

投资评级 优于大市 首次覆盖

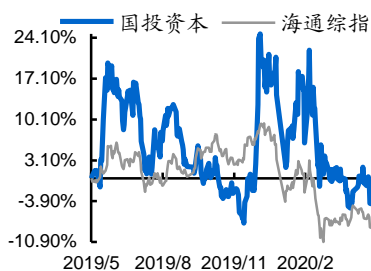
央企综合金控平台，各项业务协同发展

股票数据

05月27日收盘价(元)	11.65
52周股价波动(元)	11.28-15.94
总股本/流通A股(百万股)	4227/4174
总市值/流通市值(百万元)	49246/48625

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	0.5	-7.1	-17.4
相对涨幅(%)	-0.1	-10.8	-11.5

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:何婷

Tel:(021)23219634

Email:ht10515@htsec.com

证书:S0850516060001

联系人:任广博

Tel:(010)56760090

Email:rgb12695@htsec.com

投资要点：央企控股金控平台，股东产业背景雄厚，公司投行业务排名居前。根据分部估值法，合理价值区间为 13.73-16.24 元，给予“优于大市”评级。

- **国务院国资委直属央企国投集团旗下金控平台，股东产业实力强。** 央企控股金控公司，国投集团资本实力雄厚。国投集团基础产业覆盖电力、能源、矿产等。国投资本作为国投公司旗下唯一的金融业务投资与管理平台，可以通过国投公司各业务资源的协同，获得股东丰富的产业资源和多样化的金融服务需求。
- **业务范围涵盖证券、信托、基金、期货，证券业务占比超 7 成。** 国投资本旗下金融业务包括证券、信托、基金、期货等。2015 年，国投公司将旗下券商安信证券注入旗下上市公司中纺投资。中纺投资于 2015 年更名为国投安信，并于当年剥离原有的纺织业务。2017 年注入信托、基金业务后，国投安信更名为国投资本。2019 年度，该四项业务经营收入分别占比为 78%/10%/4%和 8%。国投资本旗下金融产业业务排名靠前，其中，安信证券 2017-2019 年净利润排名行业 13-16 位；国投泰康信托净利润行业排名 24-34 位；国投瑞银基金管理 68 只公募基金，非货币基金规模排名 37-45 位。
- **安信证券各项排名居前，ROE 高于行业平均。** 安信证券成立于 2006 年，原为证券投资者保护基金为处置风险券商设立的风险处置平台，2013 年国投公司受让投保基金持有的 57.25% 的安信证券股份，成为安信证券控股股东。2019 年安信证券经纪业务收入、投行业务等均排名行业前列。2015-2019 年安信证券/券商行业平均 ROE 分别为 10.6%/ 8.0%，安信证券 ROE 水平与较行业 ROE 高 1.4-4.4pct，主要是由于公司利息收入占比较高。**1) 经纪业务市场份额保持稳定。** 安信证券 2015-2019 年经纪业务市占率基本在 2.3%-2.7%之间，19 年经纪收入排名第 14 位。随着互联网金融的发展，安信证券稳步推进业务模式转型，利用互联网、大数据等技术夯实客户基础，截至 2019 年末手机 APP 平台用户数量超过 500 万。**2) 投行业务权益类承销排名前列，与国投集团实现深度产融结合。** 安信证券 2019 年完成 A 股主承销商项目 14 个、规模 144 亿元，数量和规模排名分别 19、23 名，排名行业前列。安信证券近年来进一步加深与股东国投集团的深度合作，2019 年安信证券承销了国投集团及其旗下国投电力等多家公司的公司债券。**3) 资管业务主动压缩规模，主动管理占比大幅提升。** 2017 年以来公司资管规模压缩，从 2017 年的 3682 亿元逐年减少至 2089 亿元。但主动管理规模大幅提升，占比从 22%大幅提升至 41%。公司于 2020 年初完成设立资管子公司。
- **信托、公募基金、期货等业务发展良好，排名靠前。** 1) 国投泰康信托主动管理能力大幅提升，主动管理占比从 2017 年的 14%大幅提升至 2019 年的 30%。2) 截至 2019 年末，国投瑞银公募基金管理规模 822 亿元，行业排名 45/140，重点布局量化、养老 FOF 等。3) 国投安信期货合并后各项业务排名大幅提升，国投安信期货 2019 年各项指标排名行业前列，营业收入行业排名第 12 名、净利润行业排名第 10 名。
- **合理价值区间为 13.73-16.24 元，给予“优于大市”评级。** 预计公司 2020E/2021E/ 2022E BVPS 分别为 9.76/ 10.27/ 10.79 元，EPS 分别为 0.73/ 0.74/ 0.75 元。根据分部估值法，得到合理价值区间为 13.73-16.24 元，给予“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

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	10514	11267	12078	12103	12317
(+/-)YoY(%)	2%	7%	7%	0%	2%
净利润(百万元)	1679	2968	3069	3129	3175
(+/-)YoY(%)	-48%	77%	3%	2%	1%
每股净利润(元)	0.40	0.70	0.73	0.74	0.75
每股净资产(元)	8.61	9.24	9.76	10.27	10.79

资料来源：公司年报（2018-2019），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

目 录

1. 央企背景，股东产业资源丰富	5
1.1 央企背景金控公司，股东背景雄厚	5
1.2 国投资本业务涵盖证券、信托、期货、基金等	5
2. 券商业务占比高，各项业务协同发展	7
2.1 证券业务：各项业务排名前列，ROE 水平高于行业平均	7
2.1.1 经纪业务：市场份额保持稳定	8
2.1.2 投行业务：权益类承销排名前列，科创板储备充足	9
2.1.3 资管业务：主动管理占比大幅提升	10
2.2 信托业务：主动管理能力大幅提升	10
2.3 公募基金业务：管理规模排名行业中游偏上水平	11
2.4 期货业务：排名行业前列，竞争加剧市占率有所下滑	12
3. 投资建议	13
3.1 盈利预测：预计 2020-2022E 归母净利润分别同比+3%/ +2%/ +1%	13
3.2 投资建议：合理价值区间为 13.73-16.24 亿元，给予“优于大市”评级	16
3.3 投资风险：市场低迷导致业绩和估值双重下滑	18
财务报表分析和预测	19

图目录

图 1	国投集团业务布局.....	5
图 2	国投资本组织架构.....	6
图 3	国投资本各项业务营业收入占比.....	6
图 4	2015-2019 年国投资本营业收入及增速.....	7
图 5	2015-2019 年国投资本归母净利润及 ROE.....	7
图 6	安信证券营业收入回升	8
图 7	安信证券 2019 年净利润大幅上升	8
图 8	安信证券 ROE 略高于行业平均	8
图 9	安信证券经纪业务占比呈下降趋势	8
图 10	中国证券行业收入结构	8
图 11	营业部主要分布在广东等发达地区（2019 年末）.....	9
图 12	2015-2019 年经纪收入及市占	9
图 13	2015-2019 年股权承销规模（亿元）	9
图 14	2015-2019 年债券承销规模（亿元）	9
图 15	安信证券资管规模压缩，主动管理占比大幅提升	10
图 16	2016-2019 年国投泰康信托营业收入	10
图 17	2016-2019 年国投泰康信托净利润	10
图 18	国投泰康信托主动管理规模和占比提升	11
图 19	国投泰康信托代销金融产品规模大幅提升	11
图 20	国投瑞银收入呈下降趋势.....	12
图 21	国投瑞银净利润逐年下降.....	12
图 22	国投瑞银管理规模下滑	12
图 23	2016-2019 年期货经纪业务收入.....	13
图 24	2017-2019 年国投安信期货收入和净利润	13
图 25	2016-2019 年国投安信期货客户资产规模（亿元）.....	13
图 26	2016-2019 年国投安信期货成交额及市场份额	13

表目录

表 1	安信证券历史.....	7
表 2	国投资本盈利预测（百万元）	14
表 3	国投资本资产负债表（百万元）	15
表 4	分部盈利预测与估值.....	16
表 5	上市券商估值表（2020 年 5 月 27 日）	17
表 6	信托公司估值表（2020 年 5 月 27 日）	17
表 7	期货公司估值表（2020 年 5 月 27 日）	18
表 8	公募基金股权交易估值案例	18

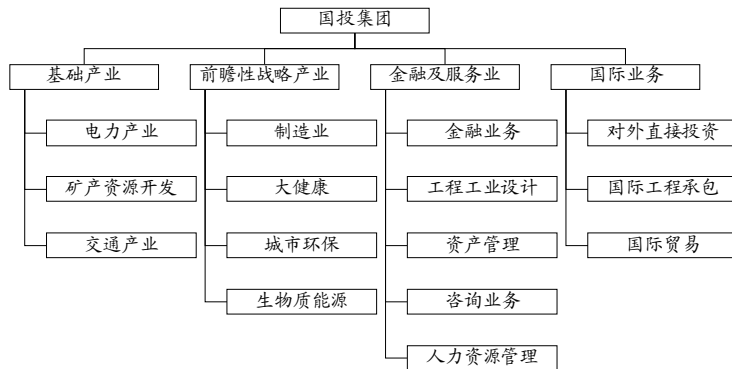
1. 央企背景，股东产业资源丰富

1.1 央企背景金控公司，股东背景雄厚

央企控股金控公司，国投集团资本实力雄厚。国投资本是一家央企背景的上市金控公司，控股股东为国家投资开发集团有限公司，是中央直接管理的国有重要骨干企业，是中央企业中唯一的投资控股公司，是首批国有资本投资公司改革试点单位，注册资本338亿元。截至2019年末，国投集团资产总额6322亿元，2019年实现营业总收入1437亿元，利润总额201亿元，连续15年在国务院国资委业绩考核中荣获A级，连续五个任期获得业绩优秀企业。

国投集团基础产业覆盖电力、能源、矿产等。国投集团拥有160余家全资及控股子公司，其中9家控股上市公司，形成了在资本市场有一定影响力的“国投”品牌。国投集团构建了基础产业、前瞻性战略性新兴产业、金融及服务业和国际业务四大战略业务单元。国投资本作为国投公司旗下唯一的金融业务投资与管理平台，可以通过国投公司各业务资源的协同，获得股东丰富的产业资源和多样化的金融服务需求。

图1 国投集团业务布局



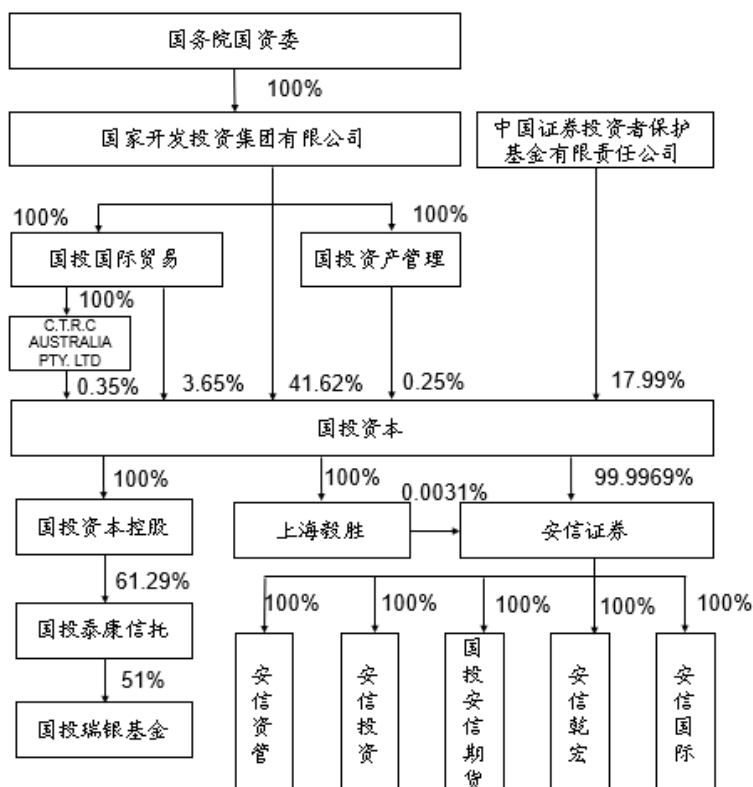
资料来源：国投集团官网，海通证券研究所

1.2 国投资本业务涵盖证券、信托、期货、基金等

2013年末国投公司入主安信证券，2015年注入上市公司中纺投资。2013年11月22日，投保基金与国投公司签署《股份转让合同》，投保基金向国投公司合计转让安信证券18.32亿股股份，占总股本的57.25%。2013年12月27日完成了相关工商变更登记。2015年，国投公司旗下上市公司中纺投资以非公开发行股份的方式购买国投公司等14名交易对方合计持有的安信证券100%的股份，并于2015年3月23日完成了相关登记手续，安信证券资产注入上市公司中纺投资。2015年7月3日，中纺投资更名为国投安信股份有限公司，并变更了经营范围，并于当年末剥离了纺织业务。

2017年国投安信收购国投资本控股，更名为国投资本。2017年1月国投安信现金收购国投资本控股100%股权，持有国投泰康信托、国投瑞银基金的国投资本控股成为国投安信旗下子公司，2017年12月国投安信更名为国投资本。公司业务涵盖证券、信托、期货、基金等。

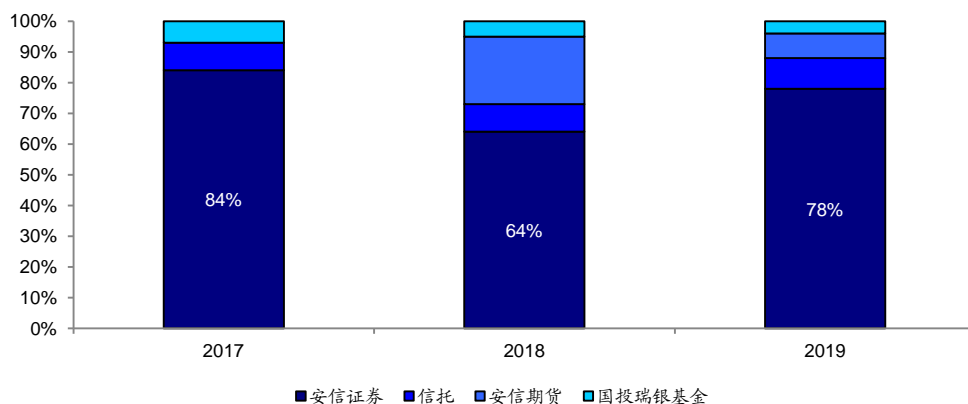
图2 国投资本组织架构



资料来源：国投资本 2019 年年报，海通证券研究所

公司各项业务排名靠前，证券业务占比超 7 成。国投资本旗下金融产业业务排名靠前，其中，安信证券 2017-2019 年净利润排名行业 13-16 位；国投泰康信托净利润行业排名 24-34 位；国投瑞银基金管理 68 只公募基金，非货币基金规模排名 37-45 位。2017 年公司收购国投资本控股，将期货、基金等纳入合并范围以来，公司的主要收入来源仍为证券业务，2017-2019 年占比分别为 84%、64%、78%。

图3 国投资本各项业务营业收入占比



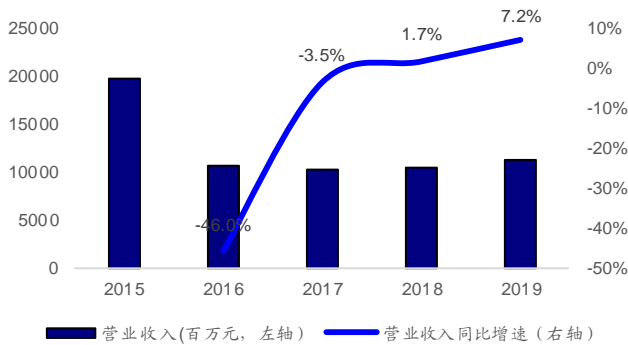
资料来源：国投资本历年年报，海通证券研究所

注：2017 年安信证券包括期货业务

受益于二级市场回暖，国投资本 19 年盈利情况改善。2019 年受到资本市场回暖影响，安信证券在投资收益（含公允价值变动）带动下营业收入和净利润均有所回升，盈

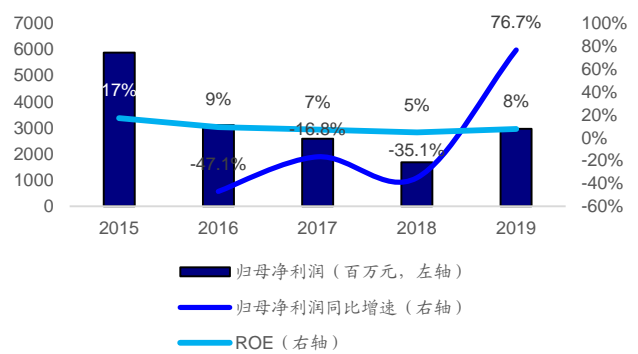
利情况显著改善。此外，信托业务收入亦增长较多，19 年信托收入同比增长 44%。

图4 2015-2019 年国投资本营业收入及增速



资料来源：国投资本历年年报，海通证券研究所

图5 2015-2019 年国投资本归母净利润及 ROE



资料来源：国投资本历年年报，海通证券研究所

2. 券商业务占比高，各项业务协同发展

2.1 证券业务：各项业务排名前列，ROE 水平高于行业平均

安信证券成立于 2006 年，是投保基金设立的风险券商处置平台。安信证券成立于 2006 年 8 月 18 日，当时的第一大股东为中国证券投资者保护基金。成立之初，安信证券除了可以经营证券公司业务外，还被赋予了政策性的职能，即证券公司的风险处置平台。安信证券先后于 2006 年 9 月、12 月以市场化方式收购了原广东证券、中国科技证券和中关村证券等风险券商的证券类资产；2007 年 4 月 18 日，第三方存管上线，95 家营业部翻牌。2008 年 6 月，公司完成风险处置任务，转为正常类券商。

2013 年末国投公司入主安信证券，2015 年注入上市公司。2013 年 11 月 22 日，投保基金与国投公司签署《股份转让合同》，投保基金向国投公司合计转让安信证券 18.32 亿股股份，占总股本的 57.25%。2013 年 12 月 27 日完成了相关工商变更登记。2015 年，国投公司旗下中纺投资以非公开发行股份的方式购买国投公司等 14 名交易对方合计持有的安信证券 100% 的股份，并于 2015 年 3 月 23 日完成了相关登记手续，安信证券资产注入上市公司中纺投资。2015 年 7 月 3 日，中纺投资更名为国投安信股份有限公司，并变更了经营范围，并于当年末剥离了纺织业务。2015 年 11 月 19 日，国投中谷期货吸收合并安信期货，并于 2016 年 4 月 11 日更名为国投安信期货有限公司。

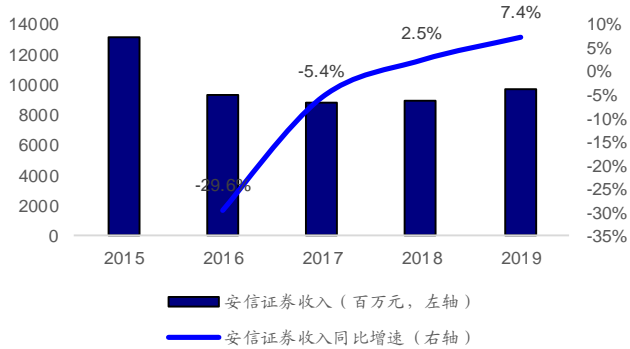
表 1 安信证券历史

2006 年 8 月 18 日	安信证券成立
2006 年 9 月	收购广东证券
2006 年 12 月	收购中关村证券
2007 年 4 月 18 日	第三方存管全部上线，95 家营业部翻牌
2008 年 6 月 18 日	完成风险处置任务
2013 年 12 月 27 日	国投公司入主安信证券
2015 年 3 月 23 日	国投公司旗下上市公司中纺投资收购安信证券全部股份，安信证券注入上市公司

资料来源：安信证券官网、安信证券 2019 年年报等，海通证券研究所

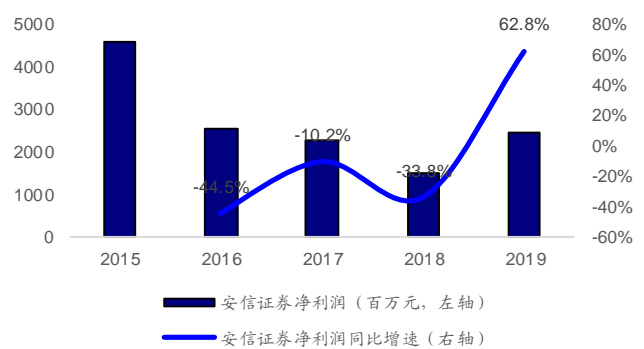
ROE 略高于行业平均，业绩受资本市场影响大。2019 年受益于资本市场好转、安信证券自营投资收益大增，公司净利润大幅回升，ROE 小幅提升 2.5pct 至 7.5%。2015 年以来，安信证券 ROE 水平与行业整体变化趋势基本一致，较行业 ROE 高 1.4-4.4pct。我们认为主要是由于公司利息收入占比较高。

图6 安信证券营业收入回升



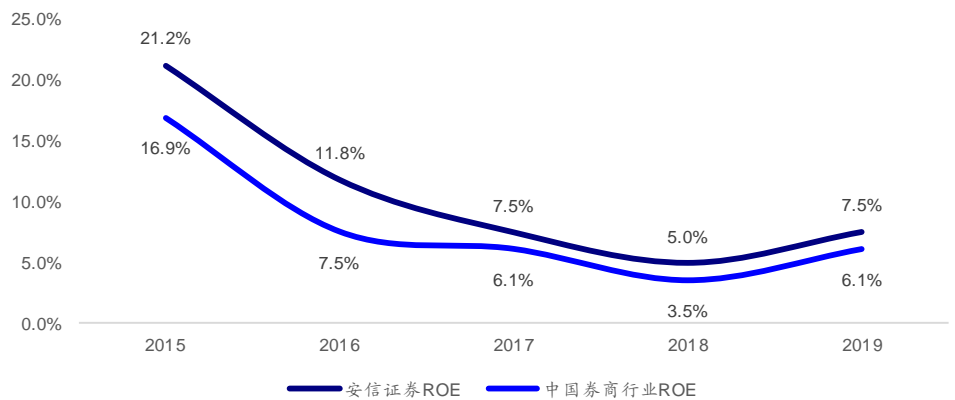
资料来源：安信证券历年年报，海通证券研究所

图7 安信证券 2019 年净利润大幅上升



资料来源：安信证券历年年报，海通证券研究所

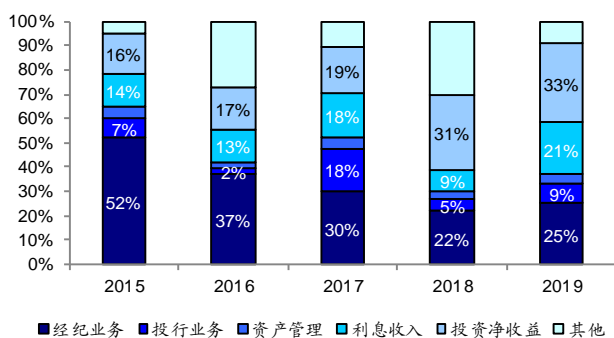
图8 安信证券 ROE 略高于行业平均



资料来源：安信证券历年年报、中国证券业协会，海通证券研究所

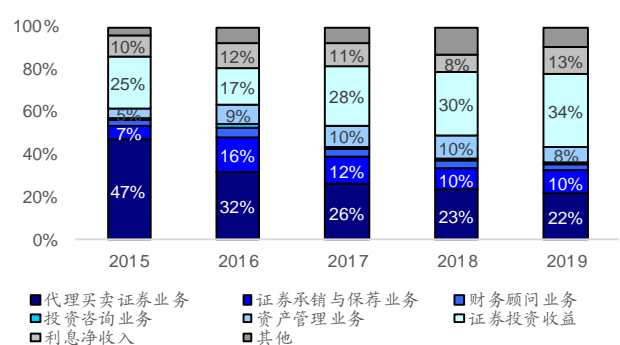
经纪业务依赖度逐年下降，自营及利息收入占比提升明显。2015年以来，公司经纪业务收入占比呈下降趋势，从2015年的52%下降至2019年的25%，降幅略高于行业。此外，公司2018-2019年加大自营投资规模及资本中介类业务规模，自营及利息收入占比提升明显。

图9 安信证券经纪业务占比呈下降趋势



资料来源：安信证券年报，海通证券研究所

图10 中国证券行业收入结构



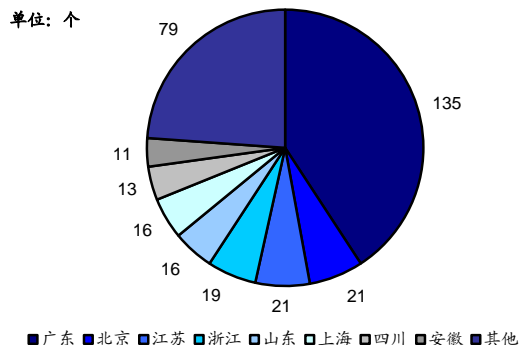
资料来源：中国证券业协会，海通证券研究所

2.1.1 经纪业务：市场份额保持稳定

经纪市场份额稳定在2.3%左右，营业网点主要集中在广东地区。安信证券2015-2019年经纪业务市占率基本在2.3%-2.7%之间，19年经纪收入排名第14位。截至2019年末，公司营业网点331家，主要位于广东省、北京市、江苏省、浙江省等经

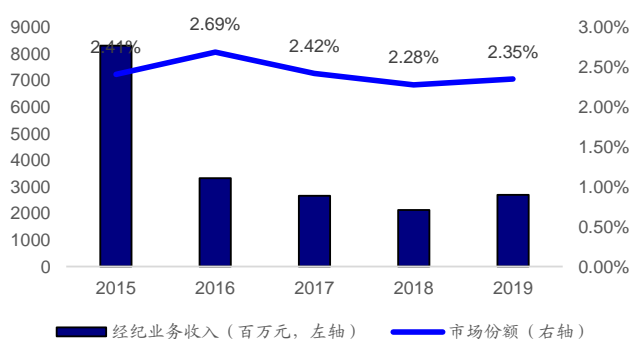
济发达区域。同时，随着互联网金融的快速发展，安信证券稳步推进业务模式的转型与创新，利用互联网、大数据等技术夯实客户基础，扩大服务范围，推行精准营销。安信证券加强渠道拓展能力，优化线上线下渠道布局，建立数据驱动的精细运营和精准营销业务模式，提升客户黏性。通过手机 APP “安信手机证券” 向 “业务引流+综合服务” 的线上平台转型，截至 2019 年末平台用户数超过 500 万，新增用户超过 140 万。

图11 营业部主要分布在广东等发达地区（2019 年末）



资料来源：安信证券 2019 年年报，海通证券研究所

图12 2015-2019 年经纪收入及市占



资料来源：国投资本历年年报，海通证券研究所
2015-2017 年为股基交易额市场份额，2018-2019 年为经纪业务收入市场份额

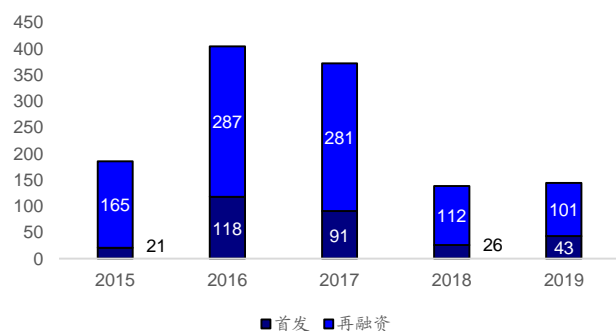
2.1.2 投行业务：权益类承销排名前列，科创板储备充足

具备深厚的业务积淀，建立了较强的竞争优势。根据 Wind 统计，公司 2019 年完成 A 股股票主承销项目 14 个（其中 6 个 IPO），数量排名行业 19 名；主承销规模 144 亿元，同比大幅回升，规模排名第 23 名，同比下降 3 名。完成债权融资项目 34 个，债权融资金额 154.49 亿元。

抓住科创板机遇，IPO 储备充足。公司 2019 年成功保荐了 3 家科创板企业上市，并创造了多个市场第一，其中微芯生物是首家科创板过会企业，瀚川智能是第一批上市企业。此外，安信证券独家保荐承销的紫金矿业 80 亿公开增发项目获超额认购，该项目是市场上五年来第一批、八年来最大融资规模的公开增发项目。截至 2019 年末，安信证券已过会尚未完成发行的项目 33 个（30 个已获批文），在审项目 30 个。此外，公司 IPO 储备项目充足，截至 2019 年末，安信证券储备 IPO 项目 69 个，其中主板 3 个，中小板 1 个，创业板 6 个，科创板 3 个，在所有券商中排名第 12，项目储备充足。

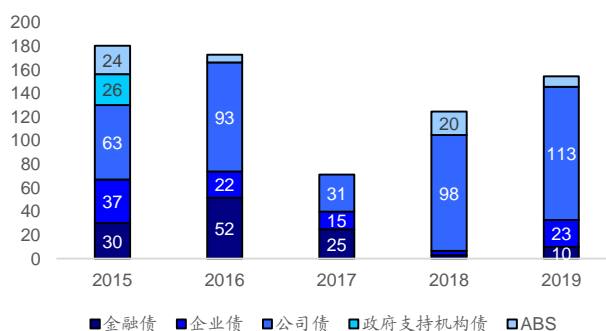
与国投集团合作进一步加深，债券承销规模稳步提升。受益于公司债规模大幅增加，公司 2018 年、2019 年债券承销规模大幅增加。公司近年来进一步加深与股东国投集团的合作，实现深度的产融结合。2019 年，公司承销包括国投集团、国投电力等多单国投集团及国投集团旗下公司的债券。

图13 2015-2019 年股权承销规模（亿元）



资料来源：wind，海通证券研究所

图14 2015-2019 年债券承销规模（亿元）

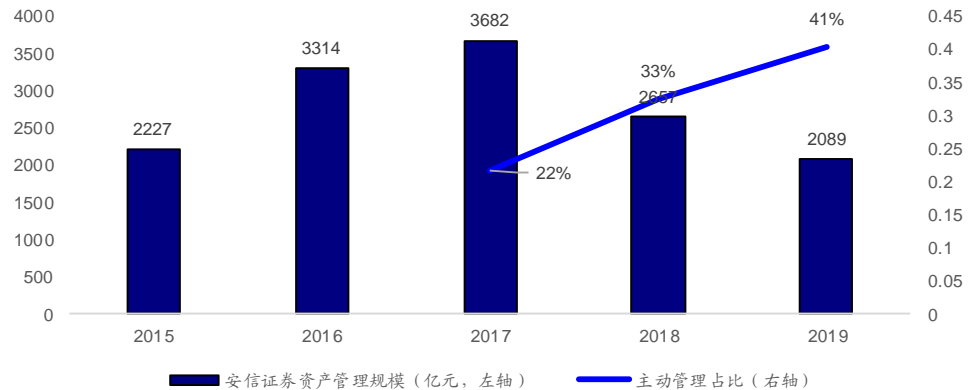


资料来源：wind，海通证券研究所

2.1.3 资管业务：主动管理占比大幅提升

资产管理规模压缩，主动管理占比大幅提升，2020 年初完成设立资管子公司。2017 年以来公司资管规模压缩，从 2017 年的 3682 亿元逐年减少至 2089 亿元。但主动管理规模从 2017 年的 806 亿元增加至 2019 年的 849 亿元，主动管理占比从 22% 大幅提升至 41%。公司不断提升产品研发能力，新增发行私募 FOF 产品、优化现有存量产品，稳步提高市场开拓水平，合作客户范围覆盖银行、央企财务公司、信托公司及私募基金等机构。公司已于 2020 年初完成设立资管子公司。

图15 安信证券资管规模压缩，主动管理占比大幅提升



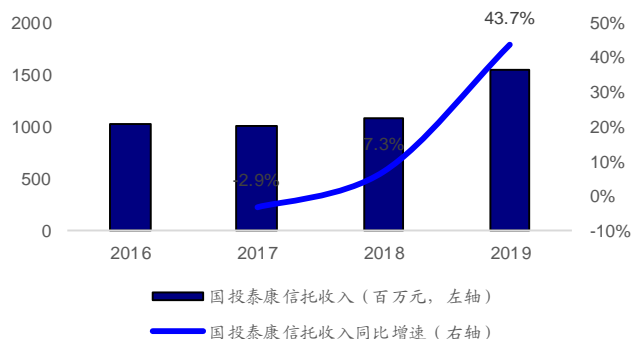
资料来源：安信证券历年年报，海通证券研究所

2.2 信托业务：主动管理能力大幅提升

国投泰康信托的前身是成立于 1986 年 6 月的沈阳市信托投资公司，2003 年 3 月，更名为弘泰信托投资有限责任公司，2004 年 5 月，国投公司全面收购了弘泰信托。后公司几经更名，2015 年 2 月，公司引入泰康作为战略投资者，更名为国投泰康信托有限公司。截至 2020 年 3 月末，公司股权结构为：国投资本持股 61.29%、泰康保险持股 27.06%、悦达资本 8.20% 和泰康资管持股 3.45%。

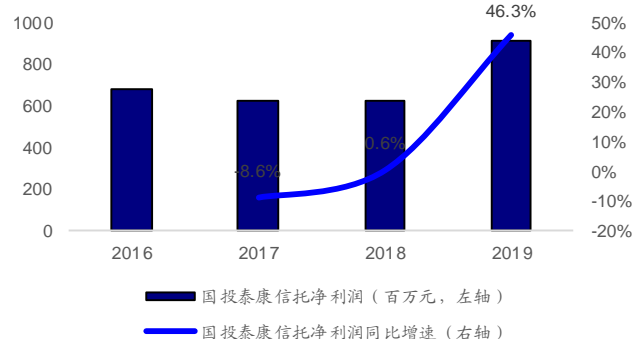
纳入合并范围以来，国投泰康营业收入和利润逐年增加。根据 61 家信托公司披露的 2018 年财务数据，国投泰康信托总资产排名第 36 位，经营收入排名第 37 位，利润总额排名第 32 位，净利润排名第 34 位，盈利能力稳步增长。国投泰康信托营业收入从 2016 年的 10.4 亿元增加至 2019 年的 15.58 亿元，4 年复合增速 14.4%；净利润从 2016 年的 6.82 亿元增加至 2019 年的 9.19 亿元，4 年复合增速 10.4%。

图16 2016-2019 年国投泰康信托营业收入



资料来源：国投资本历年年报，海通证券研究所

图17 2016-2019 年国投泰康信托净利润



资料来源：国投资本历年年报，海通证券研究所

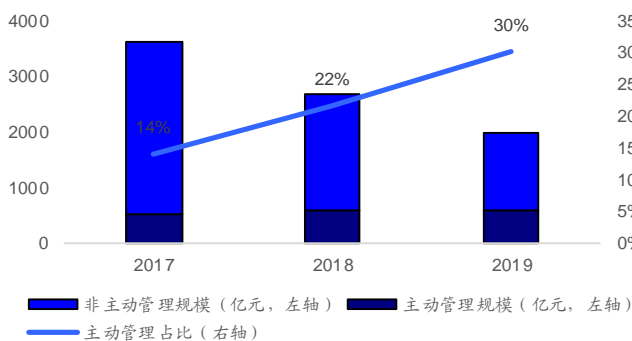
信托业务：主动管理能力大幅提升。2017 年末，国投泰康信托的母公司国投资本控股被原国投安信合并，国投泰康信托被纳入原国投安信合并范围。随着资管新规及配套细则陆续出台，信托公司不断落实监管要求，主动去通道并优化信托结构，坚持稳规模、降通道、强管理的经营理念，主动管理意识和业务创新能力持续增强，通过打造配

套的管理团队与 IT 资源，进行新产品新业务研发，提高标准化业务能力，提升主动管理水平。公司主动管理能力逐年提升，2017 年以来主动管理占比由 14%大幅提升至 2019 年的 30%。

财富管理业务：代销规模大幅增加。公司大力推进财富条线建设，不断提升财富管理能力。2018、2019 年代销规模分别同比增长 40%和 69%，代销规模大增。国投泰康信托创新销售模式，改革销售激励机制，建立市场化销售团队，财富人员数量持续增加；通过提升客户服务水平，定期开展线下客户沙龙、财富管理论坛、交流论坛等，提供高水平的服务体验，加强与机构客户合作。

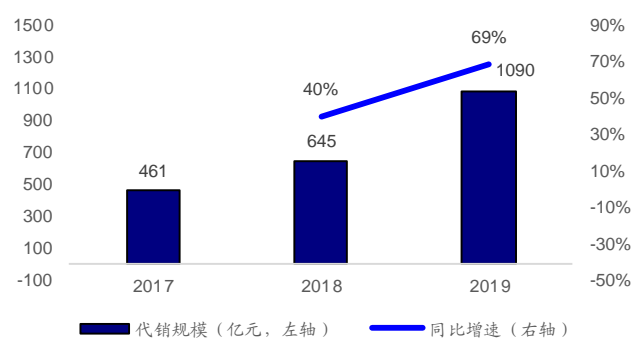
固有业务：资产配置结构优化。国投泰康信托不断优化固有业务资产配置效率，在保证流动性安全的基础上，助力信托业务创新转型。一是优化固有资产配置结构，**金融产品投资、证券类投资及股权投资规模在固有财产总规模中的占比由 2018 年的 61%提升至 2019 年的 78%**；二是保持融资渠道畅通，为信托业务发展提供流动性支持；三是实现较好股权投资收益，并发行首支物流产业综合性基金。

图18 国投泰康信托主动管理规模和占比提升



资料来源：国投资本历年年报，海通证券研究所

图19 国投泰康信托代销金融产品规模大幅提升



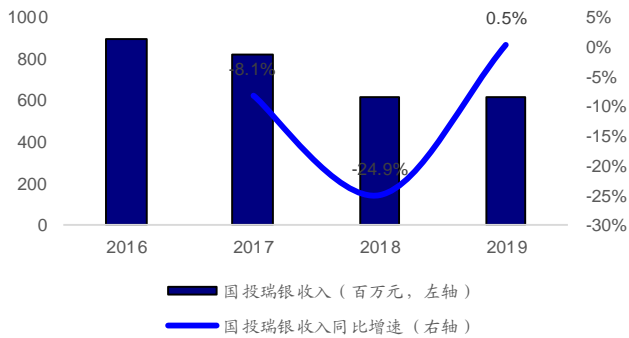
资料来源：国投资本历年年报，海通证券研究所

2.3 公募基金业务：管理规模排名行业中游偏上水平

国投瑞银基金于 2005 年 6 月 8 日合资成立，是第一家外方持股比例达 49%的合资基金公司。公司股东为国投泰康信托和瑞银集团（UBS AG），持股比例分别为 51%和 49%。

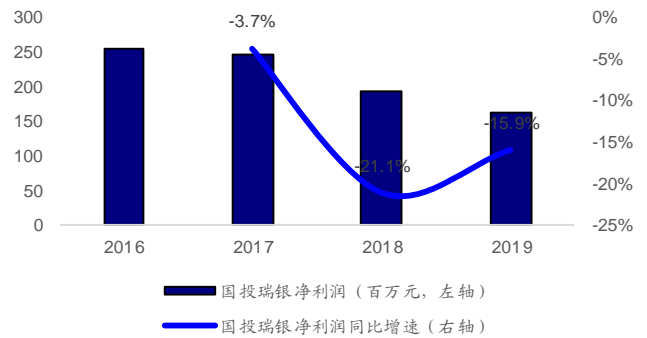
管理规模排名中游偏上水平，重点布局量化、养老 FOF 等。截至 2019 年末，公司公募基金管理规模 822 亿元，行业排名 45/140。公司重点布局量化、养老 FOF、行业主题产品，19 年发行了公司首支稳健养老 FOF 基金。公司加大机构新客户群体的开发力度，把握机构需求，着力聚焦主要渠道，提高营销深度，加大持营力度。此外，公司紧抓重点三方平台，在蚂蚁渠道的内容运营已形成高效模式，财富号流量长期排名同业前三。

图20 国投瑞银收入呈下降趋势



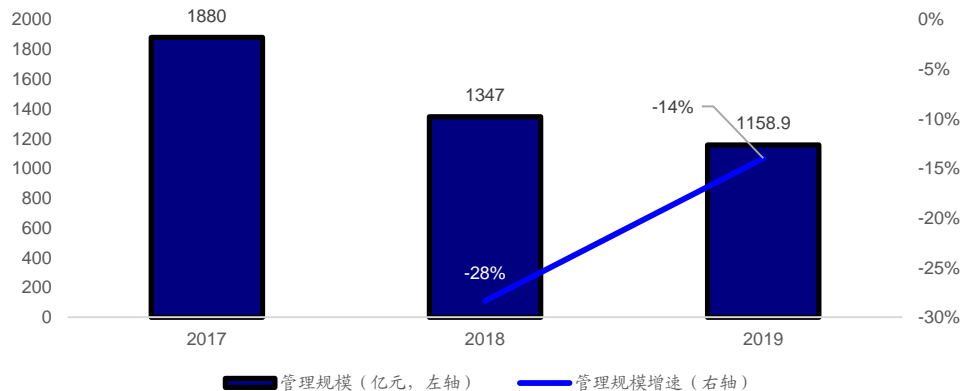
资料来源：国投资本历年年报，海通证券研究所

图21 国投瑞银净利润逐年下降



资料来源：国投资本历年年报，海通证券研究所

图22 国投瑞银管理规模下滑



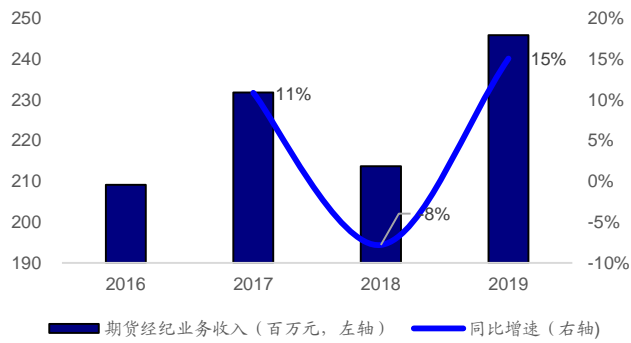
资料来源：国投资本历年年报，海通证券研究所

2.4 期货业务：排名行业前列，竞争加剧市占率有所下滑

国投安信期货排名行业前列。安信证券的期货业务与原国投中谷期货在2016年合并纳入国投资本（原国投安信）。合并后，公司在期货业务方面综合实力和排名快速提升。2016-2019年在证监会公布的期货公司分类评价结果均为最高级A类AA级，各项主要指标保持行业前列。国投安信期货2019年各项指标排名行业前列，营业收入行业排名第12名、净利润行业排名第10名。2016-2018年公司客户资产规模小幅下降，2019年受市场回暖影响，客户资产大幅增长40%至134亿元，4年复合增速6%。

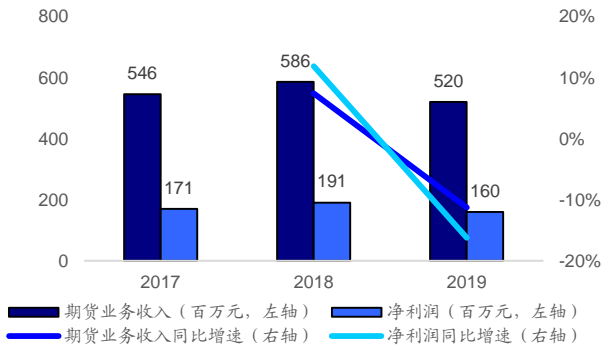
受市场回暖影响，2019年公司交易量及期货经纪收入提升。2019年，全国期货市场累计成交291万亿元，同比增长38%。受期货市场回暖影响，公司成交额同比增加5%，期货经纪收入同比增长15%。但由于市场竞争加剧等影响，公司市占率下滑0.92pct至2.95%。

图23 2016-2019 年期货经纪业务收入



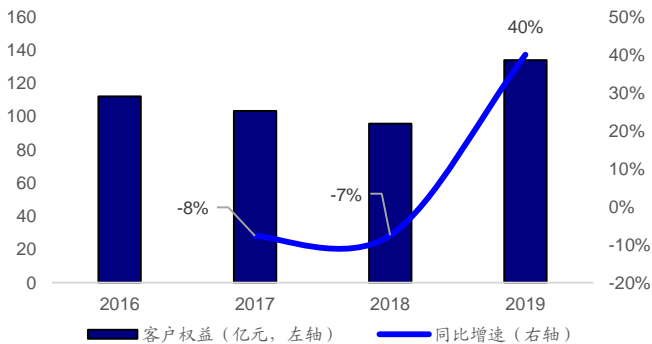
资料来源：国投资本历年年报，海通证券研究所

图24 2017-2019 年国投安信期货收入和净利润



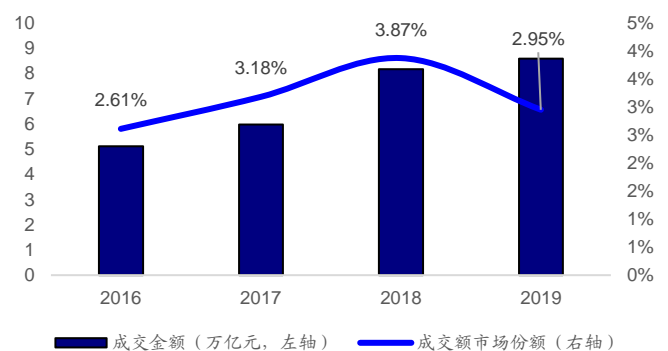
资料来源：国投资本历年年报，海通证券研究所

图25 2016-2019 年国投安信期货客户资产规模 (亿元)



资料来源：国投资本历年年报，海通证券研究所

图26 2016-2019 年国投安信期货成交额及市场份额



资料来源：国投资本历年年报，海通证券研究所

3. 投资建议

3.1 盈利预测：预计 2020-2022E 归母净利润分别同比+3%/ +2%/ +1%

我们预计 2020-2022E 营业收入分别为 120.78/ 121.03/ 123.17 亿元，同比+7%/ 0%/ 2%，2020-2022E 归母净利润 30.69/ 31.29/ 31.75 亿元，同比 3%/ 2%/ 1%，对应 EPS 0.73 / 0.74 / 0.75 元，归母净资产分别为 412.43/ 433.99/ 456.02 亿元，对应 BVPS 9.76 / 10.27 / 10.79 元。

表 2 国投资本盈利预测（百万元）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
一、营业总收入	10513.82	11267.40	12078.42	12102.52	12316.55
营业收入	2364.31	668.10	500.00	550.00	572.70
手续费和佣金收入	4592.92	5696.78	6528.31	6361.26	6399.43
经纪业务收入	2344.67	2947.95	3762.58	3726.50	3741.94
投行业务收入	450.38	789.50	845.43	911.63	985.83
资管业务收入	470.07	462.51	436.51	414.69	414.69
基金管理业务收入	364.34	382.00	326.16	199.92	199.92
托管及其他业务收入	868.47	1023.26	1065.35	1015.58	964.80
其他	95.00	91.56	92.27	92.94	92.26
利息净收入	3556.59	4902.53	5050.11	5191.26	5344.42
二、营业支出	10321.05	10142.16	9679.21	9677.22	9770.26
营业成本	2341.65	636.79	476.57	524.22	545.86
利息支出	2848.01	2928.71	2910.16	2878.66	2928.26
手续费及佣金支出	573.97	684.26	876.12	862.51	863.98
经纪业务支出	521.53	652.12	827.77	819.83	823.23
投行业务支出	26.08	4.59	20.81	17.16	14.19
资管业务支出	9.45	6.12	5.78	5.49	5.49
其他	16.91	21.43	21.76	20.03	21.08
营业税及附加	47.28	59.63	71.23	71.38	72.64
管理费用	4254.50	5569.59	4469.01	4477.93	4495.54
财务费用	255.64	263.17	-	-	-
其他收益	69.64	73.22	100.00	100.00	100.00
投资净收益	2814.01	1356.42	2112.88	2168.59	2111.37
联营合营企业	138.27	141.58	4.23	3.81	3.43
汇兑净收益	6.44	4.32	-	-	-
公允价值变动净收益	44.19	2560.02	-	-	-
资产减值损失	-383.76	-7.49	-	-	-
信用减值损失	-	-385.83	-	-	-
资产处置收益	-0.77	0.09	-	-	-
三、营业利润	2742.52	4726.00	4612.08	4693.89	4757.67
加：营业外收入	6.89	7.17	-	-	-
减：营业外支出	14.62	18.62	-	-	-
四、利润总额	2734.79	4714.55	4612.08	4693.89	4757.67
减：所得税	709.56	1214.46	1243.22	1265.27	1282.46
五、净利润	2025.23	3500.09	3368.86	3428.62	3475.20
减：少数股东损益	345.75	532.58	300.00	300.00	300.00
归属于母公司所有者的净利润	1679.48	2967.51	3068.86	3128.62	3175.20
六、每股收益：					
(一) 基本每股收益(元)	0.40	0.70	0.73	0.74	0.75
(二) 稀释每股收益(元)	0.40	0.70	0.73	0.74	0.75
七、其他综合收益	-1350.37	124.34	-	194.14	201.73
八、综合收益总额	674.86	3624.43	3368.86	3622.76	3676.93
归属于母公司股东的综合收益					
总额	351.78	3091.00	2873.05	3089.58	3135.78
归属于少数股东的综合收益总额	323.08	533.43	495.81	533.18	541.15

资料来源：国投资本 2018、2019 年年报，海通证券研究所

表 3 国投资本资产负债表（百万元）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	31459.77	42128.75	43588.06	41783.91	44984.90
结算备付金	12138.82	12854.77	13145.55	15622.78	16198.05
融出资金	20807.73	28821.02	28346.32	29196.71	30072.61
交易性金融资产	37875.97	42532.62	44148.61	44689.65	47621.87
衍生金融资产	52.01	34.42	34.42	34.42	34.42
买入返售金融资产	12121.32	17374.85	21684.31	21365.58	23884.96
应收款项	455.23	521.92	521.92	521.92	521.92
应收利息	1493.97	-	-	-	-
其他应收款	2091.45	1291.33	1355.90	1423.69	1494.88
预付款项	193.10	129.00	135.45	142.22	149.33
存货	124.82	52.58	55.21	57.97	60.86
一年内到期的非流动资产	-	1325.98	1392.28	1461.89	1534.99
其他流动资产	126.52	746.65	783.98	823.18	864.34
存出保证金	1790.12	559.89	587.88	617.27	648.14
可供出售金融资产	26834.05	-	-	-	-
债权投资	-	-	100.00	103.00	106.09
其他债权投资	-	15368.84	15952.77	16148.27	17207.80
其他权益工具投资	-	3178.95	3299.73	3340.17	3559.33
持有至到期投资	181.74	-	-	-	-
长期股权投资	2061.29	2182.79	2291.93	2406.52	2526.85
其他非流动金融资产	-	2106.95	-	-	-
投资性房地产	59.76	56.81	59.65	62.63	65.77
固定资产	302.26	305.96	321.26	337.32	354.19
在建工程	359.66	521.86	547.96	575.35	604.12
无形资产	753.65	772.77	811.41	851.98	894.58
商誉	4627.96	4627.96	4859.35	5102.32	5357.44
长期待摊费用	80.80	68.74	72.18	75.79	79.57
递延所得税资产	936.48	488.54	512.97	538.61	565.55
其他资产	25.00	54.56	60.02	66.02	72.62
资产总计	155459.50	178108.50	184671.46	187351.68	199467.78
短期借款	1049.69	988.89	1018.56	1049.11	1080.59
应付短期融资款	7908.97	3245.37	4000.00	4120.00	4243.60
拆入资金	4700.00	1503.71	1548.82	1595.29	1643.14
交易性金融负债	873.60	733.74	755.75	778.42	801.78
衍生金融负债	16.47	53.18	54.78	56.42	58.11
卖出回购金融资产款	21892.18	19167.30	19358.97	19939.74	20537.93
代理买卖证券款	31918.01	44942.84	45392.27	46754.04	48156.66
应付职工薪酬	1685.84	2370.64	2441.76	2515.01	2590.46
应交税费	480.70	449.32	462.80	476.68	490.98
应付款项	83.38	89.46	92.14	94.91	97.76
应付利息	866.60	-	-	-	-
其他应付款	13703.49	13454.94	14800.43	16280.48	17908.53
预收款项	94.73	11.67	12.83	14.12	15.53
一年内到期的非流动负债	4561.29	14813.56	15554.24	16331.95	17148.55
其他流动负债	46.11	43.63	47.99	52.79	58.07
预计负债	5.33	7.03	7.24	7.46	7.68
长期借款	6323.17	8420.77	8841.81	9107.06	9380.27
应付债券	20299.66	24687.31	24687.31	24687.31	24687.31
递延所得税负债	2.40	67.33	69.35	71.43	73.57
递延收益	12.28	14.65	16.12	17.73	19.50
其他负债	2.11	2.11	2.17	2.24	2.31
负债合计	115659.41	135067.44	139165.35	143952.19	149002.33
股本	4227.13	4227.13	4227.13	4227.13	4227.13
资本公积金	20693.11	20693.11	20693.11	20693.11	20693.11
其他综合收益	-1193.82	-26.16	-	-	-
盈余公积金	370.32	418.82	689.48	965.41	1245.45
一般风险准备	2828.22	3148.49	3689.81	4241.67	4801.75
未分配利润	9483.05	10616.67	11943.58	13272.16	14635.00
归属于母公司所有者权益合计	36408.01	39078.06	41243.11	43399.49	45602.45
少数股东权益	3392.08	3963.00	4263.00	-	4863.00
所有者权益合计	39800.09	43041.06	45506.11	43399.49	50465.45
负债及股东权益总计	155459.50	178108.50	184671.46	187351.68	199467.78

资料来源：国投资本 2018、2019 年年报，海通证券研究所

3.2 投资建议：合理价值区间为 13.73-16.24 亿元，给予“优于大市”评级

公司包括证券、信托、公募基金等多项业务，我们使用分部估值法对公司估值：

1) 我们预计证券业务 2020E 净资产为 368 亿元，行业平均估值为 1.4 倍 PB，我们给予公司 1.2-1.4x PB 估值，预计证券业务合理市值为 441-515 亿元。

2) 我们预计信托业务 2020E 净利润为 11 亿元，行业平均估值为 9-12 倍 PE 左右，我们给予公司 9-12x PE 估值，考虑持股比例后，预计信托业务合理市值为 59-78 亿元。

3) 我们预计基金业务 2020E 管理规模为 823 亿元，考虑到基金公司的投研能力及品牌力对其盈利水平有较大影响，盈利性较为波动，因此我们使用 P/Aum 估值法对公司估值。考虑近年基金公司股权转让案例以及公司管理规模逐年下降，我们给予 1%-3%x P/Aum 估值，考虑持股比例后，预计基金业务的合理市值区间为 2.57-7.72 亿元左右。

4) 期货业务 2020E 净利润 1.56 亿元，2019 年行业平均估值为 125x PE，考虑到期货行业均为新上市公司，参考 2019 年 PE 并给予一定折价，我们给予 50-55 倍 PE 估值，合理市值区间 78-86 亿元。

四部分市值相加得到 2020E 合理市值为 580-686 亿元，对应公司合理价值区间为 13.73-16.24 亿元，给予“优于大市”评级。

表 4 分部盈利预测与估值

		区间下限	区间上限
安信证券	预测净资产（亿元）	367.59	367.59
	PB（倍）	1.20	1.40
	估值（亿元）	441.11	514.62
	安信证券持股比例	100%	100%
	安信证券估值（亿元）	441.11	514.62
国投泰安信托	预测净利润（亿元）	10.65	10.65
	PE（倍）	9.00	12.00
	估值（亿元）	95.88	127.84
	国投泰康信托持股比例	61%	61%
	国投泰康信托估值（亿元）	58.77	78.35
国投瑞银基金	预测管理规模（亿元）	822.77	822.77
	P/aum（倍）	1%	3%
	估值（亿元）	8.23	24.68
	国投瑞银基金持股比例	31%	31%
	国投瑞银基金估值（亿元）	2.57	7.72
国投安信期货	预测净利润（亿元）	1.56	1.56
	PE（倍）	50.00	55.00
	估值（亿元）	78.00	85.80
	国投瑞银基金持股比例	100%	100%
	国投瑞银基金估值（亿元）	78.00	85.80
国投资本	分部估值合计（亿元）	580.44	686.49
	总股本（亿股）	42.27	42.27
	每股合理市值（元）	13.73	16.24

资料来源：海通证券研究所

表 5 上市券商估值表 (2020 年 5 月 27 日)

	股价 (元)	市值 (亿元)	P/E (倍)			P/B (倍)		
			2018	2019	2020E	2018	2019	2020E
华泰证券	17.32	1572	31.2	17.5	15.4	1.5	1.3	1.2
海通证券	11.49	1322	25.4	13.9	13.0	1.1	1.0	1.0
国泰君安	15.72	1400	20.9	16.2	13.9	1.2	1.2	1.0
中信建投	31.79	2431	78.7	44.2	38.6	5.7	5.2	4.1
申万宏源	4.33	1084	26.1	18.9	16.8	1.6	1.3	1.2
国信证券	10.53	863	25.1	17.6	15.5	1.8	1.7	1.3
招商证券	16.87	1130	25.5	15.5	14.5	1.7	1.6	1.4
中国银河	9.57	970	33.6	18.6	17.2	1.5	1.4	1.3
广发证券	13.16	1003	23.3	13.3	12.2	1.2	1.1	1.0
东方证券	9.16	641	52.0	26.3	21.7	1.2	1.2	1.1
方正证券	6.89	567	85.8	56.3	34.9	1.5	1.5	1.4
红塔证券	19.37	704	182.1	84.0	124.3	6.2	5.3	
长城证券	11.53	358	61.1	38.0		2.2	2.3	
华林证券	13.48	364	105.6	89.0		8.9	7.4	
天风证券	5.37	358	118.2	116.3		2.9	3.0	
兴业证券	5.63	377	278.6	21.4	20.5	1.2	1.1	1.1
财通证券	9.13	328	40.0	17.5	25.4	1.7	1.6	1.5
西部证券	7.83	274	130.5	44.9	24.5	1.6	1.6	
国元证券	7.82	263	39.3	28.8	24.7	1.1	1.1	1.0
东吴证券	7.46	289	80.8	27.9	12.8	1.4	1.4	1.0
浙商证券	9.46	315	42.8	32.6	28.6	2.3	2.2	
国金证券	9.71	294	29.1	22.6	21.3	1.5	1.4	1.3
西南证券	4.36	246	108.5	29.6	27.8	1.3	1.3	1.2
华西证券	9.74	256	23.8	17.9	13.9	1.4	1.3	1.2
南京证券	13.59	448	193.4	63.2	60.3	4.2	4.0	
太平洋	3.13	213	(16.1)	49.0		2.1	5.8	
华安证券	6.88	249	45.0	22.5	25.5	2.0	1.9	1.8
华创阳安	11.17	194	130.0	74.6		1.3	1.3	1.2
第一创业	6.79	238	191.2	46.4	43.2	2.7	2.6	2.3
山西证券	6.91	195	86.4	38.3	21.2	1.6	1.5	
国海证券	4.17	227	310.4	46.6		1.7	1.6	
东北证券	7.88	184	61.2	18.3	14.7	1.2	1.2	
中原证券	4.49	174	264.1	298.4	68.4	1.7	1.8	1.7
大券商平均			33.9	20.5	18.0	1.9	1.7	1.5
平均			86.6	43.0	27.7	2.1	2.1	1.4

资料来源: Wind 一致预期, 海通证券研究所

表 6 信托公司估值表 (2020 年 5 月 27 日)

	总市值 (亿元)	最新股价 (元)	PE (倍)			PB(倍)		
			2018	2019	2020E	2018	2019	2020E
陕国投 A	134	3.39	42.06	23.11		1.29	1.22	
经纬纺机	66	9.40	8.74	13.50		0.79	0.75	
爱建集团	127	7.81	10.94	9.60	9.04	1.31	1.18	1.08
五矿资本	295	6.56	13.12	10.79	9.98	0.91	0.86	
江苏国信	230	6.09	9.00	9.57	8.54	0.95	0.85	0.81
浙江东方	136	6.12	19.38	16.98		1.48	1.20	
中油资本	876	9.70	12.10	11.24		1.13	1.04	
安信信托	137	2.50	-7.46	-3.42		1.14	1.79	
行业平均			13.49	11.42	9.19	1.13	1.11	0.94

资料来源: Wind 一致预期, 海通证券研究所

表 7 期货公司估值表（2020 年 5 月 27 日）

	总市值（亿元）	最新股价（元）	PE（倍）			PB(倍)		
			2018	2019	2020E	2018	2019	2020E
南华期货	121	20.88	97.75	152.35		5.90	4.99	
瑞达期货	118	26.43	102.51	97.35		8.58	6.88	
行业平均			100.13	124.85		7.24	5.94	

资料来源：Wind 一致预期，海通证券研究所

表 8 公募基金股权交易估值案例

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	211.32	4%
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，北京产权交易所官网，证监会官网，新浪财经，太平基金公告，华安基金公告等，海通证券研究所

3.3 投资风险：市场低迷导致业绩和估值双重下滑

- 1、经纪业务面临量价双杀的风险。
- 2、注册制推行受阻。
- 3、市场持续低迷，资本中介业务增速放缓或继续下滑。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标（元）					营业收入	11267	12078	12103	12317
每股收益	0.70	0.73	0.74	0.75	手续费及佣金净收入	5697	6528	6361	6399
每股净资产	9.24	9.76	10.27	10.79	其中：经纪业务	2948	3763	3727	3742
每股股利	0.14	0.22	0.23	0.23	投资银行业务	790	845	912	986
价值评估（倍）					资产管理业务	463	437	415	415
P/E	17.31	16.74	16.42	16.18	利息净收入	4903	5050	5191	5344
P/B	1.31	1.25	1.18	1.13	投资收益	1356	2113	2169	2111
股息率（%）	1.2%	1.8%	1.9%	1.9%	公允价值变动收益	2560	-	-	-
盈利能力指标（%）					汇兑收益	4	-	-	-
营业利润率	41.9%	38.2%	38.8%	38.6%	其他业务收入	-	-	-	-
净利润率	26.3%	25.4%	25.9%	25.8%	营业支出	10142	9679	9677	9770
净资产收益率	7.9%	7.6%	7.4%	7.1%	营业税金及附加	60	71	71	73
总资产收益率	1.8%	1.7%	1.7%	1.6%	业务及管理费	5570	4469	4478	4496
盈利增长（%）					资产减值损失	-	-	-	-
营业收入增长率	7%	7%	0%	2%	其他业务成本	7	-	-	-
营业利润增长率	72%	-2%	2%	1%	营业利润	4726	4612	4694	4758
净利润增长率	77%	3%	2%	1%	利润总额	4715	4612	4694	4758
杠杆指标					所得税	1214	1243	1265	1282
资产负债率	0.76	0.75	0.77	0.75	少数股东损益	533	300	300	300
					归属母公司所有者净利润	2968	3069	3129	3175
					归属于母公司所有者的综合收益总额	3091	2873	3090	3136
资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E					
客户资金	10554	10765	10980	11200					
自有资金	44430	45969	46427	49983					
交易性金融资产	34	44149	44690	47622					
可供出售金融资产	18548	19252	19488	20767					
持有至到期投资	-	100	103	106					
长期股权投资	2183	2292	2407	2527					
买入返售金融资产	17375	21684	21366	23885					
融出资金	28168	28346	29197	30073					
资产总计	178109	184671	187352	199468					
代理买卖证券款	44943	45392	46754	48157					
应付债券	24687	24687	24687	24687					
应付短期融资券	3245	4000	4120	4244					
短期借款	989	1019	1049	1081					
长期借款	8421	8842	9107	9380					
负债总计	135067	139165	143952	149002					
总股本	4227	4227	4227	4227					
归属于母公司所有者权益	39078	41243	43399	45602					
少数股东权益	3963	4263	-	4863					
负债和所有者权益合计	178109	184671	187352	199468					

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 27 日；（2）以上各表均为简表

资料来源：公司年报（2019），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
何婷 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： 中信银行,兴业银行,第一创业,杭州银行,中国太保,国金证券,中国人寿,建设银行,光大证券,东方财富,东吴证券,国泰君安,汇丰控股,宁波银行,招商证券,中国银河,兴业证券,华安证券,华泰证券,中国平安,中国人保,中原证券,众安在线,中金公司,中国财险,东方证券,中国太平,友邦保险,新华保险,广发证券

投资评级说明

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； 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。	类 别	评 级	说 明
	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。
	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。

海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com姜 超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com邓 勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于 博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
宋 潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈 兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
联系人
应镓娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚 石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
梁 镇(021)23219449 lz11936@htsec.com
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈 瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮 灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王 毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜 佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李 影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚 佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zxh12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾 知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzz12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相 姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡 歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
联系人
张 璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com

汽车行业

王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜 威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
郑 蕾 075523617756 zl12742@htsec.com
房乔华 0755-23617756 fqh12888@htsec.com

公用事业

吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 ftf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高 瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金 晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨 凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

电子行业

陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com
尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com
谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com
蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com
联系人
肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com

煤炭行业

李淼(010)58067998 lm10779@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
联系人
王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com

电力设备及新能源行业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
房青(021)23219692 fangq@htsec.com
曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
徐柏乔(021)23219171 xqb6583@htsec.com
陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com

基础化工行业

刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com
张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com
孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com
李智(021)23219392 lz11785@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com
于成龙 ycl12224@htsec.com
黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com
张峰青(021)23219383 zzq11650@htsec.com
张弋 01050949962 zy12258@htsec.com
联系人
杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com

非银行金融行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com
联系人
任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com

交通运输行业

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com
罗月江 (010) 56760091 lyj12399@htsec.com
李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com

纺织服装行业

梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com
盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com
联系人
刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com

建筑建材行业

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com
杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com
颜慧菁 yhj12866@htsec.com

机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com
周丹 zd12213@htsec.com
联系人
吉晟(021)23154653 js12801@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com

建筑工程行业

张欣劼 zxj12156@htsec.com
李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com
杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com

农林牧渔行业

丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com
陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com
联系人
孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
颜慧菁 yhj12866@htsec.com
联系人
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com

军工行业

张恒昶 zhx10170@htsec.com
张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com
联系人
刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com

银行行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
解巍巍 xww12276@htsec.com
林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com
谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com

社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
许樱之 xyz11630@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com
朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com
刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

造纸轻工行业

衣桢永(021)23212208 yzy12003@htsec.com
赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@htsec.com
巩柏含 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com
黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
张思宇 zsy11797@htsec.com
王朝领 wcl11854@htsec.com
邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
郭楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
李婕 lj12330@htsec.com
欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
郭金珪(010)58067851 gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com