

国金证券 (600109.SH) 三大业务市占率逆势增长, 自营驱动一季度业绩高增

2023 年 04 月 26 日

——国金证券 2022 年报及 2023 一季报点评

投资评级: 买入 (维持)

高超 (分析师)

卢崑 (联系人)

gaochao1@kysec.cn

lukun@kysec.cn

证书编号: S0790520050001

证书编号: S0790122030100

日期	2023/4/25
当前股价(元)	8.67
一年最高最低(元)	10.59/7.61
总市值(亿元)	322.90
流通市值(亿元)	278.42
总股本(亿股)	37.24
流通股本(亿股)	32.11
近 3 个月换手率(%)	63.65

● 经纪、投行、两融市占率全年逆势增长, 一季度自营改善驱动业绩高增

公司 2022 年营业收入/归母净利润分别为 57.33/11.98 亿元, 同比 -21.04%/-48.28%, 加权平均 ROE 4.17%, 同比 -5.73pct, 符合我们预期。2023Q1 营业收入/归母净利润 19.52/5.97 亿, 同比 +107%/+380%, 年化 ROE 7.6%, 业绩优于我们预期, 主因自营投资改善明显、投行业务市占率逆势提升。考虑到 2023 年资本市场回暖、全面注册制落地利好公司核心投行业务, 我们上调 2023/2024 归母净利润至 21.5/24.6 亿(调前 13.6/16.9 亿), 新增 2025 年归母净利润预测 27.9 亿, 同比 +79%/+14%/+14%, EPS 分别为 0.6/0.7/0.8 元。公司投行业务具有充足项目与人力储备, 充分受益全面注册制, 2022 年经纪、投行、两融业务市占率均提升, ROE 有望持续改善, 当前股价对应 2023 年 PB 1.2 倍, 维持“买入”评级。

● 充足项目和人力储备保证投行业务竞争力, 经纪业务与 IPO 市占率提升

(1) 2022 年/2023Q1 公司投行业务实现净收入 17/4 亿元, 分别同比 -6%/+14%。2022 年 IPO 承销收入 10.2 亿元, 同比 +4%, IPO 规模市占率 1.92%, 较 2021 年 +0.25pct, 债券承销收入 4.6 亿, 同比 +8%。2023Q1 IPO 承销收入 2.7 亿, 同比 +20%, 市占率 4.13%(2022Q1 为 3.29%), 2023Q1 全市场 IPO 承销规模同比 -64%, 公司投行业务仍表现稳健。公司投行业务项目与人力储备相对充足, 截至 2022 年末, 公司 IPO 总储备量(扣除辅导备案) 41 单, 行业排名第 8, 保荐代表人 257 名, 在全部保荐机构中排名第 9。(2) 2022 年/2023Q1 公司经纪业务实现净收入 16.5/4 亿元, 分别同比 -15.9%/-2.8%。公司 2022 年股基市占率 1.149%, 同比 +7%。全年代销业务 1.9 亿, 同比 -38%, 代销基金规模 3645 亿, 同比 -7%。(3) 2022 年/2023Q1 资管业务实现 1.4/0.2 亿, 同比 +21%/-24%, 2022 年资管业务增长主因受托资管 AUM 同比 +40%。

● 全年利息净收入高增受益降本增效, 自营业务同比高弹性驱动 Q1 业绩高增

(1) 2022 年/2023Q1 公司利息净收入分别 14/3.1 亿元, 分别同比 +18.5%/-2.7%。2022 年末两融业务市占率 1.32%, 较年初 +0.1pct, 全年利息净收入高增预计主因两融市占率提升、债务成本下降;(2) 2022 年公司自营投资收益 2.2 亿, 同比 -88%, 自营金融资产规模 +17%, 自营投资收益率 0.78%, 拖累全年业绩。2023Q1 公司自营投资收益 7.7 亿元(2022Q1 亏损 2.6 亿), 年化自营投资收益率 8.47%, 2023Q1 沪深 300/纯债债基 +4.6%/+0.97%, 公司自营高弹性驱动一季度业绩高增。

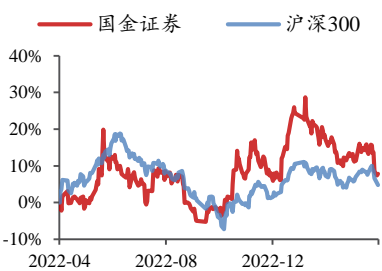
● 风险提示: 股市波动造成经纪盈利不确定性; 疫情影响投行业务发展不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,127	5,733	7,250	8,285	9,404
YOY(%)	17.5	-19.6	26.5	14.3	13.5
归母净利润(百万元)	2,317	1,198	2,150	2,460	2,794
YOY(%)	24.4	-48.3	79.4	14.4	13.6
毛利率(%)	41.0	24.1	34.0	34.1	34.1
净利率(%)	32.5	20.9	29.7	29.7	29.7
ROE(%)	9.8	4.8	8.0	8.5	8.9
EPS(摊薄/元)	0.77	0.32	0.58	0.66	0.75
P/E(倍)	13.9	26.9	15.0	13.1	11.6
P/B(倍)	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0

数据来源: 聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《投行业务表现亮眼, 投资收益拖累业绩—国金证券 2022 年 3 季报点评》-2022.10.28

《自营投资拖累业绩, 投行业务项目储备充足—国金证券 2022 年中报点评》-2022.9.1

《投行业务具有优势, 股市下跌拖累自营投资收益—国金证券 2021 年年报及 2022 年一季报点评》-2022.4.29

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	72,802	81,483	92,028	109,204	126,575
现金	19,033	23,391	24,158	27,104	29,708
应收票据及应收账款	115	270	300	330	360
其他应收款	-0	-0	-0	-0	-0
预付账款	-0	-0	-0	-0	-0
存货	-0	-0	-0	-0	-0
其他流动资产	53,654	57,822	67,571	81,770	96,507
非流动资产	15,511	20,697	26,128	29,110	32,500
长期投资	544	485	509	535	561
固定资产	104	113	113	113	113
无形资产	73	373	373	373	373
其他非流动资产	14,789	19,726	25,133	28,089	31,452
资产总计	88,313	102,180	118,156	138,314	159,075
流动负债	52,679	63,666	78,907	93,295	107,981
短期借款	26,621	32,003	44,804	56,004	67,205
应付票据及应付账款	629	1,305	234	351	468
其他流动负债	25,428	30,359	33,870	36,940	40,308
非流动负债	11,130	7,182	11,189	14,696	18,203
长期借款	10,481	9,992	13,988	17,486	20,983
其他非流动负债	648	(2,810)	(2,800)	(2,790)	(2,780)
负债合计	63,808	70,848	90,096	107,991	126,183
少数股东权益	83	203	219	237	257
股本	3,024	3,724	3,724	3,724	3,724
资本公积	7,852	7,852	7,852	7,852	7,852
留存收益	11,410	17,538	14,266	16,528	19,097
归属母公司股东权益	24,613	25,811	27,841	30,086	32,634
负债和股东权益	88,313	102,180	118,156	138,314	159,075

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	4376	3455	4611	5123	5659
净利润	2328	1205	2162	2473	2809
折旧摊销	206	256	306	356	406
财务费用	0	1	1	1	1
投资损失	-474	-524	-574	-624	-674
营运资金变动	1285	1385	1485	1585	1685
其他经营现金流	1031	1131	1231	1331	1431
投资活动现金流	1020	1040	1060	1080	1100
资本支出	1	1	1	1	1
长期投资	1661	1681	1701	1721	1741
其他投资现金流	271	281	291	301	311
筹资活动现金流	80663	154597	-163408	83095	27803
短期借款	354	374	394	414	434
长期借款	7112	7212	7312	7412	7512
普通股增加	0	1	1	1	1
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	0	1	1	1	1
现金净增加额	86059	159091	-157737	89297	34562

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7,127	5,733	7,250	8,285	9,404
营业成本	4,204	4,353	4,783	5,463	6,199
营业税金及附加	40	38	51	58	66
营业费用	-0	-0	-0	-0	-0
管理费用	4,213	4,282	4,712	5,385	6,113
研发费用	-0	-0	-0	-0	-0
财务费用	-0	-0	-0	-0	-0
资产减值损失	(49)	33	20	20	20
其他收益	1	1	589	619	649
公允价值变动收益	403	-1,043	0	0	0
投资净收益	1,394	1,325	1,293	1,645	2,036
资产处置收益	-0	-0	-0	-0	-0
营业利润	2,923	1,380	2,467	2,822	3,206
营业外收入	67	4	14	17	19
营业外支出	4	5	5	6	6
利润总额	2,986	1,380	2,476	2,833	3,218
所得税	658	175	314	360	409
净利润	2,328	1,205	2,162	2,473	2,809
少数股东损益	10	6	12	13	15
归属母公司净利润	2,317	1,198	2,150	2,460	2,794
EBITDA	3192	1636	2782	3189	3624
EPS(元)	0.77	0.32	0.58	0.66	0.75

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	17.5	-19.6	26.5	14.3	13.5
营业利润(%)	24.8	-52.8	78.7	14.4	13.6
归属于母公司净利润(%)	24.4	-48.3	79.4	14.4	13.6
获利能力					
毛利率(%)	41.0	24.1	34.0	34.1	34.1
净利率(%)	32.5	20.9	29.7	29.7	29.7
ROE(%)	9.8	4.8	8.0	8.5	8.9
ROIC(%)	3.8	1.6	2.5	2.4	2.3
偿债能力					
资产负债率(%)	72.3	69.3	76.3	78.1	79.3
净负债比率(%)	151.4	134.0	209.5	242.4	268.1
流动比率	1.4	1.3	1.2	1.2	1.2
速动比率	1.4	1.3	1.2	1.2	1.2
营运能力					
总资产周转率	9.1	6.0	6.6	6.5	6.3
应收账款周转率	6,926	2,980	2,544	2,630	2,726
应付账款周转率	668	450	622	1,869	1,515
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.77	0.32	0.58	0.66	0.75
每股经营现金流(最新摊薄)	1.45	0.93	1.24	1.38	1.52
每股净资产(最新摊薄)	8.14	6.93	7.48	8.08	8.76
估值比率					
P/E	13.9	26.9	15.0	13.1	11.6
P/B	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	1.8	6.9	4.2	5.6	4.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn