

财达证券（600906）：省内资源优势集聚，京津冀一体化助力开启业务成长空间

2022年2月23日

中性/首次

财达证券

公司报告

公司是河北省内唯一一家法人证券公司，已成长为具有独特区域优势的综合性证券公司。追随行业大势，推动业务结构转型升级，在深耕局部地区传统业务的同时，积极拓展新兴业务领域，持续保持灵活稳健经营。从收入结构看，2021年前三季度公司自营、经纪、投行、信用、资管五大业务占比分别为48.94%、33.73%、12.52%、2.82%、2.00%。公司净资产收益率稳健提升，2021年前三季度达4.95%，但仍略低于行业平均水平。

京津冀一体化打开公司成长空间。京津冀一体化是我国当前重点国家战略之一。其中作为重要组成部分的河北省经济体量较大，具备雄厚的经济基础，但资本市场发展与经济体量相比相对滞后，在京津冀一体化政策带动下，未来在金融领域具有较大的上升空间。公司作为河北省内唯一法人证券公司，享有立足河北、深耕河北的区位优势，借助于国家发展战略的持续推进以及雄安新区的规划建设，未来发展空间可期。

经纪和自营业务是公司成长“主引擎”。公司积极开拓河北省市场空间，深耕省内市场需求，具备较高的网点覆盖率，近年来省内市场份额位居行业第一。同时为应对佣金下滑，公司随行业趋势积极转型财富管理，补充线上渠道短板，推动线上线下融合发展，提升自身财富管理服务能力。**自营收益为公司重要业绩支撑，利润贡献稳健增长。**随着经纪、投行等手续费类业务费率降低，券商纷纷寻求新的业绩突破口，自营业务和信用业务等重资产业务得到重点发展。财达证券自营投资结构以固定收益投资为基本盘，以权益类投资为辅，投资收益稳健增长；但公司资产配置比例远低于上市券商平均水平，资金运用杠杆提升空间较大，自营收益仍有较大提升空间。

投资建议：京津冀一体化助力开启业务成长空间。京津冀协同发展，是新形势下提升和完善首都功能、打造新的首都经济圈，推进区域均衡发展体制机制创新的需要，是促进环渤海经济区发展的重大国家战略。公司享有立足河北、熟悉河北的区位优势，借助于京津冀协同发展战略，将以服务河北融入京津、促进经济转型升级大局为切入点，充分借助北京、天津在人才、信息、资金、资源和政策等方面的优势，充分发挥资本中介功能，积极加强服务实体经济、服务河北经济发展的力度。同时公司作为河北省国资委监管企业，与唐钢集团、国控运营、河北港口等大型国有企业建立了良好的战略合作关系，为公司发展提供了强大的支撑。但考虑到公司仍具有次新股属性，当前价格存在次新股溢价，在行业PB均值仅1.9x的情况下，公司3.4x的估值处于高估区间，和公司中长期价值存在一定程度的背离。我们预计公司中期合理估值约为2.5xPB，预计2021、22、23年对应EPS为0.21元/股、0.24元/股、0.27元/股，首次覆盖给予“中性”评级。

风险提示：宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险。

公司简介：

公司是唯一一家河北省内注册的法人证券公司，主要从事证券经纪、证券投资咨询、证券承销与保荐、证券自营、证券资产管理、融资融券、证券投资基金代销、与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问、代销金融产品、为期货公司提供中间介绍业务。控股子公司财达期货主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理业务（金融资产除外）、期货投资咨询业务。财达期货子公司财达投资主要从事基差交易、仓单服务和合作套保等业务，经过十余年的发展，公司已成为具有独特区域优势的综合性证券公司。

资料来源：WIND

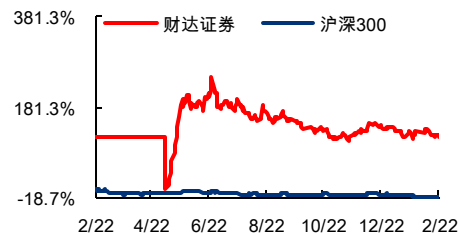
未来3-6个月重大事项提示：

2022-03-29 披露2021年年度报告

交易数据

52周股价区间（元）	18.81-5.41
总市值（亿元）	373.82
流通市值（亿元）	57.6
总股本/流通A股（万股）	324,500/324,500
流通B股/H股（万股）	-/-
52周日均换手率	13.09

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：刘嘉玮

010-66554043

liujw_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050001

分析师：高鑫

010-66554130

gaoxin@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521070005

目 录

1. 公司概况：河北省本土券商，深耕省内谋全局	3
1.1 历史沿革：成立近 20 年，2021 年登陆上交所主板	3
1.2 股权结构较为集中，实控人为河北省国资委	3
2. 业务转型期，盈利能力稳健提升	4
3. 经纪、自营为公司成长“双引擎”	6
3.1 经纪业务：公司业绩增长的“稳定器”和“主引擎”	6
3.1.1 公司积极转型财富管理	7
3.1.2 补充线上渠道短板，推动线上线下融合发展	8
3.2 自营业务：业绩增长“双擎”之一，重要性持续提升	9
4. 盈利预测与估值	10
4.1 盈利预测	10
4.2 估值	11
5. 风险提示	12
相关报告汇总	13

插图目录

图 1：2016-2021H 我国证券业各业务收入情况（单位：%）	5
图 2：2016-2021H 财达证券各业务收入情况（单位：%）	5
图 3：2016-2020 年财达证券 ROE 与行业均值对比（单位：%）	5
图 4：2016-2021Q3 全部 AB 股日均成交规模	7
图 5：2016-2021Q3 证券行业代理买卖证券业务净收入	7
图 6：公司与行业佣金率对比	7
图 7：2016-2020 年财达证券经纪业务收入	7
图 8：财达财日昇手机软件首页	8
图 9：“财达证券”公众号界面	8
图 10：公司营业网点及分支机构布局	9
图 11：2016-2021H 上市券商自营资产配置结构	10
图 12：2016-2021H 公司自营资产配置结构	10
图 13：可比券商 PB（TTM）情况	12

表格目录

表 1：财达证券历史沿革	3
表 2：2021 年第三季度报告期公司前十大股东明细	3
表 3：公司控、参股公司情况	4

1. 公司概况：河北省本土券商，深耕省内谋全局

财达证券股份有限公司是河北省内注册的唯一一家法人证券公司，经过十余年的发展，公司已成长为具有独特区域优势的综合性证券公司。公司拥有证券经纪、证券投资咨询、证券承销保荐等全部基础业务牌照，同时通过控股子公司财达期货从事商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理业务（金融资产除外）、期货投资咨询等业务，财达期货子公司财达投资主要从事基差交易、仓单服务和合作套保等业务。

1.1 历史沿革：成立近 20 年，2021 年登陆上交所主板

财达证券于 2002 年 4 月成立，原名为河北财达证券经济有限责任公司；2010 年 2 月，更名为财达证券有限责任公司；2015 年 12 月，股东会同意财达有限全体股东作为发起人共同发起设立股份有限公司；2016 年 7 月公司完成工商变更，正式成为财达证券股份有限公司；2021 年 5 月登录上海证券交易所，股票简称为财达证券，股票代码 600906。

表1：财达证券历史沿革

时间	事件
2002 年	河北财达证券经纪有限责任公司正式设立。
2004 年	在对佳木斯证券公司所属 3 家营业部进行托管的基础上，收购其证券类资产，并按照有关政策，原址新设了三家营业部。
2006 年	公司实施增资扩股工作，注册资本增至 66955 万元，唐山钢铁集团有限责任公司成为公司控股股东。
2007 年	公司受让河北证券有限责任公司证券类资产。
2008 年	实施增资扩股方案，公司注册资本由 66955 万元增至 141690 万元。同期，公司住址由“石家庄市裕华西路 40 号”迁至“石家庄市自强路 35 号”。
2010 年	公司更名为“财达证券有限责任公司”，并完成 51 家证券服务部规范升级为证券营业部工作。
2013 年	公司分两次实施了增资扩股，注册资本增至 22.1 亿元。
2014 年	公司实施增资扩股，注册资本增至 27.45 亿元
2015 年	公司由有限责任公司整体变更设立为股份有限公司，并成功召开股份有限公司创立大会。
2016 年	完成工商变更，正式更名为“财达证券股份有限公司”。
2018 年	公司非公开发行次级债券（第一期）圆满成功。
2021 年	公司在上海证券交易所主板首发上市，股票简称“财达证券”，股票代码“600906”，注册资本增至 32.45 亿元。

资料来源：公司官网、招股说明书，东兴证券研究所

1.2 股权结构较为集中，实控人为河北省国资委

表2：2021 年第三季度报告期公司前十大股东明细

排名	股东名称	股东性质	持股数量	持股比例
1	唐山钢铁集团有限责任公司	国有法人	1,052,631,050	32.44%
2	河北省国有资产控股运营有限公司	国有法人	441,780,550	13.61%
3	河北港口集团有限公司	国有法人	340,000,000	10.48%

排名	股东名称	股东性质	持股数量	持股比例
4	邯郸市鹏博贸易集团有限公司	境内非国有法人	119,772,000	3.69%
5	河北国傲投资集团有限公司	境内非国有法人	100,000,000	3.08%
6	唐山港口实业集团有限公司	国有法人	80,000,000	2.47%
7	唐山金海资产开发投资有限公司	国有法人	67,088,000	2.07%
8	河钢集团投资控股有限公司	国有法人	62,280,000	1.92%
9	泊头市天润纺织有限公司	国有法人	60,000,000	1.85%
10	秦皇岛市财信资产管理中心	国有法人	58,150,400	1.79%
合计			2,381,702,000	73.40%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

成立之初，公司发起人为唐钢集团等 27 家单位，其多为河北省国资单位。公司上市后，第一大股东仍为河北省国有企业唐山钢铁集团有限公司，持股比例为 32.44%；第二大股东为河北省国有资产控股运营有限公司，持股比例为 13.61%；第三大股东为河北港口集团有限公司，持股比例为 10.48%；前十大股东合计持股超过 70%，其中公司控股股东为唐钢集团、前十大股东中的河钢控股均为河钢集团直接或间接控股的子公司，股权结构较为集中。公司实际控制人为河北省国有资产监督管理委员会，代表河北省政府对省国有大中型骨干企业履行出资人职能。

表3：公司控、参股公司情况

序号	公司名称	持股情况	主营业务
1	财达资本管理有限公司	财达证券持股 100%	股权投资；与股权投资相关的财务顾问业务
2	财达鑫瑞投资有限公司	财达证券持股 100%	以自有资金对国家非限制或非禁止的项目进行投资。
3	财达期货有限公司	财达证券持股 99.2%	商品期货经纪；金融期货经纪；资产管理业务（金融资产除外）、期货投资咨询业务
4	财达投资(天津)有限公司	财达证券间接持股 100%	股权投资；投资管理；批发零售业等。

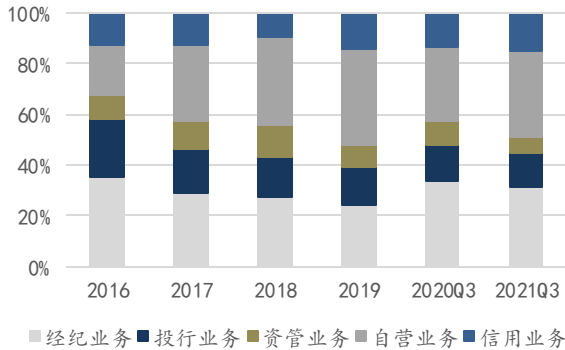
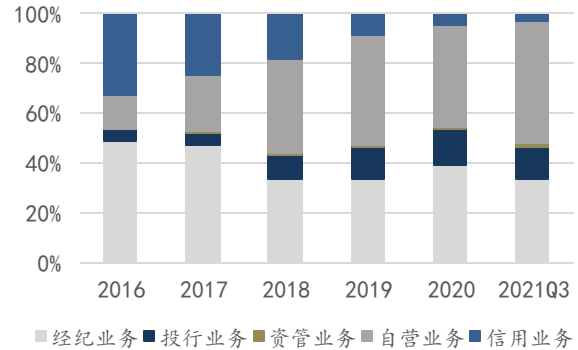
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

当前，公司拥有 3 家控股一级子公司及 1 家控股二级子公司，通过集团化开展直投、衍生品等业务。财达资本管理有限公司、财达鑫瑞投资有限公司、财达期货有限公司为财达证券的子公司；财达投资（天津）有限公司为财达期货有限公司的子公司、财达证券的孙公司；公司通过财达期货有限公司开展期货类业务、通过孙公司财达投资（天津）有限公司、财达资本管理公司、财达鑫瑞投资有限公司开展投资类业务，各级子公司间相互合作，与公司业主实现协同发展。

2. 业务转型期，盈利能力稳健提升

公司追随行业大势，推动业务结构转型升级，在深耕局部地区传统业务的同时，积极拓展新兴业务，持续保持稳健经营。随着经纪、投行等手续费类业务费率降低，券商纷纷寻求新的业绩突破口，自营业务和信用业务等重资产业务得到重点发展和资源倾斜，而传统经纪业务加速向具有更高附加值的财富管理领域转型。当前，经纪业务和自营业务仍是公司业绩贡献最高的业务，从净收入口径看，公司 2020 年自营业务实现营业

收入 7.53 亿元，占比 40.2%，收入贡献度最高并远高于行业平均水平；其次是经纪业务，占比达到 39.11%；投行、信用及资管业务，占比分别为 14.5%、5.03%和 1.11%。截至 2021 年前三季度，公司各项业务收入贡献变化不大，自营、经纪、投行、信用、资管五大业务占比分别为 48.94%、33.73%、12.52%、2.82%、2.00%。

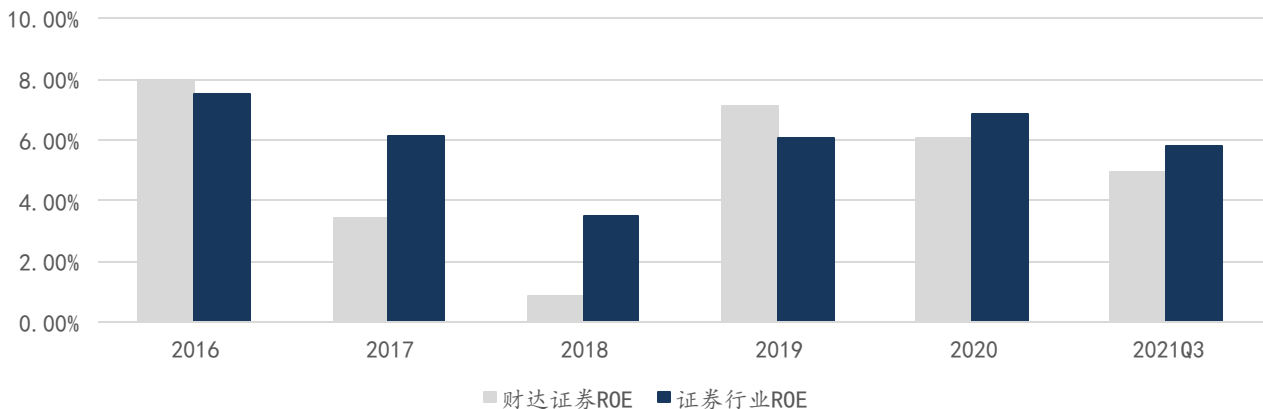
图1：2016-2021H 我国证券业各业务收入情况（单位：%）

图2：2016-2021H 财达证券各业务收入情况（单位：%）


*协会未披露 2020 年年度部分业务数据

资料来源：中国证券业协会，东兴证券研究所

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

盈利能力稳健提升，但仍略低于行业平均水平。根据企业年报，2021 年三季度末，公司总资产 461.59 亿元，较年初增长 17.95%；净资产 110.29 亿元，较年初增长 23.53%；前三季度实现营业收入 19.63 亿元，同比提升 24.40%；实现净利润 5.46 亿元，同比提升 52.09%。2019 年以来，公司盈利能力稳健提升，年内公司 ROE（非年化）提升至 4.95%，但仍与行业平均水平存在差距。

图3：2016-2020 年财达证券 ROE 与行业均值对比（单位：%）


资料来源：中国证券业协会、公司公告。东兴证券研究所

随着业务转型升级，公司盈利能力有望持续提升。公司当前积极推进传统经纪业务向财富管理业务转型，有望一定程度上填补佣金率下滑风险，提升公司业绩确定性；同时，重资本业务中的自营业务是公司重要业绩贡献者，公司当前资金运用杠杆提升空间较大，随着公司加大自营业务投入，提升资金管理效率，ROE 提升空间有望打开。

3. 经纪、自营为公司成长“双引擎”

京津冀一体化是我国当前重点国家战略之一，国务院指出以疏解非首都核心功能、解决北京“大城市病”为基本出发点，调整优化城市布局 and 空间结构，构建现代化交通网络系统，扩大环境容量生态空间，推进产业升级转移，推动公共服务共建共享，加快市场一体化进程，打造现代化新型首都圈，努力形成京津冀目标同向、措施一体、优势互补、互利共赢的协同发展新格局。

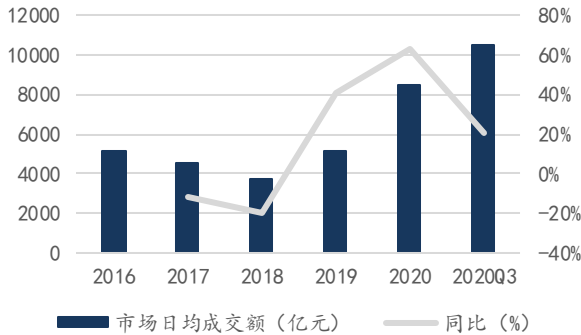
公司在国资股东背景支撑下，省内资源集聚。河北省经济体量较大，具备雄厚的经济基础，但资本市场发展与经济体量相比相对滞后，在京津冀一体化政策带动下，在金融领域具有较大的上升空间。公司作为河北省内唯一法人证券公司，享有立足河北、熟悉河北的区位优势，借助于国家发展战略的持续推进以及雄安新区的规划建设，未来发展空间可期。

经纪和自营业务占公司收入比重最高，也是公司成长的“双引擎”。公司积极开拓河北省内市场，深耕需求，拥有较高的网点覆盖率和投资者认可度，省内经纪业务优势突出。为应对佣金率下滑，公司顺应行业趋势积极开拓财富管理业务，以科技赋能和提升团队建设为抓手，进一步完善智能助理服务功能，加强 CRM 平台升级，持续深化分支机构改革，全面强化投顾、营销两个团队建设，适时推动主题投教服务活动，大力拓展渠道引流，全面加强分支机构与各业务条线的协同联动，稳步推进财富管理转型。

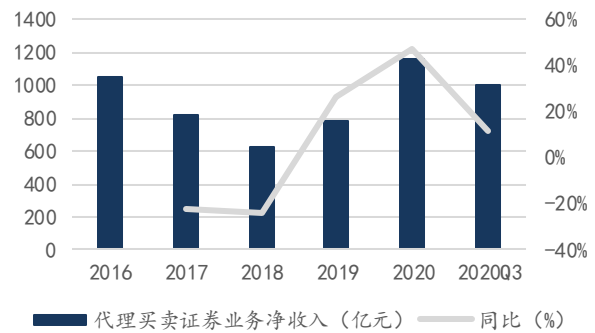
投资收益为公司重要业绩支撑，利润贡献稳健增长。自营业务受市场影响较大，但近年来市场波动情况下，财达证券仍保持较高的投资收益，源于公司适时调整自身资产配置结构，以固定收益投资为基本盘，以权益类投资为辅；同时，公司综合运用国债期货、股指期货以及相关衍生工具对冲投资风险，提升了自营投资业绩的稳定性；另一方面，公司加大科技赋能投入力度，稳步推进股票和商品期货量化业务，完成了量化交易专用交易服务器及金融数据库的搭建，商品期货业务作为大类资产配置的重要工具，与股债的关联性较低，也为大类资产配置提供了新的风险分散工具。而近年来，公司资产配置比例远低于上市券商平均水平，资金运用杠杆提升空间较大，自营收益仍有较大提升空间。

3.1 经纪业务：公司业绩增长的“稳定器”和“主引擎”

随着我国经济转入高质量发展新阶段，居民可支配收入不断提升，同时国家对房地产行业的政策调控使得居民的大类资产配置策略发生方向性调整，以证券为代表的各类金融资产需求随之快速增长。在此基础上，伴随我国资本市场的不断改革与完善，高质量上市公司与投资者“双向奔赴”，造就权益市场的快速发展，市场交易规模的持续上升是大概率事件。近三年来，我国股市日均成交规模大幅增长，2021年市场交易活跃度较2020年继续大幅提升，全年成交256.22万亿元，日均成交额达10544.03亿元，创下2015年以来新高。截止2021年9月30日，股票日均成交额达10487.01亿元，同比增长21.13%；证券经纪业务收入随之增长，前三季度行业代理买卖证券业务净收入（含交易单元席位租赁）1,000.79亿元，同比增长11.19%。

图4：2016-2021Q3 全部 AB 股日均成交规模


资料来源：Wind，东兴证券研究所

图5：2016-2021Q3 证券行业代理买卖证券业务净收入


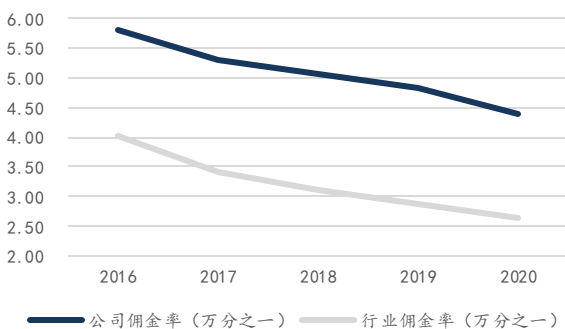
资料来源：中国证券业协会，东兴证券研究所

公司积极开拓河北省内市场，深耕需求，拥有较高的网点覆盖率和投资者认可度，省内经纪业务优势突出。公司积极开拓河北省内市场，深耕需求，拥有较高的网点覆盖率，2018-2020 年河北省内营业部市场份额分别为 35.94%、36.19%和 36.76%，位居行业首位。

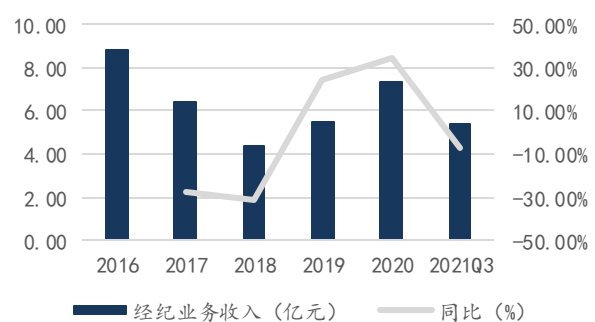
经纪业务是财达证券营业收入的重要来源，是公司盈利的核心贡献者。根据中国证券业协会公布的数据，2018 年-2020 年，公司代理买卖证券业务收入（含席位租赁）均位列行业第 38 位，处于中上游水平。公司紧跟行业趋势，经纪业务收入近三年稳步增长。2020 年证券市场回暖，市场交易量增幅较大，且公司传统经纪业务条线努力适应行业变革的新趋势，全年公司经纪业务手续费净收入 7.32 亿元，同比大幅提升 34.52%。2021 年前三季度，公司经纪业务手续费净收入 5.39 亿元，与 2020 年同期基本持平。

3.1.1 公司积极转型财富管理

近年来，证券行业经纪业务竞争愈发激烈，受网点新设政策的放开、证券公司同质化竞争加剧及互联网金融模式快速发展等因素影响，证券行业经纪业务净佣金费率下降趋势明显，2016-2020 年，证券行业股基交易净佣金费率水平从 0.403‰下降至 0.263‰。同期，公司证券经纪业务净佣金费率也有所下降，但总体高于行业平均水平，主要由于公司经纪业务客户结构主要以个人客户为主、交易结构中佣金率较高的股票交易为主，同时公司以传统渠道获取新客户比例较高，利用低佣金策略从互联网渠道或其他线上渠道获取的客户相对较少。

图6：公司与行业佣金率对比


资料来源：公司招股说明书，Wind 数据推算，东兴证券研究所

图7：2016-2020 年财达证券经纪业务收入


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司多渠道并举，积极推进传统经纪业务向财富管理业务的转型与升级。2021年上半年，公司紧跟行业发展趋势，以科技赋能和提升团队建设为抓手，进一步完善智能助理服务功能，加强CRM平台升级，持续深化分支机构改革，全面强化投顾、营销两个团队建设，适时推动主题投教服务活动，大力拓展渠道引流，全面加强分支机构与各业务条线的协同联动，稳步推进财富管理转型。

3.1.2 补充线上渠道短板，推动线上线下融合发展

补充线上渠道短板，推出多项服务举措。在进一步巩固传统经纪业务的同时，财达证券积极探索并推进互联网金融的发展及客户业务办理需求的互联网化，利用互联网开放、便捷、高效的优势，逐步将柜台业务由线下办理向网络化、无纸化、自助化转型。通过“财达财日冕”，客户可以了解行情、交易、还支持AI客服等场景，线上线下服务相结合，沟通更通畅。“财达证券手机同花顺”版本是基于同花顺最新架构研发的全新行情交易系统，支持全品种交易，有众多智能化应用。此外，通过“财达证券”微信公众号，公司为客户提供便捷高效的信息查询服务。

图8：财达财日冕手机软件首页



资料来源：财达财日冕App，东兴证券研究所

图9：“财达证券”公众号界面

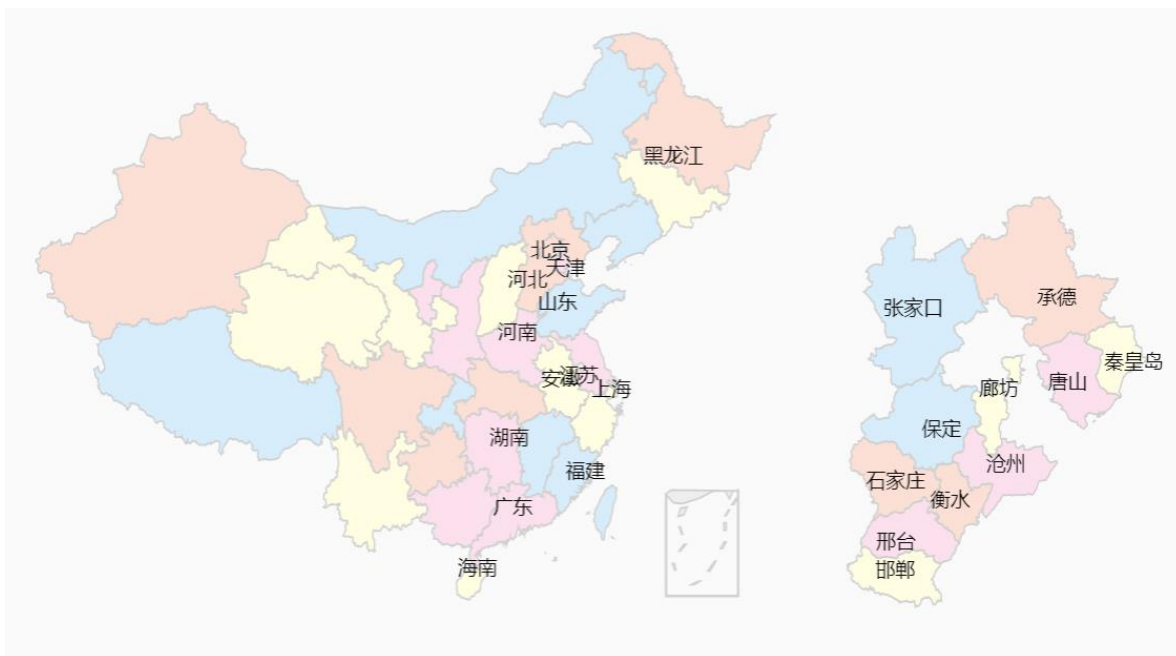


资料来源：财达证券微信公众平台，东兴证券研究所

线下渠道立足河北、辐射东部、进军全国。财达证券在我国 13 个省、直辖市共计设立 112 家证券营业部，其中在河北省内设立 93 家证券营业部，覆盖省内 11 个地级市和主要发达县域地区，为推动省内证券市场发展做出了较大的贡献。同时，财达证券在河北省内较高的网点覆盖率和合理的网点布局，有效地促进了公司在省内品牌认知度的提升，近三年公司来自河北省内营业网点的证券经纪业务手续费及佣金净收入占比均超过 90%。

河北省金融领域发展空间较大，有望助力公司业务取得突破。河北省经济体量较大，具备雄厚的经济基础，但资本市场发展与经济体量相比相对滞后，未来上升空间较大。2020 年，河北省 GDP 总额达 3.62 万亿元，全国占比 3.56%，位居全国第 12 位。但河北省的资本市场发展相对滞后，截至 2021 年 6 月末，河北省内沪深两市上市公司数量只有 67 家，全国占比 1.53%，与东南部发达省份相比差距巨大。公司作为河北省内唯一法人证券公司，享有立足河北、熟悉河北的区位优势，借助于京津冀协同发展战略的持续推进以及雄安新区的规划建设，未来具有较大的发展空间。

图10：公司营业网点及分支机构布局



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

除河北省内设立的证券营业部外，截至 2020 年 12 月 31 日，公司还分别在北京、天津、上海、广东、福建、河南、江苏、安徽、湖南、黑龙江、海南、山东等 12 个省、直辖市设立了 19 家证券营业部，形成了立足河北、辐射东部、进军全国的营业网点布局。公司在河北省外地区已经经营多年，并在黑龙江、北京等部分营业部取得了较好的经营成果。

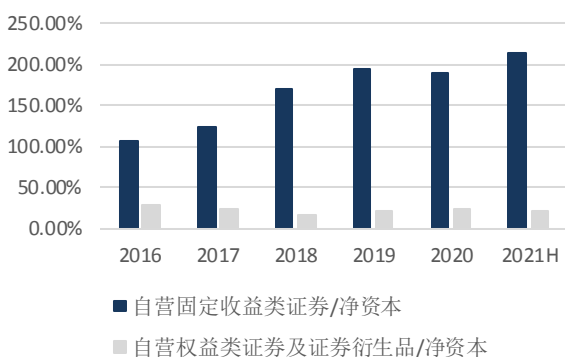
3.2 自营业务：业绩增长“双擎”之一，重要性持续提升

随着经纪、投行等手续费类业务费率降低，券商纷纷寻求新的业绩突破口，自营业务和信用业务等重资产业务得到重点发展。但重资产业务收入情况受资本市场影响较大，2021 年上半年，受权益和固定收益市场波动影响，行业实现证券投资+公允价值变动损益共计 697.88 亿元，同比略有下降 0.69%；三季度开始，权益

市场回暖，证券行业自营收益企稳回升，前三季度行业证券投资+公允价值变动损益 1,064.04 亿元，同比增长 4.97%。

财达证券自营投资资金占净资产比例低于上市券商平均水平，资金运用杠杆提升空间较大。从资产配置角度来讲，行业自营业务“增配权益”趋势明显。截至 2021 年上半年，上市券商自营权益类证券及证券衍生品/净资本为 21.22%，自营固定收益类证券/净资本为 206.15%。财达证券自营投资资金占净资产比例低于上市券商均值，2021 年中期公司自营权益类证券及证券衍生品/净资本仅为 4.54%，自营固定收益类证券/净资本为 165.94%，权益类资产配置比例远低于上市券商平均水平，资金运用杠杆提升空间较大。

图11：2016-2021H上市券商自营资产配置结构



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图12：2016-2021H公司自营资产配置结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

投资战略明确，多渠道对冲风险，自营收益稳健增长。从资产配置结构和公司投资战略上看，财达证券以固定收益投资为基本盘，以权益类投资为辅，并综合运用国债期货、股指期货以及相关衍生工具对冲投资风险，提升了自营投资业绩的稳定性；另一方面，公司加大科技赋能投入力度，稳步推进股票和商品期货量化业务，完成了量化交易专用交易服务器及金融数据库的搭建，商品期货业务作为大类资产配置的重要工具，与股债的关联性较低，也为大类资产配置提供了新的风险分散工具。2021 年上半年，公司实现投资收益和公允价值变动损益合计 4.90 亿元，同比增长 9.62%；三季度，在权益市场回暖、固定收益市场稳健向好的影响下，公司投资收益大幅提升，前三季度实现投资收益和公允价值变动损益 7.82 亿元，同比大幅增长 34.83%。预计未来随着投资团队的持续补充和投资体系的不断完善，公司在自营业务领域规模和利润的持续提升均可期待。

4. 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

我们认为当前券商正在经历行业历史性的变革，投行、经纪等佣金类业务竞争不断加剧、费率持续降低，曾经佣金为王的年代一去不返，自有资金投资和类信贷业务正逐渐成为证券公司的利润支柱。这种业务格局和欧美等成熟市场上的证券公司相类似，是我国资本市场对外开放进程加快，外资证券公司不断参与市场竞争大背景下的必然趋势。在此背景下，券商资本金规模成为业务发展的重要因素之一，行业头部化趋势明显，中小券商的经营压力不断加大。和行业整体趋势相似，财达证券业务结构中经纪、自营业务收入占比较高，信用、资管占比较低且业绩波动性较大，投行处于起步阶段。公司在河北省内具备一定的区位优势，随着京

津冀一体化的深入，河北省内经济发展空间较大，预计随着公司团队配置不断完善、加大业务投入、处置存量风险，公司整体业务规模有望持续提升。

鉴于证券行业经营业绩和政策、市场环境密切相关，我们将对相关内容作出基本假设（2022-2023年）：

1.2021年市场成交额创2015年后新高，我们预计随着资本市场全面深化改革推进，北交所等里程碑式改革方案相继落地，投资者投资热情有望进一步提升。同时，资本市场机构化趋势逐步深化，机构投资者占比持续提升。预计2022年、2023年市场日均交易量分别为1.1万亿、1.2万亿；行业经纪业务佣金率分别为0.025%和0.024%；公司证券及期货经纪业务收入未来三年的年复合增长率为10%；

2.2021年年内，我国权益市场局部波动加剧，整体呈现结构性行情；固定收益市场方面，十年期国债收益率由年初的3.17%下降到当前的2.79%，利率中期或将维持低位震荡，未来三年股债收益率有望交替领跑，但权益投资机会或将持续提升。作为业绩弹性的重要贡献者，我们判断行业权益配置比例有望持续提升，相应来看公司权益资产配置比例提升空间较大，预计随着公司加大自营投入，年内自营投资类业务收入三年的复合增长率为8%；

3.在北交所设立利好和全面注册制预期下，行业投行业务规模有望稳步增加，且项目风格逐渐转向“小而美”，股权承销费率短期有望小幅回升，但随着投行竞争加剧，中长期费率下行趋势或将持续。在利好加持下，公司在完成首单新三板转板后，有望继续发挥服务中小企业优势，预计未来三年公司投行业务复合增长率为7.5%；

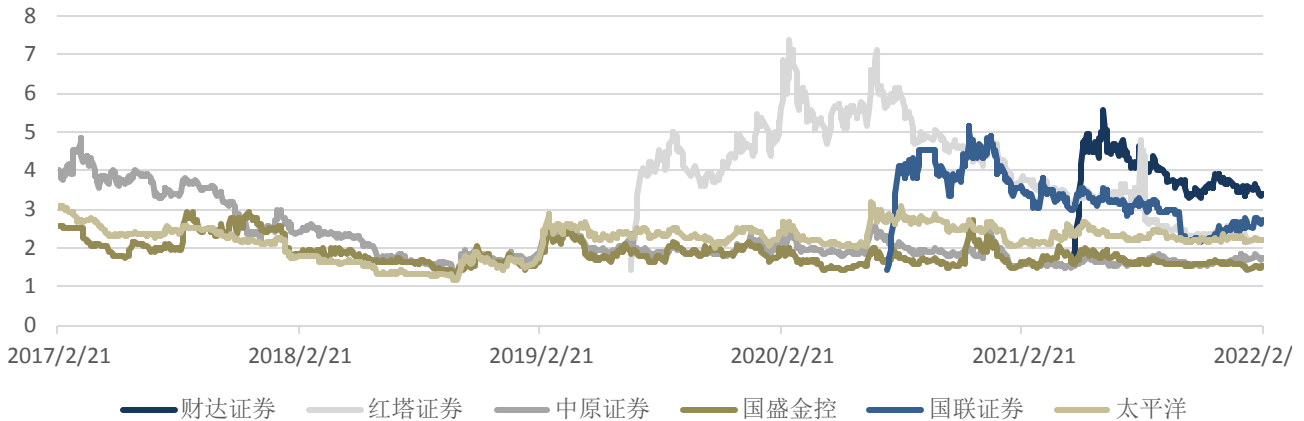
4.随着行情回暖和两融规则的完善，两融规模大幅提升，股票质押业务风险得到有效释放，行业信用业务收入平稳提升。鉴于公司存量风险项目仍然较多，同时受监管影响，新业务开展也较为谨慎，年内收入或将下滑，三年的复合增长率为3%；

5.2021年年末，资管新规过渡期结束，市场资管业务规模仍持续压降，未来行业全面转型主动管理是大势所趋。公司积极应对行业变局，提升主动管理能力，推动自身大集合资管产品公募化变革，我们认为公司资管业务将继续保持稳中向好，结合当前的低基数，预计业务收入三年符合增速约为15%。

4.2 估值

我们采用PB可比公司法对财达证券进行估值，对标上市公司中体量相近的、具有地方特色的证券公司。我们选取了红塔证券、中原证券、国盛金控、国联证券、太平洋，在当前时点，剔除次新股、“合并”事件概念对公司估值影响较大的公司，最终选取净资产水平、公司业务结构较为相近的太平洋、中原证券。

图13：可比券商 PB（TTM）情况



资料来源：Wind，东兴证券研究所

京津冀协同发展，是新形势下提升和完善首都功能、打造新的首都经济圈，推进区域均衡发展体制机制创新的需要，是促进环渤海经济区发展的重大国家战略。公司享有立足河北、深耕河北的核心优势，借助于京津冀协同发展战略，公司将以服务河北融入京津、促进经济转型升级大局为切入点，充分借助北京、天津在人才、信息、资金、资源和政策等方面的优势，充分发挥资本中介功能，积极加强服务实体企业、服务河北经济发展的力度。同时公司作为河北省国资委监管企业，与唐钢集团、国控运营、河北港口等大型国有企业建立了良好的战略合作关系，为公司发展提供了强大的支撑。但考虑到公司仍具有次新股属性，当前价格存在次新股溢价，在行业 PB 均值仅 1.9x 的情况下，公司 3.4x 的估值处于高估区间，和公司中长期价值存在一定程度的背离。我们预计公司中期合理估值约为 2.5xPB，预计 2021、22、23 年对应 EPS 为 0.21 元/股、0.24 元/股、0.27 元/股，首次覆盖给予“中性”评级。

5. 风险提示

宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：当前应重点关注市场核心指标边际变化	2022-02-20
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：保险板块估值修复的持续性尚待观察	2022-02-13
行业普通报告	非银行金融：市场规模持续高增，券商差异化赛道仍待挖掘——2021Q4 基金保有量数据点评	2022-02-07
行业普通报告	非银行金融：市场波动加剧，聚焦业绩具备较高确定性的价值标的	2022-02-06
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：降息利好落地，证券板块估值修复或将延续	2022-01-23
行业深度报告	非银行金融行业：彰显自身优势，中资券商香港展业大有作为——香港中资券商系列报告之二	2022-01-18
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：货银对付改革启动，券商资金利用效率有望提升	2022-01-17
行业普通报告	非银行金融行业：引入做市制度助力科创板交易活跃度提升——科创板引入做市商制度点评	2022-01-09

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘嘉玮

武汉大学学士，南开大学硕士，“数学+金融”复合背景。四年银行工作经验，七年非银金融研究经验，两年银行研究经验。2015年第十三届新财富非银金融行业第一名、2016年第十四届新财富非银金融行业第四名团队成员；2015年第九届水晶球非银金融行业第一名、2016年第十届水晶球非银金融行业第二名团队成员。

高鑫

经济学硕士，2019年加入东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526