

较高基数下业绩小幅增长，持续关注整合民生证券的资本运作

——国联证券 1Q2023 业绩点评

核心观点

- **1Q23 归母净利润同比下滑 8.92%，年化 ROE4.87%有所提升。**1) 公司 1Q2023 实现营业收入 6.78 亿元，-6.25%yoy；实现归母净利润 2.07 亿元，-8.92%yoy。2) 公司 1Q2023 实现年化 ROE4.87%，较去年同期 4.58%提高 0.29pct。截至 1Q2023 公司权益乘数达 4.15，较年初提高 0.36。3) 1Q2023 公司经纪、自营、投行、利息、资管业务收入占比分别为 17%、56%、13%、8%、5%其中，自营业务收入占比同比明显提升 22pct，经纪业务收入占比同比下滑 5pct，投行业务收入占比几乎减半。
- **自营业务收入大幅提升，经纪业务承压。**1) 公司 1Q2023 实现自营收入 3.73 亿元，+75%yoy，截至 1Q2023 末公司金融投资资产规模 478.13 亿元，较年初+9.35pct，+23.5%yoy，其中，交易性金融资产达 348.3 亿元，较年初增加 7.38%，其他债权投资达 95.01 亿元，较年初下降 13.6pct。2) 1Q2023 公司实现经纪收入 1.12 亿元，-19%yoy，降幅明显。3) 公司 1Q2023 实现资管收入 0.32 亿元，-9%yoy。
- **投行业务收入明显缩水，利息净收入有所增加。**1) 1Q2023 公司实现投行业务收入 0.89 亿元，-46%yoy。1Q2023 公司股债承销规模 194 亿元，-56.8%yoy，市占率 0.63%；其中，无 IPO 承销，市占率为 0，较去年同期下降 0.78pct；债券承销规模为 178.58 亿元，较去年同期增加 57.14pct。2) 1Q2023 公司实现利息净收入 0.55 亿元，31.57%yoy。而就两融业务看，截至 1Q2023 公司融出资金余额 100.5 亿元，较年初增加 11.66%，+14%yoy。
- **公司资本运作按部就班，快速推进。**1) 公司收购中融基金 75.5%股权已由证监会核准，这一收购有望给公司基金管理业务带来显著增量，并成为公司大财富管理板块的重要拼图。2) 公司所属国联集团竞得民生证券 30%股权并成为其大股东，未来如何整合这两块券商牌照以及两家券商从而快速增强竞争力，将成为重要看点。

盈利预测与投资建议

- 结合公司 1 季报表现，维持公司盈利预测不变，我们预测公司 23-25 年 BVPS 分别为 6.25/6.65/7.11 元，按可比公司估值法，维持公司 2023 年 1.90xPB，维持目标价 11.88 元，维持增持评级。

风险提示

- 系统性风险对非银行金融业务与估值的压制；自营投资业绩存在不确定性；证券行业乃至资本市场的政策超预期收紧。

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,967	2,623	3,342	3,952	4,584
同比增长(%)	58%	-12%	27%	18%	16%
营业利润(百万元)	1,180	963	1,348	1,712	2,078
同比增长(%)	50%	-18%	40%	27%	21%
归属母公司净利润(百万元)	889	767	1,065	1,359	1,651
同比增长(%)	51%	-14%	39%	28%	22%
每股收益(元)	0.31	0.27	0.38	0.48	0.58
总资产收益率(%)	2%	1%	1%	2%	2%
净资产收益率(%)	7%	5%	6%	7%	8%
市盈率	32.76	37.94	27.33	21.43	17.63
市净率	1.78	1.74	1.64	1.55	1.45
经纪业务佣金率(%)	0.0224	0.0227	0.0225	0.0224	0.0224

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资评级

增持 (维持)

股价 (2023年04月28日)	10.28 元
目标价格	11.88 元
52 周最高价/最低价	13.8/8.52 元
总股本/流通 A 股 (万股)	283,177/143,161
A 股市值 (百万元)	29,111
国家/地区	中国
行业	非银行金融
报告发布日期	2023 年 04 月 28 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	1.45	-5.25	-15.44	14.82
相对表现	1.54	-5.99	-11.79	12.07
沪深 300	-0.09	0.74	-3.65	2.75



证券分析师

孙嘉庚 021-63325888*7041
sunjiageng@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520080006
香港证监会牌照：BSW114

相关报告

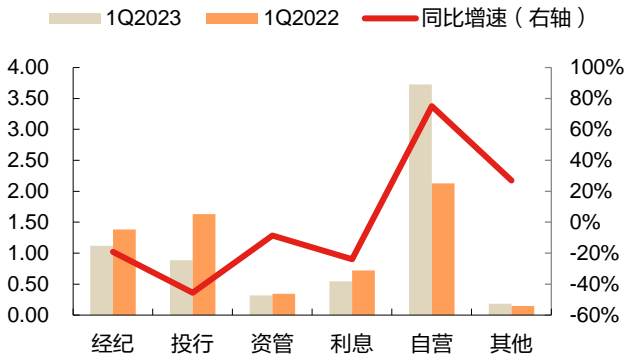
- 市场压力下业绩韧性彰显，收购标的整合是未来看点：——国联证券 2022 年业绩点评 2023-03-30
- 衍生品助自营收入稳定增长，投行资管净收入双双提升：——国联证券 2022 年中报点评 2022-08-28
- 泛财富为羽，大机构为翼，苏南“后起之秀”扬帆起航：——国联证券首次覆盖报告 2022-08-12

表 1：1Q2023 业绩摘要

单位：百万元	1Q2022	1Q2023	同比 (%)
一、营业收入	678	636	(6.25)
手续费及佣金净收入	243	347	42.69
经纪业务手续费净收入	112	138	23.80
投资银行业务手续费净收入	89	163	83.70
资产管理业务手续费净收入	32	35	9.38
利息净收入	55	72	31.57
投资净收益	596	(71)	(111.92)
对联营企业和合营企业的投资收益	0	0	
公允价值变动净收益	(223)	284	(227.13)
其他业务收入	1	0	(97.90)
二、营业支出	401	386	(3.76)
营业税金及附加	6	2	(59.55)
管理费用	396	386	(2.53)
信用减值损失	(2)	(3)	91.95
其他业务成本	0	0	
三、营业利润	278	250	(9.84)
四、利润总额	278	250	(9.93)
减：所得税	71	61	(12.92)
五、净利润	207	189	(8.92)
归属于母公司所有者的净利润	207	189	(8.92)
总资产	81,893	72,372	(11.63)
归属于母公司所有者的净资产	17,279	16,614	(3.85)
代理买卖证券款	10,142	10,826	6.74
权益乘数（剔除代理买卖证券款）	4.15	3.70	(10.79)

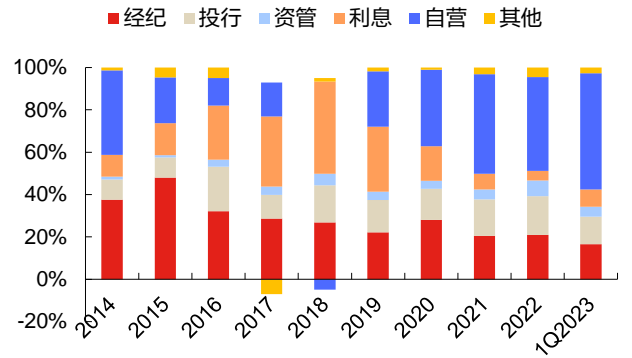
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 1：各业务收入（亿元）及增速:1Q2023vs1Q2022



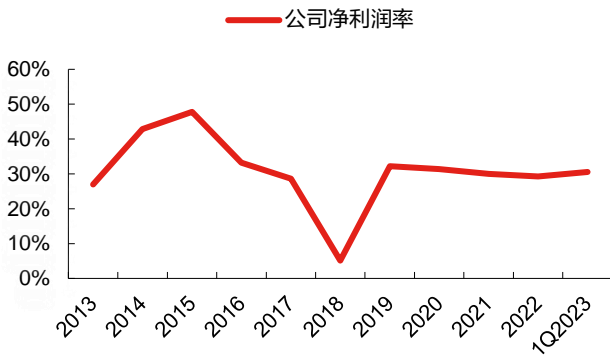
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 2：2013-1Q2023 业务收入结构



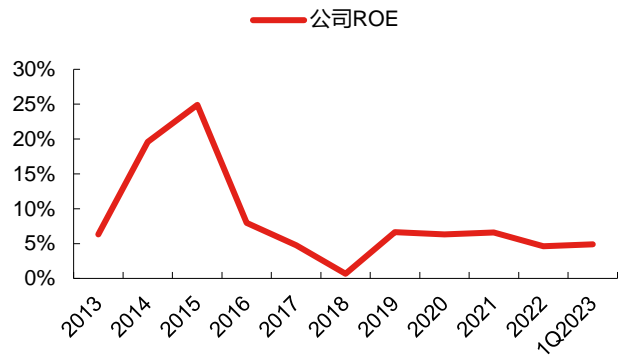
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 3：公司净利润率



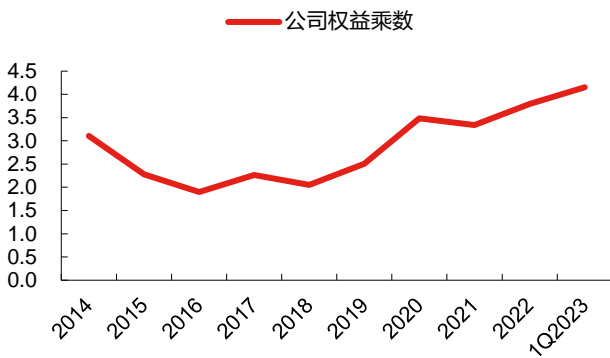
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 4：公司 ROE



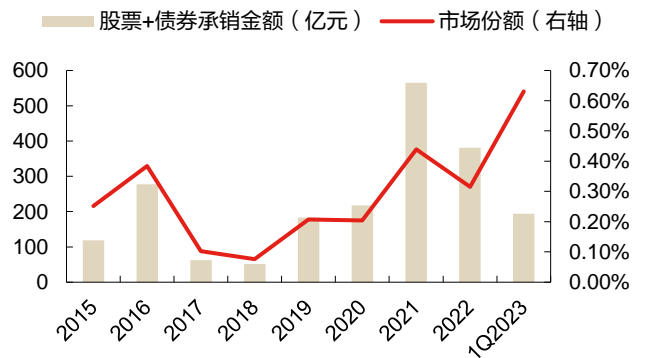
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 5：公司权益乘数



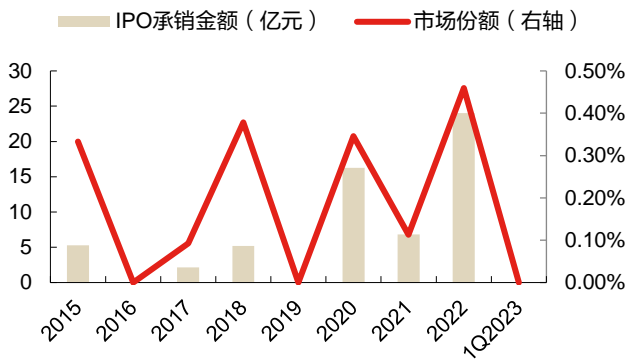
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 6：公司股债承销金额及市场份额



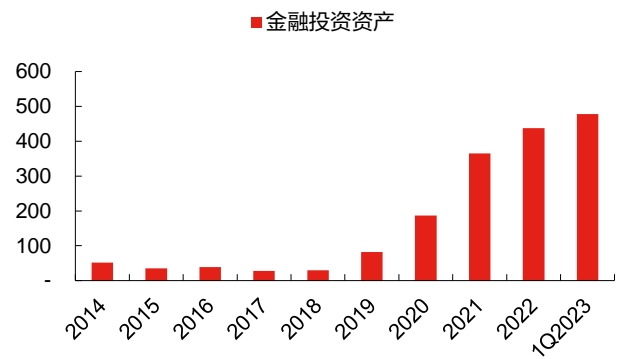
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 7：公司 IPO 承销金额及市场份额



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 8：公司金融投资资产规模（亿元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

- 1) 系统性风险对非银行金融业务与估值的压制；
- 2) 自营投资业绩存在不确定性；
- 3) 证券行业乃至资本市场的政策超预期收紧。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						主要财务比率					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
银行存款	10,574	10,033	10,947	11,953	13,650	成长能力					
其中：客户存款	8,572	7,965	8,691	9,490	10,837	营业收入	58.1%	-11.6%	27.4%	18.3%	16.0%
公司存款	2,001	2,068	2,256	2,464	2,813	手续费及佣金净收入	53.7%	-3.6%	10.7%	19.8%	15.7%
结算备付金	3,268	2,995	3,268	3,568	4,075	其中：经纪业务	15.8%	-9.8%	8.2%	21.0%	14.2%
其中：客户备付金	2,358	1,894	2,067	2,257	2,577	投行业务	85.2%	-6.4%	11.4%	19.0%	15.8%
公司备付金	910	1,101	1,201	1,311	1,497	资产管理	96.4%	37.9%	16.7%	22.5%	21.1%
投资资产	36,530	43,725	50,449	58,214	67,184	净利息收入	-29.4%	-44.1%	-31.0%	23.6%	34.8%
其中：交易性资产	27,710	32,436	37,424	43,184	49,838	自营收入	105.3%	-16.9%	52.4%	17.0%	15.4%
其他债权投资	6,240	8,363	9,649	11,135	12,850	营业支出	64.3%	-7.1%	20.1%	12.3%	11.9%
其他权益工具投资	2,579	2,926	3,376	3,896	4,496	管理费用	63.8%	-5.6%	20.0%	12.2%	11.9%
存出保证金	327	592	331	384	464	营业利润	49.6%	-18.4%	39.9%	27.1%	21.4%
买入返售资产	2,958	3,264	3,233	3,291	3,349	归属于母公司净利润	51.2%	-13.7%	38.8%	27.5%	21.5%
长期股权投资	103	97	102	107	112	资产分布					
固定资产（含在建工程）	96	81	86	90	94	自有存款/总资产	3.0%	2.8%	2.7%	2.6%	2.5%
资产总计	65,939	74,382	84,279	96,349	111,185	客户存款/总资产	13.0%	10.7%	10.3%	9.8%	9.7%
交易性金融负债	1,430	1,579	1,895	2,274	2,728	投资资产/总资产	55.4%	58.8%	59.9%	60.4%	60.4%
代理买卖证券款	11,183	10,797	11,781	12,864	14,691	买入返售资产/总资产	4.5%	4.4%	3.8%	3.4%	3.0%
应付职工薪酬	584	440	606	672	726	投资资产/净资产	223.0%	260.9%	284.8%	309.0%	333.7%
负债总计	49,558	57,621	66,566	77,512	91,050	收入分布					
股本	2,832	2,832	2,832	2,832	2,832	手续费收入/营业收入	45.4%	49.5%	43.0%	43.6%	43.5%
资本公积	8,174	8,174	8,174	8,174	8,174	经纪业务/营业收入	20.5%	21.0%	17.8%	18.2%	17.9%
一般风险准备	1,714	1,913	2,127	2,399	2,730	投行业务/营业收入	17.2%	18.2%	15.9%	16.0%	16.0%
其他综合收益	183	(28)	125	280	432	资管业务/营业收入	4.7%	7.4%	6.8%	7.0%	7.3%
盈余公积	677	763	871	1,007	1,172	自营业务/营业收入	47.0%	44.2%	52.8%	52.3%	52.0%
未分配利润	2,802	3,106	3,583	4,145	4,795	净利息收入/营业收入	7.3%	4.6%	2.5%	2.6%	3.0%
少数股东权益	0	0	0	0	0	净利润驱动指标					
股东权益合计	16,381	16,761	17,713	18,837	20,135	公司股基交易额(百万元)	2723058	2424602	2645555	3216046	3672639
负债和股东权益总计	65,939	74,382	84,279	96,349	111,185	公司股基交易市占率	0.49%	0.49%	0.50%	0.51%	0.52%
						净佣金率(‰)	0.22	0.23	0.22	0.22	0.22
						IPO 市占率	0.11%	0.46%	0.40%	0.45%	0.50%
						再融资市占率	1.47%	0.00%	0.50%	0.53%	0.44%
						债券承销市占率	0.70%	0.72%	0.74%	0.76%	0.78%
						营业税金/营业收入	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
						成本收入比	60.2%	63.3%	59.7%	56.7%	54.7%
						有效税率	24.3%	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%
						资本公积变化	4,529	0	0	0	0
						获利能力					
						净利率	30.0%	29.3%	31.9%	34.4%	36.0%
						ROA	1.6%	1.1%	1.3%	1.5%	1.6%
						ROE	6.59%	4.63%	6.18%	7.43%	8.47%
						每股指标 (元)					
						每股收益	0.31	0.27	0.38	0.48	0.58
						每股净资产	5.78	5.92	6.25	6.65	7.11
						每股经纪业务交易额	961.61	856.21	934.24	1135.70	1296.94
						估值比率					
						市盈率	32.76	37.94	27.33	21.43	17.63
						市净率	1.78	1.74	1.64	1.55	1.45

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 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在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。