

投资评级 优于大市 维持

股票数据

 04月26日收盘价(元) 8.99
 52周股价波动(元) 7.61-10.59

股本结构

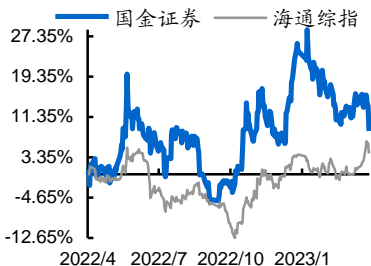
 总股本(百万股) 3724
 流通A股(百万股) 3211
 B股/H股(百万股) 0/0

相关研究

《资管规模大幅增长，二季度业绩环比显著改善》2022.09.03

《自营收入大幅波动影响业绩表现，投行项目储备丰富》2022.04.29

《投行业务维持强势，业务协同与定增有望助力公司做大做强》2022.03.16

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-4.3	-8.0	-13.4
相对涨幅(%)	-2.7	-5.5	-8.2

资料来源：海通证券研究所

分析师:孙婷

Tel:(010)50949926

Email:st9998@haitong.com

证书:S0850515040002

分析师:何婷

Tel:(021)23219634

Email:ht10515@haitong.com

证书:S0850516060001

联系人:肖尧

Tel:(021)23154171

Email:xy14794@haitong.com

IPO 储备丰富助推投行业绩，一季度自营大幅反转

投资要点：公司投行业务排名靠前，IPO 储备丰富。加码研究业务，并以投行为牵引、研究为驱动推进各项业务协同增效。投资策略稳健，取得较高投资收益。2023 年一季度公司自营业务大幅反转助推业绩提升。合理价值区间 9.53-10.39 元，维持“优于大市”评级。

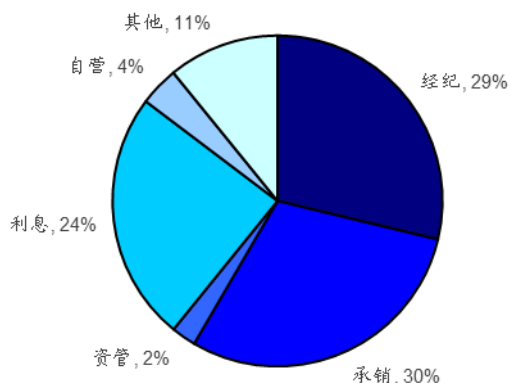
- 【事件】**国金证券发布 2022 年度及 2023Q1 业绩：1) 公司 2022 年全年实现营业收入 57.3 亿元，同比-19.6%；归母净利润 12.0 亿元，同比-48.3%；对应 EPS 0.32 元，ROE 4.2%。第四季度实现营业收入 16.6 亿元，同比-24.9%。归母净利润 3.8 亿元，同比-51.8%。2) 2023 年一季度业绩：实现营业收入 19.5 亿元，同比+114.0%；归母净利润 5.97 亿元，同比+380%；对应 EPS0.16 元，ROE 1.90%。
- 2022 年及 2023 年一季度市场活跃度下降，经纪业务出现下滑。**2022 年全市场日均股基交易额 10030 亿元，同比-9.3%。2023 年一季度全市场日均股基交易额 9633 亿元，同比-10.5%。股基交易额的下滑影响公司经纪业务收入。2022 年经纪业务收入 16.5 亿元，同比-15.9%，占营业收入比重 28.7%。公司代销金融产品收入 1.89 亿元，同比-41.7%，占经纪业务收入 11.4%，代销金融产品规模 3779 亿元，同比-7.1%。公司两融余额 1045 亿元，较年初-17.4%，市场份额 6.79%，同比-0.12pct，全市场两融余额 15404 亿元，较年初-16%。2023 年一季度经纪业务收入 3.9 亿元，同比-2.8%。
- 投行项目储备丰富，项目管理和执业质量持续强化。**2022 年公司投行业务收入 17.0 亿元，同比-6.0%。股权业务承销规模同比+2.3%，债券业务承销规模同比-11.3%。股权主承销规模 246.6 亿元，排名第 13；其中 IPO 13 家，募资规模 113 亿元；再融资 13 家，承销规模 134 亿元。债券主承销规模 812 亿元，排名第 21；其中公司债、企业债、ABS 承销规模分别为 577 亿元、94 亿元、75 亿元。2023 年一季度投行收入 4.0 亿元，同比+14.3%。股权业务承销规模同比+13%，债券业务承销规模同比+40%。股权主承销规模 35.5 亿元，排名第 15，其中 IPO6 家，募集金额 27 亿元，再融资 2 家，募集金额 8.6 亿元；债券承销规模 251 亿元，排名第 22，企业债承销规模 7.2 亿元，公司债承销规模 217 亿元。截止至 2023 年 4 月 25 日，国金证券 IPO 储备项目 24 家，排名第 7，其中两市主板 7 家，北交所 2 家，科创板 11 家，创业板 4 家。
- 2022 年资管规模提升，结构融资业务具有先发优势。**2022 年公司资管收入 1.4 亿元，同比+20.9%。截止至 2022 年末资产管理规模 1782 亿元，同比+40.3%。2023 年一季度资管业务收入 0.24 亿元，同比-24%。目前公司资管已发行产品的投资类型涵盖权益单多、量化投资、固定收益、固收+、FOF/MOM 等，结构融资业务凭借国内首批参与的先发优势，基础资产覆盖企业应收账款、租赁资产、保理资产、REITs、CMBS 等诸多类型，并在多个细分领域处于行业前列。
- 2022 年自营拖累整体业绩，2023Q1 大幅反转。**2022 年公司投资收益(含公允价值) 2.2 亿元，同比-87.8%；第四季度投资收益(含公允价值) 1.3 亿元，同比-73.6%。随着 2023 年市场好转，2023Q1 自营业务迎来反转，公司投资收益(含公允价值) 7.17 亿元，同比扭亏为盈。
- 投资建议：**我们预计公司 2023-25E 年 EPS 分别为 0.60/0.65/0.70 元，BVPS 分别为 8.66/9.21/9.82 元。参考可比公司估值水平，我们给予其 2023 年 1.1-1.2x P/B，对应合理价值区间 9.53-10.39 元，维持“优于大市”评级。
- 风险提示：**交易量持续走低，权益市场波动加剧致投资收益持续下滑。

主要财务数据及预测

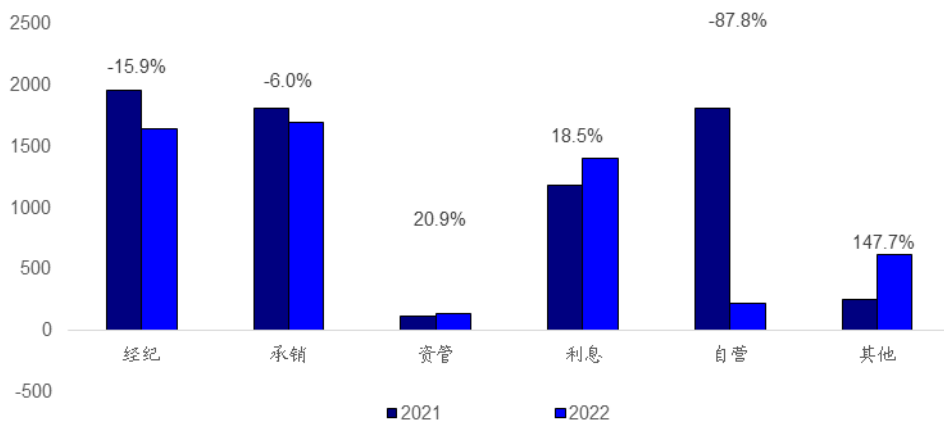
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7127	5733	7511	8114	8826
(+/-)YoY(%)	18%	-20%	31%	8%	9%
净利润(百万元)	2317	1198	2237	2415	2625
(+/-)YoY(%)	24%	-48%	87%	8%	9%
每股净利润(元)	0.77	0.34	0.60	0.65	0.70
每股净资产(元)	8.07	8.36	8.66	9.21	9.82

资料来源：公司年报(2021-2022)，海通证券研究所

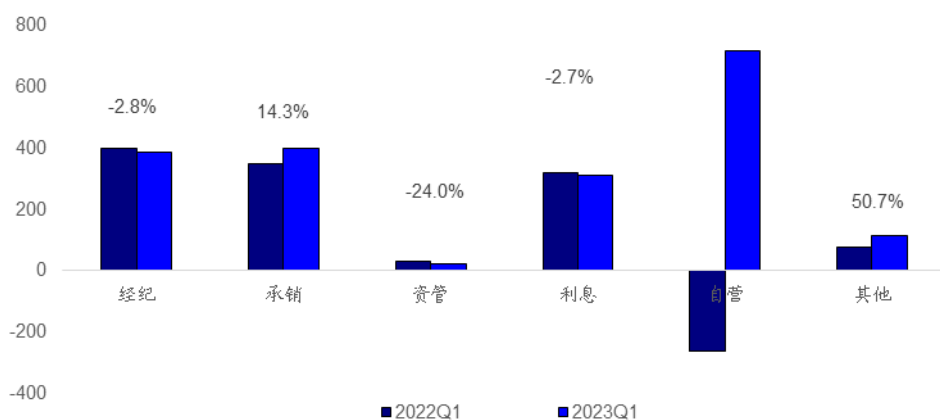
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

图1 国金证券 2022 年收入结构


资料来源：公司 2022 年年报，海通证券研究所

图2 国金证券 2022 年各业务同比变化情况 (百万元)


资料来源：公司 2022 年年报，海通证券研究所

图3 国金证券 2023 年一季度各业务同比变化情况 (百万元)


资料来源：公司 2023 年一季度报，海通证券研究所

表 1 国金证券盈利预测（百万元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
一、营业收入	7127	5733	7511	8114	8826
手续费	4135	3965	4295	4645	4958
经纪净佣金	1958	1648	1743	1824	1895
承销手续费	1810	1702	1835	1979	2072
资管收入	115	139	145	156	168
利息净收入	1182	1401	1398	1523	1603
投资净收益	1394	1325	1817	1946	2264
联营合营企业	-12	63	88	88	88
公允价值变动净收益	403	-1043	-	-	-
汇兑净收益	2	-9	-	-	-
其他收益	8	93	-	-	-
其他业务收入	1	1	1	1	1
二、营业支出	4204	4353	4576	4942	5373
营业税及附加	40	38	49	53	58
管理费用	4213	4282	4507	4869	5295
信用减值损失	-49	33	20	20	20
其他业务成本	-	-	-	-	-
三、营业利润	2923	1380	2935	3172	3452
加：营业外收入	67	4	-	-	-
减：营业外支出	4	5	-	-	-
四、利润总额	2986	1380	2935	3172	3452
减：所得税	658	175	675	730	794
五、净利润	2328	1205	2260	2443	2658
减：少数股东损益	10	6	23	28	34
归属于母公司所有者的净利润	2317	1198	2237	2415	2625
六、每股收益（元）：	0.77	0.34	0.60	0.65	0.70

资料来源：公司 2021、2022 年年报，海通证券研究所

表 2 国金证券资产负债表 (百万元)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产:					
货币资金	19033	23391	35842	38072	39684
其中: 客户资金存款	15154	18081	23262	24710	25755
结算备付金	3818	3854	4767	5064	5278
其中: 客户备付金	3374	3252	4105	4361	4545
融出资金	20959	19135	22308	22977	23667
交易性金融资产	26964	31355	28471	30242	31522
买入返售金融资产	11071	13615	9340	10642	11359
应收款项	115	270	157	173	190
存出保证金	1726	1760	3531	3751	3910
债权投资	16	-	-	-	-
其他债权投资	2682	6363	4970	5279	5503
其他权益投资工具	176	167	327	347	362
长期股权投资	544	485	600	630	661
固定资产	104	113	107	117	129
无形资产	73	129	72	72	72
商誉	43	46	49	49	49
递延所得税资产	544	775	694	715	737
其他资产	162	205	208	229	251
资产总计	88313	102180	111482	118400	123417
负债:					
短期借款	237	250	255	260	266
应付短期融资款	12475	10491	10491	10701	10915
拆入资金	1255	501	751	766	781
交易性金融负债	2436	4774	5728	6874	8249
衍生金融负债	44	8	9	9	9
卖出回购金融资产款	12654	18246	20070	22077	22519
代理买卖证券款	19241	22043	26452	27775	28330
应付职工薪酬	3182	3124	3187	3251	3316
应交税费	569	418	426	434	443
应付款项	629	1305	1331	1357	1385
应付债券	10481	8953	9953	9953	9953
递延所得税负债	182	115	126	139	153
其他负债	154	183	192	201	212
负债合计	63808	70848	79034	83862	86595
所有者权益					
股本	3024	3724	3724	3724	3724
资本公积金	7853	12925	12925	12925	12925
其他综合收益	-70	-60	40	254	482
盈余公积金	1506	1619	1729	1948	2183
一般风险准备	2993	3331	3565	4002	4473
未分配利润	9115	9590	10258	11467	12802
归属于母公司所有者权益合计	24421	31129	32241	34320	36590
少数股东权益	83	203	207	218	232
所有者权益合计	24504	31332	32448	34538	36822
负债及股东权益总计	88313	102180	111482	118400	123417

资料来源: 公司 2021、2022 年年报, 海通证券研究所

表 3 券商可比公司估值 (2023 年 4 月 26 日)

	股价 (元)	市值 (亿元)	PE (倍)			PB (倍)		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
财通证券	7.33	340	13.3	20.1	16.4	1.4	1.0	1.0
方正证券	6.80	560	30.7	26.1	22.3	1.4	1.3	1.2
红塔证券	7.93	374	23.7	970.9	25.4	1.6	1.6	
长城证券	8.43	340	19.3	37.8	18.5	1.7	1.2	
华林证券	13.56	366	75.7	78.8	58.5	5.8	5.7	5.2
天风证券	2.91	252	43.0		59.5	1.0		
兴业证券	6.47	559	11.8	18.6	13.2	1.4		1.0
长江证券	5.49	304	12.6	15.5	11.3	1.0		
西部证券	6.43	287	20.4	34.8	20.1	1.1		1.0
国元证券	6.92	302	15.8	17.4	14.4	0.9	0.9	0.9
东吴证券	7.08	355	14.8	19.8	15.4	1.0		0.9
浙商证券	9.88	383	17.5	23.2	16.6	1.6	1.5	1.4
西南证券	3.70	246	23.7	44.0	25.7	1.0		
华西证券	7.91	208	12.7		13.8	0.9		
南京证券	8.37	309	31.6	42.0	33.4	1.9		
太平洋	2.60	177	146.1	-393.9	346.7	1.8	1.8	1.8
华安证券	4.81	226	15.9	19.1	15.4	1.2	1.1	1.1
华创阳安	6.50	147	15.2			0.9		
第一创业	5.71	240	32.2	50.4	34.2	1.7	1.6	1.6
山西证券	5.53	199	24.7	38.0	35.4	1.2	1.1	1.1
国海证券	3.35	182	23.9			1.0		
国投资本	6.84	439	9.2	14.9	10.0	1.0	0.9	0.8
中原证券	3.81	177	34.5	166.0	36.1	1.3	1.3	1.3
平均			28.3	66.0	39.7	1.4	1.6	1.4

资料来源: Wind 一致预期, 海通证券研究所 备注: 可比券商选取范围为中小型券商

信息披露

分析师声明

孙婷 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: 兴业银行,中信银行,浙商银行,第一创业,江苏银行,沪农商行,,中国太保,国金证券,邮储银行,杭州银行,光大证券,东吴证券,宁波银行,东方财富,建设银行,中信证券,中国人寿,国泰君安,华兴资本控股,苏州银行,江苏金租,瑞达期货,上海银行,兴业证券,交通银行,中国银行,招商证券,东亚银行,渣打集团

投资评级说明

	类别	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。	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。