

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   |

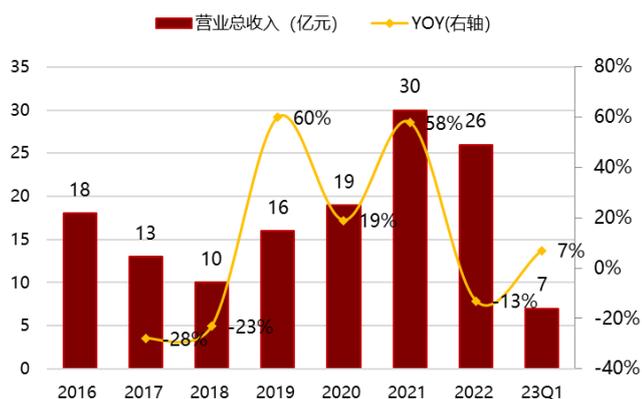
资料来源: 公司数据、招商证券

- 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%。公司自营固收配比大，权益以衍生品为主交易活跃风险中性，在在衍生品组织架构、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, %)



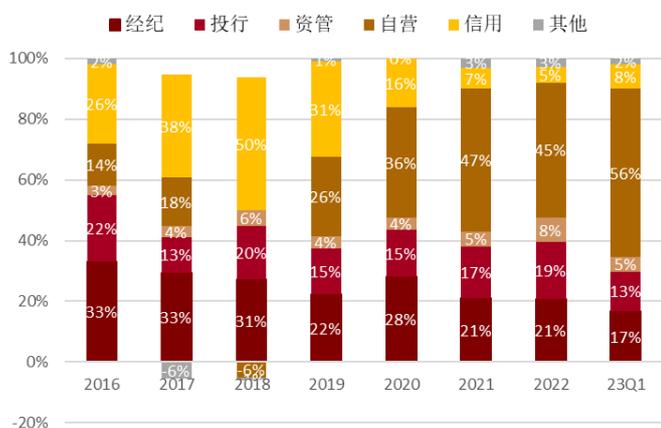
资料来源: wind、招商证券

图 2 归母净利润 (亿元, %)



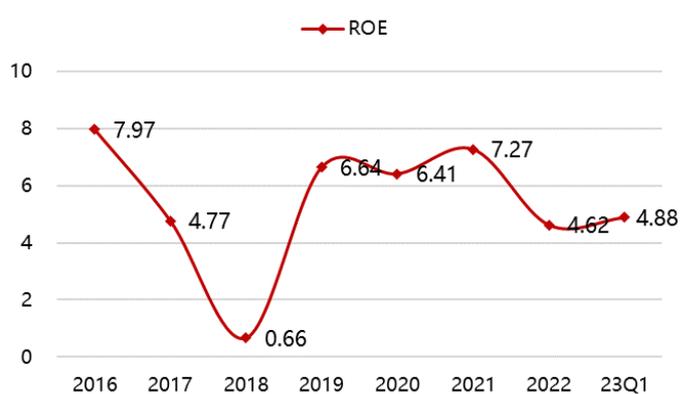
资料来源: wind、招商证券

图 3: 分部结构 (%)



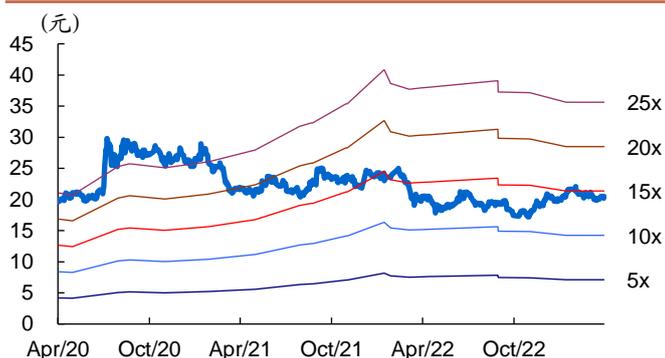
资料来源: wind、招商证券

图 4: 国联证券 ROE



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。