

# 国联证券 (601456)

## 2023 年中报点评: 内生外延并行, 发展潜力可期

买入 (维持)

2023 年 08 月 30 日

证券分析师 胡翔

执业证书: S0600516110001  
021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽

执业证书: S0600520090004  
zhujiayu@dwzq.com.cn

证券分析师 葛玉翔

执业证书: S0600522040002  
021-60199761

geyx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	2,623	3,268	4,002	4,530
同比	-11.59%	24.60%	22.45%	13.19%
归属母公司净利润 (百万元)	767	1,099	1,336	1,524
同比	-13.66%	43.28%	21.49%	14.07%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.27	0.31	0.38	0.43
P/E (现价&最新股本摊薄)	40.82	35.53	29.25	25.64

关键词: #业绩超预期

### 投资要点

事件: 国联证券发布 2023 年半年度报告, 公司 2023H1 营收同比+41.87% 至 18.07 亿元, 归母净利润同比+37.30% 至 6.00 亿元, 业绩超预期。

■ **重资产业务: 自营业务收入高增, 两融市占率稳步提升:** 1) 自营业务规模提升推动分部收入高增。2023H1 国联证券充分把握一季度市场反弹行情, 并通过调整持仓有效应对二季度市场调整, 自营业务实现稳定收益 (23H1 自营业务收益率 2.74%, 较 22H1+1.05pct), 叠加自营规模提升 (截至 23H1 公司交易性金融资产较上年末+16%至 377 亿元), 推动公司 23H1 自营业务收入同比+68%至 9.62 亿元。2) 两融市占率提升带动利息净收入增长。截至 2023 年 6 月, 全市场两融余额较上年同期-0.93%至 15,885 亿元, 国联证券融出资金较上年同期+2%至 101 亿元, 带动两融市占率较上年同期+0.06pct 至 0.65%, 公司利息净收入同比+25%至 0.88 亿元。

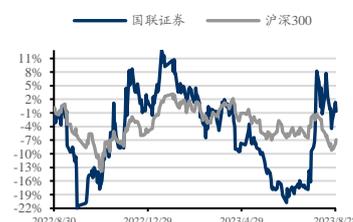
■ **轻资产业务: 经纪业务相对稳定, 投行、资管业务增势喜人:** 1) 经纪业务收入小幅下滑。2023H1, 全市场股基交易额 249 万亿元, 较 2022H1 基本持平; 国联证券股基交易额较 2022H1-7%至 11,750 亿元, 致使公司经纪业务市占率较 2022H1-0.04pct 至 0.47%, 公司经纪业务收入小幅下滑 1%至 2.61 亿元。2) 投行业务逆势而上。2023H1 全市场 IPO 募资额同比-33%至 2,097 亿元, 公司旗下华英证券紧抓全面注册制机遇, 积极服务实体经济, IPO 承销额同比+42%至 15 亿元, 推动公司投行业务收入同比+15%至 2.8 亿元。3) 资管业务规模持续扩张。截至 2023H1, 公司资管业务受托资金规模同比+7%至 1,114 亿元, 带动资管业务收入同比+12%至 0.84 亿元。

■ **外延并购稳步推进, 整合前景值得期待:** 1) 中融基金正式更名, 股权变更完成最后一跃。2023 年 4 月 21 日, 证监会正式核准国联证券收购中融基金 75.5%股权事项。2023 年 8 月 1 日, 中融基金正式更名国联基金, 正式成为国联证券的控股子公司。自此公司“一参一控”格局尘埃落定, 在财富管理赛道的综合服务能力有望进一步提升。2) 控股股东竞得民生证券控股权, 未来整合空间可期。2023 年 3 月 15 日, 国联证券控股股东国联集团成功竞得民生证券控股权。在证监会“一参一控”的要求下, 国联证券与民生证券有望实现重组整合, 届时公司有望在大幅提升体量的同时与民生证券实现优势互补。

■ **盈利预测与投资评级:** 基于上半年市场情况及公司经营业绩, 我们上调公司 2023-2025 年归母净利润预测至 10.99/13.36/15.24 亿元 (前值为 9.19/12.53/14.28 亿元), 对应同比增速分别为 43.28%/21.49%/14.07%, 对应 2023-2025 年 EPS 分别为 0.31/0.38/0.43 元, 当前市值对应 2023-2025 年 PB 分别为 1.57/1.51/1.45 倍。我们依旧看好公司在财富管理方面的独特优势以及外延并购赋予公司的成长空间, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 1) 市场交投活跃度下滑; 2) 并购整合效果不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	11.06
一年最低/最高价	8.52/12.85
市净率(倍)	1.76
流通 A 股市值(百万元)	26,423.81
总市值(百万元)	31,319.41

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	6.27
资产负债率(% ,LF)	78.99
总股本(百万股)	2,831.77
流通 A 股(百万股)	2,389.13

### 相关研究

《国联证券(601456): 2023 年一季报点评: 自营业务驱动业绩稳增长, 外延并购打开增长空间》

2023-04-30

《国联证券(601456): 2022 年报点评: 整体业绩符合预期, 外延并购加速业务版图扩张》

2023-03-29

表 1: 国联证券盈利预测 (单位: 百万元/人民币)

合并资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E	合并利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	10,033	15,287	15,692	16,803	营业收入	2,623	3,268	4,002	4,530
其中: 客户存款	7,965	12,975	13,264	14,254	手续费及佣金净收入	1,298	1,607	1,857	2,164
结算备付金	2,995	4,132	4,254	4,544	其中: 经纪业务手续费净收入	550	592	709	782
其中: 客户备付金	1,894	3,082	3,150	3,385	投资银行业务手续费净收入	477	663	641	700
衍生金融资产	980	640	704	775					
融出资金	8,816	10,112	10,829	12,151	资产管理业务手续费净收入	194	238	338	431
金融投资	43,725	48,908	59,306	70,125	利息净收入	121	207	566	562
买入返售金融资产	3,264	4,260	5,112	6,134	投资收益	732	1,097	1,187	1,352
应收款项	123	147	183	223	其中: 对联营企业和合营企业的投 资收益	-6	0	0	0
存出保证金	592	327	327	327	公允价值变动收益	420	350	384	443
长期股权投资	97	103	103	103	汇兑收益	2	-1	-1	-1
投资性房地产					其他收益	7	4	4	4
固定资产	81	112	121	130	其他业务收入	3	4	4	4
使用权资产	156	166	166	166	资产处置收益	41	0	1	1
无形资产	66	58	58	58	营业支出	1,660	1,810	2,232	2,511
商誉					税金及附加	17	22	27	31
递延所得税资产	22	25	25	25	业务及管理费	1,641	1,766	2,188	2,461
其他资产	2,328	467	467	467	信用减值损失	3	22	17	19
<b>资产总计</b>	<b>73,276</b>	<b>84,742</b>	<b>97,346</b>	<b>112,030</b>	资产减值损失	0	0	0	0
应付短期融资款	705	2,391	3,014	3,696	其他业务成本	0	0	0	0
拆入资金	900	957	1,206	1,479	营业利润	963	1,458	1,770	2,018
交易性金融负债	1,579	1,464	1,845	2,263	加: 营业外收入	4	4	4	4
衍生金融负债	501	521	573	631	减: 营业外支出	1	10	10	10
卖出回购金融资产款	14,993	14,398	18,145	22,255	利润总额	965	1,452	1,764	2,012
代理买卖证券款	10,797	16,219	16,580	17,818	减: 所得税费用	198	352	428	488
应付职工薪酬	440	828	988	1,169	净利润	767	1,099	1,336	1,524
应交税费	64	150	182	208	归属于母公司股东的净利润	767	1,099	1,336	1,524
应付款项	354	814	1,037	1,288	少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	16	0	0	0					
应付债券	19,489	18,124	22,841	28,014					
租赁负债	160	0	0	0					
预计负债	2	2	2	2					
递延所得税负债	201	20	20	20					
其他负债	7,419	2,508	3,160	3,876					
<b>负债合计</b>	<b>56,516</b>	<b>59,904</b>	<b>71,502</b>	<b>85,063</b>					
实收资本(或股本)	2,832	3,532	3,532	3,532					
资本公积	8,174	14,474	14,474	14,474	<b>重要财务指标与估值指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
其他综合收益	-28	183	183	183	营业收入增长率	-11.59%	24.60%	22.45%	13.19%
盈余公积	763	836	943	1,065	归母净利润增速	-13.66%	43.28%	21.49%	14.07%
一般风险准备	1,913	2,112	2,379	2,684	归母净资产增速	2.32%	48.19%	4.05%	4.34%
未分配利润	3,106	3,701	4,332	5,029	每股收益(元/股)	0.27	0.31	0.38	0.43
<b>归属于母公司所有者权益合计</b>	<b>16,761</b>	<b>24,838</b>	<b>25,844</b>	<b>26,966</b>	每股净资产(元/股)	5.92	7.03	7.32	7.64
少数股东权益	0	0	0	0	净资产收益率	4.63%	5.29%	5.27%	5.77%
<b>所有者权益合计</b>	<b>16,761</b>	<b>24,838</b>	<b>25,844</b>	<b>26,966</b>	P/E(倍)	40.82	35.53	29.25	25.64
<b>负债及权益总计</b>	<b>73,276</b>	<b>84,742</b>	<b>97,346</b>	<b>112,030</b>	P/B(倍)	1.87	1.57	1.51	1.45

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (截至 2023 年 8 月 29 日)

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>