

国联证券 (601456.SH)

强烈推荐 (维持)

自营修复助力业绩增长, 协同整合值得期待

总量研究/非银行金融  
目标估值: 14.22 元  
当前股价: 10.28 元

事件: 23Q1 国联证券实现营业收入 6.78 亿元, 同比+7%, 环比+19%; 归母净利润 2.07 亿元, 同比+10%, 环比+68%。归母净资产 173 亿元, 较上年末+3%; 年化 ROE4.88%, 同比+0.32pct。

基础数据

总股本 (万股)	283177
已上市流通股 (万股)	98897
总市值 (亿元)	291
流通市值 (亿元)	102
每股净资产 (MRQ)	6.1
ROE (TTM)	4.5
资产负债率	78.9%
主要股东	无锡市国联发展(集团)有限
主要股东持股比例	19.21%

□ 总体概览: 自营修复, 营收稳健增长, 归母净利润环比高增。Q1 实现营业收入 6.78 亿, 同比+7%, 环比+19%; 归母净利润 2.07 亿, 同比+10%, 环比+68%。年化 ROE 4.88%, 同比+0.32pct。总资产 819 亿, 较上年末+10%, 归母净资产 173 亿, 较上年末+3%。经营杠杆率 4.18 倍, 较上年末上升 0.33 倍。投资/经纪/投行/信用/资管/其他业务占主营业务比重分别为 56%/17%/13%/8%/5%/2%, 投资/经纪/投行/利息分别同比+22/-5/-13/-3pct, 资管和其他业务同比持平。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7	8	11
相对表现	-8	-6	9



资料来源: 公司数据、招商证券

□ 收费类业务: 经纪业务低于市场景气度, 投行业务受 IPO 影响业绩下降, 资管业务承压。(1) 经纪业务降幅高于市场景气度。经纪业务净收入 1.12 亿, 同比-19%, 环比-17%, 经纪业务同比下滑幅度高于行业。23Q1 全市场日均股基交易额 9906 亿, 同比-9%, 环比+2%, 预期代销金融产品收入承压为经纪业务降幅大于成交规模的主要原因。(2) 资管业务受规模下滑业绩略降。资管业务收入 0.32 亿, 同比-9%, 环比-48%, 预期资管规模下滑和业绩报酬下降为资管收入承压原因。2 月末偏股、非货基金份额为净赎回状态。其中, 全市场偏股型公募净值 7.6 万亿, 较 22 年末+2%, 份额 5.97 万亿份, 较 22 年末-2%; 非货基公募净值 11.4 万亿, 较 22 年末持平, 份额 11.4 亿份, 较 22 年末-2%。公司 2 月收购中融基金弥补公募基金牌照短板, 实现“一参一控一牌”布局, 预期未来充分释放中融基金业绩潜力, 资管业务大有作为。

相关报告

- 《国联证券 (601456) 一业绩韧性十足, 赋能中融基金、协同民生证券值得期待》2023-03-29
- 《国联证券 (601456) 一大股东开疆拓土, 成功中标民生证券 30% 股权》2023-03-16
- 《国联证券 (601456) 一受景气度拖累业绩增速放缓, 收费类业务持续向好》2022-10-27

(3) IPO 项目缺失拖累投行业绩, 再融资实现零突破, 债承表现亮眼。投行收入 0.89 亿, 同比-46%, 环比+67%。全市场一季度 IPO 规模 651 亿, 同比-64%, 环比-36%; 再融资规模 2904 亿, 同比+21%, 环比-7%。Q1 公司受市场行情冷淡影响无 IPO 项目; 再融资规模 10.18 亿, 实现上年同期零规模突破, 市占率达 0.35%, 行业排名 24; Q1 债券承销规模 153.16 亿, 同比+85%, 市占率达 0.59%, 同比+0.26pct, 行业排名从 36 上升至 29。公司股东无锡市国联发展集团 3 月拍卖竞得民生证券 30.3% 股权, 预期公司将与民生协同整合深化落实“产业投行+投资”战略, 有望实现跨越式发展。

□ 风险提示: 权益市场大幅波动、创新政策低预期、同业竞争加剧。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	2967	2623	4031	5051	6057
同比增长	58%	-12%	54%	25%	20%
营业利润(百万元)	1180	963	1591	2080	2724
同比增长	50%	-18%	65%	31%	31%
归母净利润(百万元)	889	767	1182	1561	2044
同比增长	51%	-14%	54%	32%	31%
每股收益(元)	0.31	0.27	0.42	0.55	0.72
PE	32.8	37.9	24.6	18.6	14.2
PB	0.6	1.7	1.6	1.4	1.2

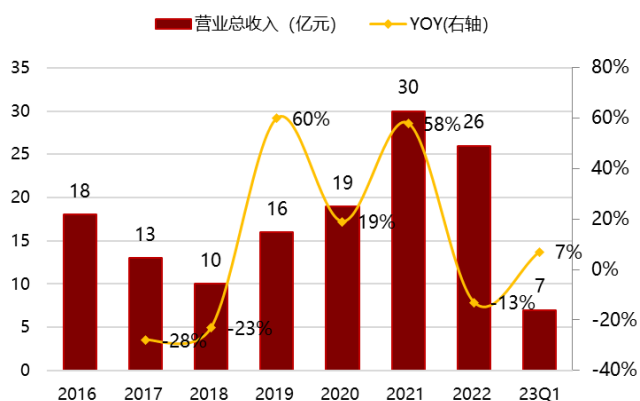
资料来源: 公司数据、招商证券

- 郑积沙 S1090516020001  
 zhengjisha@cmschina.com.cn  
 张成凌 S1090522120002  
 zhangcl2@cmschina.com.cn  
 杨海盟 研究助理  
 yanghaimeng@cmschina.com.cn  
 衣冠英 研究助理  
 yiguanying@cmschina.com.cn

**资金类业务：自营表现亮眼，信用业务环比大幅增长。（1）自营投资随市复苏，助力整体业绩增长。**自营业务收入 3.73 亿，同比+75%，环比+63%。公司自营固收占比大，权益以衍生品为主交易活跃风险中性，在衍生品组织架构、产品设计、风险管理、销售渠道等方面形成竞争优势，已成为市场上最活跃的二级交易商之一。23Q1 公司自营业绩大幅增长预期主要由于自营业务加杠杆规模扩张以及市场回暖下科创板跟投收益大幅回升带动投资收益高增导致。交易性金融资产 348.30 亿，同比+3%；衍生金融资产 6.57 亿，同比持平；卖出回购金融资产 181.88 亿，同比+3%。**（2）信用业务环比大幅改善，资产质量持续转好。**利息净收入 0.55 亿，同比-24%，环比+73%。公司资本中介业务规模大幅上升，融出资金 100.5 亿，较去年末+14%；买入返售金融资产 37.25 亿，较去年末+14%。Q1 信用减值损失转回 0.02 亿，去年同期为 0.03 亿，同比-33%。

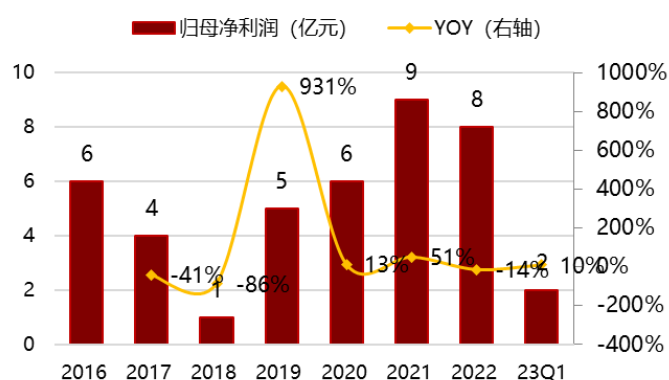
**维持“强烈推荐”投资评级。**公司抢抓财富管理行业战略发展机遇，通过收购中融基金短期获得成熟基金补齐了业务短板，节省了团队搭建、系统投入等业务培养周期，提升了公募资产管理业务核心竞争力；股东成为民生证券第一大股东，产业投行业务跨越式发展，均表现出管理层的出众能力。公司投资业务穿越周期、收费类业务市占率持续提升、机构业务布局领先，22 年在行业景气度承压背景下，公司表现远超行业，兑现高成长逻辑。**展望后市，宏观经济方面**，一季度 GDP 增速 4.5%，居民消费和投资意愿回升。**行业政策方面**，一季度迎来多重利好，中国结算调降结算备付金比例，券商三方导流政策或将重启，《期货交易所管理办法》修订，资本市场深化改革不断推进；**流动性方面**，美联储加息见顶，国内流动性仍将保持合理宽松，4 月以来股基交易量连续破万亿支撑券商业绩。在景气度回暖背景下，2023 年在市场风险偏好提升以及政策利好有望驱动券商业绩和估值修复，综合考虑公司财富管理及投行发展势头良好，继续稳步推进资管子公司设立和运行工作补强资管业务短板，未来有望实现超越市场的业绩表现和持续提升的 ROE 回报。我们维持公司目标价 14.22 元，空间约 40%。

图 1 营业收入 (亿元, %)



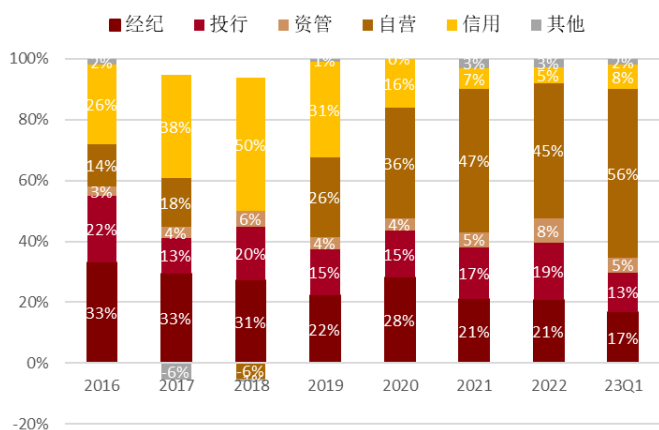
资料来源: wind、招商证券

图 2 归母净利润 (亿元, %)



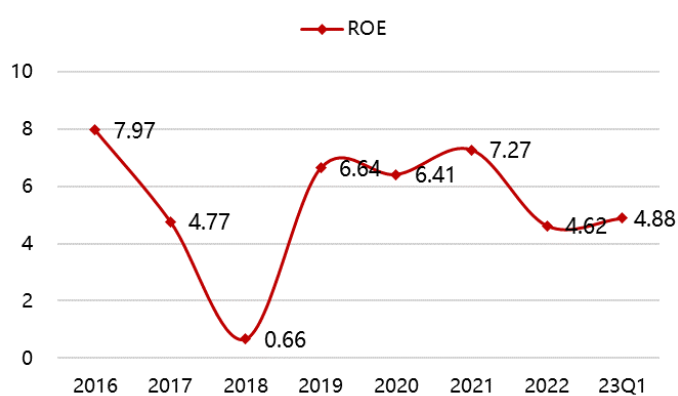
资料来源: wind、招商证券

图 3: 分部结构 (%)



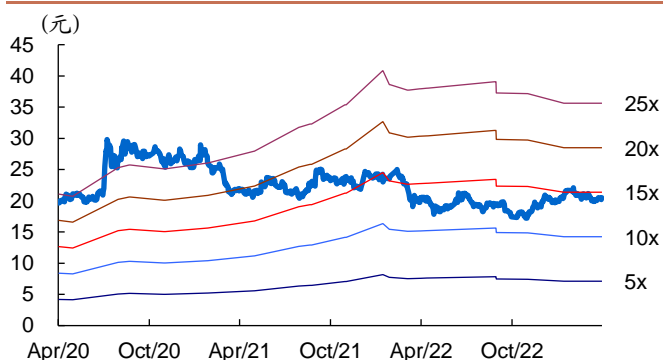
资料来源: wind、招商证券

图 4: 国联证券



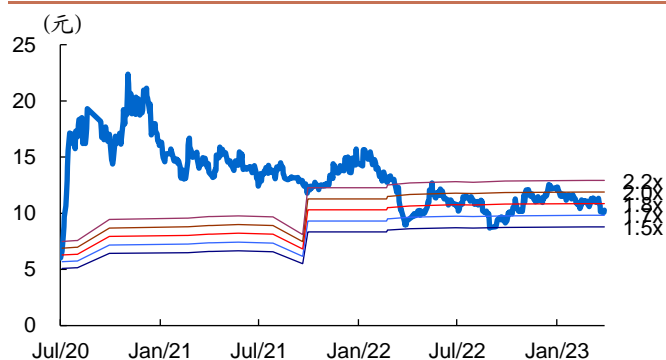
资料来源: wind、招商证券

图 5: 国联证券历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 6: 国联证券历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

表 1: 损益表 (单位: 百万元)

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,619	1,876	2,967	2,623	4,031	5,051	6,057
手续费及佣金净收入	674	875	1,346	1,298	1,542	1,868	2,213
代理买卖证券业务净收入	360	526	609	550	562	668	774
证券承销业务净收入	246	275	509	477	593	753	855
受托客户资产管理业务净收	65	72	141	194	282	312	410
利息净收入	497	306	216	121	210	363	453
投资净收益	215	592	1,216	732	1,586	2,388	2,873
其中: 对联营企业和合营企	7	1	2	-6	2	2	2
公允价值变动净收益	213	87	180	420	680	421	507
汇兑净收益	6	4	-1	2	3	2	1
其他收益	9	7	4	7	7	7	8
其他业务收入	6	5	4	3	3	3	3
资产处置收益	0	0	3	41			
营业支出	932	1,088	1,787	1,660	2,440	2,972	3,333
税金及附加	11	15	20	17	28	35	42
管理费用	934	1,060	1,737	1,641	2,210	2,583	2,867
资产减值损失				0	0	0	0
其他资产减值损失							
信用减值损失	-12	12	30	3	202	354	424
其他业务成本							
营业利润	688	789	1,180	963	1,591	2,080	2,724
加: 营业外收入	2	5	4	4	5	7	8
减: 营业外支出	3	6	10	1	20	5	6
其中: 非流动资产处置净损							
利润总额	686	788	1,173	965	1,576	2,082	2,726
减: 所得税	165	200	285	198	394	520	681
加: 未确认的投资损失							
净利润	521	588	889	767	1,182	1,561	2,044
减: 少数股东损益				0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	521	588	889	767	1,182	1,561	2,044
加: 其他综合收益		-18	201	-105	0	0	0
综合收益总额	521	570	1,089	663	1,182	1,561	2,044
减: 归属于少数股东的综合收益				0	0	0	0
归属于母公司普通股股东综合收益	521	570	1,089	663	1,182	1,561	2,044

资料来源: 公司数据、招商证券

表 2: 资产负债表 (单位: 百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>资产:</b>						
货币资金	10,730	10,574	10,033	10,246	11,654	12,733
其中: 客户资金存款	7,449	8,572	7,965	7,882	8,965	9,795
结算备付金	2,512	3,268	2,995	2,948	3,427	3,747
其中: 客户备付金	1,813	2,358	1,894	2,506	2,913	3,185
拆出资金						
融出资金	8,413	10,791	8,816	10,815	13,251	15,385
金融投资	18,633	36,530	43,725	53,619	59,973	67,219
其中: 交易性金融资产	16,955	27,710	32,436	41,912	47,826	54,611
债权投资						
其它债权投资	1,678	6,240	8,363	8,781	9,221	9,682
其他权益工具投资		2,579	2,926	2,926	2,926	2,926
以摊余成本计量的金融资产						
衍生金融资产	78	485	980	1,257	1,435	1,638
买入返售金融资产	4,128	2,958	3,264	3,074	3,496	3,820
持有待售资产						
应收款项	65	92	1,226	716	1,138	1,757
合同资产						
应收利息						
存出保证金	237	327	592	177	211	340
代理业务资产						
可供出售金融资产						
持有至到期投资						
长期股权投资	105	103	97	102	107	112
固定资产	89	96	81	79	71	67
在建工程			2	3	3	3
使用权资产	178	166	156	300	400	400
无形资产	59	58	66	69	72	76
其中: 交易席位费						
商誉			0	1,151	2,620	4,855
递延所得税资产	37	25	22	47	51	70
投资性房地产			0	0	0	0
其他资产	957	467	2,328	3,548	7,484	7,484
<b>资产总计</b>	<b>46,220</b>	<b>65,939</b>	<b>74,382</b>	<b>88,151</b>	<b>105,393</b>	<b>119,708</b>
<b>负债:</b>						
短期借款		38		38	38	38
其中: 质押借款						
应付短期融资款	4,781	2,125	705	776	853	939
拆入资金	300	850	900	945	992	1,042
交易性金融负债	899	1,430	1,579	2,132	2,878	3,885
衍生金融负债	117	431	501	917	1,439	1,942
卖出回购金融资产款	8,708	12,796	14,993	18,443	22,143	24,193
代理买卖证券款	9,327	11,183	10,797	10,542	12,105	13,381
代理承销证券款						
应付职工薪酬	338	584	440	774	904	1,003
长期应付职工薪酬						
应交税费	51	117	64	104	138	180
应付款项	379	474	354	404	461	525
应付利息				0	0	0
合同负债	9	12	16			
持有待售负债						

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
代理业务负债						
长期借款			0	0	0	0
应付债券	8,998	16,107	19,489	22,997	25,297	27,826
递延所得税负债		91	201	328	434	568
预计负债	2	2	2	2	2	2
租赁负债	176	167	160			
其他负债	1,540	3,152	7,419	11,129	16,694	20,032
负债合计	35,626	49,558	57,621	69,531	84,377	95,558
所有者权益(或股东权益):						
股本	2,378	2,832	2,832	2,832	2,832	2,832
其它权益工具			0	0	0	0
其中: 优先股						
永续债						
资本公积金	3,645	8,174	8,174	8,174	8,174	8,174
减: 库存股						
其它综合收益	-18	183	-28	1,154	2,716	4,760
盈余公积金	606	677	763	763	763	763
未分配利润	2,427	2,802	3,106	3,665	4,344	5,229
一般风险准备	1,556	1,714	1,913	2,031	2,187	2,392
外币报表折算差额						
未确认的投资损失						
归属于母公司所有者权益合计	10,594	16,381	16,761	18,620	21,016	24,150
少数股东权益				0	0	0
所有者权益合计	10,594	16,381	16,761	18,620	21,016	24,150
负债及股东权益总计	46,220	65,939	74,382	88,151	105,393	119,708

资料来源: 公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

非银行金融团队背靠百年央企招商局，以招商局金融产业为研究依托，对证券、保险、金融科技、多元金融等行业和优秀上市/非上市公司进行长期深入跟踪研究；专注研究领域包括财富管理、产寿险、支付、征信等。获得 2021 年新财富第四名、水晶球第五名；2020 年新财富、水晶球第五名；2019 年新财富第五名、金牛奖第三名。

**郑积沙：**招商证券非银行金融首席分析师，金融科技小组执行组长，中国证券业协会培训讲师（证券、保险），美国纽约大学硕士。9 年从业经验，2015 年加入招商证券。

**张成凌：**证券行业研究员，美国德州大学达拉斯分校硕士，4 年证券从业经历、9 年风险管理经验。2018 年加入招商证券，曾任职于招商证券风险管理部全面风险管理组组长，从事总量风控、券商研究等工作。

**衣冠英：**金融科技研究员，美国哥伦比亚大学精算学硕士。2022 年加入招商证券，曾就职于腾讯微保、平安人寿。5 年精算从业经验，对保险、金融科技等领域进行长期跟踪研究。

**杨海盟：**证券行业研究员，北京大学金融硕士。2022 年加入招商证券，曾就职于中国互联网金融协会、华创证券。从事券商及金融科技监管研究工作，对券商、金融科技（金融机构数字化转型）有深刻理解。

**朱丽芳：**保险行业研究员，厦门大学保险硕士。2022 年加入招商证券。

## 评级说明

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。具体标准如下：

### 股票评级

**强烈推荐：**预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

**增持：**预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

**中性：**预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

**减持：**预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

**推荐：**行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

**中性：**行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

**回避：**行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。