

区位、管理层优势显著，加快成长的“小中信”

国联证券(601456)

公司具有显著的区位优势及管理层优势，短期投行、资管及资金类业务贡献靓丽业绩，长期公司在基金投顾为代表的财富管理业务中行业领先，财富管理大发展背景下极具想象空间。借鉴中信证券“牛市融资、熊市收购”的做法，公司有望通过投资、并购等外延式成长途径发展壮大。而股权激励计划的推出将有利于维持目前优秀管理层的稳定，并进一步吸引优秀人才加盟。首次覆盖给予“增持”评级。

主要观点：

► 扎根无锡，区位优势明显

国联证券前身为成立于1992年的无锡证券，其发展和服务具有强烈的地域属性。公司在全国的分公司营业部家数共有99家，在江苏省内就设有62家，无锡市国资委为公司实控人。江苏省与无锡市经济发达，企业与富裕人群众多，相应的投行服务以及高净值客户财富管理需求旺盛。据Wind数据统计，以新三板存量挂牌企业家数来看，江苏省排名第三，仅次于广东与北京，占比12.3%。据《2021意才·胡润财富报告》，以千万人民币可投资资产高净值家庭数量来看，无锡市有9820家，全国排名第15。

► 引入前中信高管，各项业务步入发展快轨

2019年公司引入中信系高管，揭开快速发展新篇章。目前财富管理、投行、投资、人力、财务、IT等重要条线领导均来自中信证券。中信系高管的加入不仅提升了对应业务板块的发展速度，更完善了国联证券整体的战略发展规划。

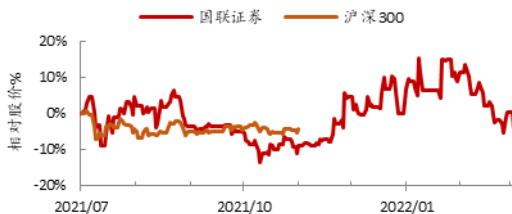
2019年以来，公司各项业务步入发展快轨。以基金投顾为代表的财富管理业务处于行业领先地位，2021年公司基金投顾签约资产规模达到103亿元，位居行业第1；投行资管业务排名大幅提升，据协会数据，21年投行业务收入排名第32名，较19年提升18名，21年资管业务收入排名第33名，排名首次进入行业中位数（第47名）以内；资本快速的补充同时公司加大杠杆致力于发展客需业务，满足客户交易需求，2021年证券投资业务收入第30名，较2019年提升25名。

► 盈利预测与投资建议

鉴于公司具有显著的区位优势及管理层优势，短期投行、资管及资金类业务贡献靓丽业绩；长期公司在基金投顾为代表的财富管理领域行业领先，财富管理大发展的背景下极具想象空间。另外借鉴中信证券“牛市融资、熊市收购”的做法，公司还有望通过投资、并购等外延式成长途径发展壮大。而公司2022年6月公告拟推出股权激励计划，股权激励计划的推出将有利于留住目前优秀的管理层，以及进一步吸引优秀人才加盟，提高公司成长的

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	11.28
股票代码：	601456
52周最高价/最低价：	16.79/8.81
总市值(亿)	319.42
自由流通市值(亿)	111.56
自由流通股数(百万)	988.97



分析师：吕秀华

邮箱：lvxh@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040001

联系电话：

分析师：魏涛

邮箱：weitao@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070003

联系电话：

分析师：罗惠洲

邮箱：luohz@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520070004

联系电话：

相关研究

- 1.
- 2.
- 3.

确定性与稳定性。

在 2022/2023/2024 年股基日均交易额分别为

10,646.2/12,346.8/12,831.4 亿元的核心假设下，预计公司 2022/2023/2024 年营业收入分别为 33.83/43.76/51.89 亿元，EPS 分别为 0.36/0.47/0.56 元，预计公司 2022/2023/2024 年 BVPS 分别为 6.14 / 6.61/ 7.17 元，7 月 19 日股价 11.28 元，对应的 PB 为 1.84/1.71/1.57 倍。首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

1) 财富管理业务发展低于预期；2) 注册制下投行责任加大，投行业务尽责及合规风险；3) 权益市场大幅下跌，证券投资业务与股票质押业务风险；4) 交易量大幅萎缩，资本市场改革低于预期的风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(亿元)	18.76	29.67	33.83	43.76	51.89
YoY (%)	15.87	58.11	14.02	29.37	18.58
归母净利润(亿元)	5.88	8.89	10.15	13.29	15.79
YoY (%)	12.76	51.16	14.20	31.01	18.80
毛利率 (%)	31.33	29.95	30.00	30.38	30.44
每股收益 (元)	0.25	0.31	0.36	0.47	0.56
ROE	7.83	6.59	6.01	7.36	8.09
市盈率	45.51	35.85	31.39	23.96	20.17

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 区位优势、管理层优势显著.....	5
1.1. 扎根无锡，区位优势明显.....	5
1.2. 前中信系高管加盟，资本运作与业务发展明显加快.....	7
1.2.1 不断扩展业务范围，A+H 融资发展壮大.....	8
1.2.2 各项业务进步明显，财富管理与自营尤为亮眼.....	9
1.2.3 各业务线均在增员，财富管理增员最多.....	11
2. 各项业务迅速发展，基金投顾行业领先.....	13
2.1 以基金投顾业务突围经纪与财富管理业务.....	13
2.2 投行业务：人员大幅增加，业务突飞猛进.....	15
2.3 资管：ABS 大幅增长，与财富管理协同发展.....	17
2.4 自营投资大幅扩容，收益率稳定.....	18
2.5 两融业务市场份额大幅增长，机构占比提升.....	19
3. 盈利预测：基金投顾、投行、资管业务有望快速增长.....	21
4. 投资建议.....	22
5. 风险提示.....	23

图表目录

图 1 国联证券营业部分布图.....	5
图 2 国联证券股权结构.....	6
图 3 按新三板挂牌企业家数江苏省排名全国第三.....	6
图 4 按高净值家庭数量（千万级）排序无锡市排名全国第 15 名.....	7
图 5 国联证券发展历程.....	9
图 6 A+H 上市及增发极大提升了公司资本.....	9
图 7 国联证券收入结构.....	10
图 8 国联证券 ROE 与上市券商平均 ROE.....	10
图 9 国联证券杠杆倍数与上市券商平均杠杆倍数.....	10
图 10 2019 年以来员工人数大幅增加.....	12
图 11 2019 年以来硕士及以上员工占比大幅增加.....	12
图 12 资金类业务人员增速最高，经纪与财富管理业务人数增加最多.....	12
图 13 固定收益及股权衍生品业务人数增多.....	12
图 14 2019 年以来营业部数目保持稳定.....	12
图 15 公司经纪业务收入及占比.....	13
图 16 公司股基交易市场份额小幅回升.....	13
图 17 公司佣金率低于行业.....	13
图 18 代销金融产品收入大幅增长.....	14
图 19 投资咨询业务收入大幅增长.....	14
图 20 公司代销金融产品规模逐年增长.....	14
图 21 代销金融产品结构更加均衡.....	14
图 22 公司投行业务收入及排名.....	15
图 23 22Q1 公司 IPO 市场份额大增.....	16
图 24 21 年公司再融资市场份额达 1.8%.....	16
图 25 19 年以来公司债市场份额持续提升.....	16
图 26 投行业务人数大幅增长.....	16
图 27 公司投行人均创收有较大提升空间.....	16
图 28 2021 年公司资管业务收入及占比大幅提升.....	17
图 29 公司各类资管业务收入.....	17
图 30 公司各类资管业务规模.....	18
图 31 公司各类资管业务费率.....	18
图 32 2019 年以来公司自营业务收入及占比大幅提升.....	19
图 33 投资资产规模 VS 收益率.....	19
图 34 自营投资资产配置情况.....	19
图 35 19 年以来公司两融余额及市场份额大幅提升.....	20
图 36 19 年以来两融中个人与机构市场份额均提升.....	20
图 37 公司两融业务机构占比提升.....	20
图 38 公司融券业务有增长但仍处较低水平.....	20
图 39 2019 年以来公司融出资金费率较具优势.....	21
图 40 2020 年股票质押业务触底回升.....	21
表 1 公司多位高管有“中信系”背景.....	8
表 2 国联证券各项指标排名大幅提升.....	11
表 3 2021 年公司投行项目 28%在江苏省.....	17
表 4 2022-2024 各项业务收入预测（单位：亿元）.....	22
表 5 可比公司估值.....	22

1. 区位优势、管理层优势显著

1.1. 扎根无锡，区位优势明显

国联证券前身为成立于 1992 年的无锡证券，经历增资改制和整体变更后最终形成国联证券。国联证券的发展和服务具有强烈的地域属性，公司在全国的分公司营业部家数共有 99 家，在江苏省内就设有 62 家。

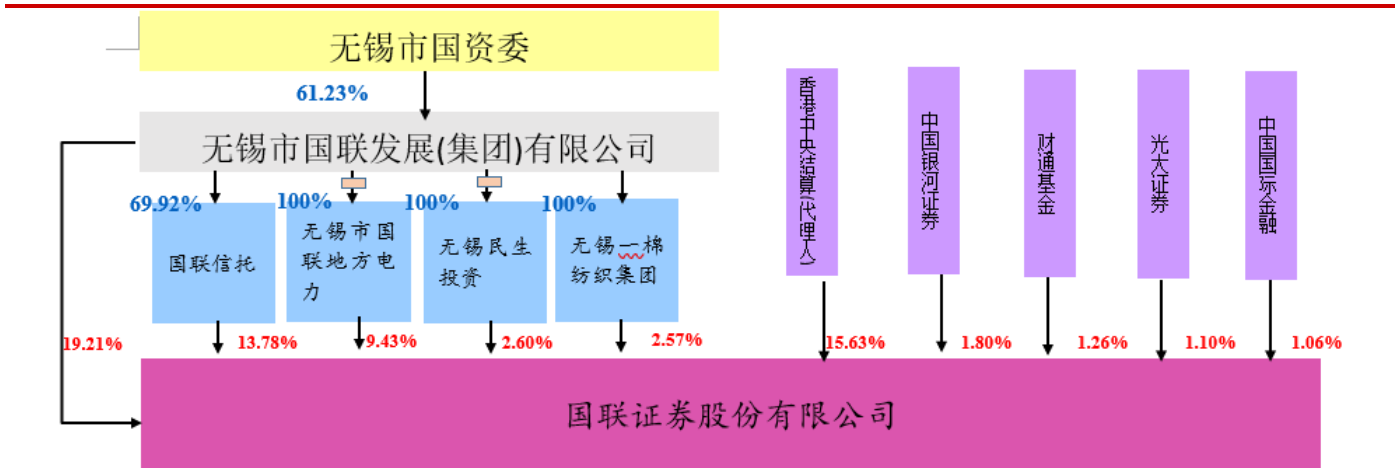
图 1 国联证券营业部分布图



资料来源：公司官网（2022 年 6 月），华西证券研究所

股权相对集中，无锡市国资委为公司实控人。无锡市国资委为国联证券的实际控制人，通过无锡市国联发展集团直接持有，及该集团旗下的国联信托、无锡市地方电力有限公司等持股合计 48%。

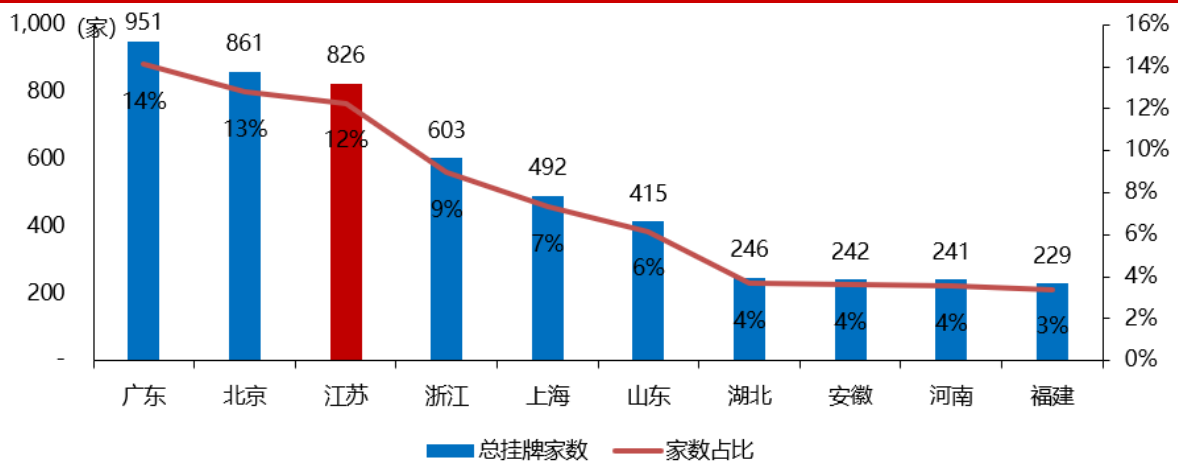
图 2 国联证券股权结构



资料来源：公司年报，华西证券研究所

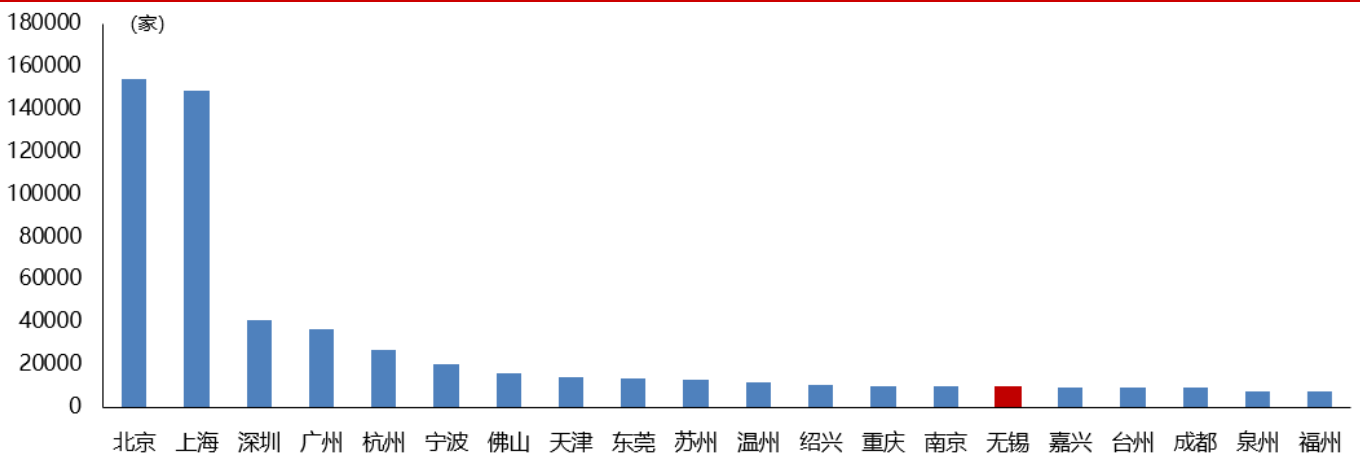
地域优势明显，市场需求旺盛。江苏省是我国的经济大省，经济实力雄厚，金融服务需求强劲，为国联证券的发展提供了良好的基础环境。省内企业与富裕人群众多，相应的投行服务以及高净值客户财富管理需求充足。据 Wind 数据计算，以新三板存量挂牌企业家数来看，江苏省排名第三，仅次于广东与北京，占比 12.3%。据《2021 意才·胡润财富报告》，以千万人民币可投资资产高净值家庭数量来看，无锡市有 9820 家，全国排名第 15。

图 3 按新三板挂牌企业家数江苏省排名全国第三



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 4 按高净值家庭数量（千万级）排序无锡市排名全国第 15 名



资料来源：《2021 意才·胡润财富报告》，华西证券研究所

1.2. 前中信系高管加盟，资本运作与业务发展明显加快

2019 年起公司引入中信系高管，揭开快速发展新篇章。现任董事长兼总裁葛小波，兼任投行子公司华英证券董事长，曾任中信证券投行部经理、财务负责人、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、首席风险官等，投行、交易、风控等业务经验丰富同时管理能力卓越。

现任副总裁兼财务负责人尹磊，曾任中信证券计划财务部出纳、核算会计、会计主管和执行总经理，财务经验丰富；分管财富管理业务的副总裁尹红卫为前中信证券总部财富管理部执行经理，专长为经纪与财富管理业务；分管衍生品部的副总裁李钦曾就职于中信证券风险管理部。人力总经理王捷曾任中信证券人力总监，首席信息官汪锦岭曾任中信证券信息技术中心执行总经理。

中信系高管的加入不仅提升了对应业务板块的发展速度，更完善了国联证券公司整体的战略发展规划。

表 1 公司多位高管有“中信系”背景

姓名	中信任期	中信经历
葛小波	1997-2019	曾任中信证券投资银行部经理、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
尹磊	2004-2017	曾任 中信证券计划财务部出纳、核算会计、会计主管和执行总经理 ；中信金通证券有限责任公司计划财务部总经理、财务总监
尹红卫	2004-2018	曾任中信证券深圳总部营业部总经理、深圳分公司总经理、 总部财富管理部执行总经理
李钦	2004-2013	曾就职于中信证券风险管理部
王捷	2011-2017	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)人力资源总监
汪锦岭	2015-2019	曾任 中信证券股份有限公司信息技术中心B角、执行总经理

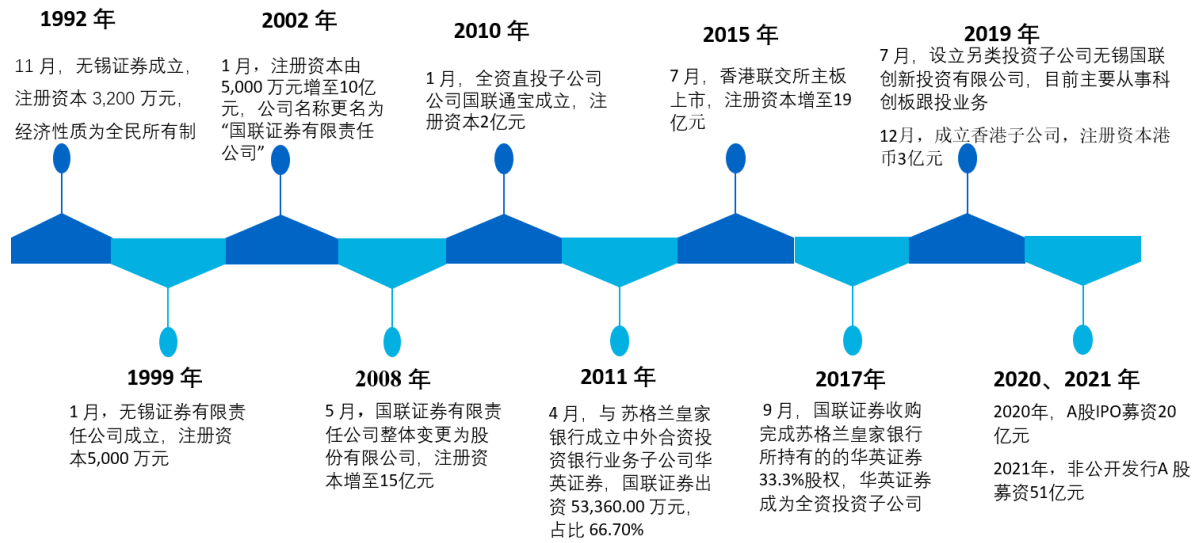
资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.2.1 不断扩展业务范围，A+H 融资发展壮大

无锡证券于 2002 年更名国联证券，注册资本增至 10 亿元，2008 年国联证券变更为股份有限公司，注册资本增至 15 亿元。2010 年成立全资直投子公司国联通宝。2011 年成立中外合资投行业务子公司华英证券，出资占比 66.7%，2017 年收购华英证券剩余股份，华英证券转为全资子公司。2019 年设立投资子公司无锡国联，专注科创板跟投业务；同年成立香港子公司。

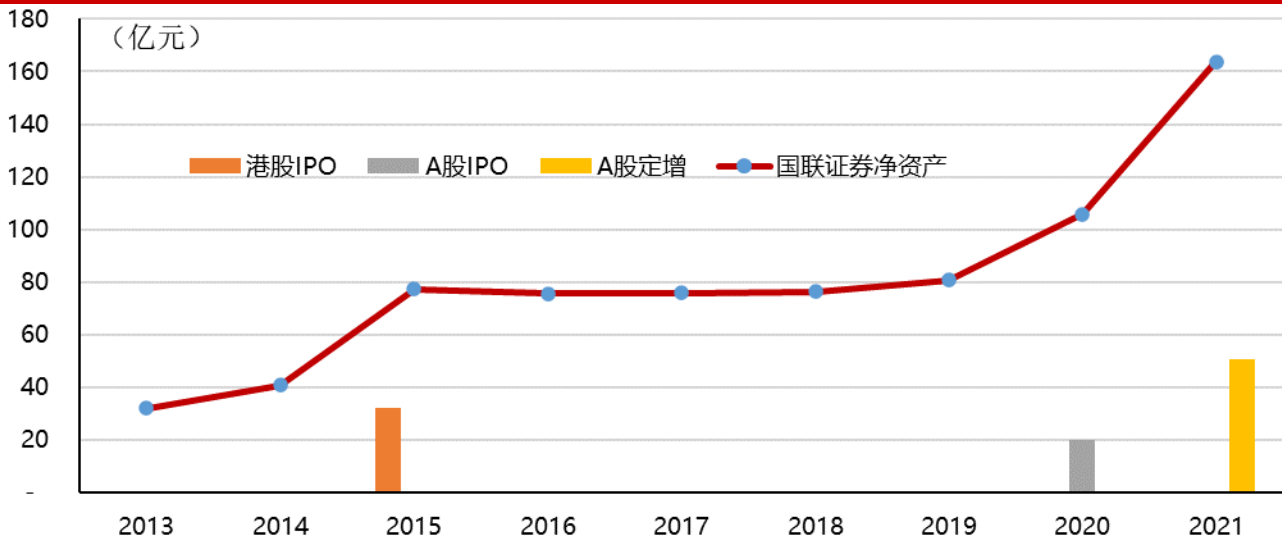
在国联证券的发展历程中，A+H 上市对于公司扩大净资本意义重大。2015 年公司 H 股上市，募集资金 32 亿港元，净资产提升至 77 亿元；2020 年 A 股上市，募集资金 20 亿元，公司净资产提升至 106 亿元；2021 年定增募集资金 51 亿元，公司净资产提升至 164 亿元。上市融资为公司业务扩张提供了坚实的基础，让公司具备了更强的资本实力和抗风险能力。

图 5 国联证券发展历程



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 6 A+H 上市及增发极大提升了公司资本

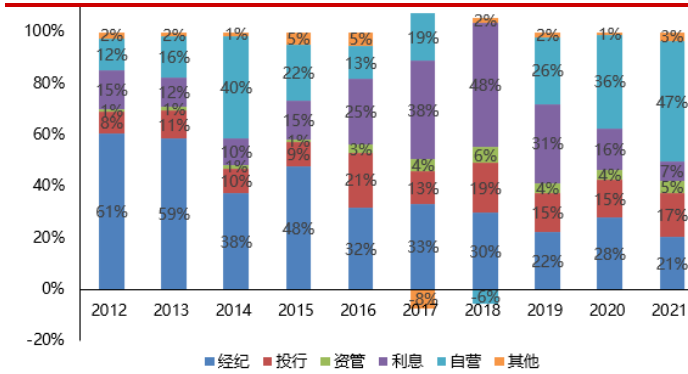


资料来源：Wind，华西证券研究所

1.2.2 各项业务进步明显，财富管理与自营尤为亮眼

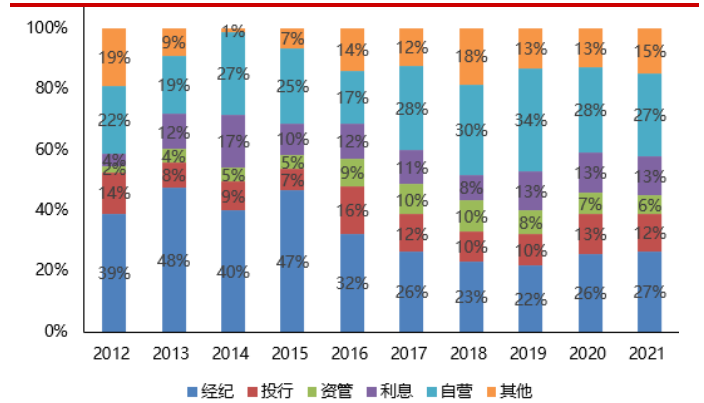
从 2021 年收入结构来看，公司自营收入占比大大高于行业，公司占比 47%，高于行业平均值 27%。究其原因，一方面公司在 2020 年 IPO 以及 2021 年定增融资后资金充裕；另一方面从杠杆倍数来看，公司杠杆倍数自 2019 年以来有明显的提升。

图 7 国联证券收入结构



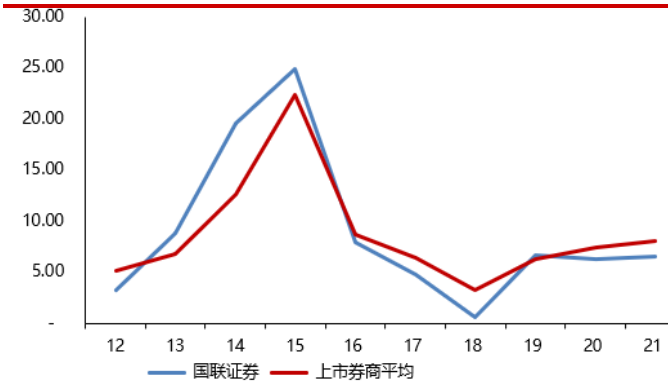
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 4 证券行业收入结构



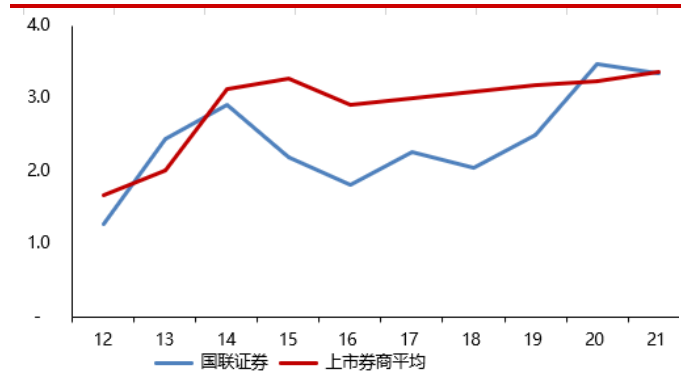
资料来源：中国证券业协会，华西证券研究所

图 8 国联证券 ROE 与上市券商平均 ROE



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 9 国联证券杠杆倍数与上市券商平均杠杆倍数



资料来源：公司年报，华西证券研究所

随着 2020 年 A 股 IPO 及 2021 年的定增，公司净资本及规模指标提升明显，从 2018 年的 60 名左右提升至 2021 年的 40 名以内。2021 年公司净资本排名行业第 35 名。公司营收净利润排名也有大幅提升，从 2018 年的 60 名左右提升至 2021 年的 40 名左右。

从具体业务来看，公司在财富管理业务方面处于行业领先地位，以投资咨询业务收入来看，2021 年公司收入 1 亿元，行业排名第 15，远高于公司其他业务排名；公司财务顾问业务收入 0.8 亿元，排名 27 名；财务杠杆及证券投资收入分别排名第 27 名、第 30 名，体现了公司较好的使用资产负债表能力。资管业务与投行业务收入排名也有较大提升，2021 年分别排名第 33 名和第 32 名；另外公司融资融券业务利息收入排名第 36 名，远高于公司经纪业务收入第 49 名的排名。

表 2 国联证券各项指标排名大幅提升

单位：亿元	指标	2021年金额	2021年排名	2020年金额	2020年排名	2019年金额	2019年排名	2018年金额	2018年排名	
规模	总资产	651.2	35	453.9	41	272.6	55	200.7	62	
	净资产	162.7	39	105.8	49	80.2	59	76.0	60	
	净资本	152.6	35	109.8	41	84.0	49	78.3	51	
	核心净资本	149.1	32	95.9	41	70.9	50	67.8	52	
盈利	营业收入	27.7	37	18.7	49	16.3	51	9.8	62	
	净利润	8.9	42	5.9	52	5.2	43	0.8	61	
	财务杠杆	3.3	27	3.4	17	2.4	56	1.9	79	
	净资产收益率	6.6%	41			6.6%	24	1.1%	61	
经纪与财富管理	客户资金余额	111.8	44	93.3	44	82.1	42	55.9	44	
	托管证券市值	2,651.0	39	0.2	45	1,195.4	51	887.1	53	
	经纪业务收入	5.4	49	5.0	48	3.5	49	2.9	49	
	席位租赁收入	0.5	53	0.3	56	0.1	54	0.2	51	
	机构客户交易额	1.7	44	0.7	58	0.4	61	-	0	
	代销金融产品收入	0.7	37	0.3	48	0.1	44	0.1	52	
	投资咨询业务收入	1.0	15	0.1	64	0.0	87	0.0	65	
	客户资产管理业务	1.2	33							
资产管理业务	客户资产管理业务	1.2	33							
	投行业务	投行业务收入	5.0	32	2.8	52	2.5	50	1.9	47
		承销与保荐收入	4.2	31	2.0	53	1.7	50	1.2	41
		财务顾问收入	0.8	27	0.7	34	0.7	44	0.7	50
并购重组财务顾问		0.0	56	0.0	59	0.1	45	0.1	38	
投资业务	证券投资收入	12.1	30	6.7	43	4.4	55	-0.5	87	
	股权投资收入	0.0	49	0.1	47	0.2	39	-0.1	56	
融资融券业务	融资类业务利息	7.4	35	5.9	37	6.4	36	6.8	38	
	融资融券业务利息	6.1	36	4.3	41	2.6	50	2.9	45	
	股票质押利息收入	1.1	32	1.5	34	3.4	27	3.5	32	

资料来源：中国证券业协会，华西证券研究所

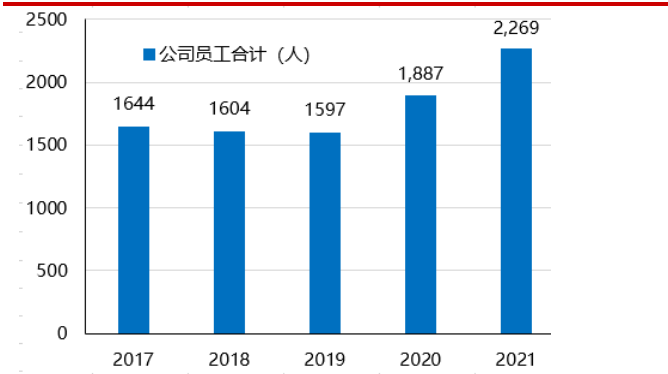
1.2.3 各业务线均在增员，财富管理增员最多

2019 年以来，公司员工人数大幅增加，2021 年 2269 人，较 2019 年增长 42%。从员工学历结构来看，2019 年以来硕士及以上学历员工占比增加，2021 年硕士及以上学历员工占比 40%，较 2019 年提升 5pct。

从专业构成来看，资金类业务员工人数增速最高，信用交易以及大自营类业务人数增速分别达到 129%和 110%，大自营类业务中，2021 年固定收益业务与股权衍生品业务人员增多，但证券投资业务人员有所减少，表明公司更侧重发展收益更稳定的固收业务以及衍生品业务；资管与投行类业务人员数量也有快速增长，分别增长 97%和 79%，达到 116 人和 432 人。

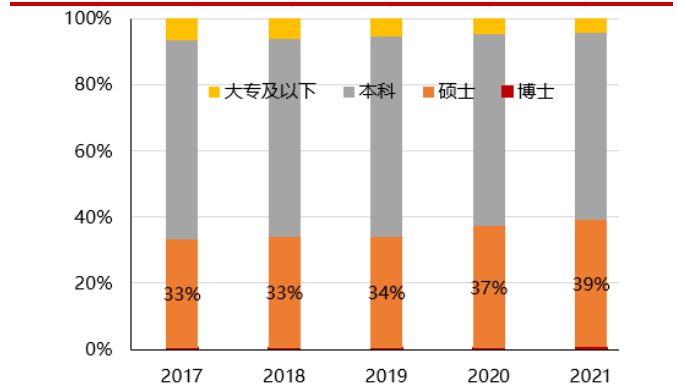
经纪与财富管理业务人员增加 427 人，增速 51%。由于公司分支机构数目保持稳定，预计经纪与财富管理部门增加人员相当部分在总部部门，公司致力于提升经纪与财富管理客户服务能力。此外公司信息技术、研究以及合规法务等人员也有较高增速。

图 10 2019 年以来员工人数大幅增加



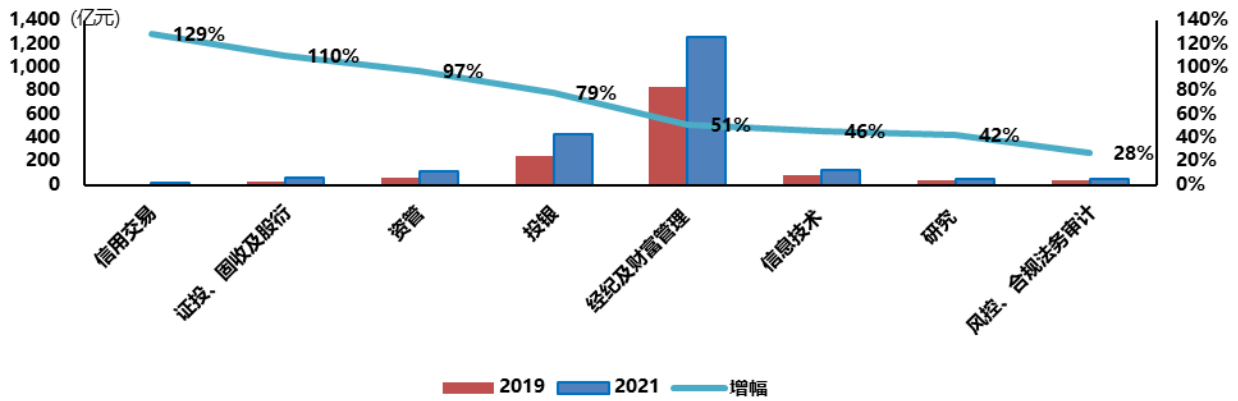
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 11 2019 年以来硕士及以上员工占比大幅增加



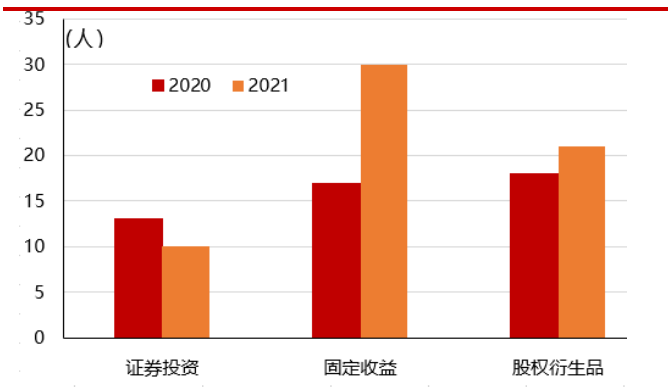
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 12 资金类业务人员增速最高，经纪与财富管理业务人数增加最多



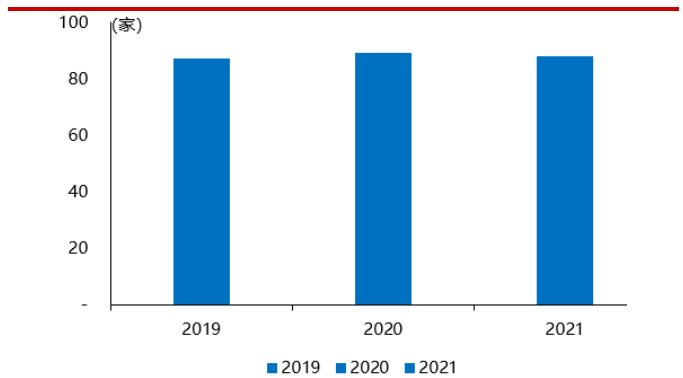
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 13 固定收益及股权衍生品业务人数增多



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 14 2019 年以来营业部数目保持稳定



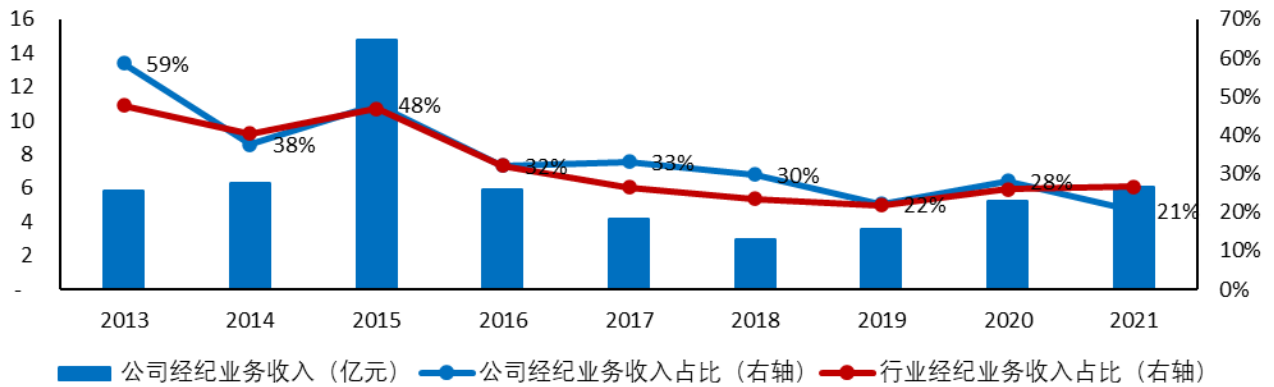
资料来源：公司年报，华西证券研究所

2. 各项业务迅速发展，基金投顾行业领先

2.1 以基金投顾业务突围经纪与财富管理业务

与行业类似，2018年以来公司经纪业务收入持续增长。从经纪业务收入占比来看，公司与行业整体接近。2021年公司投行、自营、资管业务大幅增长超过行业，经纪业务收入占比被动下降。2021年公司经纪业务收入6.1亿元，占比21%，低于行业的27%。

图 15 公司经纪业务收入及占比

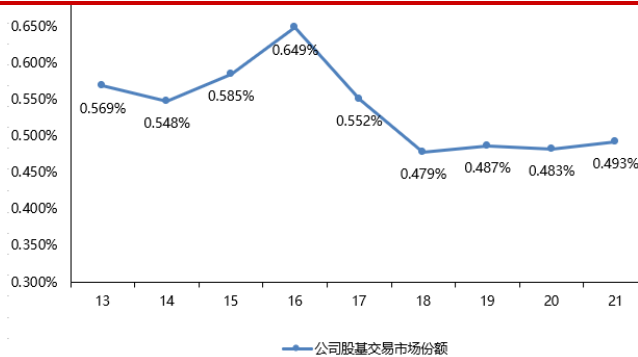


资料来源：公司年报，中国证券业协会，华西证券研究所

2018年以来公司股基交易市场份额小幅回升，从2018年的0.48%提升至2021年的0.49%。佣金率则持续低于行业，较具竞争力。

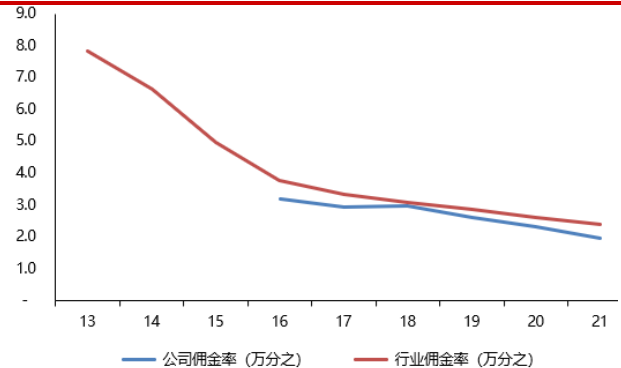
公司代销金融产品与投资咨询收入大幅增长。2021年公司代销金融产品收入0.7亿元，同比+133%，远高于行业53%的增幅。投资咨询收入更是暴增，2021年投资咨询收入1.0亿元，行业排名已经跃升至第15名，较2019年的第86名大幅提升71名。两者收入的大幅增长预计主要由公司发力基金投顾业务推动。

图 16 公司股基交易市场份额小幅回升



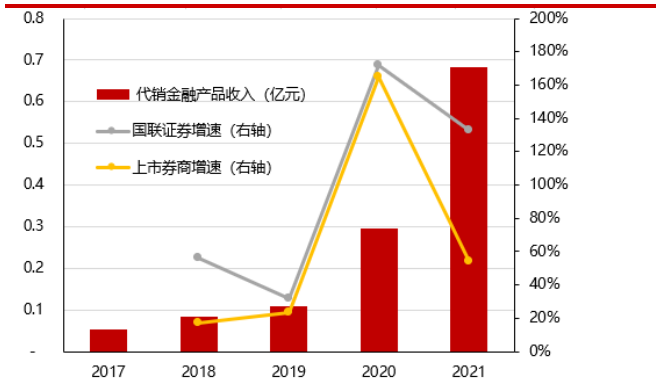
资料来源：Wind，公司年报，华西证券研究所

图 17 公司佣金率低于行业



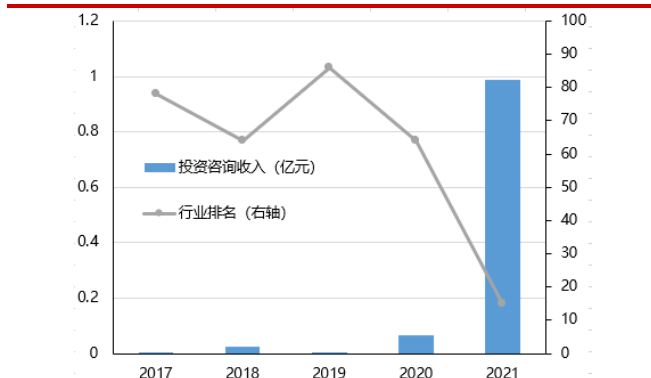
资料来源：中国证券业协会，华西证券研究所

图 18 代销金融产品收入大幅增长



资料来源：Wind，公司年报，华西证券研究所

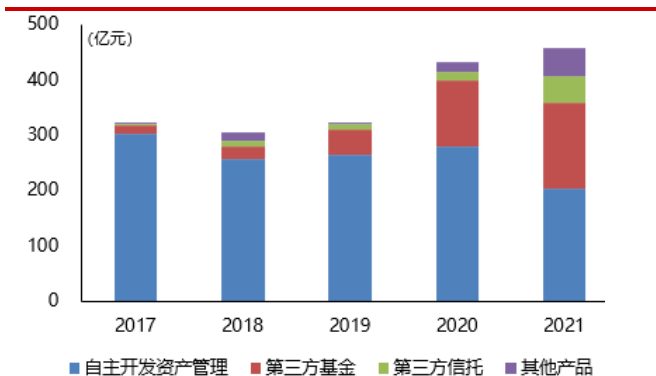
图 19 投资咨询业务收入大幅增长



资料来源：中国证券业协会，华西证券研究所

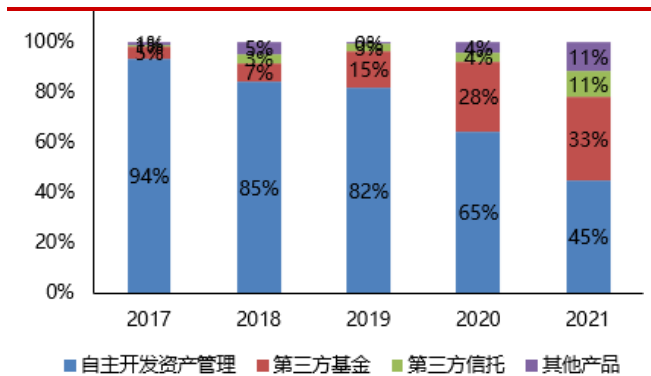
公司代销金融产品规模逐年增长。2020 年代销的第三方基金规模大幅增长，2021 年代销的第三方信托规模大幅增长。代销产品的多品类布局提升了公司抗风险能力，而基金投顾等服务的跟进则带来了整体代销业务的持续增长。

图 20 公司代销金融产品规模逐年增长



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 21 代销金融产品结构更加均衡



资料来源：公司年报，华西证券研究所

唯一获得首批公募基金投顾试点资格的中小券商。国联证券深耕苏南区域市场，当地经济发达，居民财富积累较多，发展财富管理业务具有良好的客户基础。公司将财富管理转型作为重要战略方向，以资产配置为核心逻辑构建财富管理体系，同时战略布局并积极推动以基金投顾为抓手的财富管理业务模式。

定位目标客户为“小B大C”。“小B”是指聚焦中小银行和私募，“大C”是指以企业及企业家为主的高净值客群。公司积极搭建 To B 的服务生态链，通过拓展外部渠道，输出专业的策略和服务；以基金投顾业务、资产管理的优质产品为抓手，与外部金融机构形成密切合作；将财富管理服务向外延伸至银行、互联网第三方平台、信托等金融机构，快速扩大公司基金投顾规模并提高客户数量，有效破解了公司客户基数较少的难题。2021 年签约客户家数以及签约资产规模分别达到 15.03 万家和 102.63 亿元，位于行业头部梯队。

2.2 投行业务：人员大幅增加，业务突飞猛进

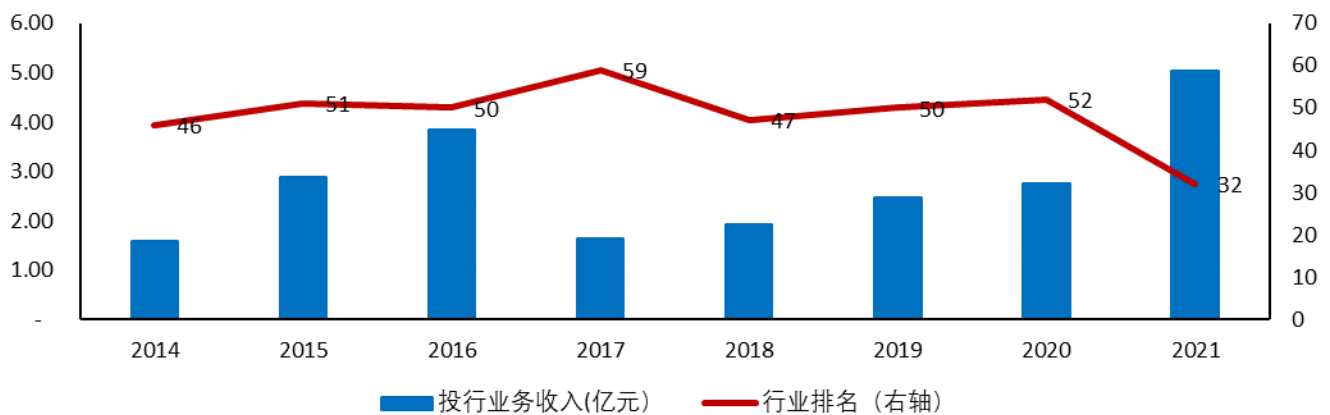
公司通过全资子公司华英证券从事投资银行业务。2019 年中信系管理层加盟以来，国联证券对投行业务给予高度重视，大幅增加投行业务投入，两年内投行业务人员从 276 人提升至 432 人。通过实施聚焦特定区域、特定行业、特定项目的业务策略，以及“投行+投资”新型业务模式，投行业务实现大幅增长。

以协会投行业务收入来看，公司 2021 年实现投行收入 5.0 亿元，行业排名第 32 名，较 2019 年的第 50 名提升 18 名。据 Wind 数据计算，2022 年一季度，公司 IPO 金额 10.4 亿元，市场份额 0.87%；2021 年再融资业务 129.8 亿元，市场份额 1.82%；2021 年核心债券承销金额超过 400 亿元，市场份额 0.57%。

虽然公司投行人员及排名有了较大提高，但人均产出仍处于较低水平，2021 年公司投行部门人均创收 125 万元，而行业头部券商人均产出超过 300 万元。公司计划通过加强考核和筛选能力，提高投行部门人均产能。2021 年北京交所开市将推动更多专精特新、隐形冠军企业登陆资本市场，这为中小券商创造了更多机遇。华英证券已有多个具备一定影响力的精品投行项目，公司人才和项目的积累为投行业务的良好发展奠定基础。

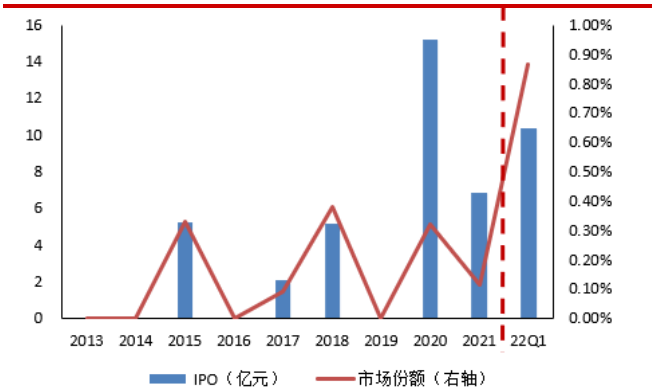
另外与经纪业务集中于江苏不同，公司投行业务地域分布上整体较为分散，江苏省内项目最多，但占比仅为 28%，其次为四川，占比 18%。其他区域则占比相对较低。

图 22 公司投行业务收入及排名



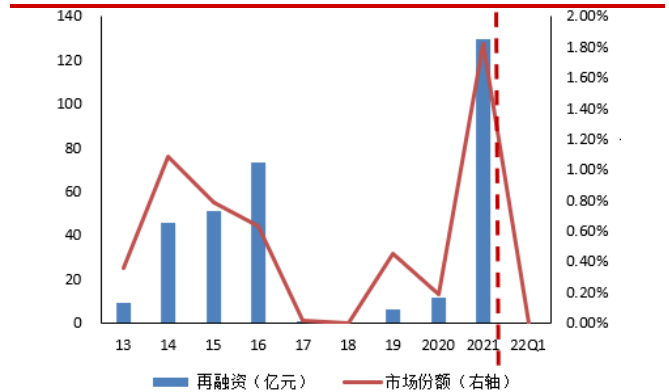
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 23 22Q1 公司 IPO 市场份额大增



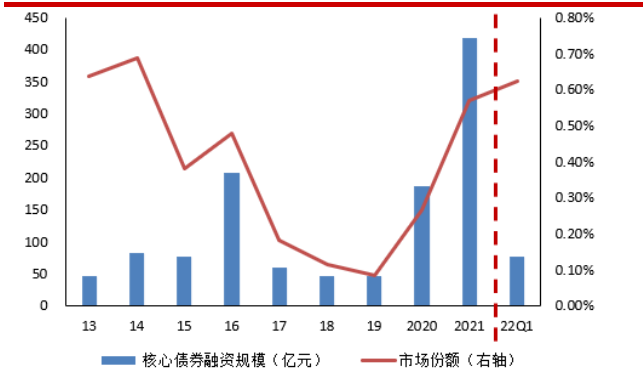
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 24 21 年公司再融资市场份额达 1.8%



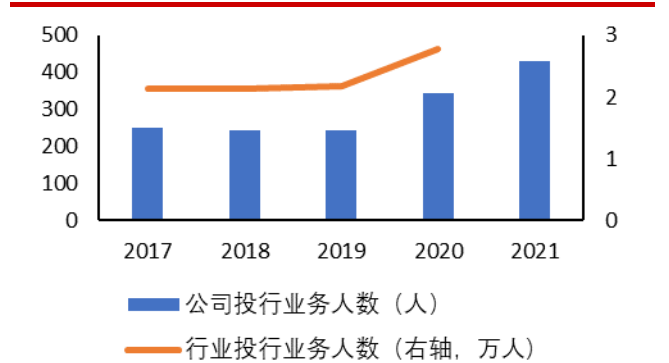
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 25 19 年以来公司债市场份额持续提升



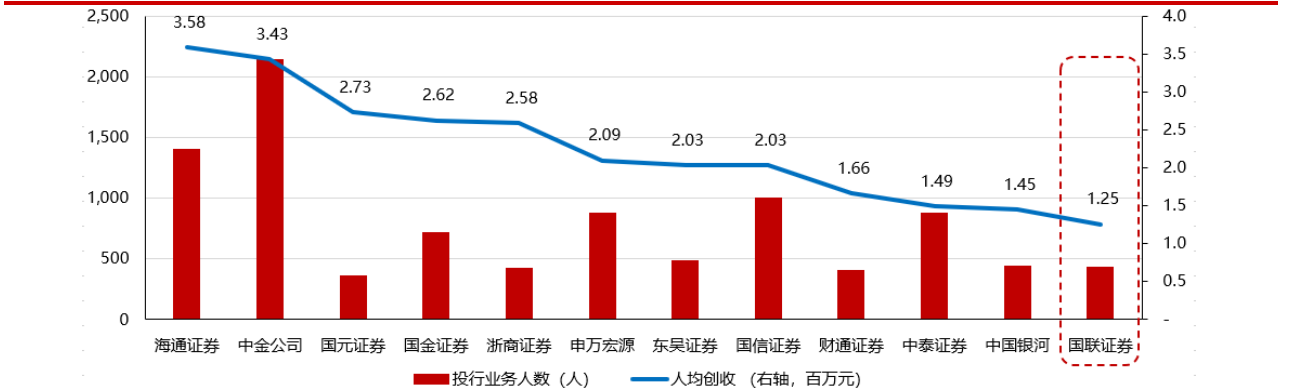
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 26 投行业务人数大幅增长



资料来源: Wind, 公司年报, 华西证券研究所

图 27 公司投行人均创收有较大提升空间



资料来源: 公司年报, 华西证券研究所

表 3 2021 年公司投行项目 28%在江苏省

	首发	增发	公司债	企业债	金融债	地方政府债	合计	占比
江苏	1	3	20	-	-	-	24	28%
四川	-	-	11	2	-	2	15	18%
广西	-	-	5	-	-	-	5	6%
湖北	-	1	4	-	-	-	5	6%
重庆	-	-	5	-	-	-	5	6%
北京	1	1	2	-	-	-	4	5%
山东	-	-	3	-	1	-	4	5%
上海	-	-	4	-	-	-	4	5%
贵州	-	-	3	-	-	-	3	4%
河南	-	-	3	-	-	-	3	4%
黑龙	-	-	3	-	-	-	3	4%
浙江	-	-	3	-	-	-	3	4%
安徽	-	-	2	-	-	-	2	2%
广东	-	1	1	-	-	-	2	2%
甘肃	-	1	-	-	-	-	1	1%
湖南	-	-	1	-	-	-	1	1%
云南	-	-	1	-	-	-	1	1%
合计	2	7	71	2	1	2	85	100%

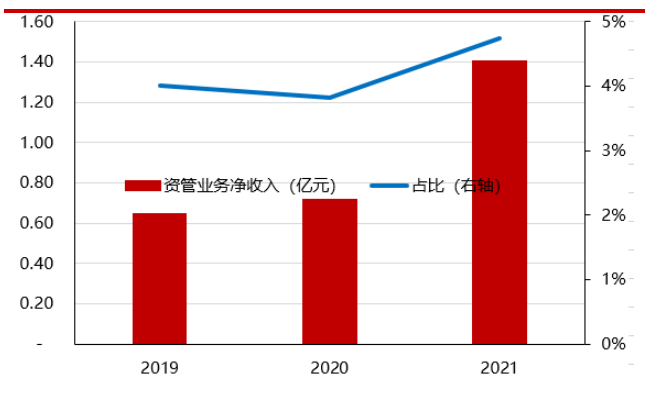
资料来源：Wind，华西证券研究所

2.3 资管：ABS 大幅增长，与财富管理协同发展

近年公司资管业务收入持续增长，2021 年公司资管业务净收入 1.4 亿元，占比近 5%。其中资产证券化业务收入大幅增加，且规模大幅扩张，资产证券化收入从 2019 年的 0.01 亿元上升至 2021 年的 0.41 亿元，规模从 2019 年的 15 亿元扩张至 2021 年的 371 亿元。2021 年公司整体资管业务规模 1024 亿元，费率 0.21%。

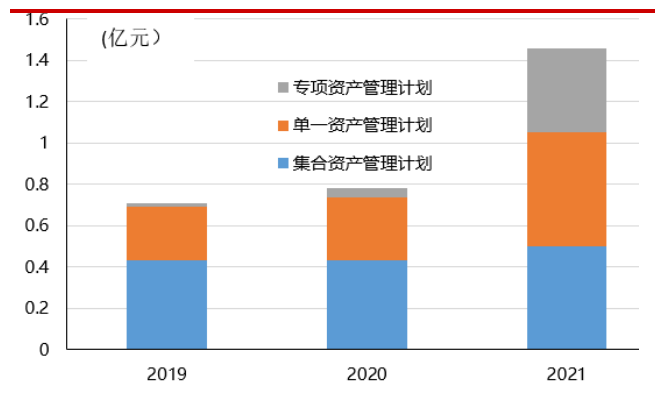
公司资管业务与财富管理业务也形成较好协同，资管业务提供专业化资产配置和底层资产评价服务，形成核心策略输出，为客户提供全生命周期、全业务链条的综合金融服务解决方案。

图 28 2021 年公司资管业务收入及占比大幅提升



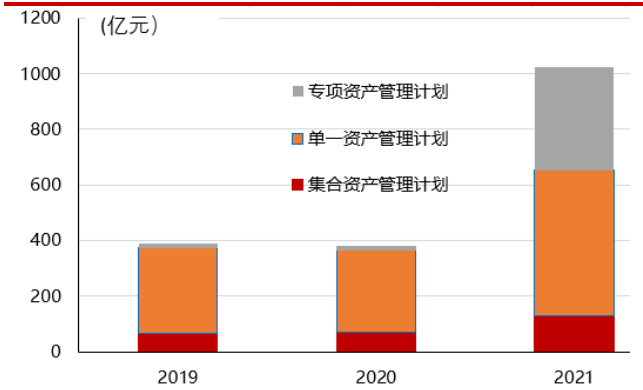
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 29 公司各类资管业务收入



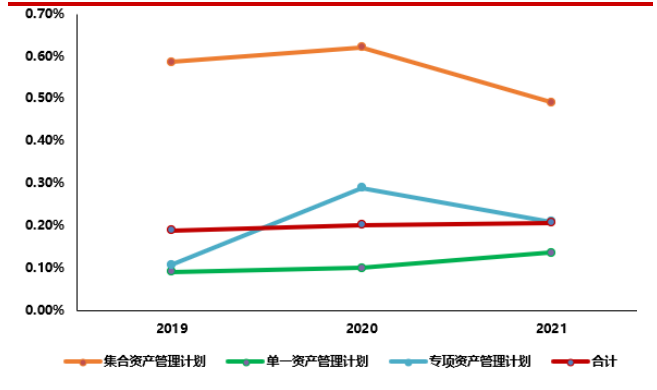
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 30 公司各类资管业务规模



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 31 公司各类资管业务费率



资料来源：公司年报，华西证券研究所

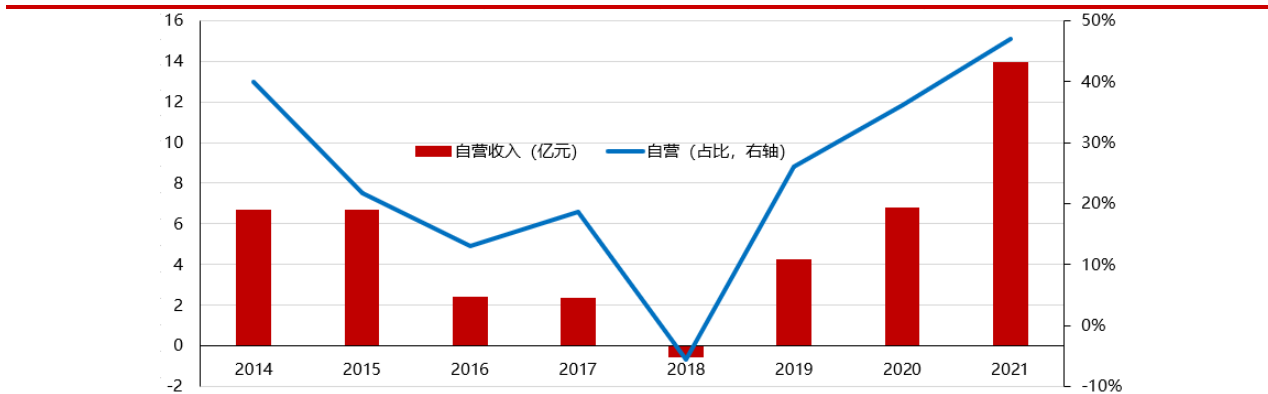
2.4 自营投资大幅扩容，收益率稳定

近年来公司自营业务收入占比大幅提升，已经成为公司第一收入来源。2021 年自营业务收入 13.9 亿元，占比 47%。2022 年一季度末，公司投资资产规模达到 402 亿元，接近 2019 年末的 5 倍。投资收益率较为稳定，据我们计算 2019-2021 年收益率均在 5% 以上，2022Q1 在市场大幅波动的背景下，不含利息收益的投资收益率仍然达到年化 2.2%。资产配置上 2021 年私募基金在投资资产中占比大幅提升。

从母公司自营业务人员配置来看，2019 年至 2021 年整体上自营业务总人数大幅增长 110%。在自营人员结构上，公司加强了固定收益业务、股权衍生品业务人员力量，减少了方向性权益配置人数，表明公司更侧重发展收益更稳定的固收业务以及衍生品业务。

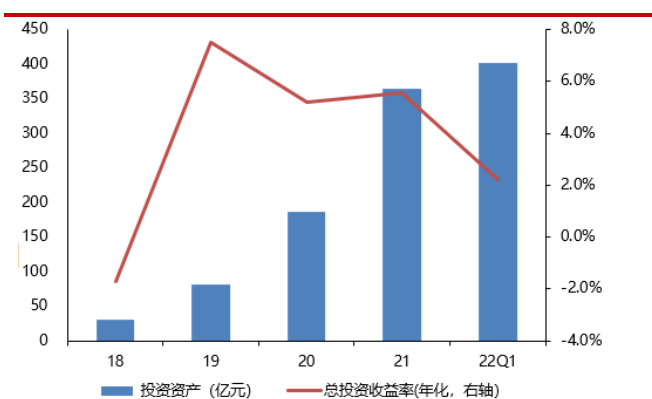
业务策略上公司致力于发展以资本促业务的“资本中介”、发展客需型业务。固收业务方面，公司强调加强敞口暴露小、波动低对冲套利策略开发，加强量化策略及固收+策略开发，强化信用风险筛查，通过策略的多样性及管理的精细化实现低收益率环境下盈利的稳步提升。同时秉承“卖方”固收业务理念，立足服务客户，继续做大做强资本中介业务，为客户提供特色产品及综合性的需求解决方案。股权衍生品业务方面，公司强调完善产品供给和交易服务，逐步扩大交易服务规模，进一步提升公司综合交易服务能力和产品创设能力。

图 32 2019 年以来公司自营业务收入及占比大幅提升



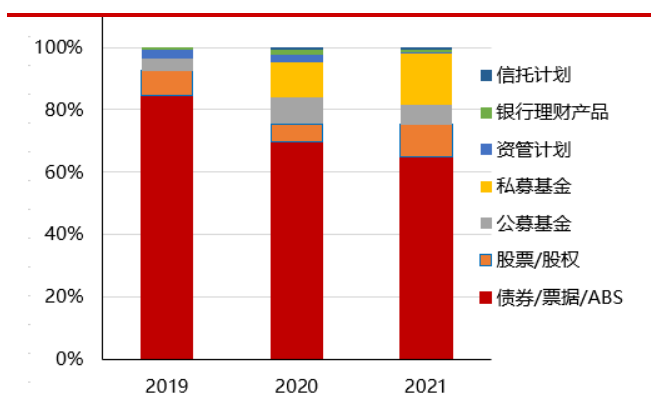
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 33 投资资产规模 VS 收益率



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 34 自营投资资产配置情况



资料来源：公司年报，华西证券研究所

2.5 两融业务市场份额大幅增长，机构占比提升

公司融资融券业务以“提升融资融券业务规模，合力拓展融券业务，增加两融业务的机构投资者占比”为指导思想，通过制定展业工具包，并加强培训指导的方式，提升专业度及客户服务能力；申请获批转融券科创板及转融券创业板约定申报业务资格，积极拓展公募基金等融券券源渠道建设，扩大公司融券标的，以满足投资者策略交易及网下打新融券对冲交易需求；制定特殊专业机构投资者征信评级体系，修订两融利率分级定价标准。从融出资金利率来看，2019 年以来公司费率相较于行业有竞争优势。

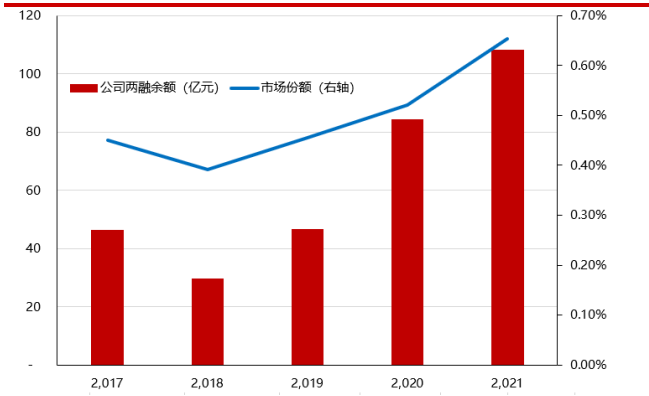
2019 年以来公司两融余额及市场份额大幅提升，两融余额从 2018 年的 30 亿元提升至 2021 年的 108 亿元，提升 2.65 倍，市场份额从 2018 年的 0.39% 提升至 2021 年的 0.65%，提升 66%。其中个人两融与机构两融业务余额及市场份额均有大幅增长，机构增速更快。公司机构两融占比大幅提升，以两融业务的机构业务占比来看，从 2018 年的 1% 到 2021 年的 10%。

公司 2020 年以来股票质押业务发展策略明确为“在严控、化解业务风险的前提下审慎展业”；股质业务风险项目规模有序压缩；获批深交所上市公司股权激励

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

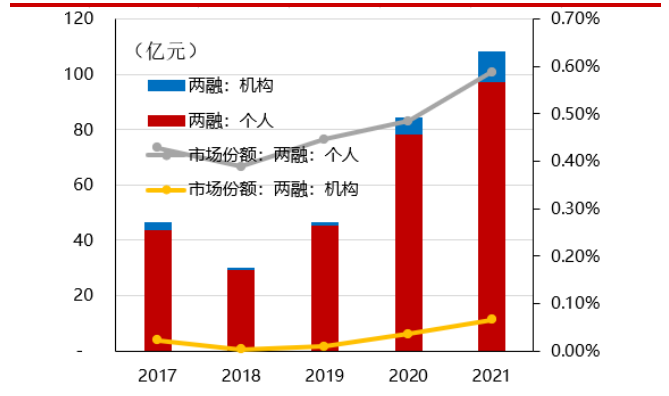
行权融资业务试点资格。整体公司股质业务规模在 2020 年触底，2021 年有所回升。

图 35 19 年以来公司两融余额及市场份额大幅提升



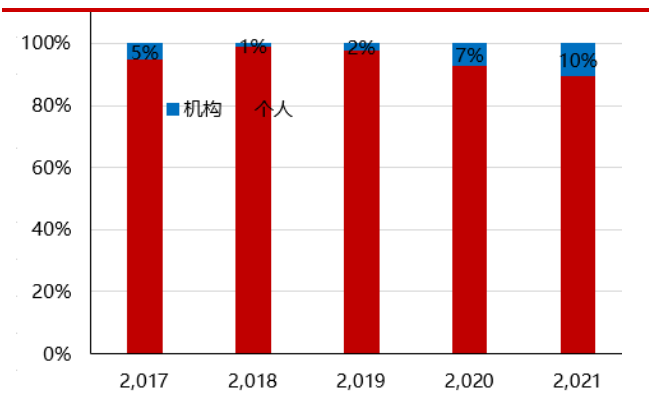
资料来源: Wind, 公司年报, 华西证券研究所

图 36 19 年以来两融中个人与机构市场份额均提升



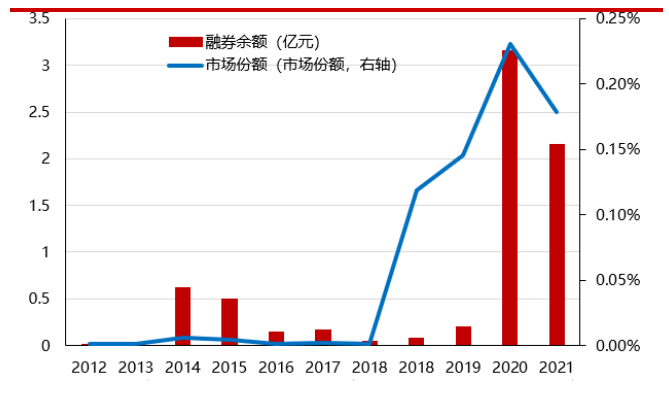
资料来源: 公司年报, 华西证券研究所

图 37 公司两融业务机构占比提升



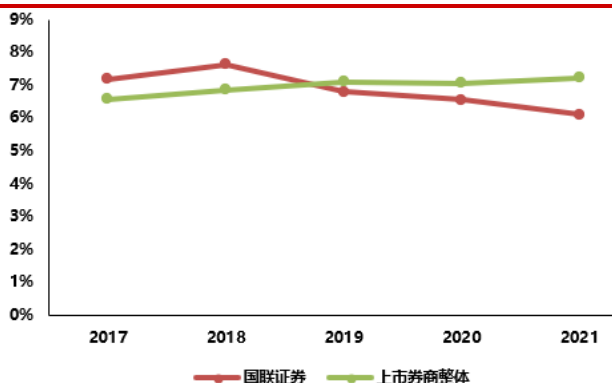
资料来源: 公司年报, 华西证券研究所

图 38 公司融券业务有增长但仍处较低水平



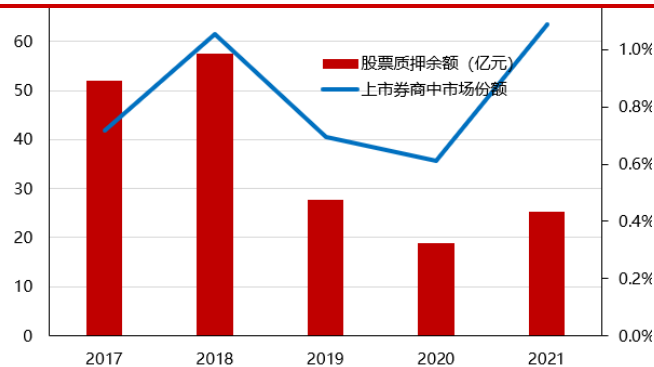
资料来源: 公司年报, 华西证券研究所

图 39 2019 年以来公司融出资金费率较具优势



资料来源: Wind, 公司年报, 华西证券研究所

图 40 2020 年股票质押业务触底回升



资料来源: 公司年报, 华西证券研究所

3. 盈利预测: 基金投顾、投行、资管业务有望快速增长

公司基金投顾业务、投行、资管业务均在快速增长中, 公司整体业绩有望快速增长。

经纪与财富管理业务: 公司投顾业务的发展有望极大地降低佣金下行趋势, 假设公司股基交易市场份额及佣金率维持 2021 年 0.049% 和的 0.020% 水平。假设基金投顾业务增速 30%。

投行业务: 2021 年公司投行人员数量有较大增长, 目前人均创收大幅低于行业 (业务开展存在滞后性), 加之北交所的推进有利于中小券商投行业务的开展, 预计公司投行业务会有较快增长, 其中 IPO 业务将贡献较大增量。据我们计算 2021 年公司 IPO 规模 6.8 亿元, 22Q1 IPO 规模已经达到 10.4 亿元。假设 2022-2024 年公司 IPO 业务规模增速分别为 356%、33%、33%, 再融资业务规模增速分别为 34%、34%、34%, 核心债券规模增速分别为 14%、15%、15%。

资管业务: 公司近年资管业务人员有大幅增长, 2022 年 4 月资管子公司成立。公司资管业务以 FOF 及固收+产品思路非常契合居民财富配置需求, 同时资产证券化业务也有望继续高增。假设 2022-2024 年公司资管业务增速分别为 30%、33%、28%。

投资业务: 自营业务上公司强调客需属性, 在满足客户需求的同时获取稳健收益, 这类业务由于收益稳健公司仍然有加杠杆空间。2021 年末公司投资资产规模为 365.3 亿元, 投资收益率 4.9%。假设 2022-2023 年公司投资规模分别为 419.1/466.1/542.5 亿元, 投资收益率分别为 4.0%、4.8%、4.8%。

两融业务: 公司在两融业务上具备较强竞争力, 近年市场份额持续提升, 预计继续提升但难有大幅提升。2021 年末公司两融余额 108 亿元, 市场份额 0.65%。假设 2022-2024 年公司两融业务余额分别为 99.2/132.6/145.0 亿元, 市场份额为 0.66%。

管理费率: 券商管理费用具有一定刚性, 随着收入增长, 管理费率预计下降。公司 2021 年管理费用率 58.6%, 假设公司 2022-2024 年管理费率分别为 57.5%、57.0%、55.0%。

在以上假设下, 预计 2022 年公司经纪、投行、资管、利息和投资业务收入分别为 6.0/7.3/1.8/1.8/16.0 亿元, 增速分别为-2%、43%、30%、-18%、14%。预计 2022 年公司营业收入为 33.8 亿元, 同比+14%; 归母净利润为 10.1 亿元, 同比+14%。

表 4 2022-2024 各项业务收入预测 (单位: 亿元)

	2021A	2022E	2023E	2024E	2022增速	2023增速	2024增速
经纪	6.1	6.0	7.2	7.7	-2%	20%	7%
投行	5.1	7.3	9.0	11.3	43%	24%	25%
资管	1.4	1.8	2.4	3.1	30%	33%	28%
利息	2.2	1.8	2.1	3.1	-18%	17%	49%
投资	14.0	16.0	21.9	25.5	14%	38%	16%
其他	1.0	1.1	1.2	1.3	10%	9%	9%
营业收入	29.7	33.8	43.8	51.9	14%	29%	19%
归母净利润	8.9	10.1	13.3	15.8	14%	31%	19%

资料来源: Wind, 华西证券研究所

2021 年国联证券的 ROE 为 7.3%，大幅高于可比券商均值 6.4%。由于 2021 年公司大幅融资后 ROE 处于稀释的阶段，未来公司 ROE 有望继续提升。

目前股价对应 PB (LF) 为 1.9 倍, PE (TTM) 为 34.7 倍, 而可比券商 PB (LF) 为 1.4 倍, PE (TTM) 为 32.1 倍, 国联证券相对可比券商享有一定估值溢价。

表 5 可比公司估值

名称	总资产-2021 (亿元)	ROE-2021(%)	PB(LF)	PE(TTM)
国金证券	883	9.9	1.1	16.6
西部证券	851	5.3	1.1	25.4
西南证券	823	4.1	1.0	38.3
东北证券	801	9.4	0.9	15.8
山西证券	763	4.7	1.2	27.4
国海证券	759	4.2	1.0	29.6
华安证券	736	8.4	1.1	15.3
中银证券	627	6.3	2.2	37.2
中原证券	537	3.8	1.3	44.1
华创阳安	517	6.2	0.9	16.4
南京证券	517	6.1	1.8	32.1
财达证券	453	6.6	2.4	49.2
红塔证券	442	9.0	2.0	69.9
第一创业	431	5.3	1.8	32.8
均值	653	6.4	1.4	32.1
国联证券	659	7.3	1.9	34.7

资料来源: Wind, 华西证券研究所

4. 投资建议

鉴于公司具有显著的区位优势及管理层优势，短期投行、资管及资金类业务贡献靓丽业绩；长期公司在基金投顾为代表的财富管理领域行业领先，财富管理大发展的背景下极具想象空间。另外借鉴中信证券“牛市融资、熊市收购”的做法，公司还有望通过投资、并购等外延式成长途径发展壮大。而公司 2022 年 6 月公告拟推出股权

激励计划，股权激励计划的推出将有利于留住目前优秀的管理层，以及进一步吸引优秀人才加盟，提高公司成长的确定性与稳定性。

在 2022/2023/2024 年股基日均交易额分别为 10,646.2/12,346.8/12,831.4 亿元的核心假设下，预计公司 2022/2023/2024 年营业收入分别为 33.83/43.76/51.89 亿元，EPS 分别为 0.36/0.47/0.56 元，预计公司 2022/2023/2024 年 BVPS 分别为 6.14 / 6.61/ 7.17 元，7 月 19 日股价 11.28 元，对应的 PB 为 1.84/1.71/1.57 倍。首次覆盖给予“增持”评级。

5. 风险提示

1) 财富管理业务发展低于预期；2) 注册制下投行责任加大，投行业务尽责及合规风险；3) 权益市场大幅下跌，证券投资业务与股票质押业务风险；4) 交易量大幅萎缩，资本市场改革低于预期的风险。

财务报表和主要财务比率

资产负债表		单位:亿元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
货币资金	105.7	118.1	130.7	145.6	
其中:客户资金存款	85.7	94.7	104.1	114.2	
结算备付金	32.7	36.7	40.7	45.7	
其中:客户备付金	23.6	26.1	28.6	31.4	
融出资金	107.9	99.2	132.6	145.0	
金融投资	365.3	427.3	485.1	574.4	
交易性金融资产	277.1	324.1	368.0	435.7	
债权投资	-	-	-	-	
其他债权投资	62.4	73.0	82.9	98.1	
其他权益工具投资	25.8	30.2	34.3	40.6	
持有至到期投资	-	-	-	-	
买入返售金融资产	29.6	51.7	51.7	51.7	
长期股权投资	1.0	1.2	1.4	1.6	
固定资产	1.0	1.1	1.3	1.5	
无形资产	0.6	0.7	0.8	0.9	
递延所得税资产	0.2	0.3	0.3	0.4	
投资性房地产	-	-	-	-	
其他资产	15.4	17.0	18.5	20.7	
资产总计	659.4	753.3	863.0	987.6	
短期借款	0.4	0.4	0.5	0.6	
应付短期融资款	21.3	24.6	28.2	31.8	
拆入资金	8.5	9.8	11.3	12.7	
交易性金融负债	14.3	17.9	22.5	28.2	
衍生金融负债	4.3	5.4	6.8	8.5	
卖出回购金融资产款	128.0	160.4	201.1	252.1	
代理买卖证券款	111.8	123.6	135.8	148.9	
其他负债	31.5	34.8	38.3	42.0	
负债合计	495.6	579.3	675.8	784.5	
股本	28.3	28.3	28.3	28.3	
资本公积金	81.7	81.7	81.7	81.7	
盈余公积金	6.8	7.8	9.1	10.7	
未分配利润	28.0	36.1	46.8	59.4	
一般风险准备	17.1	18.2	19.5	21.1	
归属于母公司所有者权益	163.8	174.0	187.3	203.0	
负债及股东权益	659.4	753.3	863.0	987.6	
每股指标 (单位:元)					
每股净利润	0.3	0.4	0.5	0.6	
每股净资产	5.8	6.1	6.6	7.2	

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

利润表		单位:亿元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业收入	29.7	33.8	43.8	51.9	
代理买卖证券业务净收入	6.1	6.0	7.2	7.7	
证券承销业务净收入	5.1	7.3	9.0	11.3	
受托客户资产管理业务净收入	1.4	1.8	2.4	3.1	
利息净收入	2.2	1.8	2.1	3.1	
投资净收益	12.2	16.0	21.9	25.5	
公允价值变动净收益	1.8	0.0	0.0	0.0	
汇兑净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	
其他业务收入	0.0	0.0	0.0	0.0	
营业支出	17.9	20.4	26.1	30.9	
营业税金及附加	0.2	0.2	0.3	0.3	
管理费用	17.4	19.5	24.9	28.5	
信用减值损失	0.3	0.7	0.9	1.0	
其他业务成本	0.0	0.0	0.0	0.0	
营业利润	11.8	13.5	17.6	21.0	
利润总额	11.7	13.4	17.6	20.9	
所得税	2.8	3.3	4.3	5.1	
归属母公司净利润	8.9	10.1	13.3	15.8	
主要财务比率					
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
成长能力					
营业收入(%)	58.1	14.0	29.4	18.6	
归母净利润(%)	51.2	14.2	31.0	18.8	
收入结构					
手续费净收入(%)	20.5	17.6	16.4	14.8	
承销收入(%)	17.2	21.5	20.6	21.7	
资产管理收入(%)	4.7	5.4	5.6	6.0	
利息净收入(%)	7.3	5.2	4.8	6.0	
投资收益(%)	47.0	47.1	50.0	49.0	
其他业务收入(%)	3.3	3.2	2.7	2.5	
获利能力					
自营投资收益率(%)	5.1	4.0	4.8	4.8	
杠杆率	3.3	3.6	3.9	4.1	
ROE(%)	6.6	6.0	7.4	8.1	
ROA(%)	1.6	1.4	1.6	1.7	
估值					
PE	35.9	31.5	24.0	20.2	
PB	1.9	1.8	1.7	1.6	

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。