

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

国联证券(601456)

投资评级 买入

上次评级 买入

王筋朝 非银金融行业首席分析师  
执业编号: S1500519120002  
联系电话: 010-83326877  
邮箱: wangfangzhao@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 业绩符合预期，投行业务有望实现新突破

2023年03月29日

**事件：**国联证券发布 2022 年报。2022 年公司实现营业收入总额 26.23 亿元，同比-11.59%；归母净利润 7.67 亿元，同比-13.66%；净资产收益率 4.62%，同比-2.65pct。

**点评：**

➤ **经纪业务：**经纪业务净收入 5.50 亿元，同比-9.69%，占总营收比重 20.97%，同比+0.44pct，收入贡献份额小幅上升。

**(1) 证券交易端：市占率保持稳定，机构业务占比或有所增加。** 2022 年全年代理买卖证券净收入 4.26 亿元，同比-13.84%，占经纪业务净收入比重 77.42%，同比-3.66pct。收入下滑主因是市场景气度下滑。公司 2022 年股基交易额 2.42 万亿元，同比-10.96%，市占率为 0.49%，同比基本持平。我们估算佣金率约为 2.27%%，同比-0.03bp，佣金率水平与上一年度基本持平。机构端业务扩容为主因，公司交易单元席位租赁收入 0.82 亿元，同比+73.95%，占经纪业务净收入比重 14.88%，同比+7.16pct。截至 2022 年底，公司机构经纪业务代理买卖证券款合计 19.85 亿元，同比+506.5%，占比 21.85%，同比+18.31pct。

**(2) 财富管理端：产品研发能力突出，“量体裁衣”能力更进一步。** 代销金融产品业务收入 0.42 亿元，同比-38.03%。代销业务收入下滑主要受市场波动加剧造成股混基金净值缩水所致。2022 年金融产品销售额 581.55 亿元，同比+27.12%。其中自主研发资产管理产品销售额为 456.70 亿元，同比+122.61%；第三方基金产品销售额为 31.43 亿元，同比-79.48%；第三方信托产品销售额为 17.91 亿元，同比下降 62.78%；其他金融产品销售额为 75.51 亿元，同比增长 47.96%。**基金投顾业务保持稳健发展**，截至 2022 年末，公司基金投顾业务签约总户数 24.03 万户，基金投顾签约资产规模 68.80 亿元。

➤ **投行业务：IPO 承销规模带来主要增量，民生证券有望带来协同发展。** 投行业务净收入 4.77 亿元，同比-6.29%，占总营收比重 18.19%，同比+1.03pct。IPO 主承销规模 24.00 亿元，同比+251.67%，市占率 0.41%，同比+0.28pct；再融资承销规模 42.97 亿元，同比-67.47%，市占率 0.39%，同比-0.65pct；企业债承销规模 13.00 亿元，同比-6.47%，市占率 0.35%，同比+0.03pct；公司债承销规模 248.74 亿元，同比-9.68%，市占率 0.80%，同比持平。2023 年 3 月 15 日，国联集团竞得民生证券 30.3%股权，若后续实现业务整合，则民生证券和国联证券的整体投行能力或将有大幅提升。

➤ **资管业务：收入同比高增，加速布局公募基金业务。** 资管业务净收入 1.94 亿元，同比+37.59%，占营收比重 7.40%，同比+2.64pct。截至 2022 年末，公司管理的资产管理计划共计 275 个，资产管理业务受托

资金 1,020.48 亿元，同比基本持平。其中，公募基金产品 4 个，资产规模 72.06 亿元；集合资产管理计划 71 个，资产规模 116.78 亿元；单一资产管理计划 160 个，资产规模 546.57 亿元；专项资产管理计划 40 个，资产规模 285.07 亿元。公司当前正推进中融基金股权收购，加速布局公募业务，预计后续将实现管理规模的持续扩张。

- **自营业务：业务规模持续扩大。** 自营业务收入合计 11.58 亿元，同比-16.93%；自营业务资产规模 437.25 亿元，同比+19.70%。自营业务收益率约为 2.89%，在 2022 年市场行情明显下行期间，公司自营业务收益率预计显著高于行业。自营权益类证券及其衍生品/净资本提升至 48.76%，自营非权益类证券及其衍生品/净资本提升至 232.66%。2022 年场外期权和收益互换存续名义本金及客户数量稳健增长，衍生金融工具名义本金 494.8 亿元，同比+124.5%，其中，场外期权合约规模 214.59 亿元，同比+562.2%。根据中证协 2022 年公布的证券公司基于柜台与机构客户对手方交易业务收入情况，公司位列行业第 10。
- **信用业务：市场行情拖累两融业务发展。** 利息净收入合计 1.21 亿元，同比-43.98%，占总营收比重 4.61%，同比-2.67pct。截至 2022 年底，市场两融规模同比-15.9%至 15404 亿元。公司两融业务规模同比-18.30%至 88.16 亿元，市占率 0.57%，同比-0.02pct，股质业务规模 32.64 亿元（同比+10.34%）。
- **盈利预测与投资评级：** 公司 2022 年收入情况符合预期，我们认为在全年市场景气度下行环境下，国联证券业绩表现出较强韧性，经纪业务、两融业务市占率未见大幅下滑，资管业务收入呈现较大增长。集团收购民生证券股权后有望带来业务协同发展，在全面注册制下实现投行业务进一步提升。我们预计 2023-2025E 归母净利润分别为 14.03/15.39/17.75 亿元，对应 2023-2025E PE 为 21.70x/19.78x/17.15x，维持“买入”评级。
- **风险因素：** 证券市场波动导致自营业务盈利波动；协同效应不及预期；客户风险偏好下降等。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	2,966.63	2,622.94	4,459.46	4,953.15	5,689.79
增长率 YoY %	58.11	-11.59	70.02	11.07	14.87
归属母公司净利润(百万元)	888.64	767.28	1,402.94	1,538.83	1,774.90
增长率 YoY%	51.16	-13.66	82.85	9.69	15.34
营业利润率%	39.77	36.71	41.73	41.08	41.47
净资产收益率 ROE%	6.59	4.63	8.11	8.34	8.99
EPS(摊薄)(元)	0.31	0.27	0.50	0.54	0.63
市盈率 P/E(倍)	34.26	39.67	21.70	19.78	17.15
市净率 P/B(倍)	1.86	1.82	1.71	1.60	1.49

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 03 月 29 日收盘价

合并损益表					资产负债表				
	百万元 RMB					百万元 RMB			
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,622.94	4,459.46	4,953.15	5,689.79	货币资金	10,032.79	11,453.75	13,031.84	15,489.35
手续费及佣金净收入	1,297.55	1,442.93	1,656.56	1,899.28	结算备付金	2,994.74	3,667.52	4,526.85	5,486.57
其中：经纪业务手续费净收入	549.62	605.81	704.57	816.97	融出资金	8,815.67	11,222.99	12,906.44	14,842.41
证券承销业务净收入	476.84	577.45	669.68	771.02	交易性金融资产	32,435.84	40,426.92	45,699.42	51,812.80
资产管理业务净收入	193.89	173.24	195.86	224.85	衍生金融资产	979.88	574.20	574.47	693.54
利息净收入	120.68	162.59	205.19	285.08	买入返售金融资产	3,263.82	5,726.83	7,262.78	7,787.85
投资净收益	732.43	2,212.38	2,397.07	2,719.09	长期股权投资	96.81	175.68	212.87	233.27
其他业务收入	2.93	3.55	3.55	3.55	总资产	74,382.00	86,175.01	97,857.52	112,362.72
					拆入资金	900.22	1,350.33	1,755.43	2,282.06
					交易性金融负债	1,578.98	1,864.46	2,418.13	2,900.14
					衍生金融负债	501.08	751.62	1,127.43	1,691.15
					卖出回购金融资产款	14,992.68	14,243.05	13,530.89	12,854.35
营业支出	1,660.00	2,598.42	2,918.23	3,330.04	代理买卖证券款	10,797.28	12,956.74	14,900.25	17,135.28
营业税金及附加	16.79	29.86	39.35	52.50	应付债券	19,488.99	23,386.79	26,894.81	30,929.03
管理费用	1,640.55	2,565.90	2,876.21	3,274.88	总负债	57,621.44	68,323.56	78,806.89	91,945.22
信用减值损失	2.66	2.66	2.66	2.66	总股本	2,831.77	2,831.77	2,831.77	2,831.77
其他业务成本	0.00	0.00	0.00	0.00	所有者权益合计	16,760.55	17,851.44	19,050.63	20,417.50
					归属于母公司所有者权益合计	16,760.55	17,851.44	19,050.63	20,417.50
营业利润	962.94	1,861.04	2,034.92	2,359.75		2022A	2023E	2024E	2025E
加：营业外收入	3.54	5.32	5.91	6.79	净利率	29.25%	31.46%	31.07%	31.19%
减：营业外支出	1.05	1.05	1.05	1.05	总资产收益率	1.09%	1.75%	1.67%	1.69%
利润总额	965.43	1,854.67	2,027.96	2,351.91	净资产收益率	4.63%	8.11%	8.34%	8.99%
减：所得税	198.15	451.73	489.13	577.01	市盈率（倍）	40.04	21.90	19.97	17.31
净利润	767.28	1,402.94	1,538.83	1,774.90	市净率（倍）	1.83	1.72	1.61	1.50
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净利润（元/股）	0.27	0.50	0.54	0.63
归属于母公司所有者的净利润	767.28	1,402.94	1,538.83	1,774.90					

## 研究团队简介

王舫朝，非银&中小盘首席分析师，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

冉兆邦，硕士，山东大学经济学学士，法国昂热高等商学院经济学硕士，三年非银金融行业研究经验，曾任天风证券研究员，2022年8月加入信达证券，从事非银金融行业研究工作。

张凯烽，硕士，武汉大学经济学学士，波士顿大学精算科学硕士，四年保险精算行业经验，2022年6月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。