

增持 (维持)

国联证券 (601456)

## 期待治理优势和外延并购兑现盈利增长 ——国联证券 2023 年一季度报点评

2023 年 4 月 30 日

### 相关报告

《财富管理特色鲜明,治理优势持续发挥——国联证券 2022 年年报点评》2023-03-29

《业绩韧性十足,看好资本补充带动长期增长——国联证券 2022 年三季报点评》2022-10-27  
《经营业绩逆势增长,看好公司治理的正反馈——国联证券 2022 年中报点评》2022-08-27

### 分析师:

徐一洲

S0190521060001

孙寅

S0190521060002

### 研究助理:

陈静

chenjing23@xyzq.com.cn

### 投资要点

- 国联证券发布 2023 年一季度报,报告期内分别实现营业收入及归母净利润 6.78 和 2.07 亿元,同比分别+6.7%和+9.8%;加权平均 ROE 同比+0.08pct 至 1.2%;剔除客户资金后经营杠杆较年初+9.5%至 4.15 倍。
- **资金类业务收入驱动业绩增长,减值损失转回增厚利润。**收入端,2023 年一季度公司分别实现收费类和资金类业务收入 2.43 和 4.27 亿元,同比分别-29.9%和+50.0%,权益市场回暖带动投资收入边际改善。成本端,管理费用同比+2.6%至 3.96 亿元,管理费用率同比-2.32pct 至 58.4%,信用减值损失冲回 0.02 亿元对利润形成增厚。
- **收费类业务整体承压,未来看点在于业务协同形成优势互补。**收费类业务方面,经纪、投行和资管净收入分别为 1.12、0.89 和 0.32 亿元,同比分别-19.2%、-45.6%和-8.6%。经纪业务收入下滑预计系交投低迷及代销产品规模收缩,公司以基金投顾为抓手加快财富管理转型,截至 2022 年末基金投顾客户数同比+59.9%至 24.03 万户,市场回暖后签约规模增长有望贡献业绩增量。投行收入下滑主要系 IPO 承销规模缩减,一季度公司未参与 IPO 项目,但增发承销规模同比突破至 10.18 亿元,债权承销规模同比+39.7%至 116.88 亿元,未来与民生证券在客户和人才上的协同整合有望推动投行排名大幅提升。资管收入略有下滑,收购中融基金后有望提升资管业务实力,同时主动管理转型和销售渠道拓宽有望共同推动业务发展。
- **投资收入表现亮眼,客需型业务转型加速有望增强投资端稳定性。**资金类业务方面,利息净收入和投资业务收入分别为 0.55 和 3.73 亿元,同比分别-24.0%和+75.0%。利息净收入下滑主要系利息支出同比+19.6%,截至 Q1 末公司融出资金、买入返售金融资产较年初分别+14.0%、+14.1%至 100.50、37.25 亿元,带动利息收入同比+10.1%。投资收入高增一方面系金融资产规模延续增长,截至 Q1 末公司金融资产较年初+9.3%至 478.13 亿元,另一方面源于公司场外衍生品业务凭借优异的交易能力进入发展快车道,从而进一步加速盈利兑现。
- **国联证券具备突出的治理结构优势,深耕无锡的属地效应将巩固财富管理业务优势,同时与中融基金、民生证券的协同有望反哺资管和投行业务发展,推动公司综合实力提升。**我们调整了盈利预测,预计公司 2023-2024 年归母净利润分别为 9.26 和 10.86 亿元,同比分别+20.7%和+17.3%,对应 4 月 28 日收盘价的 PB 估值分别为 1.65 和 1.55 倍,维持“增持”评级。
- 风险提示:资本市场大幅波动风险、宏观经济下行风险、市占率提升不及预期风险、新业务推进不及预期风险。

表 1、国联证券盈利预测(单位: 亿元, 元/股, 倍)

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>29.67</b>	<b>26.23</b>	<b>30.31</b>	<b>34.34</b>	<b>39.39</b>
手续费及佣金净收入	13.46	12.98	16.07	18.54	21.45
代理买卖证券业务净收入	6.09	5.50	7.00	7.78	8.72
投行业务净收入	5.09	4.77	6.58	7.63	8.78
资产管理业务净收入	1.41	1.94	2.50	3.13	3.95
利息净收入	2.16	1.21	1.40	2.58	2.94
投资净收益	12.16	7.32	12.81	13.19	13.97
公允价值变动净收益	1.80	4.20	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	-0.01	0.02	0.00	0.00	1.00
其他业务收入	0.04	0.03	0.03	0.03	0.03
<b>营业支出</b>	<b>17.87</b>	<b>16.60</b>	<b>18.59</b>	<b>20.60</b>	<b>23.05</b>
营业税金及附加	0.20	0.17	0.19	0.22	0.25
管理费用	17.37	16.41	18.40	20.38	22.80
其他业务成本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>11.80</b>	<b>9.63</b>	<b>11.72</b>	<b>13.75</b>	<b>16.34</b>
利润总额	11.73	9.65	11.72	13.75	16.34
净利润	8.89	7.67	9.26	10.86	13.91
<b>归母净利润</b>	<b>8.89</b>	<b>7.67</b>	<b>9.26</b>	<b>10.86</b>	<b>13.91</b>
EPS	0.31	0.27	0.33	0.38	0.49
BPS	5.78	5.92	6.25	6.63	7.12
PE	32.76	37.94	31.44	26.81	20.93
PB	1.78	1.74	1.65	1.55	1.44

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理与预测; PE、PB 以 4 月 28 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登记为证券分析师，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股市场以沪深300指数为基准;新三板市场以三板成指为基准;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%
		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.xyqzq.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 邮编:200135 邮箱:research@xyqzq.com.cn	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 邮编:100020 邮箱:research@xyqzq.com.cn	地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼 邮编:518035 邮箱:research@xyqzq.com.cn