

# 国联证券（601456）2022 年年报点评

## 并购推动财富管理、投行业务深化转型

投资评级

买入

首次评级

2023年04月04日

收盘价(元):

11.29

### 公司基本数据

|              |            |
|--------------|------------|
| 总股本(百万股)     | 2,831.77   |
| 总市值(百万)      | 31,970.72  |
| 流通股本(百万股)    | 988.97     |
| 流通市值(百万)     | 11,165.52  |
| 12月最高/最低价(元) | 13.93/8.52 |
| 资产负债率(%)     | 77.47      |
| 每股净资产(元)     | 5.92       |
| 市盈率(TTM)     | 41.67      |
| 市净率(PB)      | 1.91       |
| 净资产收益率(%)    | 4.58       |

### 股价走势图



### 作者

薄晓旭 分析师  
SAC执业证书: S0640513070004  
联系电话: 0755-33061704  
邮箱: boxx@avicsec.com

师梦泽 分析师  
SAC执业证书: S0640523010001  
联系电话: 010-59219557  
邮箱: shimz@avicsec.com

### 相关研究报告

#### ◆ 公司3月28日披露2022年年报

2022年公司实现营收26.23亿元(-11.59%)，实现归母净利润7.67亿元(-13.66%)，扣非后归母净利润7.30亿元(-17.86%)，基本每股收益0.27元(-25.00%)。公司2022年ROE为4.62%，较上年同期下降2.65pct。

#### ◆ 经纪业务规模稳定，财富管理深化转型

公司实现经纪业务净收入5.50亿元(-9.77%)，传统经纪业务方面，代理买卖证券业务净收入4.26亿元(-13.84%)。2022年公司实现股基交易额2.42万亿元(-10.96%)，市占率达到0.49%，基本与21年保持持平。财富管理业务方面，第一，公司代销金融产品业务净收入为0.42亿元(-38.03%)，主要是由于第三方基金产品销售规模的大幅下滑(31.34亿元，-79.48%)。第二，资管业务实现净收入1.94亿元(+37.91%)，一方面，受益于自主研发资产管理产品表现优异，实现销售规模456.70亿元(+122.61%)。另一方面，公司主动管理转型较为成功，2022年资管业务规模达到1,020.48亿元(-0.36%)，其中公募+集合资管业务规模达到188.84亿元，占比18.51%，较2021年提升5.78pct。上述两项业务收入达到0.80亿元(+60.11%)，占比43.10%，较2021年提升8.99pct。公司持股中海基金33.409%的股份，此外，2023年2月7日公司完成收购中融基金75.5%的股份，未来公司资管业务有望实现加速发展。第三，公司基金投顾业务客户数量快速增长，截至2023年末，公司签约客户数24.03万户(+59.88%)，虽然受到市场震荡影响AUM下滑显著(68.80亿元，-32.96%)，但预计2023年客户增长叠加市场回暖有望带来增量收益。

#### ◆ 再融资拖累股权承销规模，债券承销规模缩减

2022年，公司实现投行业务净收入4.77亿元(-6.39%)，总承销规模52亿元(-61.37%)。其中，股权承销IPO增幅显著(24亿元，+251%)，再融资(28亿元，-78.09)为业绩主要拖累项。债券承销方面，公司累计债券承销393.92亿元(-8.68%)，除可转债以外各类债券承销规模均有一定程度的下滑，公司债下滑最为显著(348.98亿元，-9.02%)，占总承销规模的

股市有风险 入市需谨慎

88.59%。公司在股权承销方面实力较弱，但 3 月 15 日，公司实际控制人国联集团竞得民生证券 30.3% 股份，民生证券投行业务强势，根据中证协统计显示，2021 年民生证券投行业务收入位列第 8，投行综合实力位居行业头部水平。

#### ◆ 两融业务遇冷，股票质押业务支撑业绩增长

公司信用业务收入 1.21 亿元 (-44.06%)，公司两融和股质余额分别为 89.64 亿元 (-13.85%) 和 38.57 亿元 (+1.01%)，实现利息收入 5.79 亿元 (-4.85%) 和 1.31 亿元 (+14.03%)。投资类（表内）股票质押平均履约保障比例 275.84%，同比下降 100.86pct，股票质押风险持续压降。

#### ◆ 自营收入下滑

公司自营业务收入 11.59 亿元 (-16.86%)。一方面，公司已债券投资为主，投资规模达到 188.32 亿元 (+12.39%)，占总交易性金融资产规模的 58.06%。另一方面，公司重点发展衍生品业务，衍生金融资产规模达到 9.80 亿元 (+102.02%)，柜台与机构客户对手方交易业务收入位列行业第 10。

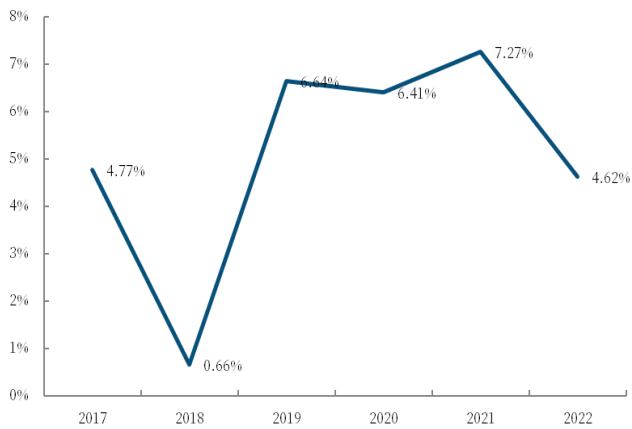
#### ◆ 投资建议

国联证券以“泛财富管理”为核心，利用率先获得基金投顾业务的先发优势加速财富管理转型，同时开始着力布局公募基金业务。2 月 23 日，公司发布公告表述，收购中融基金 75.5% 的股权。除此之外，3 月 15 日，公司实际控制人国联集团竞得民生证券 30.3% 股份，二者在展业区域和强势业务方面存在一定的互补性。我们预测公司 2023-2025 年基本每股收益分别为 0.33 元、0.38 元、0.47 元，每股净资产分别为 6.17 元、6.46 元、6.81 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

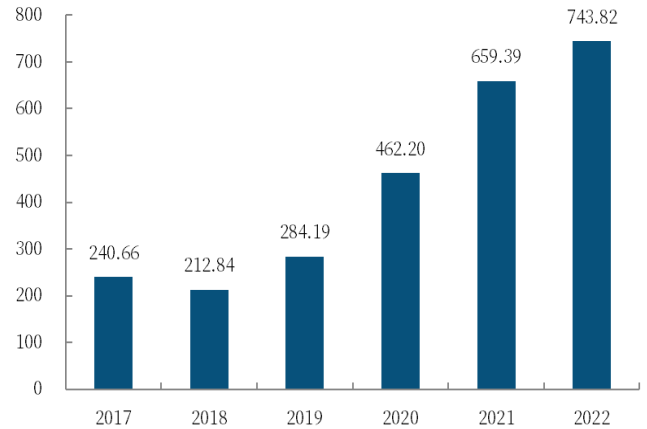
**风险提示：**市场波动风险，市场活跃度不及预期，基金销售市场竞争加剧

|                | 2021A | 2022A  | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (亿元)      | 29.67 | 26.23  | 31.93 | 38.36 | 46.64 |
| 增长率 (%)        | 58.11 | -11.59 | 21.73 | 20.14 | 21.59 |
| 归母净利润 (亿元)     | 8.89  | 7.67   | 9.29  | 10.70 | 13.19 |
| 增长率 (%)        | 51.16 | -13.66 | 21.10 | 15.13 | 23.25 |
| 每股收益 (元)       | 0.36  | 0.27   | 0.33  | 0.38  | 0.47  |
| 市净率 PB         | 1.83  | 1.79   | 1.72  | 1.64  | 1.56  |
| 净资产收益率 ROE (%) | 7.27  | 4.62   | 5.43  | 5.99  | 7.02  |

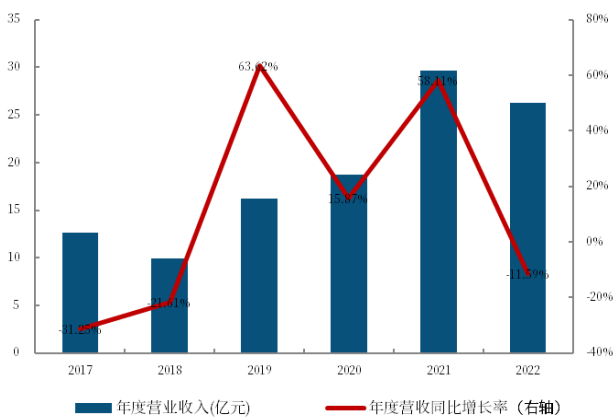
资料来源：WIND，中航证券研究所

**图1 国联证券 ROE**


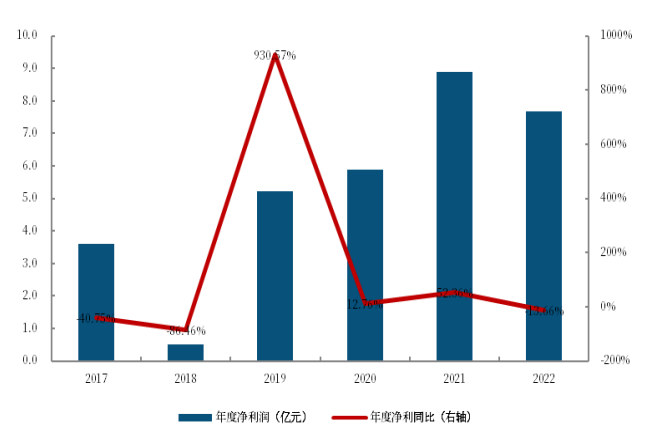
资料来源：WIND、中航证券研究所

**图2 国联证券总资产（亿元）**


资料来源：WIND、中航证券研究所

**图3 国联证券营业收入及增长率**


资料来源：WIND、中航证券研究所

**图4 国联证券净利润及增长率**


资料来源：WIND、中航证券研究所

## 财务报表与财务指标

| 利润表 (亿元)           | 2020A  | 2021A  | 2022A  | 2023E  | 2024E    | 2025E    |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|----------|----------|
| 营业收入               | 18.76  | 29.67  | 26.23  | 31.93  | 38.36    | 46.64    |
| 手续费及佣金净收入          | 8.75   | 13.46  | 12.98  | 15.94  | 18.54    | 22.54    |
| 其中：证券经纪业务净收入       | 5.26   | 6.09   | 5.50   | 6.20   | 7.29     | 8.75     |
| 投资银行业务净收入          | 2.75   | 5.09   | 4.77   | 5.92   | 6.75     | 8.36     |
| 资产管理业务净收入          | 0.72   | 1.41   | 1.94   | 2.16   | 2.43     | 2.83     |
| 利息净收入              | 3.06   | 2.16   | 1.21   | 1.45   | 1.75     | 2.12     |
| 投资收益 (含公允价值变动损益)   | 6.80   | 13.96  | 11.53  | 14.44  | 17.98    | 21.87    |
| 其中：对联营企业和合营企业的投资收益 | 0.01   | 0.02   | -0.06  | 0.22   | 0.06     | 0.08     |
| 营业支出               | 10.88  | 17.87  | 16.60  | 20.30  | 24.97    | 30.15    |
| 管理费用               | 10.60  | 17.37  | 16.41  | 19.94  | 24.60    | 29.76    |
| 减值损失               | 0.12   | 0.30   | 0.03   | 0.23   | 0.24     | 0.26     |
| 利润总额               | 7.88   | 11.73  | 9.65   | 11.62  | 13.37    | 16.48    |
| 净利润                | 5.88   | 8.89   | 7.67   | 9.29   | 10.70    | 13.19    |
| 归属于母公司所有者的净利润      | 5.88   | 8.89   | 7.67   | 9.29   | 10.70    | 13.19    |
| <b>资产负债表 (亿元)</b>  |        |        |        |        |          |          |
| <b>资产：</b>         |        |        |        |        |          |          |
| 货币资金               | 107.30 | 105.74 | 100.33 | 117.80 | 135.47   | 155.80   |
| 融出资金               | 84.13  | 107.91 | 88.16  | 101.38 | 116.59   | 134.08   |
| 交易性金融资产            | 169.55 | 277.10 | 324.36 | 382.13 | 408.06   | 469.26   |
| 衍生金融资产             | 0.78   | 4.85   | 9.80   | 32.75  | 62.78    | 64.97    |
| 买入返售金融资产           | 41.28  | 29.58  | 32.64  | 38.99  | 44.84    | 51.57    |
| 可供出售金融资产           | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00     | 0.00     |
| 债权投资               |        | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00     | 0.00     |
| 其他债权投资             |        | 62.40  | 83.63  | 98.26  | 119.28   | 144.39   |
| 其他权益工具投资           |        | 25.79  | 29.26  | 32.75  | 37.67    | 43.32    |
| 长期股权投资             | 1.05   | 1.03   | 0.97   | 0.94   | 0.99     | 1.03     |
| 资产总计               | 462.20 | 659.39 | 743.82 | 900.78 | 1,035.89 | 1,191.28 |
| <b>负债：</b>         |        |        |        |        |          |          |
| 应付短期融资款            | 47.81  | 21.25  | 7.05   | 10.14  | 13.45    | 15.47    |
| 交易性金融负债            | 8.99   | 14.30  | 15.79  | 23.40  | 27.80    | 33.00    |
| 卖出回购金融资产款          | 87.08  | 127.96 | 149.93 | 162.09 | 201.62   | 246.62   |
| 代理买卖证券款            | 93.27  | 111.83 | 107.97 | 120.93 | 139.07   | 159.93   |
| 应付债券               | 89.98  | 161.07 | 194.89 | 272.95 | 313.89   | 360.97   |
| 负债合计               | 356.26 | 495.58 | 576.21 | 726.11 | 853.10   | 998.46   |
| <b>所有者权益：</b>      |        |        |        |        |          |          |
| 股本                 | 23.78  | 28.32  | 28.32  | 28.32  | 28.32    | 28.32    |
| 资本公积               | 36.45  | 81.74  | 81.74  | 81.74  | 81.74    | 81.74    |
| 盈余公积               | 6.06   | 6.77   | 7.63   | 8.51   | 10.58    | 14.46    |
| 未分配利润              | 24.27  | 28.02  | 31.06  | 34.94  | 36.21    | 33.81    |
| 归属于母公司所有者权益        | 105.94 | 163.81 | 167.61 | 174.67 | 182.80   | 192.82   |
| 所有者权益合计            | 105.94 | 163.81 | 167.61 | 174.67 | 182.80   | 192.82   |
| 负债及股东权益合计          | 462.20 | 659.39 | 743.82 | 900.78 | 1,035.89 | 1,191.28 |
| 基本每股收益             | 0.28   | 0.36   | 0.27   | 0.33   | 0.38     | 0.47     |

|          |      |      |      |      |      |      |
|----------|------|------|------|------|------|------|
| 每股净资产    | 4.45 | 5.78 | 5.92 | 6.17 | 6.46 | 6.81 |
| 加权净资产收益率 | 6.41 | 7.27 | 4.62 | 5.43 | 5.99 | 7.02 |

资料来源：WIND、中航证券研究所

### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券非银团队;致力于券商、保险、多元金融板块研究,坚持对上市公司、行业监管及市场动态进行持续跟踪,并进行深度、及时、差异化分析。在中航产融的股东背景下,针对金控平台旗下券商、保险、信托、租赁、产业投资等多元金融各业态的协同等领域有更加深入的研究。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师,再次申明,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。

风险提示: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证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示,否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权,不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议,而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠,但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任,除非该等损失因明确的法律或法规而引起。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期,中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑,本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易,向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意,及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址:北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址:www.avicsec.com

联系电话:010-59219558

传 真:010-59562637