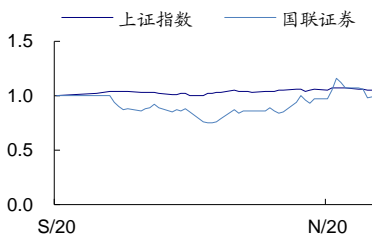


证券研究报告—深度报告
金融
非银行金融
国联证券(601456)
增持

合理估值: 16-17 元 昨收盘: 13.27 元 (维持评级)

2021年10月8日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

| | |
|--------------|--------------|
| 总股本/流通(百万股) | 2,378/978 |
| 总市值/流通(百万元) | 31,748/7,147 |
| 上证综指/深圳成指 | 3,536/14,079 |
| 12个月最高/最低(元) | 23.45/12.24 |

相关研究报告:

《国联证券-601456-2021年中报点评: 财富管理、投资驱动业绩增长》——2021-08-26
 《国联证券-601456-深度报告: 小而美的特色券商》——2021-05-10

证券分析师: 戴丹苗

电话: 075581982379
 E-MAIL: daidanmiao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520040003

证券分析师: 王剑

电话: 021-60875165
 E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070002

证券分析师: 王鼎

电话: 0755-81981000
 E-MAIL: wangding1@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520110003

证券分析师: 王可

电话: 021-61761053
 E-MAIL: wangke4@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521060001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

“泛财富管理”扬帆起航

● 泛财富管理的内涵在于发挥部门协同的优势

船小好调头。国联证券作为一家中小型券商, 通过执行“泛财富管理”战略, 发挥部门协同的优势, 较早进入了财富管理转型阶段。获得了基金投顾业务资格后, 公司商业模式不断进化, 并致力成为中小银行与高净值客户的优质产品提供商, 实现公司盈利的可持续增长。

● 客户财富增值, 公司分享收益

公司执行泛财富管理的商业模式, 是帮助客户实现财富增值, 并使公司分享客户财富增长和市场规模壮大获得的收益。公司聚焦泛财富管理核心客户, 携优质产品, 服务中小银行、私募 (To B) 与高净值客户 (To C)。

● 以泛财富管理为核心推动公司业务转型

公司以泛财富管理战略为核心, 各业务条线发展深度融合。公司的业务主要分为三大板块: 一是泛财富管理业务, 公司将资产管理部作为公司产品平台, 并建立产品评价体系、配置体系与销售服务体系, 以对接客户定制化需求。二是金融市场业务, 公司将高风险的传统自营业务向低风险的金融市场业务转型, 为客户在风险管理和流动性支持等方面提供专业解决方案。三是直投+保荐业务, 公司将投资银行作为寻找和创造商机的最重要前沿业务, 充分发挥交易型投行的作用。

● 维持“增持”评级

我们预测 2021-2023 年公司净利润分别为 7.3 亿元、9.2 亿元、14.2 亿元, 增速分别为 24.81%/24.9%/54.8%, 当前股价对应的 PE 为 43.0/34.4/22.3x, PB 为 2.8/2.6/2.4x, 未来三年 EPS 分别为 0.31 元、0.39 元、0.60 元。当前证券行业的投资主线聚焦财富管理, 公司具有区位优势, 且是第一批拿到基金投顾业务资格的中小型券商, 财富管理特色鲜明, 业务协同良好, 我们维持其“增持”评级。

● 风险提示

证券市场行情波动大、市场竞争日趋激烈、业务和客户过于集中于江苏、行业监管风险等。

盈利预测和财务指标

| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1,619 | 1,876 | 2,291 | 2,862 | 3,534 |
| (+/-%) | 63.6% | 15.9% | 22.1% | 24.9% | 23.5% |
| 净利润(百万元) | 521 | 588 | 733 | 916 | 1,418 |
| (+/-%) | 930.6% | 12.8% | 24.8% | 24.9% | 54.8% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.27 | 0.28 | 0.31 | 0.39 | 0.60 |
| 净资产收益率(ROE) | 6.6% | 6.3% | 6.7% | 7.9% | 11.2% |
| 市盈率(PE) | 49.1 | 47.4 | 43.0 | 34.4 | 22.3 |
| 市净率(PB) | 3.1 | 3.0 | 2.8 | 2.6 | 2.4 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

公司是小而美的特色券商，主要有三大鲜明特色及优势：第一，立足苏南，区位优势明显。公司是注册在无锡的唯一一家综合性法人证券公司，位于无锡，公司业务客户丰富、市场极为广阔。无锡、苏南和长三角区域是国内经济总量最大、最具活力、发展质量最高、上市公司和高净值人群最多的区域之一。公司作为区域券商，在服务区域企业上具备天然优势。无锡作为长三角区域一体化的重要战略支点，具备一点居中、两带联动、十字交叉的独特区位优势，未来在对接区域一体化、省域一体化和苏锡常一体化上大有可为，公司也将在服务实体经济方面发挥更大的作用。第二，公司是首批获得基金投顾业务资格的唯一一家中小型券商，财富管理发展可期。公司以获得基金投顾业务试点资格为契机，创新经营模式，持续丰富产品线，提升资产配置能力，加快财富管理转型。苏南作为高净值人群集中的区域，公司财富管理发展空间巨大。第三，管理团队经验丰富，具有前瞻性的战略思考能力。基于在龙头券商的从业经历，公司高管团队能够深刻理解行业和市场的发展趋势。特别是管理团队在境外和跨境业务领域的经历，有助于公司加快国际化发展步伐，开辟新的业务增长领域，打造业内领先的发展理念和管理流程。

我们预计公司 2021-2023 年每股收益为 0.31/0.39/0.60 元，净利润增速分别为 18.2%/13.4%/25.3%，未来一年合理估值区间 15.65-16.99 元，相对目前股价有 18%-28%的溢价空间，我们首次覆盖给予“增持”评级。

核心假设与逻辑

公司的主要业务包括经纪及财富管理业务、投资银行业务、资产管理及投资业务、信用交易业务及证券投资业务。从公司收入结构来看，2020 年公司收入贡献最高的为投资类业务，占比为 36%；其次为经纪业务，占比 28%；此外，信用业务、投行业务、资管业务占比分别为 16%、15%、4%。我们的盈利预测基于以下假设：

中性假设下，我们对公司 2021-2023 年盈利做出如下预测：（1）经纪业务假设：假设 2021-2023 年市场股票、基金交易金额分别为 5,098,482 亿元、6,118,178 亿元、7,341,814 亿元，公司经纪业务市占率稳定在 0.5%左右，佣金率下滑幅度较小，假设 2021-2023 年佣金率分别为 0.024%、0.023%、0.022%；（2）投行业务假设：假设 2021-2023 年股票融资额分别为 19,179 亿元、21,096 亿元、23,206 亿元；（3）资管业务假设：假设 2021-2023 年公司定向资管规模分别为 643.41 亿元、1093.80 亿元、1640.70 亿元，集合资管规模分别为 144.28 亿元、245.28 亿元、367.91 亿元，专项资管规模分别为 157.10 亿元、235.65 亿元、353.48 亿元。

与市场的差异之处

当前市场尚未有机构对公司做出定价。我们认为公司作为无锡唯一一家注册综合性证券公司，可立足无锡，借助区位优势，发力特色化、差异化业务，打造成特色鲜明的精品券商。

股价变化的催化因素

随着资本市场改革推进，证券行业差异化发展不断提速。在财富管理的大背景下，公司作为拥有基金投顾资格的精品券商，利用苏南地区高净值人群丰富的

优势，财富管理业务发展大有可为。财富管理业务的发展将进一步提升公司盈利能力，促进公司股价加速上扬。

核心假设或逻辑的主要风险

盈利预测假设偏乐观的风险、证券市场行情波动大影响公司盈利的风险、市场竞争日趋激烈的风险、业务和客户过于集中于江苏的风险、行业监管风险等。

内容目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 主要内容与核心结论 | 6 |
| 估值与投资建议 | 6 |
| 估值 | 6 |
| 投资建议 | 6 |
| 泛财富管理的内涵：通过部门协同实现可持续高增长 | 6 |
| 泛财富管理战略基础扎实 | 7 |
| 商业模式：客户财富增值、公司分享收益 | 8 |
| 以泛财富管理为核心推动公司业务转型 | 9 |
| 泛财富管理-财富管理业务：中小银行与高净值客户的优质产品提供商 | 9 |
| 泛财富管理-资产管理业务：财富管理的产品中心与产品平台 | 10 |
| 金融市场业务：服务金融机构，建立低风险、高稳定性的业务模式 | 13 |
| 直投保荐业务：泛财富管理战略下的定制化交易型投行 | 14 |
| 资产负债管理为战略助力 | 16 |
| 盈利预测与敏感性分析 | 16 |
| 盈利预测：预计 2021 年公司净利润增长 24.8% | 16 |
| 盈利预测的敏感性分析 | 17 |
| 总结：泛财富管理战略清晰，特色鲜明 | 17 |
| 风险提示 | 18 |
| 附表：财务预测与估值 | 20 |
| 国信证券投资评级 | 21 |
| 分析师承诺 | 21 |
| 风险提示 | 21 |
| 证券投资咨询业务的说明 | 21 |

图表目录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 图 1: 公司各条线围绕财富管理业务转型 | 7 |
| 图 2: 国联证券客户导向型的业务协同体系与客户循环体系 | 8 |
| 图 3: 国联证券的内部反哺、循环促进机制..... | 9 |
| 图 4: 2021 年上半年公司收入结构..... | 9 |
| 图 5: 2020H1-2021H1 公司基金投顾业务规模 | 10 |
| 图 6: 2015-2020 年公司受托管理资产规模..... | 11 |
| 图 7: 2015-2020 年公司定向资产管理业务收入..... | 11 |
| 图 8: 2015-2020 年公司集合资产管理业务收入..... | 11 |
| 图 9: 2015-2020 年公司专项资产管理业务收入..... | 11 |
| 图 10: 2015-2020 年公司资管业务收入..... | 11 |
| 图 11: 资产管理业务成为泛财富管理战略产品端的有力支撑 | 12 |
| 图 12: 公司 ABS 业务运营模式优势显著 | 13 |
| 图 13: 公司 ABS 业务运营模式优势显著 | 13 |
| 图 14: 2020Q2-2021Q1 公司股票衍生品规模..... | 14 |
| 图 15: 公司从传统投行向交易型投行转型..... | 15 |
| 图 16: 投行业务是其他业务的重要支撑 | 15 |
| 图 17: 2019-2021 年公司的融资资金成本 | 16 |
| 图 18: 2017-2020 年公司和行业杠杆倍数..... | 16 |
| 表 1: 可比公司市净率 | 6 |
| 表 2: 2021 公司 EPS 的敏感性分析 | 17 |

主要内容与核心结论

当前，处于转型路口的证券行业需要找到新的增长驱动力，财富管理恰好提供了这样的契机。财富管理属于成熟的理财服务，和一般的代销产品业务以产品为中心不同，财富管理的本质是以客户为中心，满足以客户为中心的业务需求。和其他的财富管理机构相比，券商拥有丰富的中高风险偏好客户资源、具备专业人才和研究团队、并且有全产业链和综合协同优势。

船小好调头。国联证券作为一家中小型券商，通过执行“泛财富管理”战略，发挥部门协同的优势，较早进入了财富管理转型阶段。获得了基金投顾业务资格后，公司商业模式不断进化，并致力成为中小银行与高净值客户的优质产品提供商，实现公司盈利的可持续增长。

估值与投资建议

估值

我们采用可比公司估值法进行估值，公司 2020 年 7 月在 A 股上市，上市时间不足两年，我们挑选近三年来上市的券商作为可比公司，包括中信建投、中金公司、中泰证券、中银证券、红塔证券。可比公司最新 PB 平均值为 3.28 倍，2021 年一致预期市净率平均值为 2.92 倍。国联证券是具有鲜明特色的精品券商，在证券行业差异化发展的大背景下，公司将进一步发挥财富管理业务的优势，释放业绩弹性，估值上升空间将被打开，我们给予其 3.5-3.8 倍的 PB 估值，对应合理估值为 15.65-16.99 元，我们“增持”评级。

表 1: 可比公司市净率

| 可比公司 | 中信建投 | 中金公司 | 中泰证券 | 中银证券 | 红塔证券 | 平均值 |
|-------|-----------|-----------|----------|-----------|----------|------|
| 上市时间 | 2018.1.20 | 2020.11.2 | 2020.6.3 | 2020.2.26 | 2019.7.5 | |
| 最新 PB | 4.05 | 3.93 | 1.91 | 2.72 | 3.81 | 3.28 |
| 预测 PB | 3.50 | 3.44 | 1.82 | | | 2.92 |

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议

根据以上估值，我们认为 2021 年公司对应合理股价区间为 15.65-16.99 元，相对目前股价有 18%-28%的溢价空间。我们维持“增持”评级。

泛财富管理的内涵: 通过部门协同实现可持续高增长

我们在 5 月 10 日发布的深度报告《国联证券: 小而美的特色券商》里提到，财富管理业务是公司的特色业务，近年来公司财富管理业务迅速发展。而作为注册在无锡的唯一一家综合性法人证券公司。区位优势也很明显。苏南是高净值人群集中的区域，公司财富管理发展空间巨大。

公司以泛财富管理为主线，整合所有资源，集中发力泛财富管理业务。2020 年 2 月，公司作为首批获得基金投顾业务资格的唯一一家中小型券商，以获得基金投顾业务试点资格为契机，创新经营模式，持续丰富产品线，加快财富管理转型。公司引进了行业领先的专业交易系统，建立并不断完善私募产业链；搭

建了“国联财商”、“国联尊享”两大服务品牌，持续培养具备资产配置能力和综合金融服务能力的投顾团队，不断完善私人银行服务体系。此外，公司继续优化现有营业网点，加快重点区域业务布局。

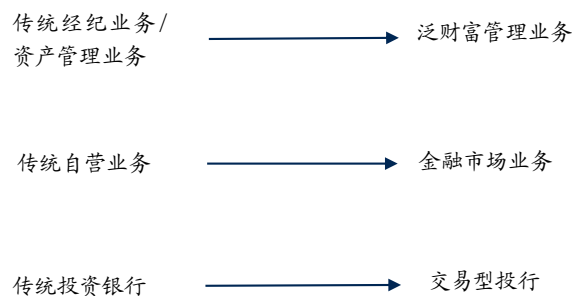
当前，公司各业务条线围绕泛财富管理业务进行积极转型布局。公司的业务主要分为三大板块：

一是泛财富管理业务，公司将资产管理部作为公司产品平台，并建立产品评价体系、配置体系与销售服务体系，以对接客户定制化需求。同时探索并创新获客模式，布局新媒体运营和供应链金融。公司投行、资管、固收、股行、研究和机构业务部等部门发挥定制化产品功能，在资产端提供优质产品，通过财富管理平台，将产品提供给广大客户。

二是金融市场业务，公司将高风险的传统自营业务向低风险的金融市场业务转型，为客户在风险管理和流动性支持等方面提供专业解决方案；在满足客户需求的同时，通过提升杠杆增加收入，将公司的资产负债表与客户需求相结合，公司获得稳定收益并通过杠杆扩大收入规模，公司将金融市场业务作为卖方业务，结合资本的延伸、买方业务，结合客户需求的升级，实现多种资源的有效对接，旨在建立多市场的交易和投资套利模式，以灵活多样的交易和投资手段，进行合理的资金风险收益配置。

三是直投+保荐业务，公司将投资银行作为开拓客户市场、寻找和创造商机的最重要前沿业务，充分发挥交易型投行的作用，使之成为连接实体企业和投资者的金融桥梁。着重提升其撮合交易的能力，在业务中发现交易机会，从单纯赚取手续费的融资型投行，向获取资本综合收益的交易型投行转型；同时协调好通道业务和非通道业务的关系，抓住国有企业重组以及新经济结构转型发展带来的境内外业务机会，大力发展并购和其他创新业务，将投行从被动寻找客户，向主动创造客户转变。同时将直投业务与保荐业务结合，利用公司自身资源与客户的资源，实现客户财富增值，促进自身业务发展，并为财富管理提供客户和资源。

图 1：公司各条线围绕财富管理业务转型



资料来源：国信证券经济研究所整理

泛财富管理战略基础扎实

公司具有良好的体制机制。一方面，公司具有国资背景。公司为无锡市市属国企，大股东为无锡市国联发展（集团）有限公司，实际控制人则是无锡市国资

委。另一方面，公司具有充分的市场化激励机制，子公司层面股权多元化，且引入了员工持股。

公司具备完善的人才队伍。公司通过市场化引进人才完成了组织架构的调整，股东与员工的经营理念一致。公司的高级管理团队在证券行业具备丰富的管理经验，具有较强的管理能力和前瞻性的战略思考能力。基于在龙头券商的从业经历，高管团队能够深刻理解行业和市场的发展趋势，做出准确的商业判断，有助于公司打造业内领先的发展理念和管理流程。

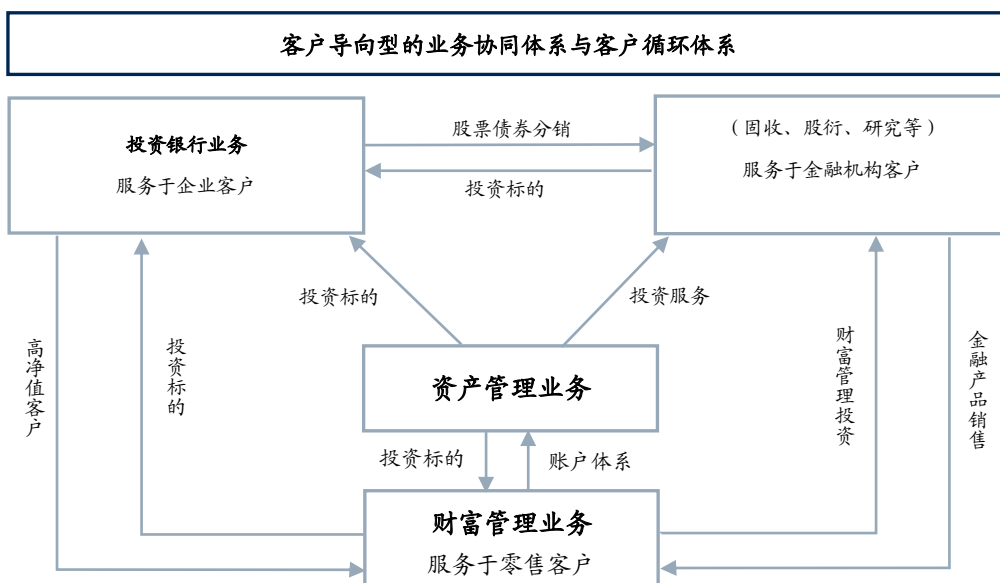
公司具备全方位的业务布局。当前，公司资管、投行、直投、固收、股衍、研究、销售等业务部门旨在提供优质的产品，财富管理部通过产品评价体系、配置体系、销售体系，将产品提供给客户；各业务全面协同并与财富管理进行全面衔接。公司立足苏南，以长三角、京津冀、珠三角为重点区域，以金融客户、企业客户、高净值客户为重点业务对象，以财富管理、金融市场、投行直投为主要业务载体。

商业模式：客户财富增值、公司分享收益

公司执行泛财富管理的商业模式，是帮助客户实现财富增值，并使公司分享客户财富增长和市场规模壮大带来的收益，实现公司业绩可持续高增长。公司聚焦泛财富管理核心客户，携优质产品，服务中小银行、私募（To B）与高净值客户（To C）。

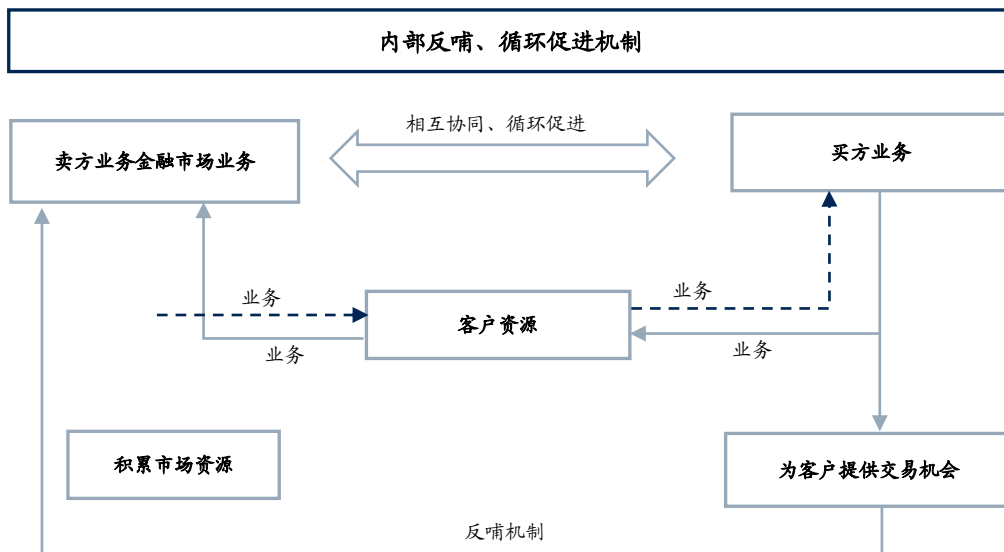
公司建立了客户导向型的业务协同体系与客户循环体系。公司不断优化传统的券商商业模式，使卖方业务和买方业务有机互补，双轮驱动公司业务发展，完成泛财富管理转型。卖方业务主要负责开拓市场，从而为公司积累足够的资源，而买方充分利用卖方积累的资源，反哺卖方，为泛财管客户提供交易机会，持续扩大市场规模。卖方与买方业务不断循环促进，为泛财富管理服务提供有力支撑。当前，公司各业务线资源均向财富管理进行客户输送，集中公司所有资源帮助客户实现财富保值增值，并通过分享客户财富增值收益，获取增值服务收益。

图 2：国联证券客户导向型的业务协同体系与客户循环体系



资料来源：国信证券经济研究所整理

图 3: 国联证券的内部反哺、循环促进机制

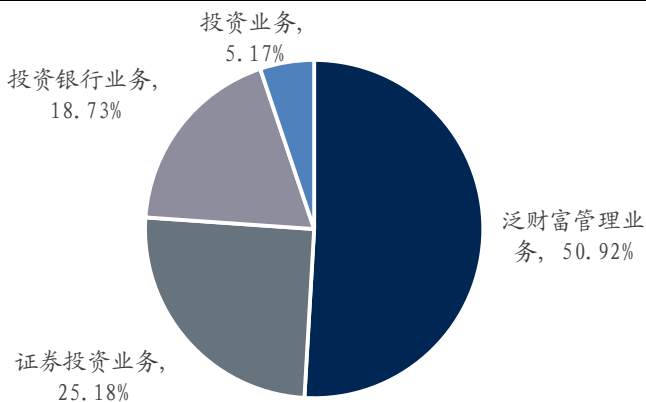


资料来源: 国信证券经济研究所整理

以泛财富管理为核心推动公司业务转型

前文已述，国联证券执行泛财富管理的战略基础扎实。在执行层面，公司以泛财富管理战略为核心，各业务条线发展深度融合，泛财富管理业务已成为公司营收大头。公司目前主要业务包括经纪及财富管理业务、投资银行业务、资产管理及投资业务、信用交易业务及证券投资业务。从公司收入来看，2021 年上半年公司收入贡献最高的为泛财富管理业务，占比为 50.92%；其次为证券投资业务，占比 25.18%；此外，投资银行业务、投资业务占比分别为 18.73% 和 5.17%。

图 4: 2021 年上半年公司收入结构

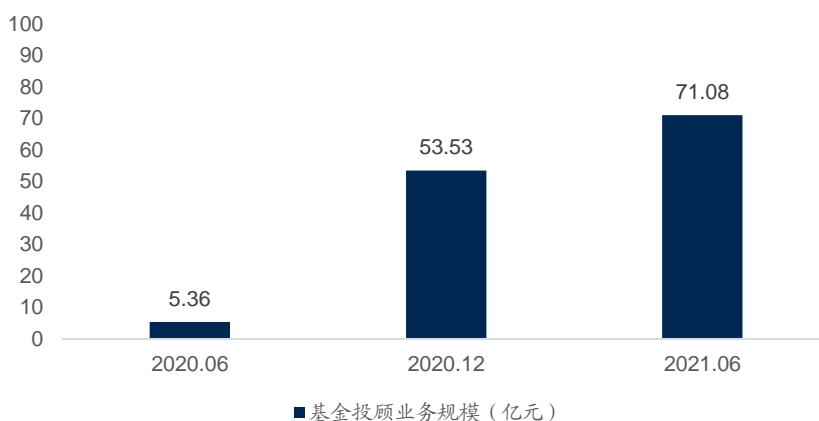


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

泛财富管理-财富管理业务: 中小银行与高净值客户的优质产品提供商

公司搭建起集公募、私募一体的多策略产品池，为客户提供定制化配置服务，打造“国联大方向”品牌，行业影响力与日俱增。公司股行、固收、投行、直投部门作为泛财富管理的定制化产品提供者，在客户获取、合作服务、客户转化等方面进行有机协同，扩大客户基础。截至 2021 年 6 月底，公司基金投顾从业人员为 640 人，基金投顾业务签约总人数 97338 人，授权账户资产规模已达人民币 71.08 亿元，位于行业前列。

图 5：2020H1-2021H1 公司基金投顾业务规模



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

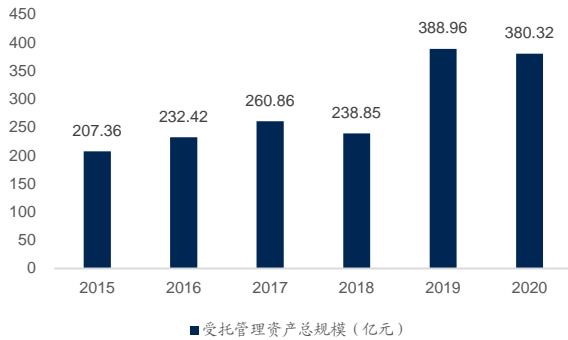
坚持“小 B 大 C”原则，客户定位清晰。此处“小 B”指中小银行及量化私募等中小金融机构。中小银行客户基础雄厚、财富体量大，但财富管理转型缺乏投顾支持。“大 C”则指高净值客户。高净值客户方面，公司立足大无锡、深耕长三角，拓展京津冀与珠三角，打造了“国联财商”和“国联尊享”两大高净值客户服务品牌。

公司大力发展财富管理业务初见成效。根据江苏证监局数据，截至 2020 年 12 月 31 日，各证券公司在江苏省共设有证券营业部 1057 家，公司的证券营业部占比为 5.68%。2018 年、2019 年及 2020 年，公司证券经纪业务净收入分别为 2.95 亿元、3.60 万元和 5.26 亿元，占公司手续费及佣金净收入比例分别为 53.40%、53.38%和 60.11%，占营业收入比例分别为 23.34%、36.34%和 32.50%。截至 2021 年 6 月底，公司客户总数达到 134.12 万户，较上年同期增长 9.61%。截至 2021 年 6 月底，公司金融产品销售额为 211.03 亿元，同比增加 5.30%。其中自主研发资产管理产品销售额为 109.42 亿元，同比减少 21.78%；第三方基金产品销售额为 64.65 亿元，同比增加 28.55%；第三方信托产品销售额为 20.88 亿元，同比增加 151.57%；其他金融产品销售额为 16.08 亿元，同比增加 737.50%。

泛财富管理-资产管理业务：财富管理的产品中心与产品平台

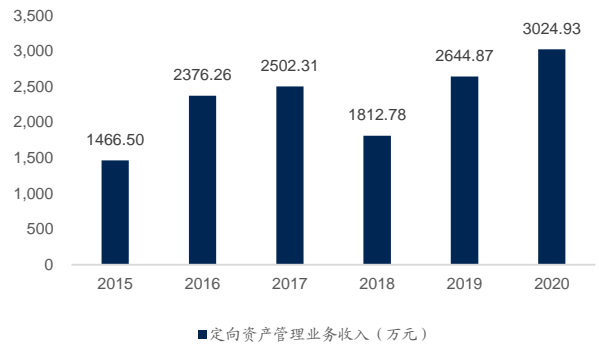
公司资产管理业务迅猛发展，资管产品体系日趋完善。截至 2021 年 6 月底，公司资产管理业务受托资金达到 769.56 亿元，同比增长 166%；资产证券化业务规模人民币 156.76 亿元，同比增长 1376%。其中集合资产管理计划 53 个，资产规模为 95.76 亿元；单一资产管理计划 102 个，资产规模为 517.04 亿元；专项资产管理计划 17 个，资产规模为 156.76 亿元。

图 6: 2015-2020 年公司受托管理资产规模



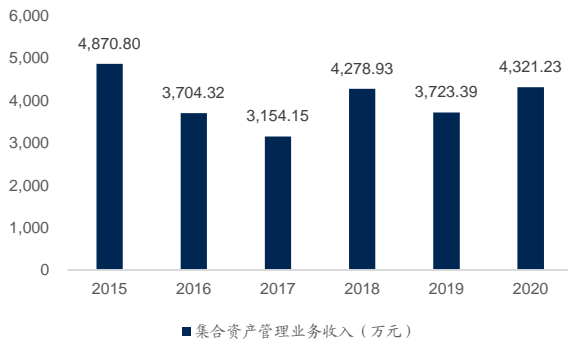
资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

图 7: 2015-2020 年公司定向资产管理业务收入



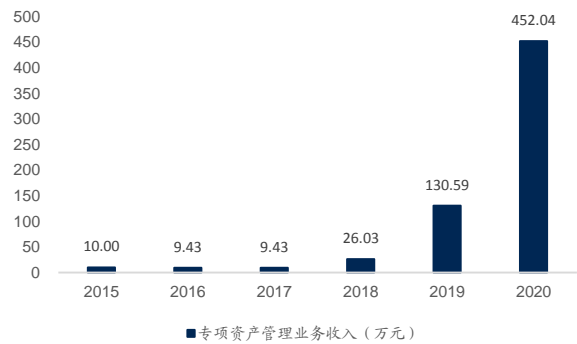
资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

图 8: 2015-2020 年公司集合资产管理业务收入



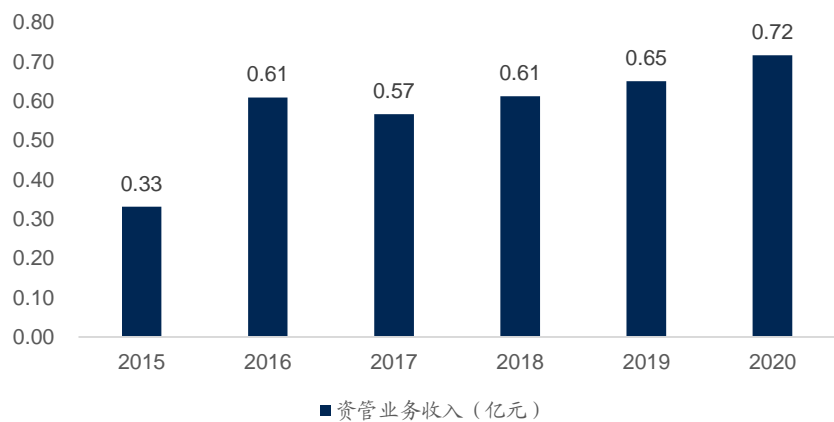
资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

图 9: 2015-2020 年公司专项资产管理业务收入

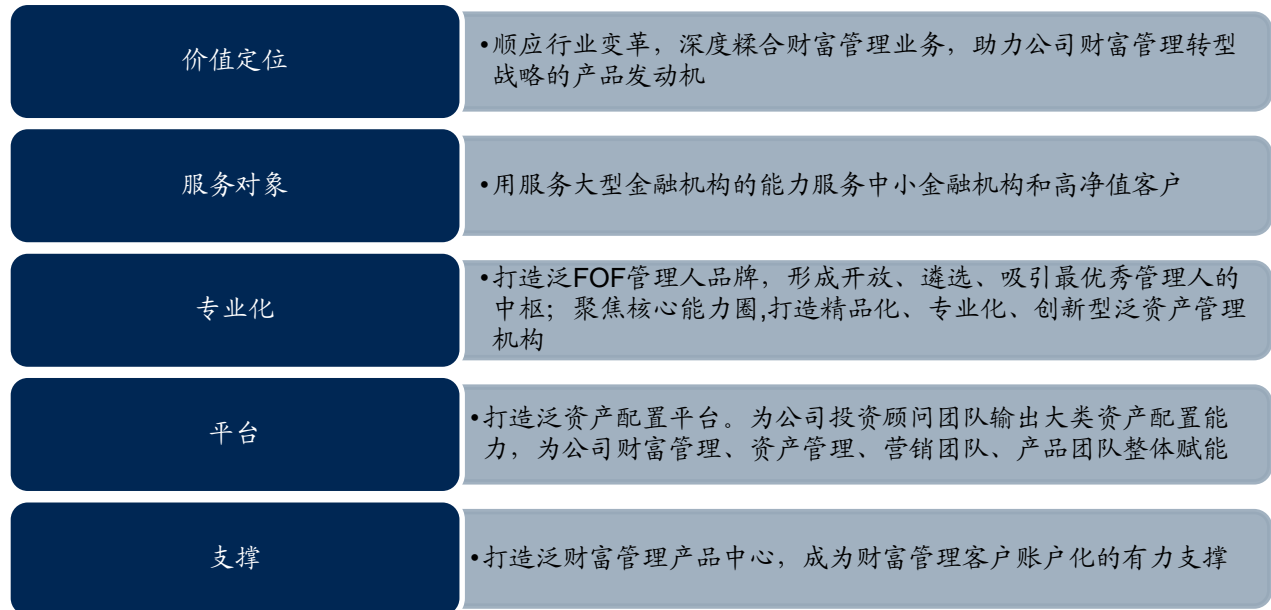


资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

图 10: 2015-2020 年公司资管业务收入



资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

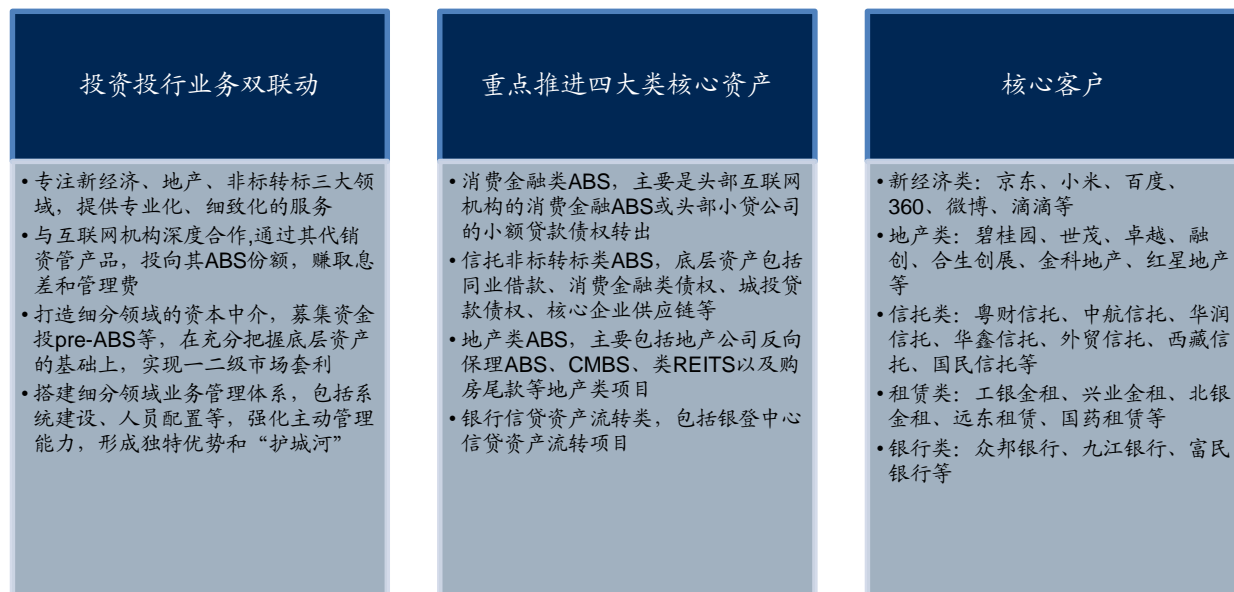
图 11: 资产管理业务成为泛财富管理战略产品端的有力支撑


资料来源：国信证券经济研究所整理

公司基于资产配置的投研能力、配套系统不断壮大。公司资管业务投研团队深耕配置领域多年，资产配置投资框架科学完备。产品策略丰富全面，涵盖债券、股票、基金、衍生品、ABS等多类资产类别与细分投资策略。同时，包括交易系统、估值系统、档案系统、资管数据平台、风控绩效系统等在内的信息系统体系，为业务提供有力的系统服务支持。

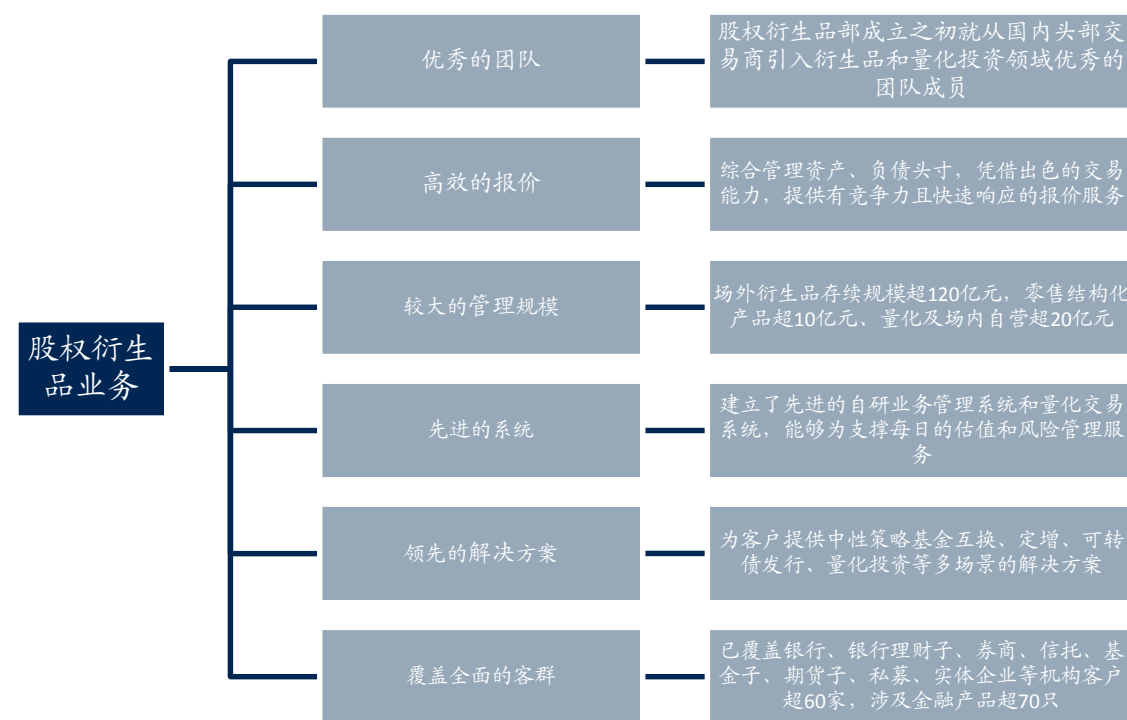
公司资产管理服务还将投资投行业务相互联动，大力发展ABS和REITs业务。公司提供精细化资产证券化服务，打造消费金融领域专业化服务能力和品牌效应。同时发掘优质地产客户及信托公司等非银行金融机构融资需求，进行业务的全方面覆盖。目前公司相关业务几乎已对新经济行业全面覆盖，团队成员从业经验丰富，产品资产类型丰富，团队配置完备。2021年资产支持证券发行规模排名跻身行业前十，项目储备丰富。

图 12: 公司 ABS 业务运营模式优势显著



资料来源: 国信证券经济研究所整理

图 13: 公司 ABS 业务运营模式优势显著



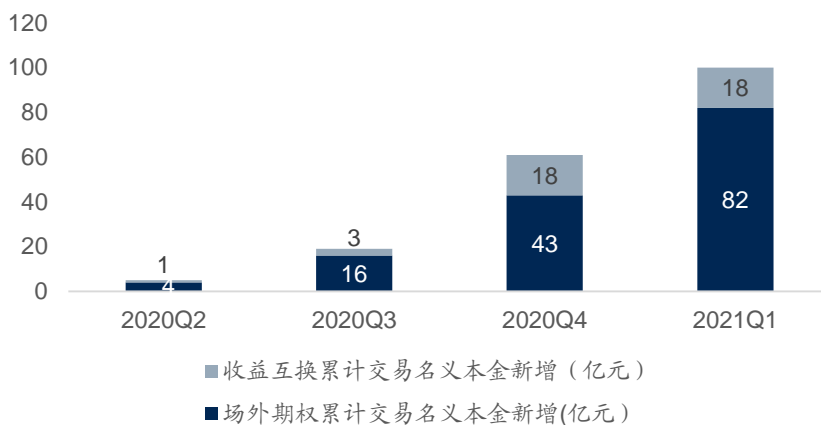
资料来源: 国信证券经济研究所整理

金融市场业务: 服务金融机构, 建立低风险、高稳定性的业务模式

公司金融市场业务盈利模式多元化。公司固收业务旨在充当产品的设计者、市场的组织者、流动性的提供者、交易的参与者。公司运用多种固定收益产品及衍生品实现低风险套利、交易对手服务、代客交易及做市业务相辅相成的盈利

模式，并提供包括交易纠差、资产处置、报价支持、时点性需求支持、账户调配等交易做市业务以及资产做市业务，旨在为客户提供一揽子解决方案。此外，公司股票衍生品业务依托金融工程和量化研究方法，通过场外交易、做市业务和量化投资业务，为客户提供交易和结构化服务、创造了区别于传统自营投资的稳健资产回报。

图 14: 2020Q2-2021Q1 公司股票衍生品规模



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

直投保荐业务: 泛财富管理战略下的定制化交易型投行

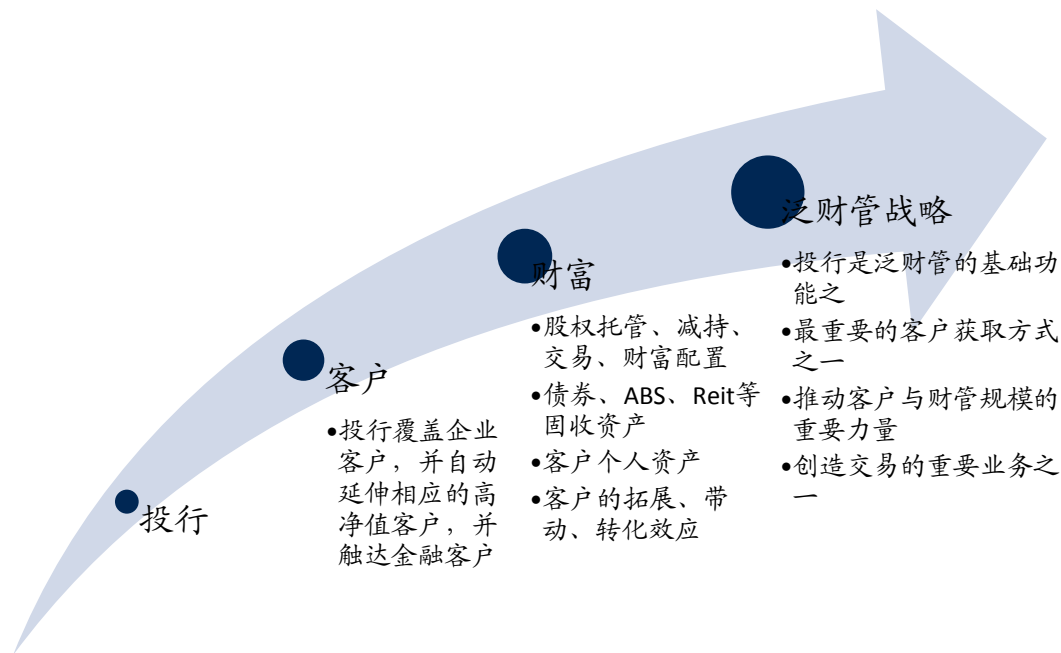
公司深耕长三角本地资源，着力于区域化投资特色。无锡是长三角区域一体化的重要战略支点，公司位于无锡，客户资源丰富。公司不断加强区域经济联动、金融机构协同等多层次合作，加强与地方政府引导基金及产业基金的深入合作，充分挖掘无锡地区及长三角经济圈优质企业的股权投资服务需求，构建“投贷结合、股债联动”的多维度服务模式。直投业务则通过国联证券的财富网络，全面服务长三角以及珠三角的高净值客户以及上市公司客户，提供长期股权产品配置，做到真正的定制化私募服务。

图 15: 公司从传统投行向交易型投行转型



资料来源: 国信证券经济研究所整理

图 16: 投行业务是其他业务的重要支撑



资料来源: 国信证券经济研究所整理

跨境投资与并购业务联动。直投业务依托国联香港建立跨境业务平台协同开展业务, 完善公司内外联动机制, “走出去”与“引进来”并举, 充分发挥投行与直接投资的业务协同。直投业务紧密结合国联证券的投资银行业务, 发掘新兴产业中的优质成熟企业以及高成长公司, 特别是从境外引进国内亟需的卡脖子技术, 锁定优质投资标的, 共同设计交易结构、推动并购及境内落地。同时, 公司发挥券商的资本运作能力, 有效为被投企业进行投后赋能, 协助被投企业

完善公司治理、整合产业链资源，进行全面客户管理。

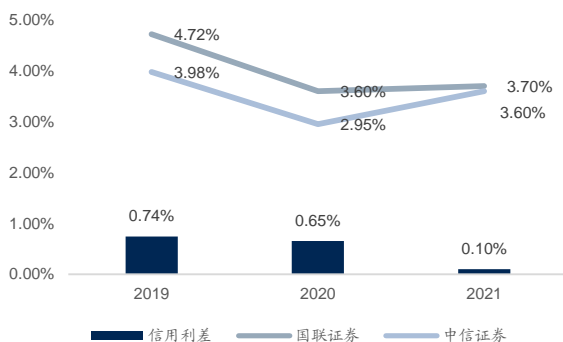
公司的投行业务目前是公司开拓客户市场、寻找和创造商机的最重要前沿业务，充分发挥交易型投行的作用，并为其其他业务提供支持。投资银行业务是公司主营业务之一，公司通过全资子公司华英证券从事投资银行业务，业务范围涵盖股票保荐及发行承销、债券发行承销、并购重组财务顾问、新三板业务等。公司投资银行业务逐步从以项目型、通道型、简单收取佣金模式为主的传统型投行，向以客户型、通道非通道并重、获取综合收益的交易模式为主的交易型投行转型。

股权融资业务方面，华英证券紧抓改革红利和市场机遇，打造精品特色投资银行。华英证券 2021 年上半年完成再融资项目 2 单，IPO 业务过会项目 1 单、申报在审项目 4 单，再融资业务已获得批文待发行项目 4 单、申报已过会项目 1 单。债权融资业务方面，华英证券 2021 年上半年累计完成债券主承销（含联合主承销）项目 35 单，分销项目 34 单，合计承销规模为 210.63 亿元，项目数量和承销规模同比分别增长 176%和 28%，截至 2021 年 6 月底，华英证券已取得批文待发行债券项目 48 单，合计待发行规模达 957.30 亿元，申报在审债券项目 17 单。财务顾问业务方面，2021 年上半年，华英证券完成财务顾问（不含新三板）项目 19 单，其中 1 单为上市公司并购重组业务，实现财务顾问收入 2862.58 万元，较去年同期增长 110.28%。新三板业务方面，2021 年上半年，华英证券完成新三板定向发行业务 4 单，其他财务顾问业务 2 单，持续督导企业数量 99 家，已申报精选层项目 1 单。

资产负债管理为战略助力

公司融资成本控制有效，杠杆水平提升。公司的融资成本近三年为 3.60%和 3.70%，而同期中信证券融资成本为 2.95%和 3.60%，公司的融资成本与头部券商的差距从 2019 年-0.74%缩小至 2021 年-0.1%，融资资金成本接近头部同行，融资成本下降使公司能够获得更好的息差。与此同时，公司的杠杆水平也从 2017 年 2.62 倍发展至 2020 年的 4.26 倍，超越了行业平均 3.54 倍的水平。

图 17: 2019-2021 年公司的融资金成本



资料来源:公司财报、国信证券经济研究所整理

图 18: 2017-2020 年公司和行业杠杆倍数



资料来源:公司财报、国信证券经济研究所整理

盈利预测与敏感性分析

盈利预测: 预计 2021 年公司净利润增长 24.8%

中性假设下，我们对公司 2021-2023 年盈利做出如下预测：（1）经纪业务假设：假设 2021-2023 年市场股票、基金交易金额分别为 5,098,482 亿元、6,118,178 亿元、7,341,814 亿元，公司经纪业务市占率稳定在 0.5% 左右，佣金率下滑幅度较小，假设 2021-2023 年佣金率分别为 0.024%、0.023%、0.022%；（2）投行业务假设：假设 2021-2023 年股票融资额分别为 19,179 亿元、21,096 亿元、23,206 亿元；（3）资管业务假设：假设 2021-2023 年公司定向资管规模分别为 643.41 亿元、1093.80 亿元、1640.70 亿元，集合资管规模分别为 144.28 亿元、245.28 亿元、367.91 亿元，专项资管规模分别为 157.10 亿元、235.65 亿元、353.48 亿元。

预计 2021-2023 年公司营业收入为 22.91 亿元、28.62 亿元、35.34 亿元，同比增速分别为 22.1%、24.9%、23.6%；归母净利润分别为 7.33 亿元、9.16 亿元、14.18 亿元，同比增速分别为 24.8%、24.9%、25.3、54.8%。

盈利预测的敏感性分析

公司的泛财富管理业务在业务收入结构中占比最高。一方面，当市场景气度变化，公司股基交易额市占率随之波动，经纪业务的市场份额也会发生变化；另一方面，2021 年“资管新规”即将完成过渡期，随着降杠杆、去通道、打破刚性兑付的业务整改进入尾声，券商资管规模压降速率逐渐平缓，证券行业资产管理的专业化竞争加剧，公司资产管理规模的扩张速度可能发生波动。我们对公司股基交易额市占率的变化和资产管理规模增速进行悲观和乐观的不同假设，可以测算得出 EPS 在 0.30 元-0.32 元这一区间。

表 2：2021 公司 EPS 的敏感性分析

| EPS | | 股基交易市场份额占比变化 | | | | |
|--------|------|--------------|-------|-------|-------|-------|
| | | 0.46% | 0.47% | 0.48% | 0.50% | 0.52% |
| 资管规模增速 | 120% | 0.30 | 0.30 | 0.30 | 0.31 | 0.31 |
| | 140% | 0.30 | 0.31 | 0.31 | 0.31 | 0.31 |
| | 148% | 0.31 | 0.31 | 0.31 | 0.31 | 0.32 |
| | 165% | 0.31 | 0.31 | 0.31 | 0.31 | 0.32 |
| | 180% | 0.31 | 0.31 | 0.31 | 0.31 | 0.32 |

资料来源：国信证券经济研究所分析（单位：元）

总结：泛财富管理战略清晰，特色鲜明

无锡、苏南和长三角区域是国内经济总量最大、最具活力、上市公司和高净值人群最多的区域之一。国联证券立足苏南，本身就具备发展财富管理业务的区域优势。公司当前执行泛财富管理战略，紧紧抓住了时代和地域赋予的业务机遇。作为一家中小型券商，公司体现出船小好调头的特色，以泛财富管理战略为核心，通过良好的部门协同，各业务条线发展深度融合，帮助客户实现财富增值，并使公司分享客户财富增长和市场规模壮大带来的收益，真正实践了以客户为中心的业务模式。

当前证券行业的投资主线聚焦财富管理，公司具有区位优势，且是第一批拿到基金投顾业务资格的中小型券商，财富管理特色鲜明，业务协同良好。中性假设下，我们预测 2021-2023 年公司净利润分别为 7.3 亿元、9.2 亿元、14.2 亿元，增速分别为 24.8%/24.9%/54.8%，未来三年 EPS 分别为 0.31 元、0.39 元、0.60 元。我们对公司维持其“增持”评级，建议对公司进行积极布局。

风险提示

估值和盈利预测的风险

我们采取相对估值方法计算得出公司的合理估值在 15.65-16.99 元之间。在估值方面,我们参考了中金公司、中信建投、中原证券等近三年来新上市券商的估值,最终给予公司 3.5-3.8 倍 PB,可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。在盈利预测方面,我们进行了较多的假设,尤其是对公司业务占比最高的证券经纪业务和两融业务进行假设时,给出了较为乐观的判断,即假设公司未来市场占有率会在未来三年进一步扩大。这可能导致我们最终估值偏乐观的风险。

证券市场行情波动风险

证券市场的变化受国际经济形势、国家宏观经济政策、产业政策、市场成熟度和境外金融市场波动以及投资者结构等诸多因素的影响,存在较强的周期性、波动性特征。证券市场的波动主要表现为价格和成交量的波动,二者之间又互相影响,从而产生较为复杂多变的波动形态。证券市场行情的波动对证券公司的经纪业务、证券自营业务、投资银行业务、资产管理业务、信用交易业务等各项业务都有直接或间接的影响,并且这种影响还可能产生叠加,进一步放大证券公司的经营风险。若未来证券市场处于较长时间的不景气周期,或证券市场出现剧烈波动的极端情形下,本公司的盈利水平可能出现较大波动,存在显著下降的风险。

市场竞争日趋激烈的风险

鉴于行业广阔的发展前景、国内资本市场的进一步健全开放和相关政策的出台,行业的参与者将越来越多,相关费率市场化程度会越来越高,行业竞争将会进一步加剧,公司将面临国内其他证券公司、外资证券公司及其他金融机构的竞争和挑战。如果公司不能紧跟行业发展形势,提高公司的竞争力和核心优势,可能将无法适应激烈的行业竞争,公司业务亦面临着市场竞争环境日趋激烈的风险。

行业监管风险

证券行业是受到严格监管的行业,证券公司各项业务的经营与开展均涉及国家多方面的法律、法规及规范性文件的监管。法律法规及监管政策的变化将对证券业的经营环境和竞争格局产生影响,进而对本公司的各项业务产生较大影响。若本公司未能及时适应法律、法规和监管政策的变化,可能导致本公司业务面临拓展受限、经营成本增加、盈利能力下降的风险。

业务和客户主要集中于江苏的风险

截至 2020 年 12 月 31 日,公司在全国共设有证券营业部 89 家,其中,在江苏省内设有证券营业部 60 家,占公司营业部总数的 67.40%。公司主要通过营业部为证券经纪客户提供各种服务并进行客户关系管理,受公司证券营业部主要分布于江苏省影响,公司融资融券业务亦主要集中于江苏省。若其他券商在江苏省内增加营业网点,加上“一人三户”政策的推行以及互联网金融对传统经纪业务的冲击,江苏地区的竞争会加剧,从而导致公司面临客户流失和经营业绩下降的风险。

投资产品的内含风险及投资决策不当的风险

当前,公司自营业务在收入中占比最高。公司证券自营业务投资品种主要包括股票、基金、债券、衍生产品等。不同的投资品种内含的风险不同,如债券可能面临信用评级下降导致债券价格下跌的风险、股票可能面临因基本面恶化等因素导致股票价格下跌的风险,随着公司交易品种范围的进一步扩大,不同风险收益特征的投资产品内含风险加大,可能导致公司证券自营业务收益大幅下

降甚至出现投资亏损。此外，由于证券市场存在较大不确定性，公司面临因对经济金融市场形势判断失误、证券投资品种选择失误、证券交易操作不当、证券交易时机选择不准、证券投资组合不合理等情况而带来的决策风险。

政策变化影响投行业务的风险

投资银行业务是公司的主营业务之一。证券公司承销保荐业务的开展受发行市场环境的影响较大。宏观经济形势、产业政策的变化以及资本市场的波动都对发行政策的制定执行有较大的影响。当市场环境不好的时候，甚至可能会导致发行的暂停，从而对投资银行业务产生不利影响。未来，发行市场环境变化仍将影响公司保荐和承销业务的开展，进而影响公司总体投资银行业务收入水平。此外，公司在开展保荐业务时，可能存在为客户首次公开发行股票制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，而给投资者造成损失，导致先行赔偿投资者损失、暂停甚至取消保荐资格的风险。也可能存在因对客户的尽职调查不完善、对客户改制上市和融资方案设计不合理等原因，导致客户发行申请不予核准的情况发生，从而遭受财务和声誉双重损失的风险。

附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-----------|------|-------|-------|-------|
| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 资产总计 | 462.2 | 577.7 | 664.4 | 730.9 | 营业收入 | 18.8 | 22.9 | 28.6 | 35.3 |
| 货币资金 | 107.3 | 123.4 | 141.9 | 163.2 | 手续费及佣金净收入 | 8.8 | 11.4 | 14.7 | 18.7 |
| 融出资金 | 84.1 | 105.2 | 131.5 | 164.3 | 经纪业务净收入 | 5.3 | 5.9 | 7.0 | 8.4 |
| 交易性金融资产 | 169.6 | 220.4 | 264.5 | 317.4 | 投行业务净收入 | 2.8 | 3.7 | 4.6 | 5.7 |
| 买入返售金融资产 | 41.3 | 45.4 | 48.1 | 51.0 | 资管业务净收入 | 0.7 | 1.8 | 3.0 | 4.5 |
| 可供出售金融资产 | 1.0 | 0.0 | 0.0 | 1.0 | 利息净收入 | 3.1 | 3.4 | 3.7 | 3.9 |
| 负债合计 | 356.3 | 465.5 | 544.4 | 598.5 | 投资收益 | 6.8 | 8.1 | 10.2 | 12.7 |
| 卖出回购金融资产款 | 87.1 | 108.8 | 125.2 | 143.9 | 其他收入 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 代理买卖证券款 | 93.3 | 139.9 | 209.9 | 314.8 | 营业支出 | 10.9 | 13.1 | 16.3 | 16.3 |
| 应付债券 | 90.0 | 90.0 | 90.0 | 90.0 | 营业外收支 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 所有者权益合计 | 105.9 | 112.3 | 120.0 | 132.3 | 利润总额 | 7.9 | 9.8 | 12.3 | 19.0 |
| 其他综合收益 | -0.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 所得税费用 | 2.0 | 2.5 | 3.1 | 4.8 |
| 少数股东权益 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 少数股东损益 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 归属于母公司所有者权益合计 | 105.9 | 112.3 | 120.0 | 132.3 | 归属于母公司净利润 | 5.9 | 7.3 | 9.2 | 14.2 |
| 每股净资产(元) | 4.5 | 4.7 | 5.0 | 5.6 | | | | | |
| 总股本(亿股) | 23.8 | 23.8 | 23.8 | 23.8 | | | | | |

| 关键财务与估值指标 | | | | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 每股收益 | 0.28 | 0.31 | 0.39 | 0.60 |
| 每股红利 | | | | |
| 每股净资产 | 4.46 | 4.72 | 5.05 | 5.56 |
| ROIC | | | | |
| ROE | 8.4% | 6.5% | 7.6% | 10.7% |
| 收入增长 | 15.9% | 22.1% | 24.9% | 23.5% |
| 净利润增长率 | 12.8% | 24.8% | 24.9% | 54.8% |
| 资产负债率 | 77.1% | 80.6% | 81.9% | 81.9% |
| P/E | 47.4 | 43.0 | 34.4 | 22.3 |
| P/B | 3.0 | 2.8 | 2.6 | 2.4 |
| EV/EBITDA | | | | |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032