的股权，并将其更名为“国金证券股份有限公司”，公司成功实现借壳上市，成为我国第8家上市券商。上市后，公司通过非公开发行、资本公积金转增股本、发行可转债等方式多次补充资本金，2012年、2015年、2021年分别通过定增募资30亿元、45亿元、58亿元；2014年，公司发行可转债募资25亿元，再融资合计募资158亿元。

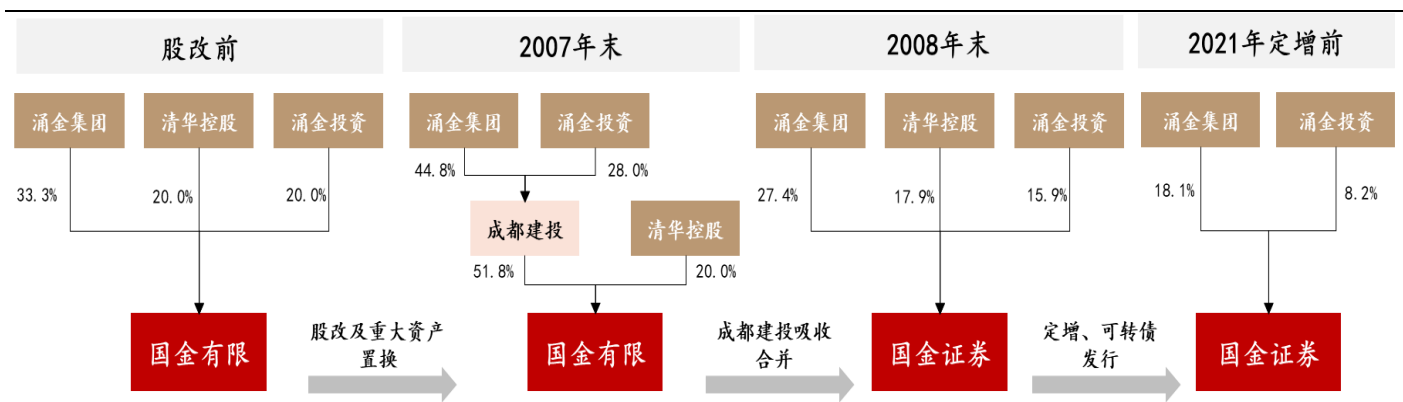
图2：国金证券发展历程



资料来源：公司公告，可转换公司债券上市公告书，西部证券研发中心

“涌金系”券商，股权结构相对分散。2005年，“涌金系”旗下长沙九芝堂及涌金投资通过增资扩股及受让老股的方式入股成都证券，合计持股比例为53.32%，成为成都证券的控股股东。“涌金系”入主后，成都建投开展股权分置改革，通过重大资产置换和吸收合并的方式装入国金有限的全部资产，并将其更名为国金证券。截至2008年末，“涌金系”下长沙九芝堂、涌金投资分别持有国金证券27.4%、15.9%的股权，成为公司第一、第三大股东。2012-2015年间，公司实施定增并发行可转债；2020年，涌金投资减持公司股份，“涌金系”持股比例稀释。截至2021年定增前，公司第一、二大股东分别为长沙涌金和涌金投资，二者为一致行动人，合计持股比例达26.3%，公司实际控制人为陈金霞；其他股东持股比例均低于5%。

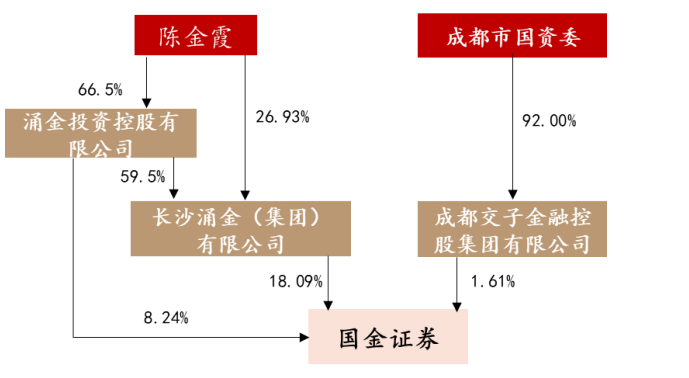
图 3：国金证券股权结构演变



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

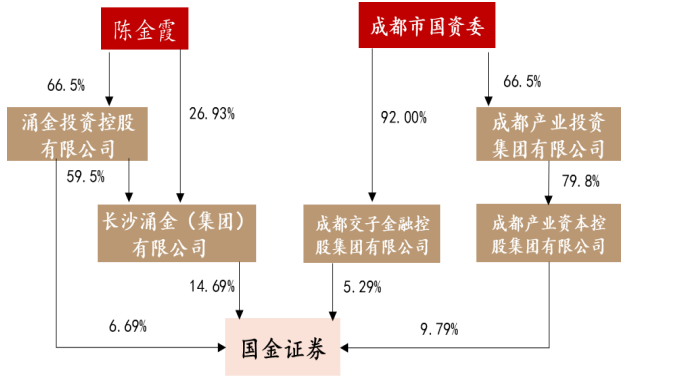
资本实力不断夯实，国资背景逐步强化。2021年8月10日，公司发布定增预案，拟募资总额不超60亿元用于增加公司资本金、补充营运资金及偿还债务、扩展相关业务、扩大业务规模、优化业务结构、提升公司的市场竞争力和抗风险能力，共有7名投资者参与此次定增，成功募资58.17亿元；其中，成都产投、成都交子分别获配3.65亿股、1.48亿股，持股比例分别为5.3%、9.8%。本次定增完成后，成都产投和成都交子合计持有公司股份5.62亿股，占比15.1%；二者均由成都市国资委控股，标志着成都市国资委跻身国金证券第二大股东，公司股权结构优化，国资背景进一步强化。截至2022年第三季度末，公司共有4位股东持股比例超过5%，分别为长沙涌金集团、成都产投、涌金投资、成都交子，持股比例分别为14.7%、9.8%、6.7%、5.3%；在充足资本金的支持下，公司业务有望得到进一步发展。

图 4：21 年非公开发行前公司持股情况



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 5：21 年非公开发行新股登记完成后公司前十大股东持股情况



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 6: 公司前十大股东持股情况 (截至 2022 年 9 月末)

序号	公司名称	持股数量 (万股)	持股比例
1	长沙涌金(集团)有限公司	54,708	14.69%
2	成都产业资本控股集团有限公司	36,462	9.79%
3	涌金投资控股有限公司	24,926	6.69%
4	成都交子金融控股集团有限公司	19,718	5.29%
5	李怡名	6,498	1.74%
6	香港中央结算有限公司	6,346	1.70%
7	光大证券股份有限公司	6,036	1.62%
8	山东通汇资本投资集团有限公司	5,328	1.43%
9	国泰中证全指证券公司交易型开放式指数证券投资基金	4,723	1.27%
10	华宝中证全指证券公司交易型开放式指数证券投资基金	3,564	0.96%
	合计	168,310	45.18%

资料来源:公司公告,西部证券研发中心

高管团队稳定可靠,持续赋能业务发展。公司董事长冉云、副董事长杜航等多位高管从业经历丰富,在公司履职超过 10 年,稳定的管理层架构有利于公司的可持续发展。公司前任总经理金鹏(2010 年任职)、现任总经理姜文国(2021 年任职)均为公司老将,为业务突破做出巨大贡献。其中,金鹏先生任职期间,公司于 2012 年、2014 年、2015 年通过非公开发行、资本公积金转增股本、可转债等方式四次扩充资本金,将注册资本增至 30.24 亿元。姜文国先生加入国金证券后,从零开始开拓投行业务,推动业务逐渐崭露头角,成为民营券商中的佼佼者,为公司贡献近三成营收。稳定的高管团队有利于公司长期、可持续发展。

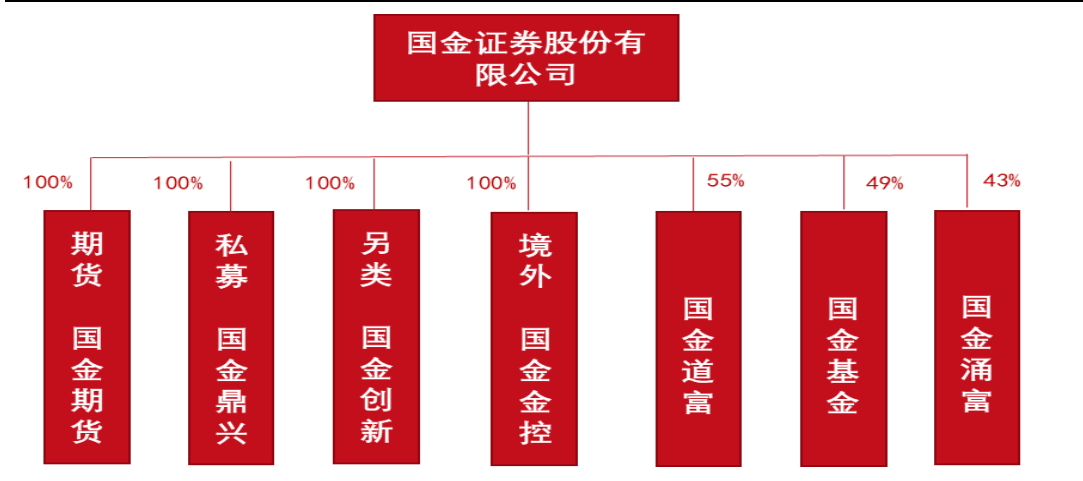
图 7: 国金证券现任管理层

姓名	职位	开始任职日期	任期期限	是否涌金系	从业经历
冉云	董事长	2009.12	13 年	否	曾任成都金融市场职员,成都市人民银行计划处职员,成都证券公司发行部经理,国金证券有限责任公司监事长,国金证券股份有限公司监事会主席。
杜航	副董事长	2013.05	9 年	否	曾任航空信托投资有限责任公司信贷部副经理、证券部负责人,航空证券筹备领导小组成员,中航证券有限公司副总经理、总经理。
金鹏	监事会主席	2010.01	12 年	是	曾任涌金期货经纪有限公司总经理助理,上海涌金理财顾问有限公司副总经理,河北财金投资有限公司总经理,涌金实业(集团)有限公司副总裁,国金证券总经理,国金期货有限责任公司董事长。
姜文国	总经理、财务总监	2008.01	14 年	否	曾任光大证券资产经营部项目经理,兴业证券股份有限公司投资银行上海总部总经理,兴业证券总裁助理,国金证券有限责任公司投资银行部总经理,公司副总经理。
易浩	首席风险官	2014.03	8 年	否	曾任建行长沙市分行法律顾问,湘财证券合规管理总部总经理、风险管理总部总经理、稽核管理总部总经理、办公室主任、董秘处主任,国金证券合规总监。
周洪刚	董事会秘书	2013.05	9 年	是	曾任三一重工人力资源部副部长,湖南电广商务拓展有限公司市场总监,九芝堂助理销售总监,浙江祥邦科技有限公司副总经理,国金证券人力资源部总经理。
刘邦兴	合规总监	2015.12	7 年	是	曾任汕头经济特区对外商业(集团)公司法律顾问,汕头证券法律顾问,涌金集团法律部副总经理,国金证券有限责任公司董事会秘书,本公司董事会秘书。

资料来源:Wind,西部证券研发中心,截至 2022 年 12 月

业务体系较为完备，治理结构扁平高效。截至2021年末，公司拥有国金期货、国金鼎兴、国金创新、国金金控4家全资子公司，控股国金道富（持股比例55%），参股国金基金（持股比例49%）和国金涌富（持股比例43%）。公司通过国金道富开展基金行政人服务，主要为资管机构提供估值核算、注册登记、运营管理等服务。公司设有16个职能部门、8家分公司和69家营业部，各分公司分别负责经纪、投行、资管、自营、投资咨询等业务，管理条线清晰明确，信息传递高效。

图8：国金证券子公司情况

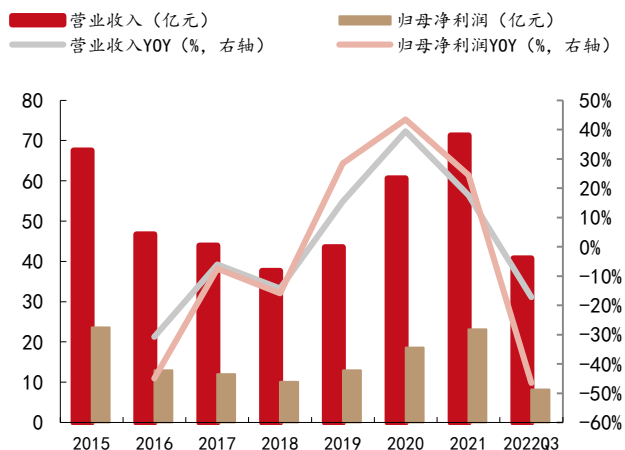


资料来源：公司公告，西部证券研发中心，截至2021年12月

1.2 财务表现：整体经营较为稳健，盈利能力优于行业

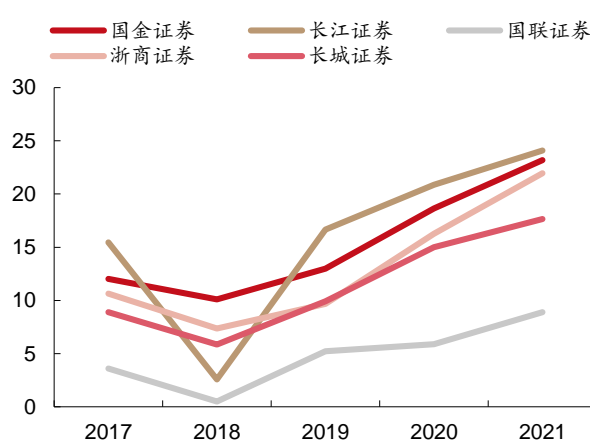
业绩韧性较强，2017-2021年ROE高于行业均值，2022年前三季度受市场波动影响略降。受权益市场波动影响，2022年前三季度公司营收和归母净利润出现一定下滑，营业收入为40.74亿元，同比-17.2%；归母净利润为8.23亿元，同比-46.5%，但整体来看韧性依然较强。2017-2021年，国金证券ROE明显优于可比券商，公司ROE水平分别为6.38%、5.18%、6.27%、8.29%、9.49%，同期行业ROE为6.11%、3.52%、6.09%、6.82%、7.44%，体现出公司较强的盈利能力。

图9：国金证券营业收入及归母净利润



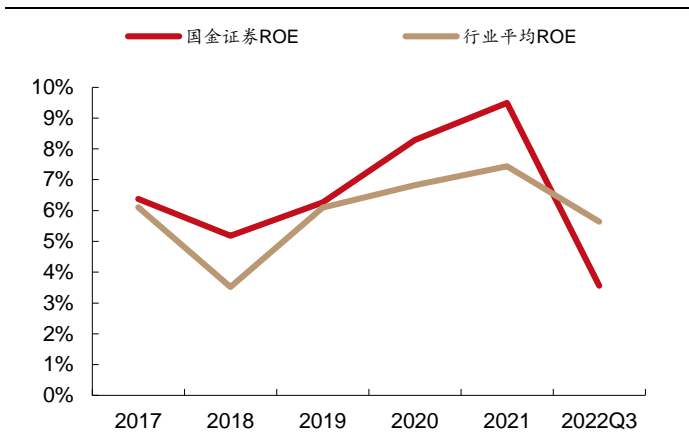
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图10：国金证券归母净利润增长总体优于可比券商（单位：亿元）



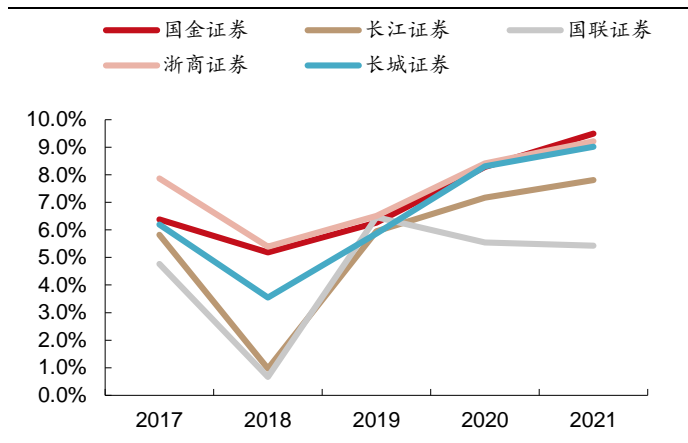
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 11: 2017-2021 年国金证券 ROE 水平显著高于行业平均



资料来源: 公司公告、中国证券业协会, 西部证券研发中心; 其中 22Q3 为年化收益率

图 12: 国金证券 ROE 水平整体高于可比券商



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

率

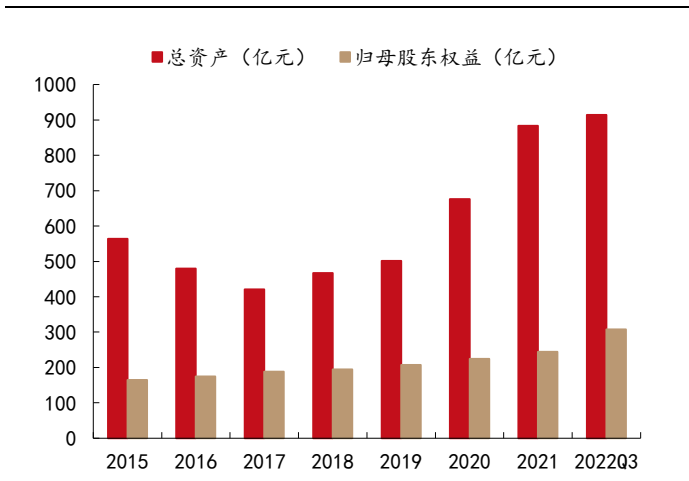
资产规模不断增长, 杠杆水平有序提升。2017 年-2022 年三季度末, 公司资产规模行业排名稳中有升, 总资产排名由第 33 名升至第 26 名, 净资产排名由 23 名升至 21 名。2017-2021 年公司总资产、净资产 CAGR 分别达 20.4%、6.7%。近年来, 公司杠杆率大幅提升, 由 2019 年的 1.77 倍升至 2021 年的 2.85 倍, 体现出公司的资金运用能力不断增强 (2022 年前三季度略降)。杠杆率的提升有望助推 ROE 水平进一步上升, 但与行业杠杆率均值相比仍有较大提升空间。

图 13: 国金证券资本规模及业绩排名稳定

指标	2017	2018	2019	2020	2021	2022Q3
总资产	33	32	32	30	27	27
归母股东权益	23	22	22	24	26	22
营业收入	21	21	23	23	22	21
归母净利润	21	13	19	20	20	24

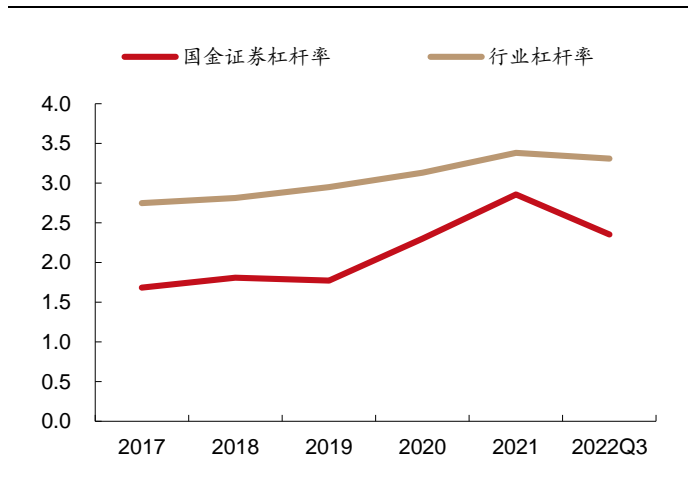
资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心, 统计范围为 41 家上市券商

图 14: 国金证券资产规模不断扩大



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

图 15: 国金证券杠杆率仍有较大提升空间



资料来源: 公司公告, 中国证券业协会, 西部证券研发中心

1.3 业务特色：投行业务优势突出，经纪业务特色鲜明

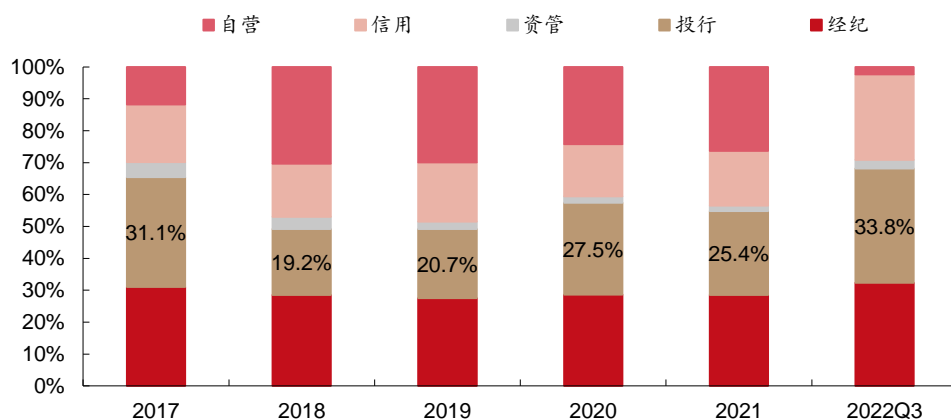
投行业务锐意进取，经纪业务稳健发展。剔除其他业务收入后，公司 2022 年前三季度经纪、投行、资管、信用、自营业务收入分别为 12.5 亿元、13.8 亿元、1.1 亿元、10.3 亿元、0.9 亿元，占比分别为 30.6%、33.8%、2.6%、25.4%和 2.2%。其中，经纪和投行业务合计收入贡献占比达 64.4%，是公司收入的核心贡献来源。2017 年-2022 年三季度末，公司经纪业务排名始终稳定在行业第 20 名左右，投行业务排名由行业第 11 名升至第 8 名，表现亮眼。

图 16：2020 年以来，国金证券投行业务收入排名逐年提升

指标	2017	2018	2019	2020	2021	2022Q1-3
经纪业务收入	18	18	18	19	21	21
投行业务收入	11	14	15	10	9	8
资管业务收入	28	31	32	31	32	30
信用业务收入	15	15	22	18	17	17
自营业务收入	31	22	28	28	21	30

资料来源：Wind，西部证券研发中心，统计范围为 41 家上市券商

图 17：国金证券投行收入贡献占比三成左右

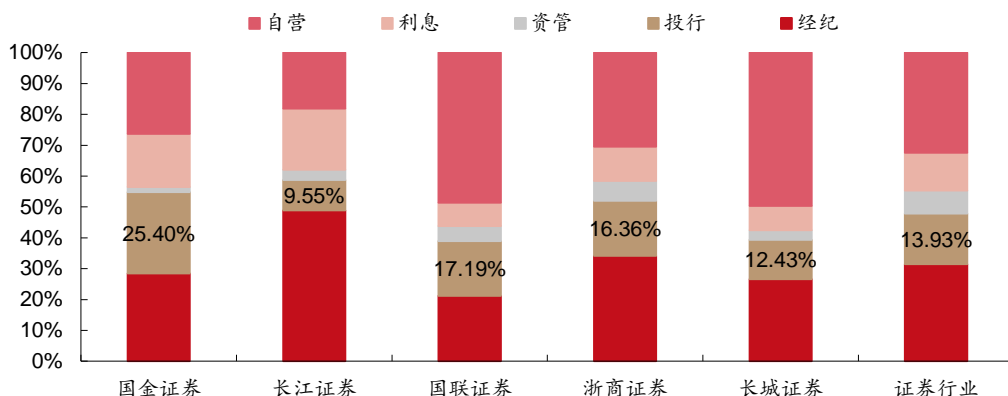


资料来源：Wind，西部证券研发中心

投行业务高速增长。2019 年以来，公司投行收入增速高于上市券商均值，2019 年-2022 年前三季度同比增速分别为 25.0%、84.9%、8.6%和 32.4%，同期 41 家上市券商投行收入同比增速分别为 23.6%、39.4%、6.5%和 5.4%。2022 年前三季度公司投行收入为 13.8 亿元，贡献占比达 33.8%，位居行业第一。

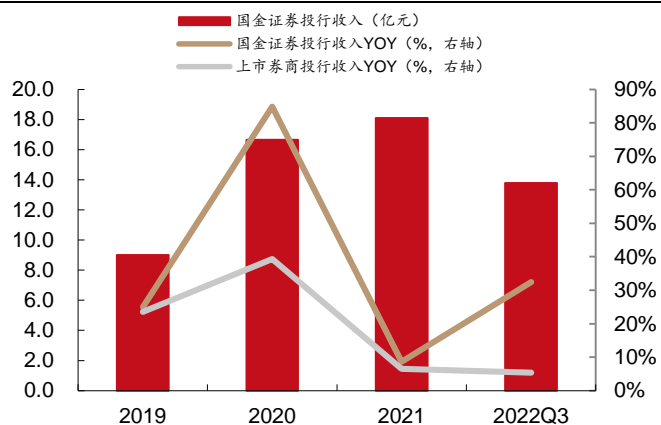
与可比公司及行业相较，公司投行业务收入占比高。2021 年国金证券、长江证券、国联证券、浙商证券和长城证券的投行业务收入贡献占比分别为 25.4%、9.6%、17.2%、16.4%、12.4%，同期行业投行收入贡献占比为 13.9%。我们选取的公司在细分业务领域均有差异化的优势，比如长城证券在公募基金领域占优（体现在投资收益中），长江证券在经纪业务领域占优（主要是研究所）、国联证券的自营业务相对稳健，浙商证券则在经纪业务和自营方面占优。

图 18: 2021 年国金证券与可比券商及证券行业收入结构对比



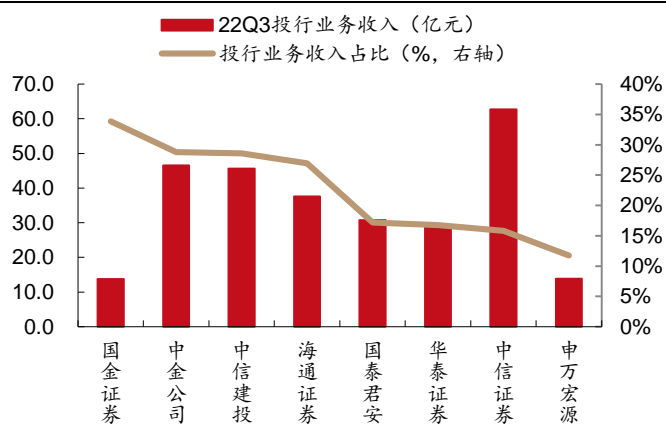
资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心, 采用 2021 年数据主要考虑 2022 年自营波动较大

图 19: 公司投行收入同比增速高于上市券商平均水平



资料来源: Wind, 西部证券研发中心, 统计范围为 41 家上市券商

图 20: 2022 前三季度公司投行收入占比位列可比公司第一



资料来源: Wind, 西部证券研发中心; 统计样本为 22Q1-3 投行收入排名前 8 的券商

二、互联网科技先行者，“投行牵引”引领发展

2.1 投行业务：紧抓注册制机遇，项目储备优势显著

投行业务是券商服务实体经济的重要抓手。2023 年《中央经济工作会议公报》强调推动“科技-产业-金融”良性循环；而资本市场是连接科技、产业、金融的纽带，券商作为资本市场的主要中介机构，可通过股债融资、并购、投资基金等多种方式大力支持实体经济发展，投行业务将直接受益于政策利好。2022 年 12 月，证监会党委会议提出“深入推进股票发行注册制改革”，在金融服务实体经济不断强化、全面注册制加速落地的背景下，投行业务将为券商带来可观的业绩增量和盈利增长。

全面注册制正式落地，利好公司投行业务发展。2023 年 2 月，中国证监会就全面实行股票发行注册制主要制度规则向社会公开征求意见。本轮改革意味着 A 股注册制改革正式落地，不仅是主板的注册制改革，也囊括了科创板、创业板、北交所等各个板块，包括首发、再融资、并购重组、发行交易、持续信披等内容。我们预计随着改革的推进，股权融资规模有望维持高位。

图 21：券商服务实体经济的定位将不断强化

时间	单位	相关表述
2022/03	国务院	坚持金融服务实体经济，防止脱实向虚。
2022/03	证监会	证监会拟于近期推出一系列政策措施，进一步拓宽民营企业债券融资渠道，增强服务民营经济发展质效。
2022/03	国务院办公厅	以坚实的信用基础促进金融服务实体经济。
2022/04	人民银行、银保监会	要用好用足各项金融政策，主动靠前服务实体经济。
2022/06	人民银行	提升金融体系与实体经济的适应性，优化直接融资和间接融资，促进中小金融机构改革重组，杜绝违规跨区域、超范围经营。
2022/08	国务院	部署推动降低企业融资成本和个人消费信贷成本的措施，加大金融支持实体经济力度。
2022/09	人民银行	坚守金融工作的人民性，要以服务实体经济为根本目标。经济是金融的根基，金融必须回归本源，把服务实体经济放在首要位置，主动为实体经济“输血”“造血”，形成金融和实体经济共生共荣的良性循环。
2022/10	党的二十大报告	健全资本市场功能，提高直接融资比重；建设现代化产业体系，坚持把发展经济的着力点放在实体经济上，推进新型工业化。
2022/10	证监会	坚持金融服务实体经济的宗旨，全面深化改革，完善多层次市场体系，健全资本市场功能，提高直接融资比重。
2022/12	中央经济工作会议	推动“科技—产业—金融”良性循环。
2022/12	证监会党委会议	紧紧围绕制造业重点产业链、科技创新、民营企业等重点领域和薄弱环节，完善资本市场制度供给，助力“科技—产业—金融”良性循环。
2023/02	证监会	就全面实行股票发行注册制主要制度规则向社会公开征求意见。
2023/02	证监会	发布全面实行股票发行注册制相关制度规则，自公布之日起施行。证券交易所、全国股转公司、中国结算、中证金融、证券业协会配套制度规则同步发布实施。

资料来源：国务院、人民银行、证监会、银保监会，西部证券研发中心整理

图 22：注册制改革政策梳理（2018-2022 年）

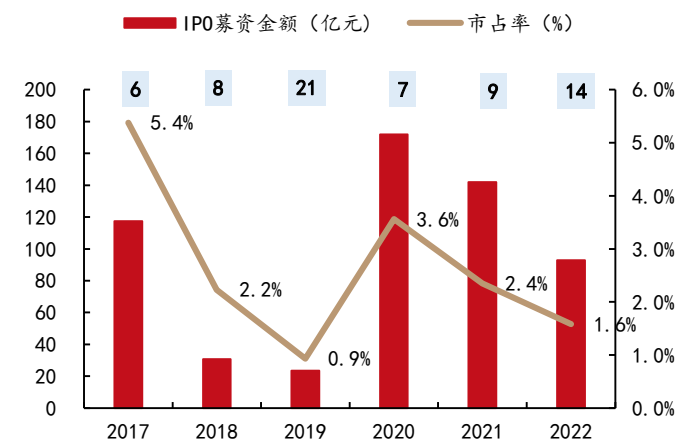


资料来源：国务院、人民银行、证监会、银保监会，西部证券研发中心整理

顺势而为，提出“投行牵引”战略，IPO 业务具有一定竞争优势。公司结合自身投行业务

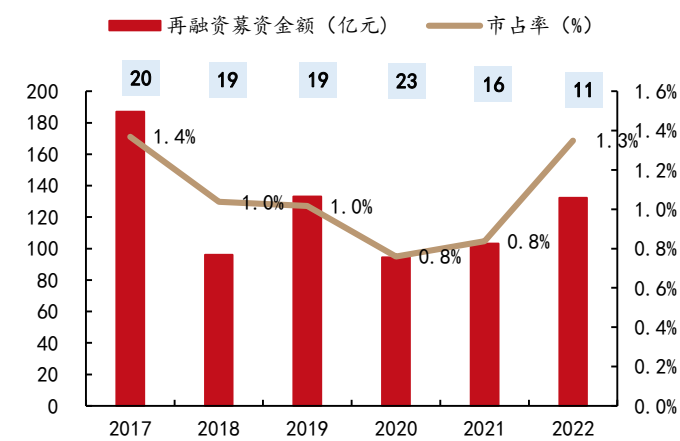
优势，明确“以投行为牵引，以研究为驱动”的战略原则，期望凭借投行的率先发展为公司注入优质资产和长期资金，带动财富管理、资产管理、自营业务等各条线业务的协同发展。公司在 IPO 方面具有一定竞争优势，近年来项目数量和募资总额均位居行业中上游；2022 年公司成功发行 12 单 IPO，公司 IPO 募资规模 92.81 亿元，市占率为 1.6%，位列行业 14 名。公司再融资和债券承销规模也位居行业中上游水平，2022 年股权再融资承销规模达 132.38 亿元，债券承销规模 885.33 亿元，分别位列行业第 11 名、第 22 名。

图 23：国金证券 IPO 募资金额及市占率



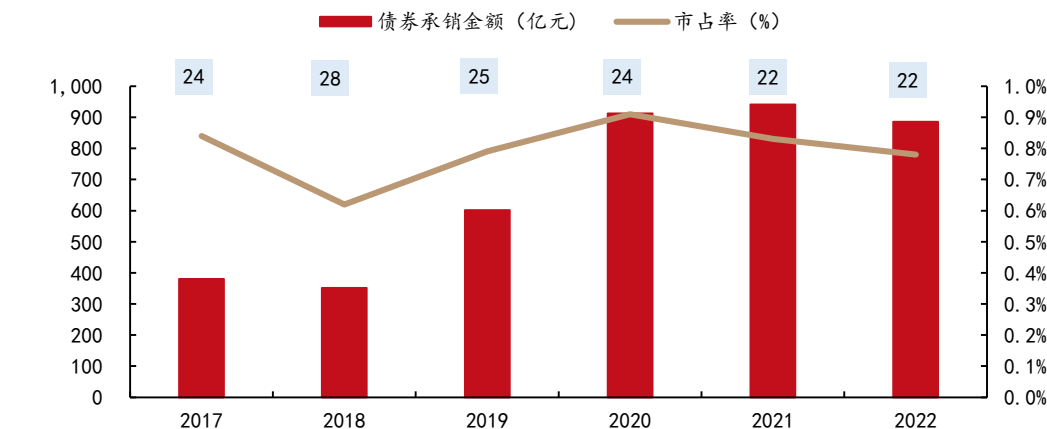
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 24：国金证券再融资募资金额及市占率



资料来源：Wind，西部证券研发中心，再融资=增发+配股+可转债+可转换债券

图 25：国金证券债券承销金额及市占率



资料来源：Wind，西部证券研发中心

定位于中小民企，项目储备充足，致力于打造精品投行。公司客户以中小创公司为主，大多数集中于民营企业，具备充足的服务经验。2022 年以来，公司成功发行 12 单 IPO，平均募资金额为 7.73 亿元；聚焦计算机通信、信息技术、通用设备等行业，目前市值大多位于 50 亿元以下。短期来看，项目储备数量影响明年业绩释放，公司 IPO 项目储备充足。截至 2023 年 2 月 27 日，公司 IPO 排队数共 32 家；其中，上证主板、深证主板、北证、创业板、科创板分别有 7 家、2 家、2 家、15 家、6 家，合计项目储备数目位列行业第 8。

图 26：国金证券客户为中小民企为主

序号	公司名称	市值	上市日期	上市板	募资总额 (亿元)	证监会行业(2012版)
1	联盛化学	37.61	2022-04-19	创业板	8.01	化学原料和化学制品制造业
2	盛帮股份	17.76	2022-07-06	创业板	5.34	橡胶和塑料制品业
3	常润股份	24.03	2022-07-29	上交所	6.07	通用设备制造业
4	紫建电子	37.65	2022-08-08	创业板	10.81	电气机械和器材制造业
5	浩瀚深度	23.19	2022-08-18	科创板	6.51	软件和信息技术服务业
6	金禄电子	39.93	2022-08-26	创业板	11.48	计算机、通信和其他电子设备制造业
7	钜泉科技	60.36	2022-09-13	科创板	16.56	软件和信息技术服务业
8	唯特偶	31.58	2022-09-29	创业板	7.00	计算机、通信和其他电子设备制造业
9	东南电子	19.40	2022-11-09	创业板	4.47	电气机械和器材制造业
10	远航精密	11.21	2022-11-11	北证	4.05	计算机、通信和其他电子设备制造业
11	柏星龙	6.26	2022-12-14	北证	1.53	印刷和记录媒介复制业
12	珠城科技	未上市	2022-12-26	创业板	10.98	计算机、通信和其他电子设备制造业

资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 27：国金证券 IPO 项目储备充足

序号	保荐机构	项目储备家数	创业板	科创板	上证主板	深证主板	北证
1	中信证券股份有限公司	101	35	21	24	17	4
2	中信建投证券股份有限公司	74	29	15	15	10	4
3	海通证券股份有限公司	60	23	20	8	4	5
4	民生证券股份有限公司	54	28	10	7	6	3
5	华泰联合证券有限责任公司	45	16	10	12	5	2
6	国泰君安证券股份有限公司	43	11	11	13	8	0
7	中国国际金融股份有限公司	43	11	18	7	6	1
8	国金证券股份有限公司	32	15	6	7	2	2
9	招商证券股份有限公司	30	15	7	1	6	1
10	安信证券股份有限公司	22	10	2	6	4	0

资料来源：Wind，西部证券研发中心，以 IPO 排队项目数排名，包括已回复+已受理+已问询+待上会+已审核通过+报送证监会+已问询+证监会注册+已预披露更新+领取核准发行批文+已反馈+暂缓表决+已通过发审会+暂缓发行，截至 2 月 27 日

打造专业化人才队伍以提升专业化服务能力。专业化是未来投行发展的思路，搭建专业化人才体系，尤其是扩充保荐代表人队伍至关重要。截至 2022 年 12 月 31 日，公司共有 254 名保荐代表人，位列行业第 7，相较 2017 年增幅达 83%。公司坚持“客户至上、视人才为公司最重要的资本”，凭借专业化服务能力，以不断获取优质项目。

图 28：国金证券保荐代表人数量持续增长

保代人数	2017	2018	2019	2020	2021	2022	增幅
中金公司	86	99	105	279	419	477	455%
中信证券	140	164	213	365	513	565	304%
华泰证券	115	134	159	270	321	368	220%
中信建投	182	205	222	367	486	540	197%
国泰君安	105	113	138	248	285	294	180%
海通证券	127	136	142	279	317	352	177%
招商证券	114	119	118	197	226	229	101%
国金证券	139	136	135	216	224	254	83%
广发证券	177	195	183	172	185	190	7%

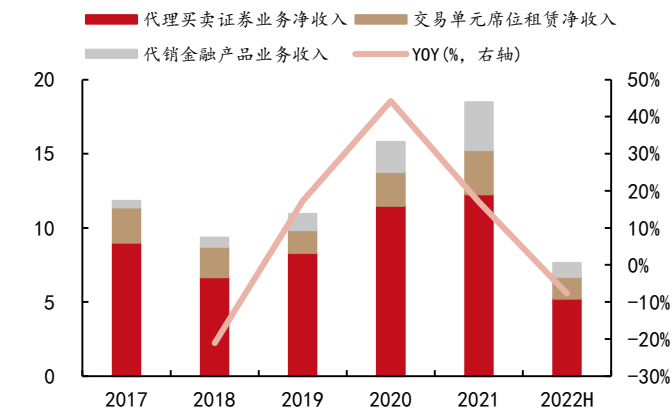
资料来源：Wind，西部证券研发中心，以 2017 年至今保荐代表人增速排序，截至 2022 年 12 月 31 日

2.2 财富管理业务：金融科技接续赋能，两融市占率逐年提升

经纪业务结构不断优化,市场份额小幅下滑。2022H1 公司实现经纪业务净收入 7.64 亿元, 同比-7.7%, 主要系代销金融产品收入有所下滑; 期间, 公司股基交易总额达 26686 亿元, 同比+6%。近年来, 公司代理买卖证券业务市占率有所下滑, 2022H1 较 2016 年水平下降 0.19pct 至 1.11%。随着财富管理转型的持续深化, 公司经纪业务结构不断优化, 2022H1 代理买卖证券、席位租赁、代销金融产品收入占比分别为 68.5%、19.1%和 12.4%。

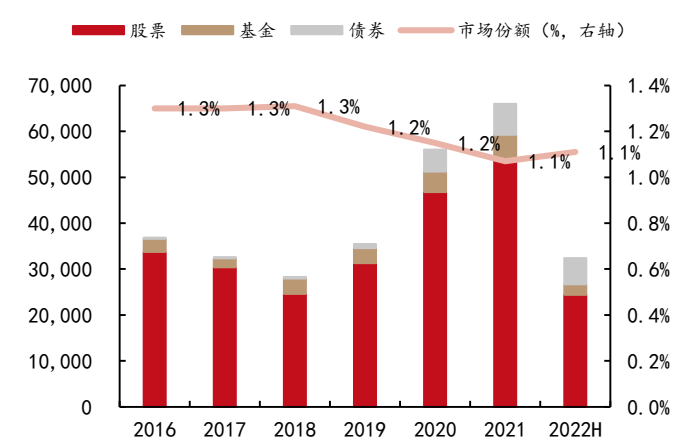
金融科技推动财富管理转型, 以“佣金宝”为服务载体。公司线下渠道能力相对有限, 截至 2021 年末, 公司共有 69 家营业部; 其中, 23 家位于四川省, 占比 33.3%。公司前瞻性布局线上渠道获客, 于 2014 年率先推出首个互联网金融产品“佣金宝”APP, 并不断加大科技投入, 打造千人千面的精细化服务, 目前已更新至 7.0 版本。“佣金宝”APP 在新生代年轻客群中认可度高, 是公司获客、拓客的重要渠道。

图 29: 国金证券经纪业务结构不断优化



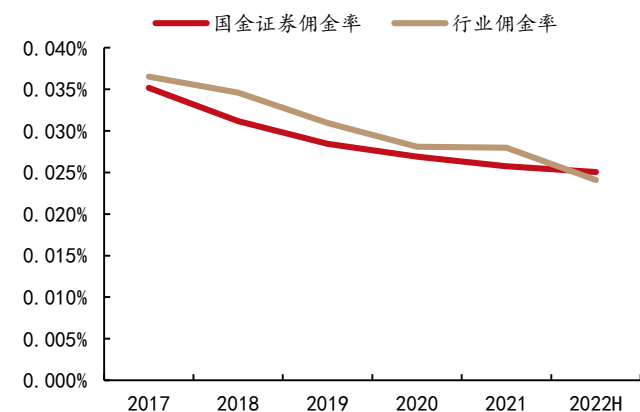
资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

图 30: 国金证券股基交易额市占率保持稳定



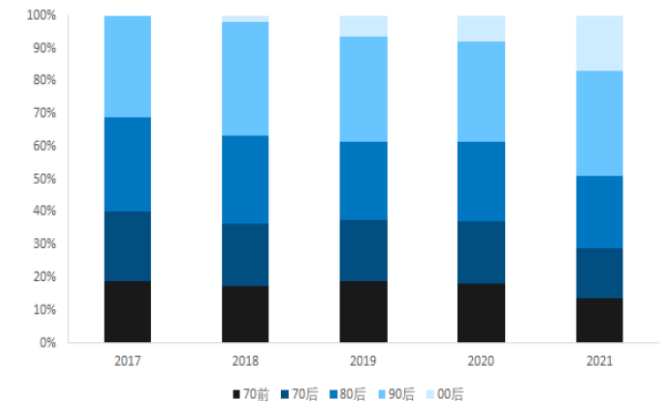
资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

图 31: 国金证券佣金率与行业基本相同



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

图 32: “佣金宝”APP 新增客户年轻化趋势明显



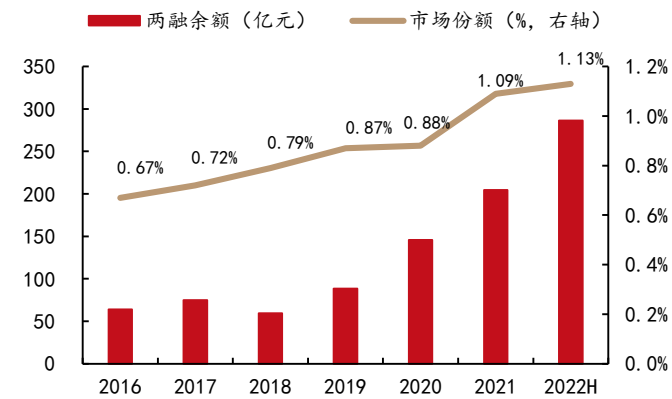
资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

两融市占率不断提升, 股票质押风险可控。公司两融规模持续扩容, 2016-2021 年两融余额 CAGR 达 26.2%, 市占率由 2016 年的 0.67% 升至 2021 年的 1.09%。截至 2022 年 6 月末, 公司融资融券余额为 286.5 亿元, 市占率达 1.13%, 利息净收入同比+18.2%至 6.68

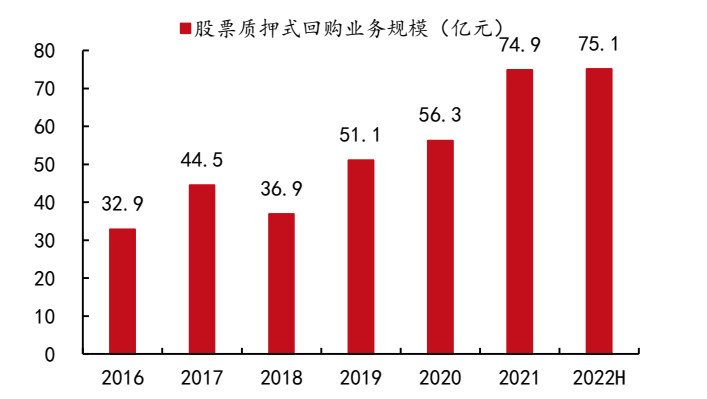
亿元。股票质押方面，截至2022年6月末，公司股票质押规模为75.1亿元，与上年末水平基本持平，平均履约担保比例为283%，整体风险较为可控。

图 33：国金证券两融规模市占率逐年提高

图 34：国金证券股票质押风险可控

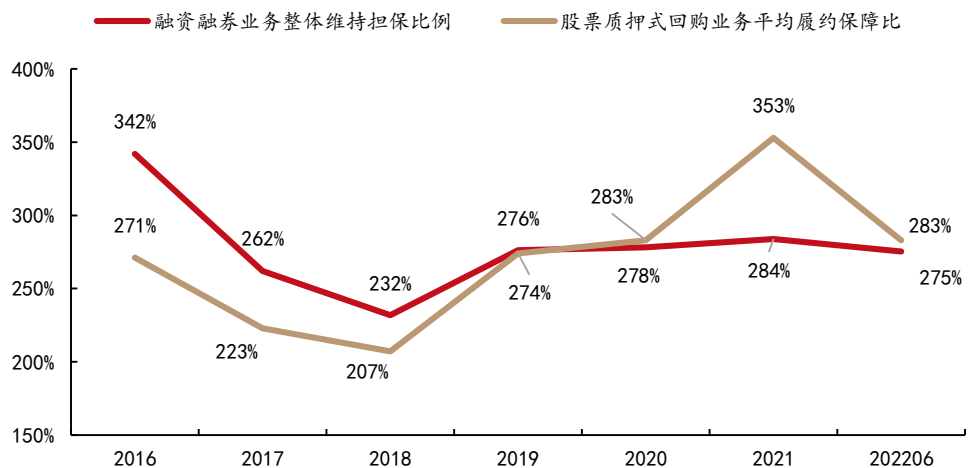


资料来源：公司公告，西部证券研发中心



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 35：国金证券信用业务履约保障比水平相对合理



资料来源：公司公告，西部证券研发中心，自营投资收益=投资收益+公允价值变动损益-对联营企业的投资收益

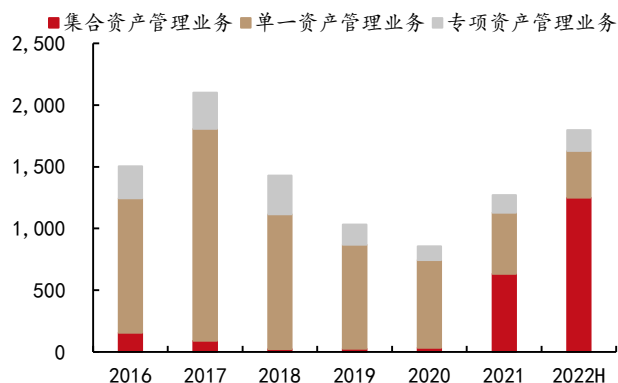
2.3 资产管理业务：获批设立资管子公司，大力发展集合资管

资管规模重回升势，持续提升主动管理能力。在“资管新规”去通道化的影响下，公司2018-2020年资管规模逐步缩减。之后，随着行业全面进入净值化主动管理阶段，公司资管规模逐步回升，2021年首次突破千亿大关，规模达1270亿元。截至2022年6月末，公司资管规模升至1797亿元，同比+175.7%；其中，集合资管、单一资管、专项资管规模分别为1251亿元、378亿元、169亿元。2022H1公司实现资管业务收入7720万元，同比+56.7%。2022年7月，公司获批成立资管子公司，未来或将继续申请公募牌照，积极提升主动管理能力，扩大资管规模。

通过国金基金开展公募基金业务，盈利能力有待提升。公司持有国金基金49%的股权，是其第一大股东。截至2021年末，国金基金管理资产总规模达390.11亿元；其中，公募基金管理规模363.86亿元。收入方面，2019-2021年国金基金分别实现营业收入1.70、1.69和1.45亿元，净利润分别为0.01、0.10和-0.28亿元。为加强公募基金业务布局，公司于2022年4月发布公告，拟向涌金投资收购国金基金2%的股权，以实现国金基金的控股权，进一步推

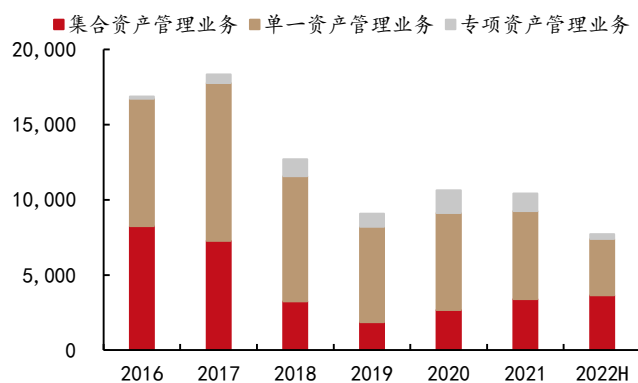
动业务间的协同。

图 36: 2021 年以来, 国金证券资管业务规模有所增长 (亿元)



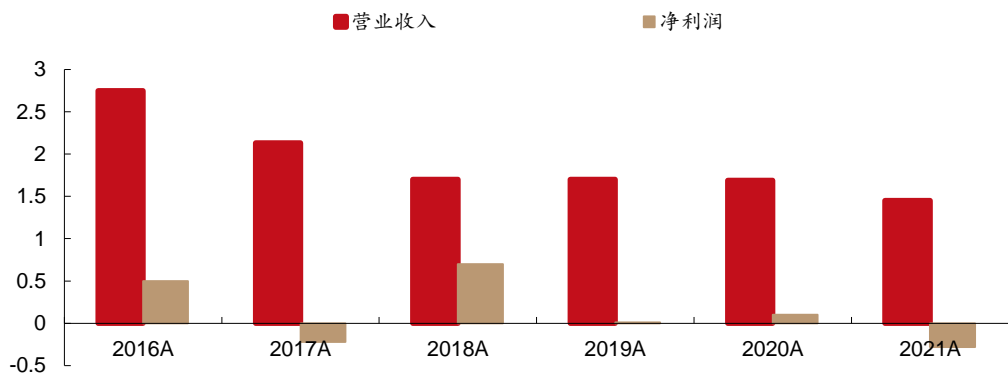
资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

图 37: 国金证券资管业务收入重回升势 (万元)



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

图 38: 国金基金营业收入及其净利润情况 (亿元)



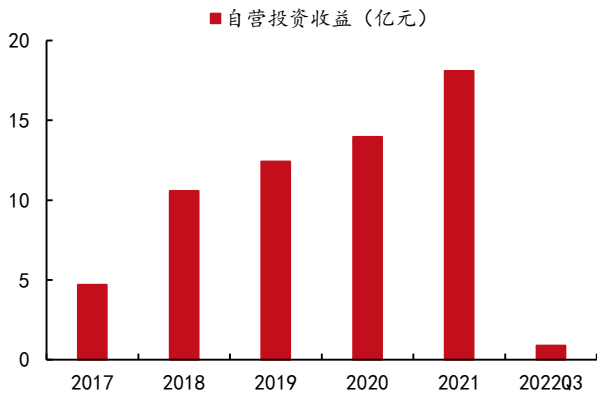
资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

2.4 自营投资业务: 金融资产规模持续扩容, 固收类投资占据主导

稳健的投资策略助力平滑波动, 资本实力增强后有望迎来进一步发展。公司金融投资资产规模持续增长, 2017-2021 年 CAGR 达 25.2%; 截至 2022 年 9 月末, 金融投资资产规模升至 315.6 亿元。受权益市场波动影响, 公司自营投资表现承压, 2022 年前三季度自营收入为 0.88 亿元。公司坚持稳健投资, 自营资产配置以债券为主, 截至 2022 年 6 月末, 债券、公募基金、股票投资资产占比分别为 65.0%、5.4%、9.5%。2022 年 5 月公司定增落地后, 资本规模得到进一步扩充, 有望加速重资本业务的发展。

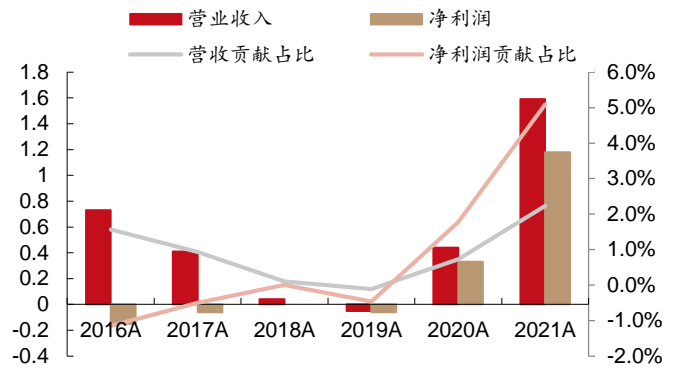
2021 年国金创投利润贡献占比达 5%, 主要来自于科创板跟投业务。国金证券通过的全资子公司国金创投开展另类投资业务。截至 2021 年末, 国金创投存续投资项目 17 个, 投资性质包括科创板跟投、股权投资、私募创投基金、有限合伙企业等; 公司累计投资 10 个科创板战略配售项目, 总投资金额达 3.43 亿元。

图 39: 国金证券 22Q3 自营投资收益波动较大



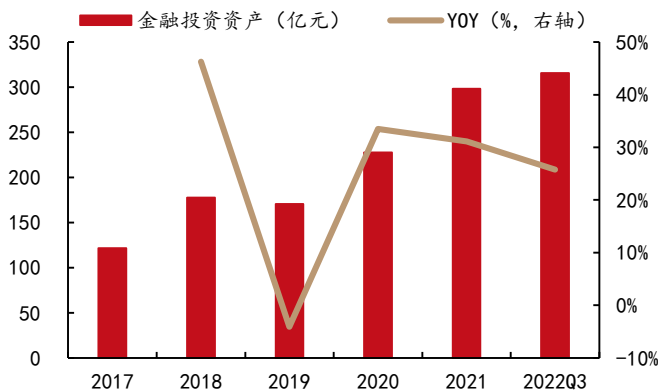
资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心, 自营投资收益=投资收益+公允价值变动损益-对联营企业的投资收益

图 40: 国金创投营业收入、净利润(亿元)及贡献占比



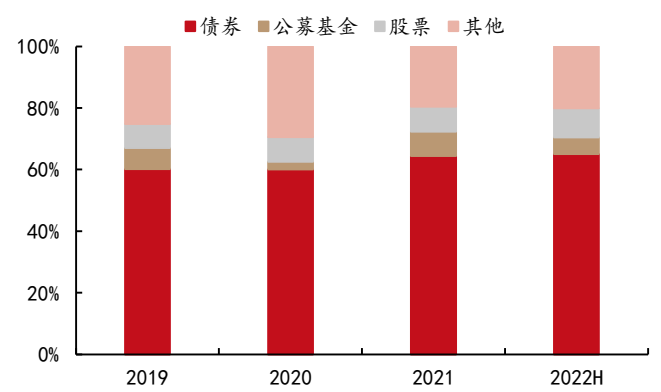
资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

图 41: 国金证券金融资产规模不断增长(亿元)



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

图 42: 国金证券以债券投资为主(万元)



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心, 其他=银行理财+券商资管+信托计划+永续债+其他

三、盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

1) 经纪业务方面, 假设市场平稳运行, 股基成交额稳步提升。假设 2022-2024 年股基日均成交量为 0.93 万亿元、1.06 万亿元、1.22 万亿元, 经纪业务净佣金率分别为 0.0297%、0.0288%、0.0279%, 预计 2022-2024 年经纪业务净收入分别为 15.12 亿元、17.53 亿元、19.47 亿元, 同比-22.8%/+16.0%/+11.1%。

2) 资产管理业务方面, 假设政策保持稳健, 资本市场改革持续推进。我们预计 2022-2024 年的业务净收入分别为 1.25 亿元、1.42 亿元、1.67 亿元, 同比+9.1%/+13.5%/+17.4%。

3) 投行业务方面, 基于全面注册制政策已经发布征求意见稿, 并有望于年内落地, 我们预计 2022-2024 年的业务净收入分别为 17.77 亿元、21.24 亿元、24.85 亿元, 同比-1.8%/+19.5%/+17.0%。

4) 投资业务方面, 假设市场保持平稳, 公司投资收益率回暖, 我们预计 2022-2024 年投

资收益分别为 9.03 亿元、12.33 亿元、15.26 亿元，同比-49.8%/+36.6%/+23.8%。

5) 信用业务方面，政策优化带来两融标的扩容，预计市场回暖有望推动规模提升。我们预计 2022-2024 年利息净收入分别为 13.26 亿元、14.66 亿元、15.30 亿元，同比+12.2%/+10.5%/+4.4%。

我们预计国金证券 2022-2024 年营业收入分别为 56.44 亿元、67.19 亿元、76.57 亿元，同比-20.80%/+19.05%/+13.95%；归母净利润分别为 12.07 亿元、18.04 亿元、21.98 亿元，同比-47.92%/+49.48%/+21.81%，对应 EPS 分别为 0.32、0.48、0.59 元，BPS 分别为 8.28、8.64、9.08 元，对应 ROE 水平分别为 3.91%、5.60%、6.50%。

图 43：国金证券的盈利预测（百万元）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
手续费及佣金净收入	3,687	4,135	3,636	4,280	4,898
其中：经纪业务手续费净收入	1,651	1,958	1,512	1,753	1,947
投资银行业务手续费净收入	1,666	1,810	1,777	2,124	2,485
资产管理业务手续费净收入	114	115	125	142	167
利息净收入	945	1,182	1,326	1,466	1,530
投资收益	1,411	1,797	903	1,233	1,526
营业收入	6,063	7,127	5,644	6,719	7,657
营业收入增速(%)	39.39	17.55	-20.80	19.05	13.95
归属于母公司股东的净利润	1,863	2,317	1,207	1,804	2,198
归母净利润增速(%)	43.44	24.41	-47.92	49.48	21.81
ROE	8.29%	9.49%	3.91%	5.60%	6.50%
EPS	0.62	0.77	0.32	0.48	0.59
BPS	7.43	8.07	8.28	8.64	9.08

数据来源：Wind，西部证券研发中心

3.2 投资建议

基于资产规模以及 ROE 等核心指标，并且考虑可比公司的业务特色，我们选取长江证券、国联证券、浙商证券、长城证券四家券商作为可比公司。现阶段证券行业整体处于估值中枢以下，截至 2 月 28 日，4 家可比公司的 A 股 PE (TTM) 和 PB (MRQ) 均值分别为 30.53 倍、1.47 倍，22 年 Q1-3 加权 ROE 均值为 3.62%；国金证券当前 A 股股价对应 PE(TTM)和 PB(MRQ)分别为 21.76 倍和 1.13 倍，2022 年前三季度加权 ROE 为 2.94%。2019 年至今，公司 A 股估值处于 0.93 至 2.63 倍 PB 之间，中位数为 1.40 倍 PB。公司盈利能力相对较强，投行业务在同梯队公司中具有一定竞争优势，全面注册制落地利好投行业务发展，我们给予公司 2023 年 1.4 倍 PB 的估值，对应目标股价为 12.10 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

图 44: A 股主要可比公司的估值情况 (PB 及 PE)

证券代码	证券简称	2022Q1-3 加权 ROE	总市值 (亿元)	2022 年归母净利润 预计增速 (%)	PE (TTM)	PB (MRQ)
000783.SZ	长江证券	3.19%	313	-18.91%	26.84	1.04
601456.SH	国联证券	3.88%	321	0.70%	36.72	1.93
601878.SH	浙商证券	4.65%	400	-16.91%	22.69	1.60
002939.SZ	长城证券	2.77%	351	-28.86%	35.89	1.29
	平均	3.62%	346	-15.99%	30.53	1.47
600109.SH	国金证券	2.94%	349	-47.92%	21.76	1.13

资料来源: Wind, 西部证券研发中心, 截至 2023 年 2 月 27 日

图 45: 国金证券 PB 估值情况



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

四、风险提示

市场波动导致成交量下滑: 经纪业务是国金证券最重要的收入来源, 若市场出现成交量萎缩, 预计将会对公司收入造成负面影响。

市场波动导致自营业务下滑: 投资交易业务是国金证券主要的收入来源, 2022 年以来, 资本市场波动加大, 导致券商投资收益和公允价值变动损益可能变动较大, 给公司业绩造成负面影响。

资本市场改革进展不及预期: 投行是公司主要的特色业务, 在同类可比券商中优势相对显著, 若资本市场改革进展不及预期(全面注册制等)可能会对公司投行业务造成负面影响。

公司治理机制变动风险: 证监会于 2022 年 12 月正式核准成都产投、成都交子成为公司主要股东, 若国资入主后带来公司文化及人员变化, 可能会对公司经营业绩造成一定负面影响。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	15966	19033	21423	24206	25753	营业收入	6063	7127	5644	6719	7657
其中: 客户资金存款	13180	15154	17609	20146	21208	手续费及佣金净收入	3687	4135	3636	4280	4898
结算备付金	3177	3818	4306	4919	5195	代理买卖证券净收入	1651	1958	1512	1753	1947
其中: 客户备付金	2792	3374	3824	4430	4635	证券承销业务净收入	1666	1810	1777	2124	2485
融出资金	14815	20959	16869	19323	21205	资产管理业务净收入	114	115	125	142	167
衍生金融资产	1	10	564	595	669	利息净收入	945	1182	1326	1466	1530
存出保证金	1416	1726	1948	2261	2363	投资净收益	1411	1797	903	1233	1526
买入返售金融资产	8050	11071	10247	10479	10718	其他业务收入	3	1	1	1	1
交易性金融资产	18873	26964	27071	29763	33461	营业支出	3722	4204	4133	4447	4885
其他债权投资	1019	2682	2820	2976	3346	营业税金及附加	35	40	28	34	38
其他权益工具投资	2689	176	282	298	335	管理费用	3587	4213	4088	4345	4768
长期股权投资	572	544	657	634	746	信用减值损失	100	-49	17	67	77
固定资产	107	104	124	121	142	其他业务成本	0	0	0	0	0
无形资产	70	73	84	83	96	营业利润	2341	2923	1511	2272	2772
其他资产	283	591	591	627	702	加: 营业外收入	92	67	53	63	72
总资产	67630	88313	93746	104864	111232	减: 营业外支出	9	4	9	11	12
短期借款	253	237	261	287	316	利润总额	2424	2986	1555	2324	2831
拆入资金	1158	1255	753	775	799	减: 所得税	551	658	343	512	624
交易性金融负债	1999	2436	2485	2535	2585	净利润	1874	2328	1212	1812	2207
衍生金融负债	83	44	55	66	79	减: 少数股东损益	11	10	5	8	10
卖出回购金融资产款	6524	12654	13287	14616	16077	归母净利润	1863	2317	1207	1804	2198
代理买卖证券款	16393	19241	22127	25446	26718						
应付职工薪酬	2690	3182	3087	3282	3601	基本比率和每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
应付债券	6674	10481	12578	12829	13086	净利率	30.72%	32.52%	21.38%	26.85%	28.70%
总负债	45090	63808	62784	72559	77305	总资产收益率	2.75%	2.62%	1.29%	1.72%	1.98%
总股本	3024	3024	3724	3724	3724	净资产收益率	8.29%	9.49%	3.91%	5.60%	6.50%
所有者权益合计	22540	24504	30961	32305	33928	市盈率 (倍)	18.72	15.04	28.88	19.32	15.86
少数股东权益	75	83	105	110	115	市净率 (倍)	1.26	1.16	1.13	1.08	1.03
归母所有者权益合计	22465	24421	30856	32195	33812	每股净利润 (元)	0.62	0.77	0.32	0.48	0.59
负债及所有者权益合计	67630	88313	93746	104864	111232	每股净资产 (元)	7.43	8.07	8.28	8.64	9.08

数据来源: 公司财务报表, 西部证券研发中心

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配:	行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配:	行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配:	行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入:	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持:	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性:	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出:	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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。

联系地址

联系地址：上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层

北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话：021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。