

国联证券（601456）

集中发力财富管理，强势团队领航前行

买入（首次）

2022年06月13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
zhujieyu@dwzq.com.cn

证券分析师 葛玉翔

执业证书：S0600522040002
geyx@dwzq.com.cn

研究助理 方一字

执业证书：S0600121060043
fangyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	2,967	3,287	3,942	4,748
同比	58.11	10.79	19.94	20.44
归属母公司净利润（百万元）	889	1,112	1,360	1,656
同比	51.16	25.14	22.32	21.77
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.31	0.39	0.48	0.58
P/E（现价&最新股本摊薄）	38.81	31.02	25.36	20.82

投资要点

- 优区位+强团队共助区域精品券商成长：1）公司规模逐步扩大，资本实力不断增强。**国联证券由全民所有制企业无锡市证券公司改制而来，作为国内第13家A+H股两地上市证券公司，资本实力强健。2021年10月，公司完成50.9亿元定增，为其未来业务发展和战略目标的实现提供了坚实保障。2）**公司立足于无锡，区位优势显著。**无锡地处东部沿海重要地带，制造业基础雄厚，新兴产业集群，在服务区域企业上，公司具备天然优势。同时，无锡居民较高的财富水平也为公司的泛财富业务提供了大批潜在的优质客户。3）**公司核心管理层拥有丰富的金融行业业务及管理经验。**公司多位高管曾任职于头部券商，并担任过重要职务，拥有出众的战略及前瞻判断能力，有望助力公司推进各项业务优化升级，带领公司开启泛财富管理新时代。
- 深化布局财富管理，各项业务协同发展：1）紧握基金投顾抓手，财富管理业务各项齐进。**公司财富管理业务（经纪+资管）迎来快速发展期，2021年实现证券经纪业务净收入6.09亿元，同比+15.75%。金融产品销售额为457.49亿元，同比+5.84%。公司将围绕“小B大C”体系，为财富管理提供有力支撑。公司作为唯一一家首批获得基金投顾业务资格的中小型券商，截至2022年3月28日。拥有基金投顾从业人员480人，在体量相近的10家券商中排名第二。2）**公司不断强化投研体系建设，多方位开展投资业务。**2021年，公司证券投资收益达到8.19亿元，同比+74.26%；公允价值变动净收益达1.8亿元，同比+105.70%。同时，公司不断强化FICC量化投研能力，打造特色固定收益类产品资本中介业务，并持续加强场内场外衍生品业务及量化业务。3）**稳步推进投行和直投业务，朝交易型投行转型。**公司投行业务的稳健发展由IPO业务、定增融资业务、债权融资业务“三轮驱动”，2021年公司定增承销金额、债券承销金额分别为129.75亿元、428.89亿元，市场份额分别为1.36%、0.38%。目前公司直投业务处于起步阶段，发展势头良好，该项业务收入有望在未来获得进一步增加。
- 盈利预测与投资评级：国联证券立足于无锡，依托于区域内优质的客户资源以及强大的管理层实力，未来聚焦主业，加速泛财富管理转型和大投行业务布局，业务将呈现高增长性。**预计公司2022~2024归母净利润分别为11.12亿元、13.60亿元、16.56亿元，同比增速分别为25.14%、22.32%、21.77%，对应PE分别为31.02x、25.36x、20.82x，对应PB分别为2.00x、1.89x、1.77x，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：1）行业竞争加剧风险；2）监管趋严抑制行业创新；3）外资金融机构的竞争风险；4）经营管理风险。**

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.18
一年最低/最高价	9.04/15.86
市净率(倍)	2.08
流通 A 股市值(百万元)	12,045.71
总市值(百万元)	34,491.00

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.87
资产负债率(%，LF)	77.04
总股本(百万股)	2,831.77
流通 A 股(百万股)	988.97

相关研究

内容目录

1. 聚焦泛财富管理的区域精品券商	4
1.1. 公司规模逐步扩大，资本实力不断增强	4
1.2. 地处东部沿海重要地带，区位优势显著	5
1.3. 股东管理层实力雄厚，打造领先的管理思维	6
2. 深化布局财富管理，各项业务协同发展	8
2.1. 把握重要抓手“基金投顾”，“财富管理”各项业务齐头并进	8
2.2. 强化投研体系建设，多方位开展投资业务	11
2.3. 稳步推进投行和直投业务，朝交易型投行转型	12
3. 盈利预测与估值	15
3.1. 盈利预测	15
3.2. 投资评级	18
4. 风险提示	20

图表目录

图 1: 国联证券发展重要时间点	5
图 2: 2008-2020 年中国东部沿海省市高净值人数占全国总数比例及复合年均增长率	6
图 3: 2020 年江苏各城市人均可支配收入	6
图 4: 国联证券股权结构	6
图 5: 2012—2021 公司营业收入	8
图 6: 2012—2021 公司归母净利润收入	8
图 7: 2021 公司收入结构	8
图 8: 2021 业务同比增速	8
图 9: 2014—2021 公司股基交易额及市场份额	9
图 10: 2014—2021 公司客户数量	9
图 11: 11 家券商的证券经纪人人数以及投顾人员数 (截至 2022 年 6 月 10 日)	10
图 12: 2014—2021 公司资管业务手续费净收入	11
图 13: 2015—2021 公司资管业务手续费年化费率	11
图 14: 2012—2021 证券投资收益	11
图 15: 2012—2021 公允价值变动净收益	11
图 16: 证券市场场外衍生品交易	12
图 17: 2013—2021 年证券行业投行业务收入	13
图 18: 2014—2021 公司投行业务收入	14
图 19: 2014—2021 公司 IPO 承销金额及市场份额	14
图 20: 2014—2021 公司定增承销金额及市场份额	14
图 21: 2014—2021 公司债券承销金额及市场份额	14
图 22: 2020H1—2021 国联通宝净利润	15
图 23: 2020H1—2021 国联创新净利润	15
图 24: 国联证券 PB band (截至 2022 年 6 月 10 日)	19
图 25: 国联证券 PE band (截至 2022 年 6 月 10 日)	20
表 1: 公司部分核心董事会成员和高管介绍	7
表 2: 2021H1 与国联同批次获得基金投顾业务资格的券商母公司的业绩情况	10
表 3: 国联证券经纪业务核心假设和盈利预测	16
表 4: 国联证券投行业务核心假设和盈利预测	16
表 5: 国联证券投资收益核心假设和盈利预测	17
表 6: 国联证券利息收入核心假设和盈利预测	17
表 7: 国联证券盈利预测与估值 (2022 年 6 月 12 日)	18
表 8: 可比公司估值 (截至 2022 年 6 月 10 日)	19

1. 聚焦泛财富管理的区域精品券商

国联证券是拥有鲜明特色的差异化区域龙头券商。公司是唯一一家注册在无锡的综合性法人证券公司，拥有丰富的客户资源，区位优势明显。目前，公司业务布局逐步完善，现已形成以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所组成的五大板块业务。公司作为首批获得基金投顾业务资格的券商中唯一的中小型券商，积极围绕大财富管理业务布局转型，从寻求交易佣金为驱动的传统经纪业务模式逐渐向以客户资产保有规模为驱动的财富管理模式转型

1.1. 公司规模逐步扩大，资本实力不断增强

国联证券前身为无锡证券有限责任公司，成立于1999年1月8日。公司于2001年12月更名为“国联证券有限责任公司”，并于2008年5月变更为股份有限公司。2010-2011年，公司相继成立名下子公司国联通宝资本投资有限责任公司和华英证券有限责任公司，并分别承担公司私募股权投资与投资银行业务。

公司在A+H股两地上市，有效提高了公司的市场竞争力和抗风险能力。公司H股于2015年7月在港交所主板上市，A股于2020年7月在上交所上市，是国内证券行业第13家A+H两地上市公司。通过两地上市，公司有效提升了资本实力，为业务规模的扩张和抵御市场风险夯实了基础。

公司定增落地，资本实力不断加强。2021年10月，公司完成50.9亿元定增，募集资金主要用于扩大固收类、权益类、股权衍生品等交易业务以及包括融资融券在内的信用交易业务。本次定增股份募足率（95%）高，募集时间短，在过去一年证券行业非公开发行中表现突出。通过此次定增，公司资本实力进一步增强，抗风险能力与盈利能力同步提升，为公司未来业务发展及战略实现提供了坚实保障。

图 1: 国联证券发展重要时间点



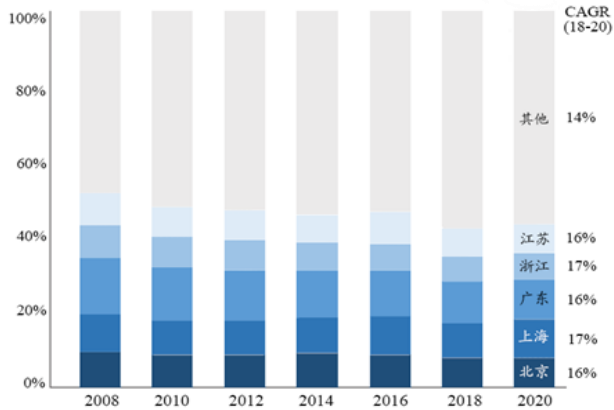
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.2. 地处东部沿海重要地带, 区位优势显著

国联证券是无锡唯一一家综合型法人证券公司, 充分受益于区域的经济优势。无锡是近代民族工业的主要发祥地, 制造业基础雄厚。作为国家创新试点城市、苏南国家自主创新示范区城市之一, 无锡在集成电路、医药健康、物联网等战略新兴产业上建立了产业集群。在构建国内国际“双循环”的新发展格局下, 这些产业都有良好的发展机遇, 公司作为区域券商, 在服务区域企业上具备天然优势。

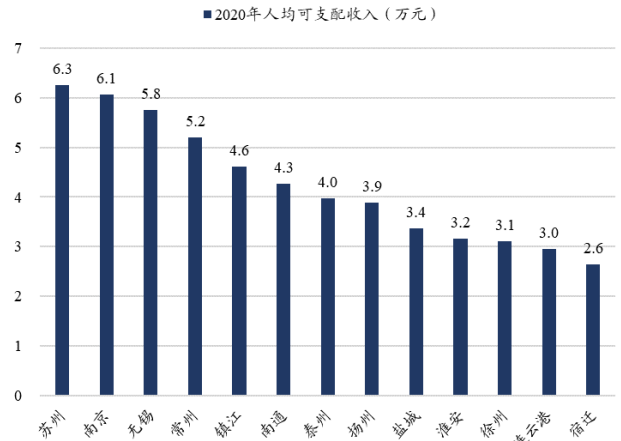
无锡作为高净值人群最多的区域之一, 为公司提供了大批潜在的优质客户。2020年, 广东、上海、北京、江苏、浙江五个东部沿海省市的高净值人数占全国高净值总人数的44%。其中, 江苏高净值人数已超过10万, 而无锡作为江苏的重要经济体, 2021年人均GDP 18.74万元, 夺得全国大中城市第一, 2020年人均可支配收入达5.8万元, 在江苏位列前三, 其居民较高的财富水平为国联证券的泛财富管理业务提供了丰富的客户来源。

图 2：2008-2020 年中国东部沿海省市高净值人数占全国总数比例及复合年均增长率



数据来源：贝恩公司，东吴证券研究所

图 3：2020 年江苏各城市人均可支配收入

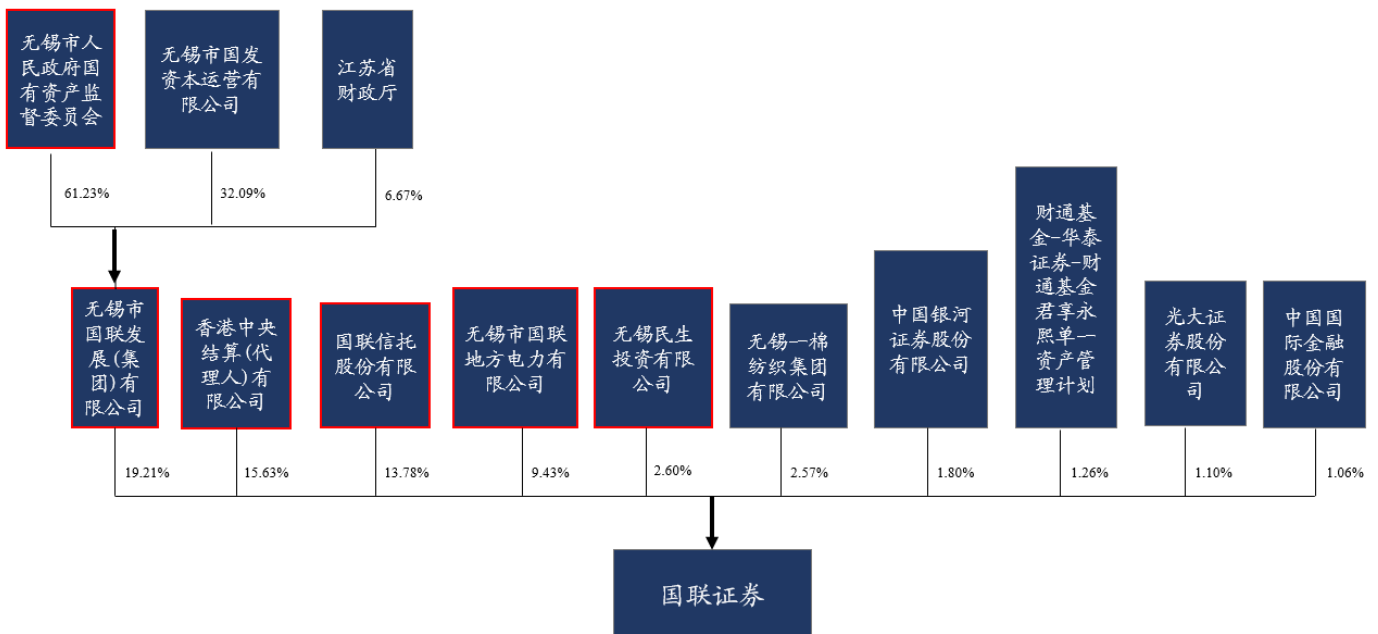


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. 股东管理层实力雄厚，打造领先的管理思维

国联证券为国资控股券商，股东结构稳定。公司前五大股东分别为无锡市国联发展（集团）有限公司、香港中央结算（代理人）有限公司、国联信托股份有限公司、无锡市国联地方电力有限公司与无锡民生投资有限公司，其中无锡市国联发展有限公司为公司控股股东，直接和间接持股 48.60%，无锡市国资委为公司实际控制人。

图 4：国联证券股权结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司核心管理层拥有丰富的金融行业业务及管理经验。从历史从业经历来看，公司多位高管曾任职于头部券商，且在人力管理、风险控制，具体业务等多个方面均有着丰富的金融行业经验，其出众的战略与前瞻判断能力能够助力公司精准把握“基金投顾”这一重要财富管理抓手，并围绕“财富管理”推进各项业务优化升级，进一步加快交易型投行建设，提升投资业务收益的稳定性，带领公司开启泛财富管理新时代。2020年，国联证券（香港）有限公司成立，管理层在境外和跨境业务领域的经历将有助于公司加快国际化发展步伐，开辟新的业务增长领域。

表 1: 公司部分核心董事会成员和高管介绍

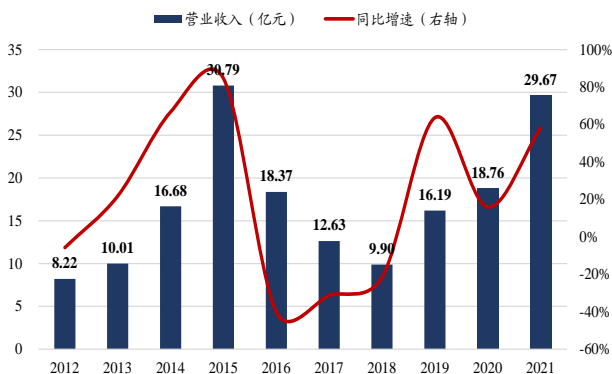
姓名	职位	履历
葛小波	董事长、执行董事、法定代表人、战略委员会主任、总裁	1997年进入中信证券，曾任投资银行部经理，高级经理，A股上市办公室副主任，风险控制部副总经理和执行总经理，交易与衍生产品业务部，计划财务部，风险管理部，海外业务及固定收益业务行政负责人，执行委员会委员，财务负责人，首席风险官；曾兼任中信证券国际，CLSAB.V，华夏基金，中信证券投资，中信产业基金等公司董事，中国证券业协会国际战略委员会主任委员，海外委员会副主任委员。现任中国证券业协会代表，第六届会员监事。2019年10月至今任本公司执行董事，总裁，2022年6月任本公司董事长。目前兼任华英证券，中海基金董事。
华伟荣	董事	曾任公司董事，总裁，国联集团董事，副总裁，中海基金董事长，国联信托有限责任公司董事长，华夏基金管理有限公司董事等。现任国联集团总裁，无锡国联金融投资集团有限公司董事长，总裁，无锡市国发资本运营有限公司董事长，无锡国联实业投资集团有限公司董事，总裁。2008年5月至今任本公司董事。
王捷	董秘、人力资源部总经理	曾任中信证券人力资源部总监，执行总经理，董事总经理，部门行政负责人，中信控股公司总裁办公室总经理助理，中信证券(山东)人力资源部总监，上海恺讯咨询资深合伙人。现任公司人力资源部总经理，2019年6月至今任本公司董事会秘书。
李钦	副总裁	曾任方正证券风险管理部副总经理，行政负责人。2019年4月入职国联证券，2019年7月任无锡国联创新投资有限公司董事。2020年2月至今任本公司副总裁。
尹红卫	副总裁、首席财富官	曾任湖北商业专科学校教师，海南光盛实业有限公司会计，海南证券交易中心经理，总经理助理，副总经理，天同证券深圳营业部副总经理，中信证券深圳营业部总经理，深圳分公司总经理，财富管理部执行总经理。2019年4月入职国联证券任本公司首席财富官，2020年2月至今任本公司副总裁。
汪锦岭	首席信息官	曾任中国建设银行安徽省巢湖分行科员，NEC中国研究院副研究员，中国人民人寿保险股份有限公司部门总经理助理，中国证监会研究员，中信证券股份有限公司信息技术中心B角，执行总经理。2019年6月至今任本公司首席信息官。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 深化布局财富管理，各项业务协同发展

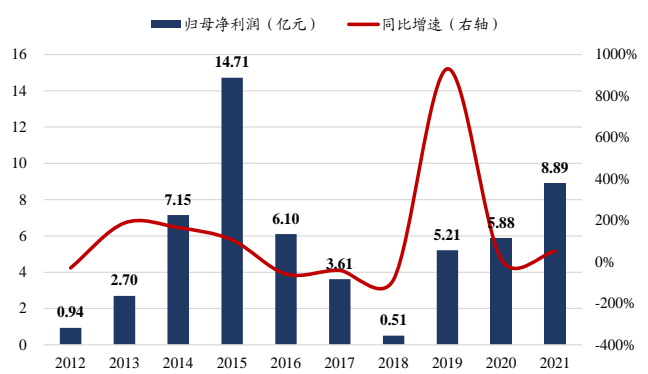
截至 2021 年末，公司实现营业收入 29.67 亿元，同比增长 58.11%，实现归母净利润 8.89 亿元，同比增长 51.16%；2021 年化 ROE 为 6.59%，杠杆率为 3.34。公司牢牢把握资本市场发展契机，紧抓泛财富管理这一核心战略，推动各项业务积极转型，深化业务协同发展。截至 2021 年末，经纪、投行、资管、信用、投资业务收入占比分别为 30.29%、19.89%、9.26%、11.27%、29.29%。其中，资管产品体系建设不断加强，泛财富管理业务增速较快。

图 5：2012—2021 公司营业收入



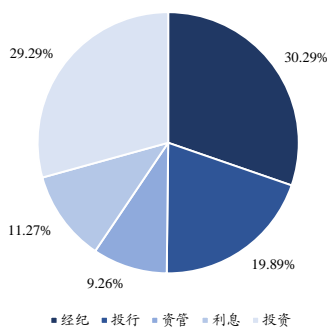
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：2012—2021 公司归母净利润收入



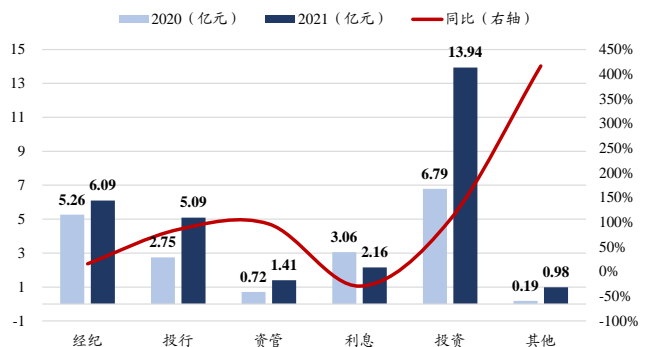
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 7：2021 公司收入结构



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 8：2021 业务同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

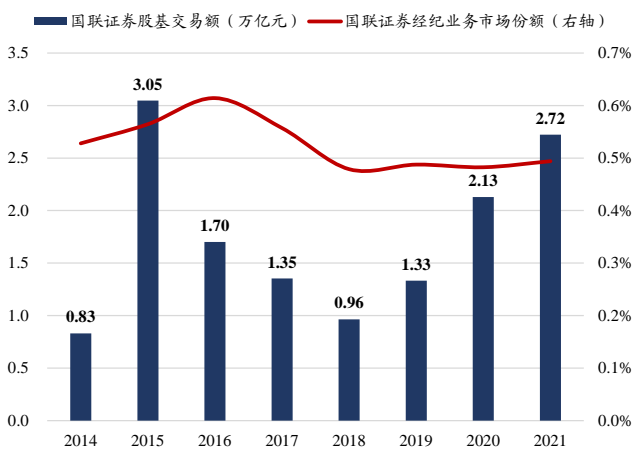
2.1. 把握重要抓手“基金投顾”，“财富管理”各项业务齐头并进

近年来，公司的泛财富管理业务迎来快速发展期。截至 2021 年末，公司经纪业务实现收入 6.09 亿元，同比增长 15.75%，其中公司代理买卖证券业务净收入为人民币 4.94 亿元，同比增长 5.27%。公司股票、基金代理买卖证券交易额为人民币 27230.58 亿元，

同比增长 27.96%，市场占有率为 0.49%。截至 2021 年末，公司客户总数 138.56 万户，同比增长 8.46%。

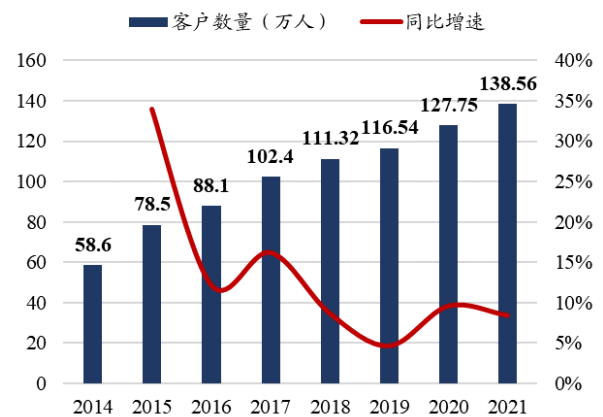
截至 2021 年末，公司金融产品销售额为人民币 457.49 亿元，同比增加 5.84%。其中自主研发资产管理产品销售额为人民币 205.15 亿元，同比减少 26.50%；第三方基金产品销售额为人民币 153.18 亿元，同比增加 27.59%；第三方信托产品销售额为人民币 48.13 亿元，同比增加 207.54%；其他金融产品销售额为人民币 51.03 亿元，同比增加 192.94%。

图 9：2014—2021 公司股基交易额及市场份额



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 10：2014—2021 公司客户数量



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司围绕“小 B 大 C”客户的覆盖和服务体系，为泛财富管理转型提供有力支撑。公司精准定位客户群中“小 B”指中小精品银行及私募机构，而“大 C”指高质量的高净值用户。

公司的基金投顾业务能力出众，推动财富管理转型。公司是 2020 年第一批获得基金投顾业务资格的 7 家券商中唯一的中小型券商，截至 2021 年 H1，公司母公司的业绩情况与其他 6 家头部券商相比存在着不小的差距。尽管如此国联证券仍然与其他 6 家头部券商同一批次获得基金投顾业务资格，说明公司在这方面的业务能力可以与头部券商相媲美。1) 国联证券持续创新基金投顾业务模式，提升资产配置能力，加速财富管理转型。2) 引进行业领先的 IT 专业交易系统，建立并不断完善私募产业链；3) 公司充分利用苏南地区高净值客户群体数量的天然优势，搭建“国联财商”、“国联尊享”两大服务品牌 4) 公司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，通过培训、考核和激励，提升现有人员能力，同时持续引进具备市场开拓能力和管理能力的团队。公司的投顾团队建设在稳步推进，截至 2022 年 6 月 10 日，公司拥有证券经纪人 206 人，投顾人员 477 人。与按照净资产规模排名在其前面的 10 家券商相比，公司的证券经纪

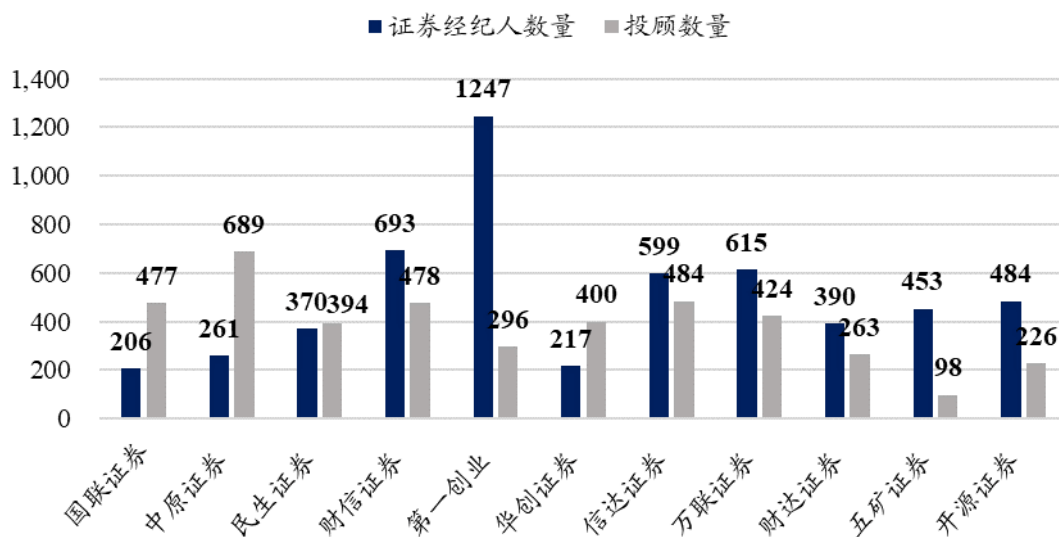
人人数量最少，投顾人员数量较多，排名第四。

表 2: 2021H1 与国联同批次获得基金投顾业务资格的券商母公司的业绩情况

公司	总资产 (排名)	总资产 (亿元)	净资产 (排名)	净资产 (亿元)	营业收入 (排名)	营业收入 (亿元)	净利润 (合并口径) (排名)	净利润 (合并口径) (亿元)
国联证券	37	580	54	104	62	8	61	3
华泰证券	2	5,786	4	1,127	3	101	3	47
国泰君安	3	5,284	3	1,248	2	131	2	57
申万宏源	7	4,135	9	855	9	79	9	38
银河证券	8	4,080	6	900	10	77	10	37
中信建投	9	3,707	10	711	7	86	8	39
中金公司	10	3,401	11	646	11	71	15	16

数据来源：中国证券业协会，东吴证券研究所

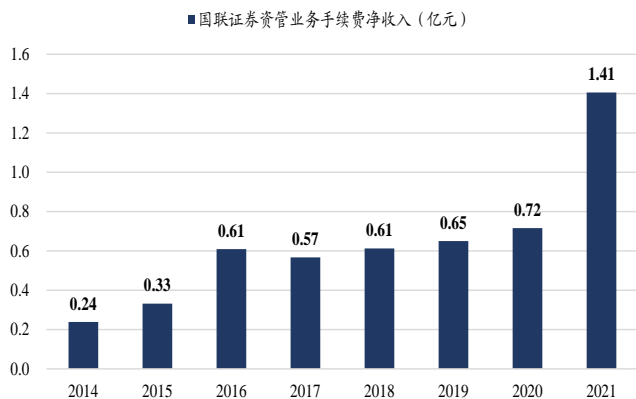
图 11: 11 家券商的证券经纪人人数以及投顾人员数 (截至 2022 年 6 月 10 日)



数据来源：中国证券业协会，东吴证券研究所

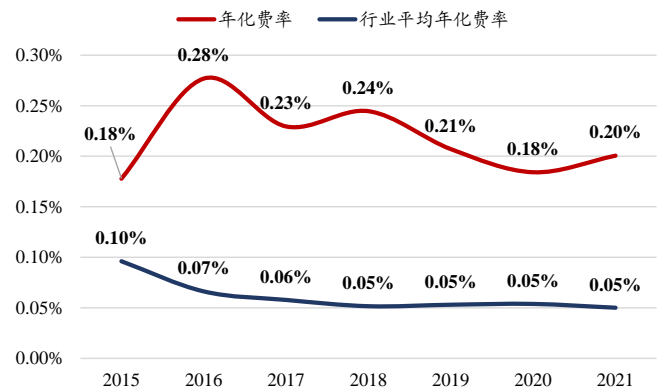
公司的资产管理业务迅速发展，公司资管业务手续费年化费率长期高于行业平均年化费率。截至 2021 年末，公司的资产管理规模为 1012.94 亿元，同比增速 160.75%，市占率为 0.15%，其中集合资管规模为 129.57 亿元，定向资管规模为 521.80 亿元，专项资管规模为 361.58 亿元。公司的资产管理业务手续费净收入为 1.41 亿元，年化费率为 0.20%，高于行业平均年化费率 0.05%。

图 12: 2014—2021 公司资管业务手续费净收入



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 13: 2015—2021 公司资管业务手续费年化费率

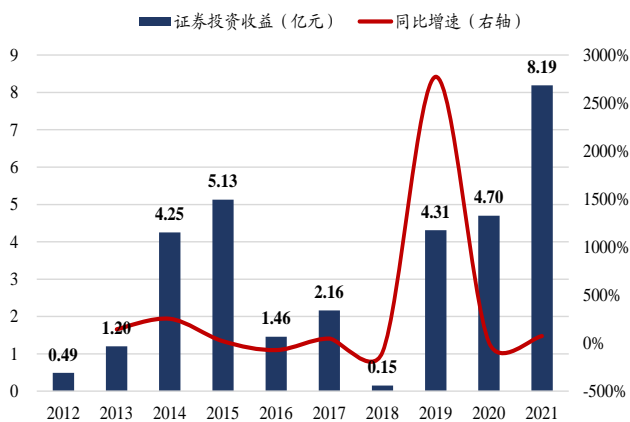


数据来源: 中国证券业协会, 东吴证券研究所

2.2. 强化投研体系建设, 多方位开展投资业务

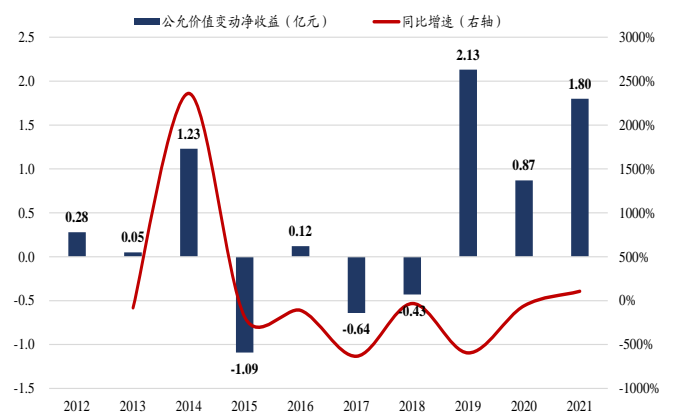
以基本面研究为抓手, 持续开展权益投资业务。公司始终坚持以价值投资理念, 以绝对收益为导向, 采取基本面研究的方法, 聚焦具有低估值、良好成长性的行业和公司, 在开展股票业务的同时兼顾风险和收益。2021 年, 在市场总体呈现震荡和分化的特征下, 公司权益类投资业务通过提前布局, 及时调整持仓品种, 有效降低了市场调整的不利冲击, 取得了较好的收益。总体而言, 公司证券投资业务近年来提升明显, 2019 年收益超过 4 亿元, 涨幅达 2773.33%。截至 2021 年, 公司证券投资收益达 8.19 亿元, 同比增长 74.22%。此外, 公司公允价值变动净收益自经历了 2020 年的较大降幅后, 也在 2021 年迎来修复, 2021 收益为 1.80 亿元, 同比上升 106.9%。

图 14: 2012—2021 证券投资收益



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 15: 2012—2021 公允价值变动净收益

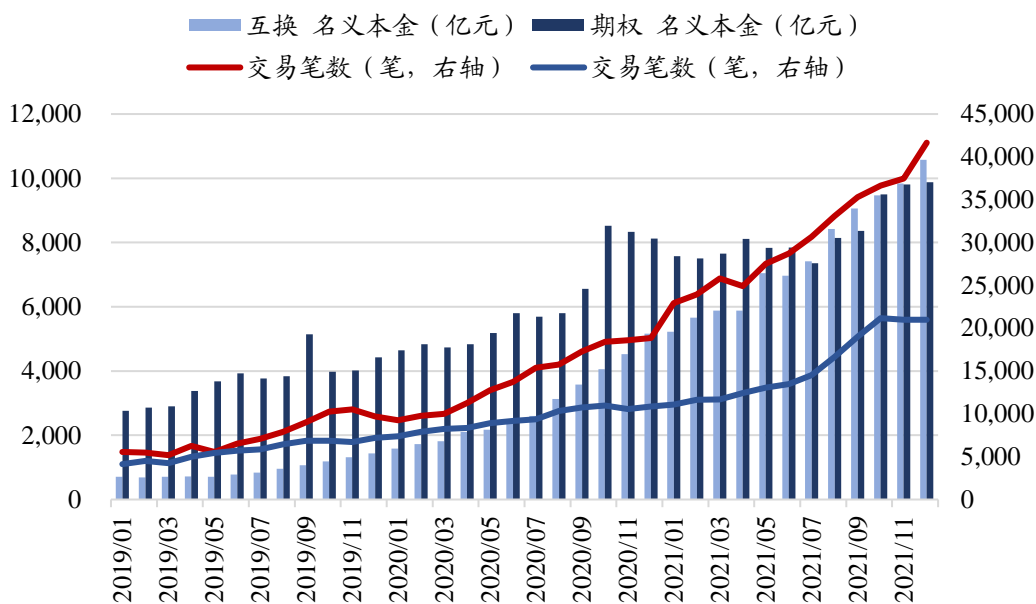


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

强化 FICC 量化投研能力，打造特色固定收益类产品资本中介业务。随着公司固定收益类业务投资规模的不断扩张，并在严控风险的前提下开展投资交易，公司实现了稳健的收益。2021 年上半年，公司新增票据交易、投资顾问等业务。公司在深化业务发展方面，持续加强 FICC 量化投研能力，并搭建自上而下的研究投资交易体系，在投研能力增强的基础上，扩宽 FICC 的业务范围。同时，公司将针对客户需求定制特色产品，打造具有国联特色的固定收益类产品资本中介业务。

以满足客户需求为中心，继续加强场内、场外衍生品业务及量化业务。当下我国证券行业衍生品业务迎来发展契机，交易规模正不断扩大，截至 2021 年 12 月，互换业务名义本金已超万亿规模。而期权业务名义本金也已经达到 9877.62 亿元。在股权衍生品业务方面，公司面向机构客户提供覆盖境内标的的场外期权报价交易、收益互换等在内的场外衍生品服务，为企业客户提供股权解决方案，为机构客户、零售客户提供浮动收益型凭证、结构性产品等产品。2021 年上半年，公司不断贴近市场需求，加大产品开发力度，持续发展场内场外衍生品业务，不断完善产品供给和风险管理。

图 16: 证券市场场外衍生品交易



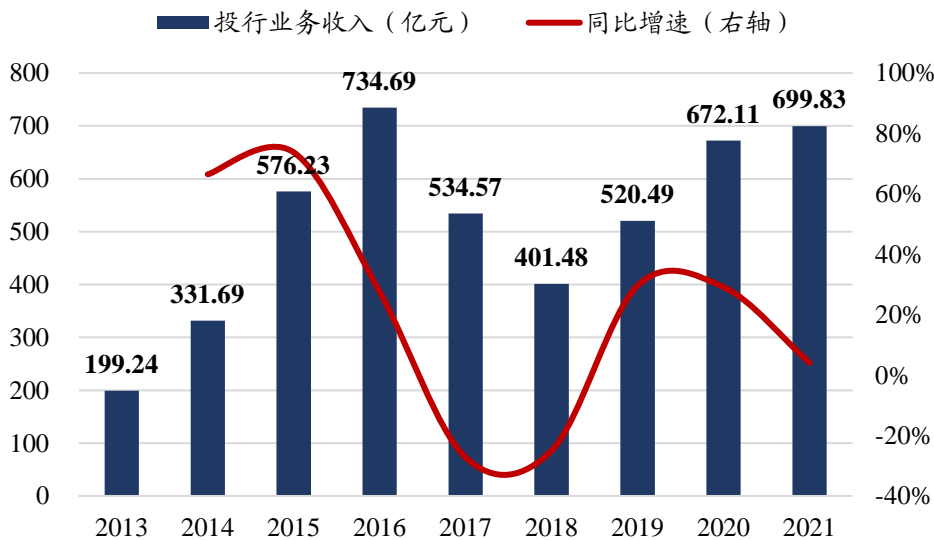
数据来源：东吴证券研究所

2.3. 稳步推进投行和直投业务，朝交易型投行转型

投行行业政策环境良好，行业空间大。2020 年，股权市场改革亮点频出。创业板注册制落地，新三板精选层推出及转板制度建立，更严格的退市制度实施，各个板块均迎来关键制度性改革。近年来我国信用类债券市场快速发展，市场参与主体和产品不断丰富，制度体系不断完善，银行间、发改委和交易所债券市场基础规则正在逐步实现大

统一。债券市场在服务国家战略、引导金融脱虚向实方面发挥了重要作用，包括一带一路债、扶贫专项债、绿色债、碳中和债、乡村振兴债等均在不同领域发挥了积极作用。截至 2021 年，证券行业投行业务收入为 699.83 亿元，同比增速 4.12%。在这样的背景下，公司的投行业务也迅速发展起来。

图 17: 2013—2021 年证券行业投行业务收入

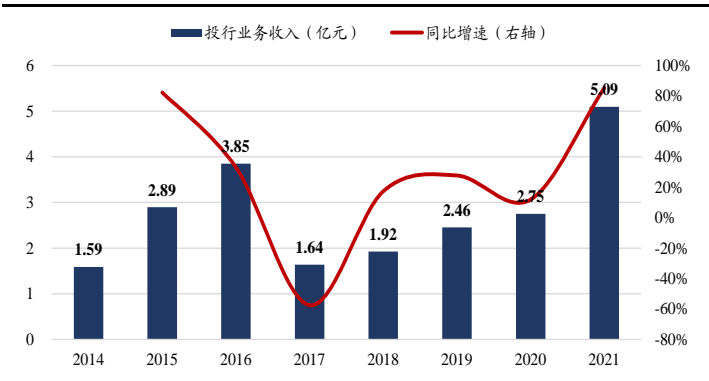


数据来源：中国证券业协会，东吴证券研究所

IPO 业务、定增融资业务、债券融资业务“三轮驱动”，实现投行业务稳健发展。公司通过全资子公司华英证券从事投资银行业务，具体主要包括股权融资业务、债券融资业务、财务顾问业务和新三板业务。截至 2021 年末，公司的投行业务收入为 5.09 亿元，同比增长 85.22%。公司在 2021 年完成了富吉瑞科创板 IPO 和吉冈精密北交所 IPO，公司原先的 IPO 业务相对较弱，近两年在审和辅导项目数量增加。公司 2021 年的投行业务中定增业务是亮点，完成了业内最大单京东方项目。截至 2021 年末，公司的定增承销金额 129.75 亿元，市场份额为 1.36%。

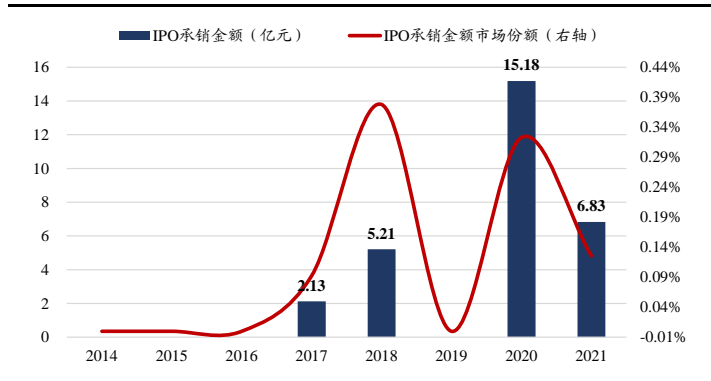
自 2021 年 1 月 1 日到 2022 年 3 月 28 日，在上交所披露的科创板 IPO 申报公司信息中，除去处于中止和终止状态的申报公司，保荐公司一共有 300 家，保荐机构一共有 43 家，国联证券的保荐公司有 2 家，为隆达股份和富吉瑞。按照保荐公司数排名，国联证券为 24 名。在这段时间里，在北交所申报公司信息中，除去处于中止和终止状态的申报公司，保荐公司一共有 57 家，保荐机构一共有 29 家，国联证券的保荐公司有 1 家，为吉冈精密。按照保荐公司数排名，国联证券为 12 名。

图 18: 2014—2021 公司投行业务收入



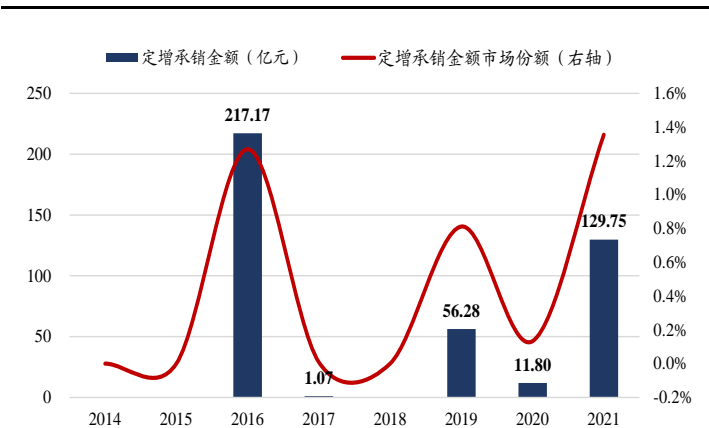
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 19: 2014—2021 公司 IPO 承销金额及市场份额



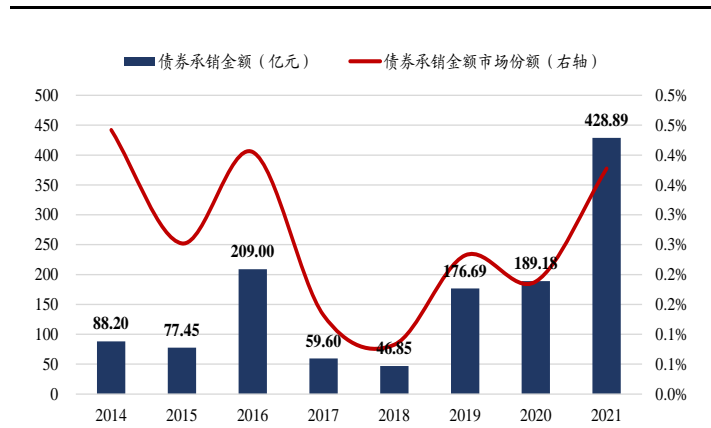
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 20: 2014—2021 公司定增承销金额及市场份额



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

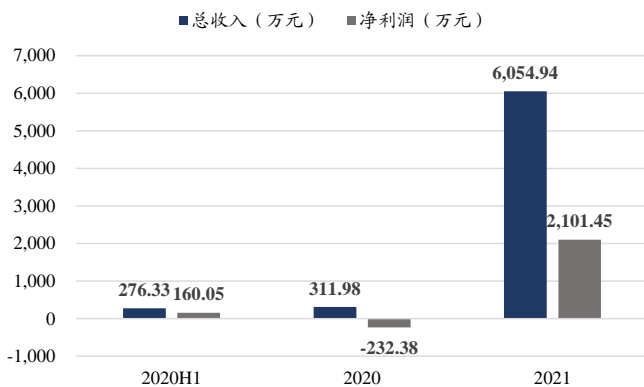
图 21: 2014—2021 公司债券承销金额及市场份额



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

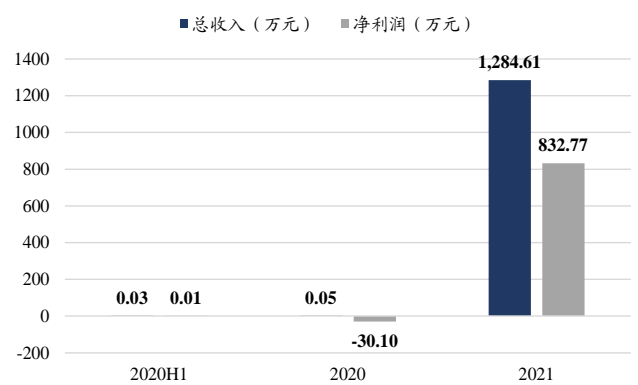
在公司的直投业务中，国联通宝的业务迅速发展，国联创新的业务处于起步状态。公司通过全资子公司国联通宝资本投资有限责任公司和无锡国联创新投资有限公司从事私募股权投资业务，其中国联通宝是私募子，国联创新是另类子。国联通宝 2020 年以来管理规模快速增加，与华英证券业务充分联动，投资了以中航锂电为代表的优质企业；国联创新处于刚刚起步状态，目前业务范围仅限于科创板跟投。截至 2021 年末，国联通宝实现营业总收入为 6054.94 万元，净利润为 2,101.45 万元，国联创新实现营业收入为 1284.61 万元，净利润为 832.77 万元，合计营业总收入为 7,339.55 万元，净利润为 2,934.22 万元。2021 年公司的直投业务的营业收入和净利润相较以往有了巨大的提升，但对比公司整体的营业收入而言，直投业务仅仅是很小的一部分。公司的直投业务正在慢慢发展，逐渐增加在公司营业总收入中的占比。

图 22: 2020H1—2021 国联通宝净利润



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 23: 2020H1—2021 国联创新净利润



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司通过“投行+直投”业务从传统的投资银行向交易型银行转型。交易型银行的特点在于低风险、低资本占用和收益稳定，在全球范围内，交易型银行已经成为银行的一个重要收入来源，其规模与投资银行业务相当。公司目前的战略是打造泛财富管理战略下的定制化交易型银行的投行业务和定制化私募的直投业务，转型为交易型银行。

3. 盈利预测与估值

3.1. 盈利预测

面对未来证券市场的波动性以及国际环境变化所带来的不稳定，综合考虑 2021 年高基数的预期，我们预计 2022~2024 国内估计成交量将同比-11.81%、5.86%和 0%。2021 年公司发力泛财富管理转型，布局多元化业务，不断扩展细分业务范围，如积极申请做市商业务资格。同时，作为 2020 年首批获得基金投顾业务资格的唯一中小券商，有望在行业发展大势中先人一步。我们预计 2022~2024 年市占率将逐渐抬升至 0.500%、0.510%和 0.525%。

表 3: 国联证券经纪业务核心假设和盈利预测

单位: 亿元	2021A	2022E	2023E	2024E
经纪业务: 核心假设				
国内市场: 股票+基金成交额 (A股/B股/基金)	2,755,377	2,430,000	2,572,500	2,572,500
国内市场: 所有券商的股基总 交易额	5,510,754	4,860,000	5,145,000	5,145,000
国联证券: 股基交易额	27230.58	24300.00	26239.50	27011.25
国联证券: 股基交易额市占率 (合并)	0.49%	0.500%	0.510%	0.525%
净佣金率	0.0199%	0.0200%	0.0200%	0.0200%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所预测

国联证券投行业务优势凸显, 有望迎来高速发展期。2018~2020 年公司 IPO 历史承销平均费率为 5.80%, 平均市场份额维持在 0.23%; 定增的历史平均费率维持在 1.80%, 平均市场份额维持在 0.77%。考虑到随着注册制的全面推行叠加资本市场改革的政策利好, 公司立足于无锡, 辐射长三角地区, 依托于区域内强大的产业链集群, 以及丰富的企业资源, 公司将利用天然区位优势, 积极服务于区域内有上市融资与并购重组需求的优质企业。我们预计未来 2022~2024 年 IPO 和定增的费率将分别维持在 5.8%和 1.8%, 公司 IPO 承销将同比增长 60%和 72.5%, 定增承销总额将同比增长 37.14%和 29.38%。我们预计 2022~2024 年, 国联证券投行业务净收入将达到 6.81、9.24 和 12.21 亿元, 同比增长 33.77%、35.59%和 32.18%。

表 4: 国联证券投行业务核心假设和盈利预测

单位: 亿元	2021A	2022E	2023E	2024E
投资银行业务: 核心假设				
国内市场: IPO 募资总额	5,427	6,783	8,140	9,361
国联证券: IPO 承销总额	7	10	16	28
国联证券: IPO 承销净收入费率	5.80%	5.80%	5.80%	5.80%
国内市场: 定增募资总额	9,576	11,970	14,364	16,519
国联证券: 定增承销总额	130	168	230	297
国联证券: 定增承销净收入费率	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%
国内市场: 券商债券承销金额	113650	130698	150302	165401
国联证券: 债券承销总额	429	523	902	1,323
国联证券: 债券承销净收入费率(估算)	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%
投资银行业务手续费净收入	5.09	6.81	9.24	12.21
同比增速	85.22%	33.77%	35.59%	32.18%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所预测

随着注册制推进，股权投资业务迎来稳步增长，整体维持景气偏高的投资收益率。2021年以来公司不断开拓新的业务细分品种，上半年公司新增票据交易，投资顾问等业务。在权益投资方面，公司坚持以价值投资为核心理念，以基本面研究为抓手，持续保持投资收益的稳健增长。按照2022-2024年投资收益/期初账面价值比值（3.10%、3.00%和3.00%）进行预估，我们预计投资收益将达到11.12、11.81以及12.91亿元，同比分别-8.57%、+6.16%和+9.37%。

表5：国联证券投资收益核心假设和盈利预测

单位：亿元	2021A	2022E	2023E	2024E
投资收益：核心假设				
交易性金融资产账面价值	277	359	394	430
投资收益/期初账面价值	4.39%	3.10%	3.00%	3.00%
投资收益	12.16	11.12	11.81	12.91
同比增速		-8.57%	6.16%	9.37%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

未来资本市场改革逐步推进，两融市场逐步走高，预计2022-2024年分别较上年同比+14.62%、4.76%、0%。我们假设融资市占率平稳上升，后三年分别为0.58%、0.60%与0.65%，利息收入有望增加，但同时利息支出也将上涨，因此预计2022~2024年公司净利息收入将分别达到2.50、2.97和4.00亿元。

表6：国联证券利息收入核心假设和盈利预测

单位：亿元	2021A	2022E	2023E	2024E
利息收入：核心假设				
国内市场：融资融券余额	18,322	21,000	22,000	22,000
国联证券：融资融券余额	104.07	121.80	132.00	143.00
国联证券：融资融券市占率	0.57%	0.58%	0.60%	0.65%
利息净收入	2.16	2.50	2.97	4.00
利息收入	11.58	15.17	18.62	21.22
同比增速		31.06%	22.75%	13.95%
利息支出	9.42	12.67	15.63	17.22
同比增速		34.53%	23.52%	10.04%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

基于上述假设，公司各项主营业务增长稳健，预计2022~2024年公司营业收入分别为32.87亿元、39.42亿元、47.48亿元，同比分别增长10.79%、19.94%、20.44%；归母净利润分别为11.12亿元、13.60亿元、16.56亿元，同比分别增长25.14%、22.32%、21.77%。预计2022~2024年每股收益分别为0.39元、0.48元、0.58元，每股净资产分

别为 6.08 元、6.45 元、6.89 元，对应 PE 分别为 31.02x、25.36x、20.82x，对应 PB 分别为 2.00x、1.89x、1.77x。

表 7：国联证券盈利预测与估值（2022 年 6 月 12 日）

单位：百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,876	2,967	3,287	3,942	4,748
手续费及佣金净收入	875	1,346	1,624	2,070	2,608
经纪业务手续费净收入	526	609	589	664	725
投行业务手续费净收入	275	509	681	924	1,221
资管业务手续费净收入	72	141	223	284	365
利息净收入	306	216	250	297	400
投资收益	592	1,216	1,112	1,181	1,291
公允价值变动损益	87	180	294	387	441
其他业务收入	5	4	4	4	4
营业支出	1,088	1,787	1,735	2,139	2,554
归属于母公司股东净利润	588	889	1,112	1,360	1,656
ROE	6.30%	6.59%	6.62%	7.67%	8.77%
EPS（元/股）	0.21	0.31	0.39	0.48	0.58
BVPS（元/股）	3.74	5.78	6.08	6.45	6.89
P/E（倍）	58.67	38.81	31.02	25.36	20.82
P/B（倍）	3.26	2.11	2.00	1.89	1.77

数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

3.2. 投资评级

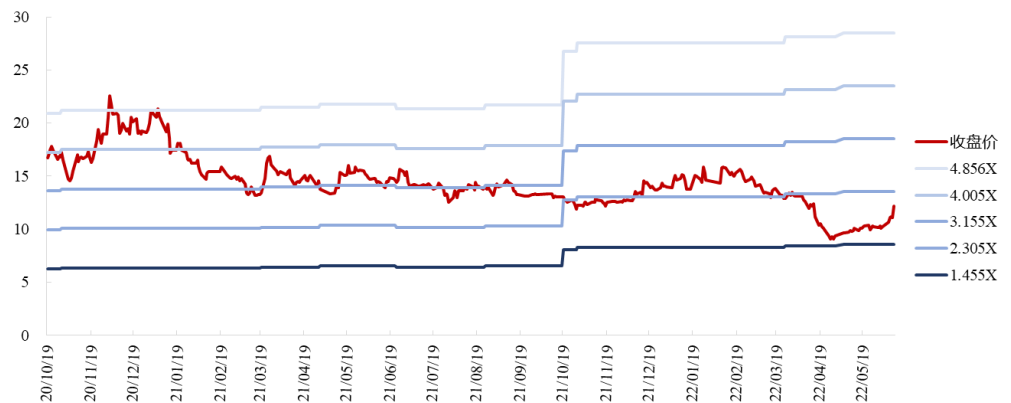
国联证券未来聚焦主业，加速泛财富管理转型和大投行业务布局，业务将呈现高增长性，我们给予公司高于行业平均的估值。截至 2022 年 6 月 10 日行业平均水平约 1.61 倍 PB，历史数据表明新上市券商 PB 估值普遍高于其他券商，对比与国联证券同时期上市的券商（中银证券、中金公司、中信建投、中泰证券与华林证券），他们的平均市值为 889 亿元（截至 2022 年 6 月 10 日）且平均 PB 估值约为 3 倍，其中国联证券估值为 2.11 倍 PB（截至 2022 年 6 月 10 日），明显低于可比公司平均估值。在国内券商同质化严重的背景下，国联证券推陈出新，坚持以客户需求为中心，不断创新经营模式，未来将聚焦主业加速财富管理转型，加码大投行业务布局，我们预计未来公司各项业务将呈现高成长性。当前公司处于可比券商估值低位，未来有较高的成长空间。从盈利预测和公司估值看，公司未来成长空间明确，首次覆盖给予“买入”评级。

表 8: 可比公司估值 (截至 2022 年 6 月 10 日)

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	2021 年营业收 入 (亿元)	2021 年归母 净利润 (亿 元)	2021 年 H1 净资产 (亿 元)	2021H1 净资产排 名	PB (LF)	PB (2023)
600030.SH	中信证券	3,081	765	231	1,539	1	1.55	1.13*
300059.SZ	东方财富	3,203	54	86	265	23	7.61	3.94*
601688.SH	华泰证券	1,281	379	133	1,127	4	0.93	0.77*
000750.SZ	国海证券	197	52	8	175	35	1.06	1.15
601099.SH	太平洋	198	16	1	98	56	2.04	2.16
600155.SH	华创阳安	144	38	10	116	48	0.89	1.05
2010 年前上市券商均值		1,350	217	78	553		2.35	1.70
601066.SH	中信建投	1,844	299	102	711	10	2.84	2.23*
600918.SH	中泰证券	535	131	32	337	18	1.50	1.29*
601696.SH	中银证券	385	33	10	149	41	2.45	2.08
002945.SZ	华林证券	443	14	5	60	78	7.08	6.02
601995.SH	中金公司	1237	301	108	646	11	2.69	2.04*
新上市券商均值		889	156	51	381		3.31	2.73
所选券商均值		1,141	189	66	475		2.78	2.17
601456.SH	国联证券	345	30	9	104	54	2.11	2.80

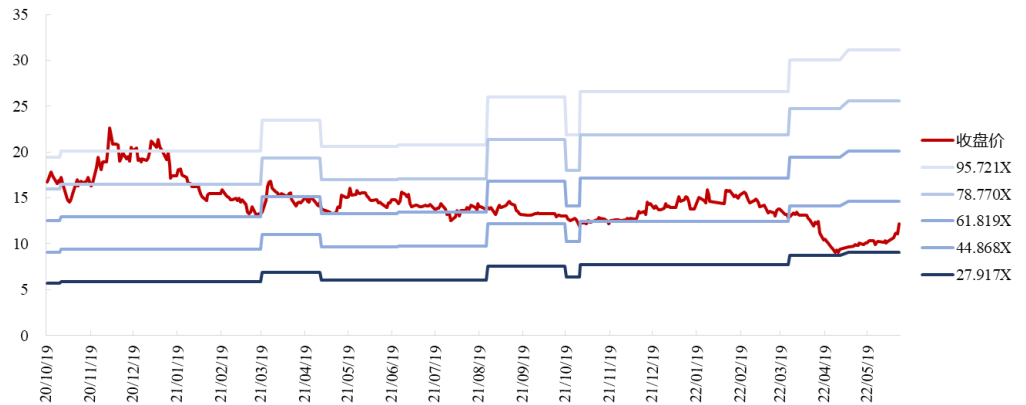
数据来源: Wind 一致预测 (加*2022 年 PB 均来自 Wind 一致预测), 中国证券业协会, 东吴证券研究所

图 24: 国联证券 PB band (截至 2022 年 6 月 10 日)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (盈利预测均来自 Wind 一致预期)

图 25: 国联证券 PE band (截至 2022 年 6 月 10 日)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (盈利预测均来自 wind 一致预期)

4. 风险提示

- 1) **行业竞争加剧风险:** 当前国内券商龙头化趋势显著同时外资金融机构进入中国内地市场, 导致国联证券可能会面临市场份额下降的风险。
- 2) **监管趋严抑制行业创新:** 为推动我国资本市场改革, 监管部门正积极出台和完善行业监管政策, 未来监管政策进一步趋紧, 可能不利于公司开展创新型业务。
- 3) **外资金融机构的竞争风险:** 2020 年 4 月 1 日中国证监会取消证券公司外资股比限制, 将吸引更多看好境内资本市场发展的境外金融机构进入国内证券市场。外资金融机构在国际网络、资本实力等方面具备较强的竞争优势, 预计进入中国市场后将主要在跨境业务、机构交易及衍生品、财富管理及投资管理等高端业务领域与内资证券公司展开激烈的竞争。
- 4) **经营管理风险:** 风险管理和内部控制风险、合规风险、控股子公司及参股公司管理风险, 公司高管发生变动等风险

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

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

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>

