

证券 III

国联证券 (601456.SH)

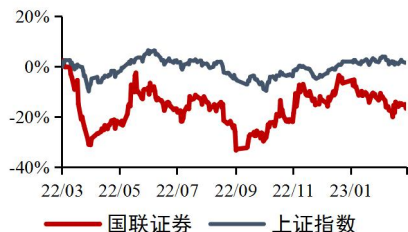
增持-A(维持)

资管业务大幅增长，股东协同效应发挥可期

2023年3月29日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2023年3月28日

收盘价(元):	10.85
总股本(亿股):	28.32
流通股本(亿股):	9.89
流通市值(亿元):	107.30

基础数据：2022年12月31日

每股净资产(元):	5.92
每股资本公积(元):	2.89
每股未分配利润(元):	1.10

资料来源：最闻

分析师：

刘丽

执业登记编码：S0760511050001

电话：0351--8686985

邮箱：liuli2@sxzq.com

孙田田

执业登记编码：S0760518030001

电话：0351-8686900

邮箱：suntiantian@sxzq.com

事件描述：

公司发布2022年年报，报告期内实现营业收入26.23亿元，同比-11.59%，实现归母净利润7.67亿元，同比-13.66%，加权平均ROE为4.62%，较上年减少2.65pct。

投资要点：

➤ **资管业务收入占比提升，业绩表现相对优势。**2022年公司营业收入及归母净利润相对行业均表现出一定优势，主要归因于公司资管业务同比大增37.91%，同时，经纪、投行、投资业务收入下降幅度小于行业，分别实现收入5.50亿元、4.77亿元和11.59亿元，同比下滑9.77%、6.39%和16.86%。

➤ **以基金投顾为基础，深化财富管理转型。**公司不断深化财富管理转型，优化资产配置体系，基金投顾业务保有量保持行业前列，截止2022年末，签约规模达到68.80亿元，代销金额同比增长27.12%至581.55亿元。经纪业务收入中，交易单元席位租赁净收入同比增长74%至8181万元，代买净收入下降14%至4.26亿元，代销收入下降38%至4228万元，基本与行业同步。

➤ **资管产品结构优化，收入同比增长。**2022年末公司受托管理规模为1020亿元，与2021年末基本持平，其中集合类产品占比11%，公募(含大集合)产品占比7%，专项产品占比下降8个百分点至28%。全年实现资管业务收入1.85亿元，其中，公募收入增长173%，集合收入增长35%，带动资管业务收入增长。

➤ **投资业务超越市场，股衍保持行业前列。**公司权益投资保持较低仓位，抓住部分机遇，实现超越沪深300的收益率；固定收入投资丰富投资策略，发展资本中介业务，债券交易量持续增长；股衍收入排名行业第10位，场外期权和收益互换存续名义本金稳健增长，全年实现投资业务收入11.59亿元，下降16.86%，幅度远小于行业(前三季度下降47%)。

盈利预测、估值分析和投资建议：公司业绩保持相对优势，近期公司控股股东国联集团成功取得民生证券控制权，随着与股东单位外延式地协同效应发挥，看好公司未来发展潜力。预计公司2023年-2025年分别实现归母净利润9.89亿元、12.29亿元和14.25亿元，增长28.94%、24.23%、15.97%；PB分别为1.59/1.44/1.26，维持“增持-A”评级。

风险提示：金融市场大幅波动，业务推进不及预期，公司出现较大风险事件。



财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	29.67	26.23	33.02	38.36	44.02
YoY(%)	58.11%	-11.59%	25.87%	16.19%	14.75%
归母净利润(亿元)	8.89	7.67	9.89	12.29	14.25
YoY(%)	51.16%	-13.66%	28.94%	24.23%	15.97%
ROE(%)	5.42%	4.58%	5.14%	5.75%	5.82%
EPS(元)	0.36	0.27	0.35	0.43	0.50
每股净资产(元)	5.78	5.92	6.80	7.55	8.64
P/E(倍)	30.14	40.19	31.06	25.00	21.56
P/B(倍)	1.88	1.83	1.59	1.44	1.26

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(亿元)						利润表(亿元)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	105.98	100.54	110.60	116.13	121.93	营业收入	29.67	26.23	33.02	38.36	44.02
金融投资	365.30	437.25	480.98	529.08	581.98	手续费及佣金净收入	13.46	12.98	15.69	17.73	20.74
应收票据及账款	0.92	12.26	11.64	12.23	12.84	其中: 代理买卖证券净收入	6.09	5.50	7.40	8.82	10.73
混业经营类资产	178.30	166.46	199.53	218.99	235.77	证券承销净收入	5.09	4.77	5.56	6.14	6.80
流动资产合计	650.50	716.52	802.75	876.42	952.52	资产管理净收入	1.41	1.94	2.73	2.77	3.21
长期股权投资	1.03	0.97	0.94	0.91	0.88	利息净收入	2.16	1.21	2.58	3.26	3.88
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	12.16	7.32	14.71	17.33	19.36
固定资产	0.96	0.84	0.88	0.92	0.92	其他业务收入	0.08	0.57	0.04	0.03	0.04
无形资产	0.58	0.66	0.69	0.72	0.76	营业支出	17.87	16.60	19.82	21.97	25.01
商誉	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	11.73	9.65	13.19	16.39	19.00
其他非流动资产	8.89	27.30	26.08	48.10	109.32	所得税	2.85	1.98	3.30	4.10	4.75
非流动资产合计	17.79	54.61	53.44	75.50	136.71	净利润	8.89	7.67	9.89	12.29	14.25
资产总计	659.39	743.82	856.19	951.92	1089.24	减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.38	0.00	0.00	0.00	0.00	归属母公司股东净利润	8.89	7.67	9.89	12.29	14.25
交易性金融负债	14.30	15.79	17.84	20.52	23.60	现金流量表					
应付票据及账款	29.75	16.06	18.14	20.32	23.37	经营性现金净流量	-52.95	7.96	-10.87	-29.07	-45.63
混业经营类负债	244.09	262.91	297.09	332.74	389.31	投资性现金净流量	-63.22	-21.64	-33.55	-32.52	-33.36
其他流动负债	7.01	5.04	6.55	8.33	9.17	筹资性现金净流量	92.57	16.23	20.49	25.05	29.96
流动负债合计	295.54	299.80	339.62	381.91	445.44	汇率变动影响	-0.03	0.03	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	现金流量净额	-23.62	2.58	-23.94	-36.53	-49.03
应付债券	161.07	194.89	233.87	257.25	288.13						
长期应付款	4.74	3.54	4.25	4.68	5.24	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
专项应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入	29.67	26.23	33.02	38.36	44.02
预计负债	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	增长率(%)	58.11%	-11.59%	25.87%	16.19%	14.75%
其他非流动负债	200.05	276.42	323.90	356.29	399.04	归母净利润	8.89	7.67	9.89	12.29	14.25
非流动负债合计	200.05	276.42	323.90	356.29	399.04	增长率(%)	51.16%	-13.66%	28.94%	24.23%	15.97%
负债合计	495.58	576.21	663.52	738.20	844.48	每股收益(EPS)	0.36	0.27	0.35	0.43	0.50
所有者权益合计	163.81	167.61	192.67	213.72	244.76	净资产	163.81	167.61	192.67	213.72	244.76
股本	28.32	28.32	28.32	28.32	28.32	每股净资产	5.78	5.92	6.80	7.55	8.64
资本公积金	81.74	81.74	81.74	81.74	81.74	净资产收益率(ROE)	5.42%	4.58%	5.14%	5.75%	5.82%
历史留存收益	53.75	57.55	82.61	103.66	134.70	市盈率(P/E)	30.14	40.19	31.06	25.00	21.56
归母权益	163.81	167.61	192.67	213.72	244.76	市净率(P/B)	1.88	1.83	1.59	1.44	1.26
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
负债和股东权益	659.39	743.82	856.19	951.92	1089.24						

资料来源: 最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

