

泛财富为羽，大机构为翼，苏南“后起之秀”扬帆起航

——国联证券首次覆盖报告

核心观点

- **中信系优质管理层引领发展，打造核心竞争力。** 1) 中信证券班底上任管理层，经验丰富、战略布局深远的团队赋予公司生命力和创造力，积极推进高 ROE 业务发展，引领公司业务快速扩张，2021 年营业收入/归母净利润增幅分别为 58.1%/51.2%。2) 管理层积极推进战略融资，提升公司资本运作能力，为未来发展打下坚实基础。优质管理团队、高成长业绩和资本运作能力均是公司重要的核心竞争力。未来公司仍有可能通过外延并购方式快速提升综合实力。
- **聚焦泛财富管理业务模式，着重基金投顾赛道弯道超车。** 1) 公司以财富管理为战略核心，积极推动从传统零售经纪向财富管理转型，2021 年代销金融产品收入 0.68 亿元，同比增幅 132.54%，占经纪业务收入比重达到 11%。2) 公司把握基金投顾赛道，作为首批获得基金投顾业务资格的唯一中小券商，公司抓住机会迅速展业，2021 年底公司基金投顾签约资产规模 102.6 亿元，服务客户数量 15.03 万户，规模与头部券商相近，处于行业领先地位，力图实现弯道超车。3) 国资背景加持资源丰富，背靠长三角、立足苏南，区位优势显著，同时积极展开与中小银行和其他金融机构的合作，为公司聚焦“小 B 大 C”战略开展基金投顾业务提供广泛支持。
- **自营业务迅猛发展，衍生品业务发展亮眼。** 1) 自营业务表现亮眼，2021 年自营投资业务净收入 13.94 亿元，同比增幅达到 105.3%，收入贡献占比达到 47%，成为公司业绩的主要驱动因素之一。2022 年一季度市场震荡下跌环境下仍然取得同比 25.7% 的增长，体现出公司出众的投资能力。2) 新管理层同样带来专业衍生品业务团队，为开展衍生品业务打下良好基础。2021 年末，公司衍生工具名义金额 311.37 亿元，同比翻番，基于柜台与机构客户对手方交易业务收入 2.81 亿元，进入业内前十名。3) 公司重视发展场外衍生品业务，预计衍生品业务规模将进一步扩大。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2022-2024E BVPS 分别为 6.14/6.54/7.03 元，采用可比公司估值法，参考指标为市净率。参考可比公司平均估值，我们给予公司 2022 年 2.10xPB，对应目标价为 12.89 元，首次覆盖，给予增持评级。

风险提示

- 系统性风险对非银行金融业务与估值的压制；自营投资业绩存在不确定性；证券行业乃至资本市场的政策超预期收紧。

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,876	2,967	3,359	4,033	4,695
同比增长(%)	16%	58%	13%	20%	16%
营业利润(百万元)	789	1,180	1,411	1,761	2,145
同比增长(%)	15%	50%	20%	25%	22%
归属母公司净利润(百万元)	588	889	1,063	1,331	1,626
同比增长(%)	13%	51%	20%	25%	22%
每股收益(元)	0.21	0.31	0.38	0.47	0.57
总资产收益率(%)	2%	2%	1%	2%	2%
净资产收益率(%)	6%	7%	6%	7%	8%
市盈率	55.25	36.55	30.57	24.41	19.97
市净率	3.07	1.98	1.87	1.75	1.63
经纪业务佣金率(%)	0.0247	0.0224	0.0214	0.0209	0.0208

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级

增持(首次)

股价(2022年08月11日)	11.47元
目标价格	12.89元
52周最高价/最低价	16.64/8.73元
总股本/流通A股(万股)	283,177/143,161
A股市值(百万元)	32,480
国家/地区	中国
行业	非银行金融
报告发布日期	2022年08月12日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	11.04	1.83	17.88	-16.58
相对表现	11.49	6.76	16.58	8.09
沪深300	-0.45	-4.93	1.3	-24.67



证券分析师

孙嘉赓	021-63325888*7041 sunjiageng@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520080006
唐子佩	021-63325888*6083 tangzipei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514060001 香港证监会牌照：BPU409

目录

1. 聚焦泛财富管理的“小而美”区域特色券商	5
1.1. 发展二十余载，立足苏南打造优质中型券商	5
1.2. 管理层更迭注入发展活力，泛财富管理战略深入布局	7
1.3. 监管资源与泛财富管理战略打造核心竞争力	10
2. 财富管理深入布局，各项业务协同发展	10
2.1. 经纪与财富管理：基金投顾为抓手，财富管理转型中	10
2.2. 自营：固收为主风格稳健，衍生品业务发展亮眼	13
2.3. 投行：项目数量快速增长，“投行+投资”协同发展	15
2.4. 信用：两融市占率稳步提升，股质业务风险可控	17
2.5. 资管：业务规模大幅提升，助力财富管理战略发展	18
3. 盈利预测与投资建议	19
3.1. 盈利预测	19
3.2. 投资建议	20
4. 风险提示	21

图表目录

图 1: 国联证券发展历程	5
图 2: 国联证券股权结构 (截至 2021 年末)	5
图 3: 2017-2022Q1 国联证券营业收入	9
图 4: 2017-2022Q1 国联证券归母净利润	9
图 5: 2017-2021 年国联证券 ROE (单位: %)	9
图 6: 2017-2022Q1 国联证券杠杆率	9
图 7: 国联证券 2017-2022Q1 收入结构	9
图 8: 2017-2022Q1 国联证券经纪业务收入	10
图 9: 2017-2022Q1 国联证券股基交易额及市占率	10
图 10: 2017-2021 年国联证券经纪业务收入结构	11
图 11: 2017-2021 年国联证券金融产品销售额 (单位: 亿元)	11
图 12: 国联证券基金投顾签约户数和资产规模	12
图 13: 国联证券投资咨询业务净收入快速增长	12
图 14: 2017-2022Q1 国联证券证券投资净收入及同比增速	13
图 15: 2017-2021 年国联证券自营投资规模与收益率	13
图 16: 国联证券投资结构 (合并口径) (单位: 亿元)	14
图 17: 国联证券投资结构 (母公司口径)	14
图 18: 国联证券衍生工具名义金额 (单位: 亿元)	15
图 19: 国联证券投行业务净收入快速增长	15
图 20: 2017-2021 年国联证券投行团队规模	15
图 21: 2017-2021 年国联证券 IPO 规模与单数	16
图 22: 2017-2021 年国联证券再融资规模与单数	16
图 23: 2017-2021 年国联证券债券承销金额和单数	16
图 24: 2017-2021 年国联证券财务顾问净收入	16
图 25: 2017-2022Q1 国联证券利息净收入	17
图 26: 2017-2021 国联证券两融规模及市占率	17
图 27: 2017-2021 年国联证券股票质押回购账面价值及同比增速	18
图 28: 2017-2022Q1 国联证券资管业务净收入与净费率	18
图 29: 2017-2021 年国联证券资产管理规模 (单位: 亿元)	18
表 1: 2021 年全国富裕家庭和高净值家庭数量排名前 20	6
表 2: 国联证券高管情况	7
表 3: 国联证券员工持股计划内容	8
表 4: 对比同批次券商, 国联基金投顾业务展业早、规模领先 (截至 2021 年末)	12

表 5: 国联证券估值模型预测指标 (单位: 百万元)	19
表 6: 国联证券收入分类预测表 (单位: 百万元)	20
表 7: 可比公司估值 (截至 2022/08/02)	21
表 8: 国联证券情景分析	21

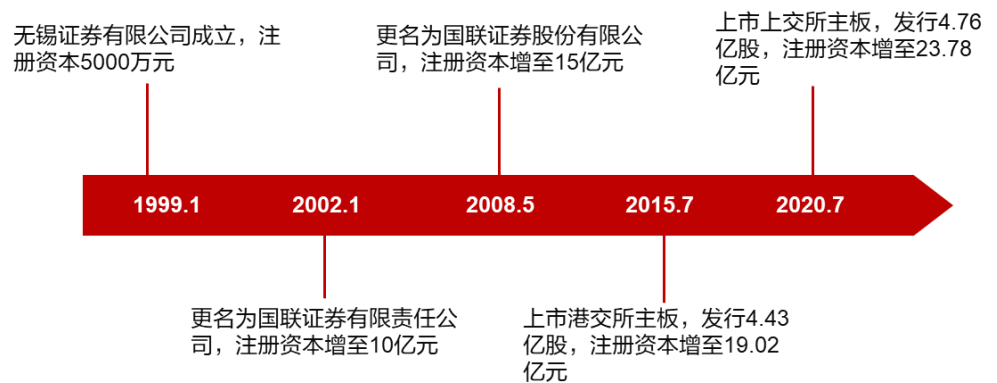
1. 聚焦泛财富管理的“小而美”区域特色券商

1.1. 发展二十余载，立足苏南打造优质中型券商

国联证券前身为无锡证券有限责任公司，成立于 1999 年 1 月。无锡证券有限责任公司为经 1998 年 1 月中国人民银行无锡分行批准、由无锡证券增资改制设立的证券公司，成立时公司注册资本为 5000 万元。2002 年 1 月增资至 10 亿元，更名为“国联证券有限责任公司”。2008 年 5 月，公司整体变更为股份有限公司，变更后公司名为“国联证券股份有限公司”，同时注册资本增至 15 亿元。

A+H 股两地上市，定增落地增强资本实力。2015 年 7 月，国联证券上市港交所主板，发行 4.43 亿股，注册资本增至 19.02 亿元。2020 年 7 月，公司上市上交所主板，成为国内证券行业第 13 家 A+H 两地上市公司。2021 年 10 月，公司完成 50.9 亿非公开发行股票，用于进一步扩大包括融资融券在内的信用交易业务规模。经过两地上市与定增，公司资本实力得到有效提升，为未来业务发展和抵御风险提供坚实基础。

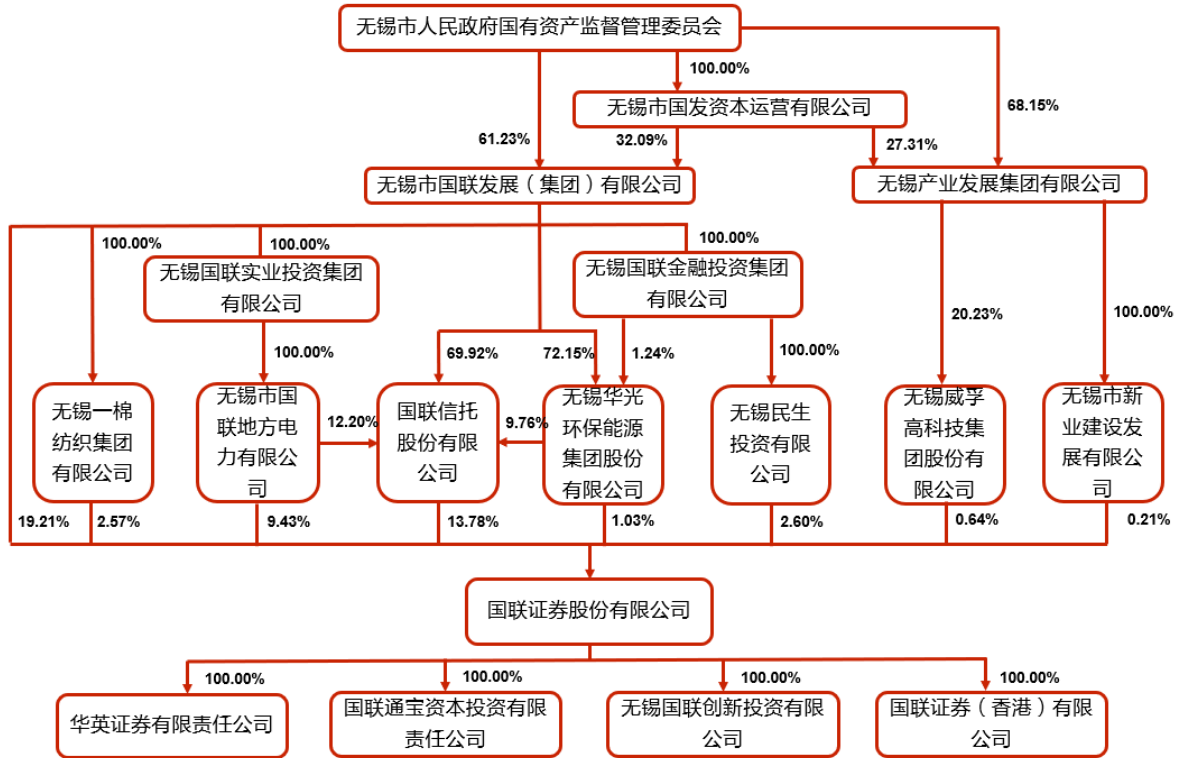
图 1：国联证券发展历程



数据来源：公司公告，东方证券研究所

无锡国资控股，股权结构稳定，初具集团架构。截至 2022 年一季度末，最大股东为无锡市国联发展（集团）有限公司，持有股份比例 19.21%，同时通过国联信托、无锡市国联地方电力有限公司等间接持有 29.4% 股份，合计持股比例达到 48.6%。公司现拥有华英证券有限责任公司、国联通宝资本投资有限责任公司、无锡国联创新投资有限公司、国联证券（香港）有限公司四家全资子公司，分别通过华英证券和国联通宝开展投行和投资业务，同时参股中海基金管理有限公司，证券金融控股集团构架初具。

图 2：国联证券股权结构（截至 2021 年末）



数据来源：公司年报，东方证券研究所

地处江苏无锡，区位优势助力业务发展。公司所在江苏省经济体量大、经济发展充满活力、高净值人群较多。2021年江苏省GDP为11.64万亿元，同比增长13.3%，在全国排名第二。根据2021年胡润财富报告，江苏省无锡市600万人民币可投资资产“富裕家庭”数量为1.46万家，排名全国第17，千万人民币可投资资产“高净值家庭”数量9820家，排名全国第15。丰富的高净值客户资源为公司财富管理业务拓展、采用“大C”渠道策略提供了广阔的市场。国联证券作为区域性券商，以江苏省内为发力重点，截至21年末，公司共有88家证券营业部，其中59家分布于江苏省内，占比高达67%。

表 1：2021 年全国富裕家庭和高净值家庭数量排名前 20

排名	城市	600万人民币可投资资产“富裕家庭”数量(万家)	城市	千万人民币可投资资产“高净值家庭”数量(万家)
1	北京	27.3	北京	15.41
2	上海	22.1	上海	14.9
3	深圳	6.37	深圳	4.08
4	广州	6.05	广州	3.69
5	杭州	4.73	杭州	2.67
6	宁波	3.67	宁波	2
7	佛山	2.63	台北	1.67
8	台北	2.46	佛山	1.6
9	天津	2.32	天津	1.4
10	苏州	2.2	东莞	1.34
11	东莞	2.18	苏州	1.31

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

12	温州	2.06	温州	1.16
13	绍兴	1.88	绍兴	1.07
14	嘉兴	1.67	南京	0.987
15	台州	1.63	无锡	0.982
16	南京	1.53	嘉兴	0.94
17	无锡	1.46	台州	0.93
18	泉州	1.32	成都	0.905
19	成都	1.3	泉州	0.744
20	福州	1.27	福州	0.724

数据来源：《2021 意才·胡润财富报告》，东方证券研究所

1.2. 管理层更迭注入发展活力，泛财富管理战略深入布局

中信系高管入驻成为公司转型的重要节点。2019年初，在国联证券面临业绩下滑、A股IPO停滞的背景下，时任中信证券CFO的葛小波先生率中信系高管团队加盟国联证券，推动了公司业绩回升与A股上市。2019年5月，葛小波被聘任为国联证券总裁，2022年6月被任命为董事长，两职合一意味着股东的高度信任和管理的高度统一，有利于战略实施和政策执行。副总裁尹红卫曾任中信证券财富管理部执行总经理，副总裁李钦曾就职中信证券风险管理部，均为经验丰富、能力出众的中信老将。当前管理层具备丰富经验、卓越能力与前瞻性战略思考，为公司的长期发展奠定良好基础。

表 2：国联证券高管情况

姓名	职位	年龄	背景介绍
葛小波	董事长、总裁、财务负责人；兼任华英证券董事长，中海基金董事，国联证券（香港）董事	51	工商管理硕士，曾任中信投资银行部经理、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。
尹红卫	副总裁；兼任国联通宝董事长、国联证券（香港）董事	55	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	副总裁；兼任国联证券（香港）董事	45	经济学硕士，曾就任于中信证券风险管理部。
尹磊	副总裁、财务负责人	51	会计学硕士，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；中信金通计划财务部总经理、财务总监；方正证券助理总裁、执行委员会委员、副总裁、财务负责人。
王捷	董事会秘书、人力资源部总经理；兼任华英证券董事	52	经济学硕士，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	首席信息官；兼任华英证券董事、首席信息官	47	工学博士，高级工程师，持有中国注册会计师证书、中国精算师证书，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。
马群星	副总裁	45	工程硕士，曾任锡山有机化工二厂助理工程师、技术科副科长，上海爱建引发剂有限公司设备工程师、工艺工程师，新美亚电路（无锡）有限公司制程主管，索尔维投资有限公司（罗地亚合并）中国区市场经理、亚太采购经理，曾任本公司研究所首席研究员、副所长、所长。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

戴洁春	合规总监	45	工商管理硕士，国际注册内部审计师、国际注册风险管理确认师、高级会计师。曾任江苏会计师事务所（现天衡会计师事务所）审计职员，中国证监会南京特派办机构监管处五级助手，江苏证监局机构监管处五级助手、科员，江苏证监局稽查处科员、副主任科员、主任科员，江苏证监局上市公司监管一处主任科员、副调研员、副处长，江苏证监局公司监管处副处长，江苏证监局会计监管处副处长、二级调研员。
江志强	首席风险官；兼任中海基金董事	51	曾任本公司证券投资部经理、证券营业部总经理、财富管理中心总经理、资产管理部总经理、总裁助理、副总裁、监事会主席。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

实施员工持股计划，建立中长期激励机制。国联证券股东大会于 2022 年 6 月审议通过了 2022 年度员工持股计划，员工持股计划规模不超过 7200 万，存续期 5 年，锁定期 12 个月。计划参与人包括公司董监高、VP 及以上职级人员以及其他核心骨干，其中公司董监高的认购比例不低于总份额的 20%，其他参与员工人数不超过 350 人，认购比例不超过计划总份额的 80%。根据公司 7 月 1 日的公告，2022 年度员工持股计划实际参与人数为 342 人，认购总金额为人民币 6811 万元。员工持股计划的推出有利于公司吸引和保留核心业务及管理人才，激发公司员工积极性、提高团队凝聚力，促进公司长期可持续发展的健康发展。

表 3：国联证券员工持股计划内容

项目	内容
参与人员	截至 2022 年 3 月 31 日与公司或下属控股子公司签订正式劳动合同的董事、监事、高级管理人员、VP 及以上职级人员以及其他核心骨干员工
认购规模	金额合计不超过人民币 7,200 万元，单个员工起始认购份数为 1 万份（即最低认购金额为人民币 1 万元）
认购详情	公司董事、监事和高级管理人员（共 11 人）认购比例不低于总份额的 20%，公司和子公司董事、监事、最高行政人员等核心关联人士参与持股不超过总份额的 20%，其他参与员工总人数预计不超过 350 人，认购比例不超过总份额的 80%
资金来源	员工个人的合法薪酬，以及法律、行政法规允许的其他方式取得的自筹资金
投资范围	主要投资于员工持股计划约定的国联证券 H 股，闲置资金可投资于银行存款、国债等流动性管理工具
存续期	存续期为 5 年，自公司股东大会审议通过本计划之日起算
锁定期	标的股票的锁定期为 12 个月，自公司公告最后一笔标的股票完成登记过户之日起算

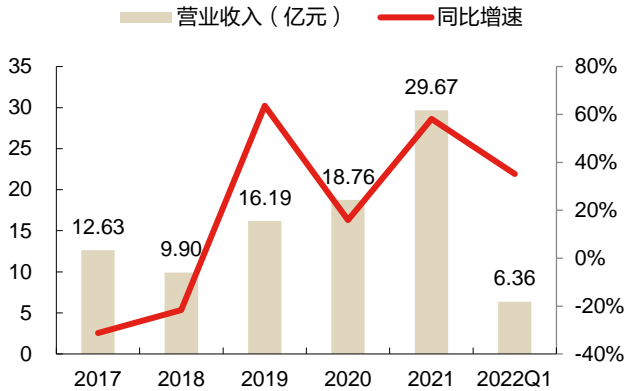
数据来源：公司公告，东方证券研究所

2019 年管理层更迭后，国联证券盈利水平显著改善。2018 年在证券行业整体低迷的背景下，公司营业收入 9.9 亿，归母净利润 0.5 亿元，且自 2015 至 2018 年营业收入和归母净利润均持续下滑。2019 年中信系管理层入驻后，公司业务重回正轨，营收与利润增长态势良好。2021 年，国联证券实现营业收入 29.67 亿元，同比增长 58%，18-21 年 CAGR 为 44%；归母净利润 8.89 亿元，同比增长 51.16%，18-21 年 CAGR 达到 160%。22 年一季度继续保持增长态势，营业收入和归母净利润分别为 6.36 亿元、1.89 亿元，同比增速为 35%和 20%。2019-2021 年间公司加权 ROE 维持在 6%-7.5%之间，其中 2021 年 ROE 为 7.27%，相较 2018 年增加 6.61pct，表明公

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

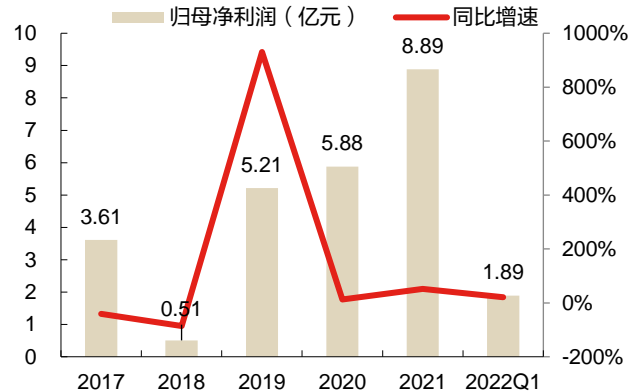
公司的盈利能力得到大幅提升。与此同时，公司杠杆率不断提升，2022 年一季度杠杆倍数达到 3.7 倍，相较 2016 年 1.82 倍有显著提升。

图 3：2017-2022Q1 国联证券营业收入



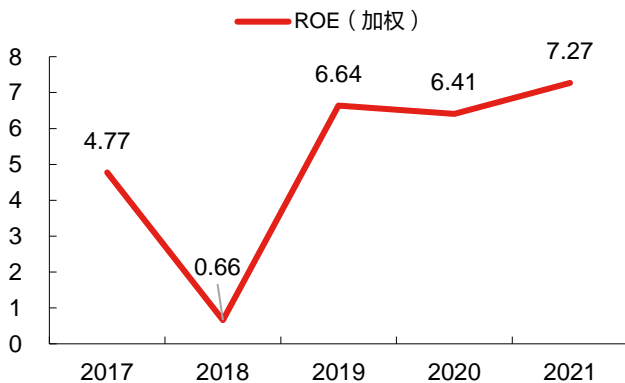
数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 4：2017-2022Q1 国联证券归母净利润



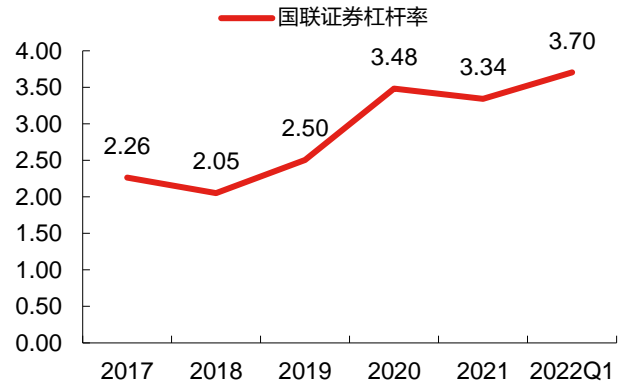
数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 5：2017-2021 年国联证券 ROE (单位：%)



数据来源：公司年报，东方证券研究所

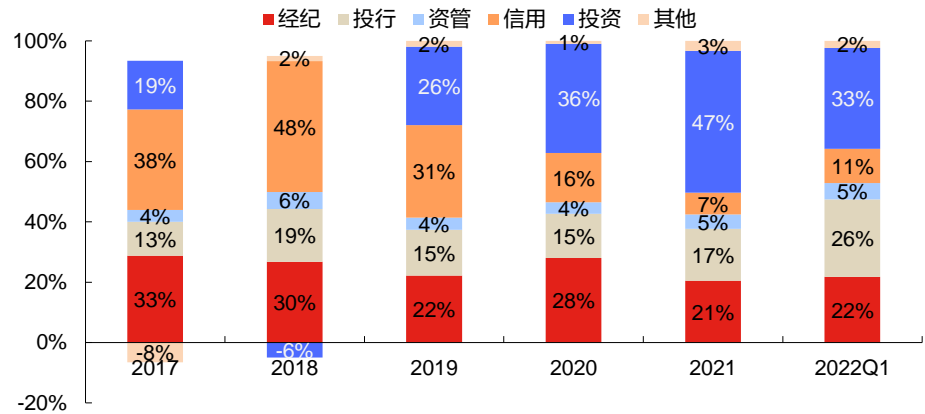
图 6：2017-2022Q1 国联证券杠杆率



数据来源：公司年报，东方证券研究所

公司向泛财富管理业务转型成长。近年来国联证券将泛财富管理作为发展重点，力求从零售经纪业务向财富管理转型。从收入结构来看，经纪业务收入占比逐渐下降，21 年经纪业务收入比重为 21%，得益于近年来市场景气度提升与公司出众的投资判断能力，投资业务占比达到 47%，2019-2021 年公司投资业务收入呈快速增长趋势。此外，投行、信用、资管业务收入比重分别为 17%、7%和 5%。

图 7：国联证券 2017-2022Q1 收入结构



数据来源：公司年报，东方证券研究所

1.3. 监管资源与泛财富管理战略打造核心竞争力

优质管理团队赋予公司根本竞争力。自 1995 年起担任中信证券总经理、并于 2002 年出任董事长的中信证券“灵魂人物”王东明于 2015 年 11 月卸任中信证券董事长，由国联证券聘为公司顾问。带领中信证券成为业内头部的幕后军师加盟，不仅为国联带来高瞻远瞩的发展战略，更能带来潜在的监管资源与红利。随着幕后军师王东明的加入，2019 年，国联证券迎来以葛小波为首的中信系管理层入驻，一批经验丰富、战略布局深远的团队能够赋予公司根本生命力和创造力，是公司最为重要的财富。

管理层加持下，财富管理战略迎来发展新机遇，资本运作能力不断提升。从公司聚焦泛财富管理的目标来看，优质管理层推动了公司战略目标的推进。曾任职中信的两位高管尹红卫和李钦加入国联后均担任副总裁，二人曾分别在财富管理部、风险管理部任职，入职国联后前者主管财富管理条线，后者则负责管理衍生品部门，丰富的经验帮助公司财富管理业务整体发展和衍生品条线快速增长。得益于管理层的深厚积累与高远视野，公司同样具有融资并购战略。公司 20 年做出并购国金证券的尝试，尽管最终二者未能在核心条款上达成一致，但长期看，外延并购仍有望成为公司未来发展的战略规划，以提升自身资本能力、实现弯道超车。

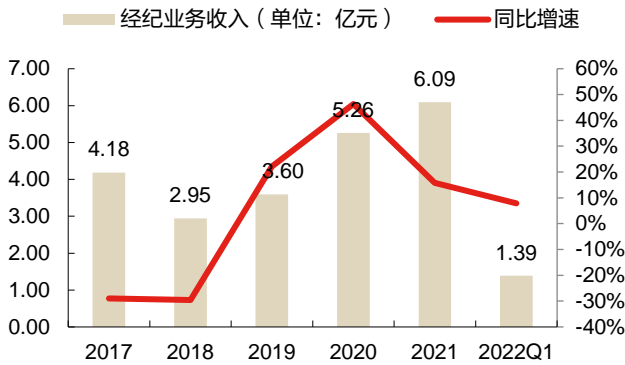
2. 财富管理深入布局，各项业务协同发展

2.1. 经纪与财富管理：基金投顾为抓手，财富管理转型中

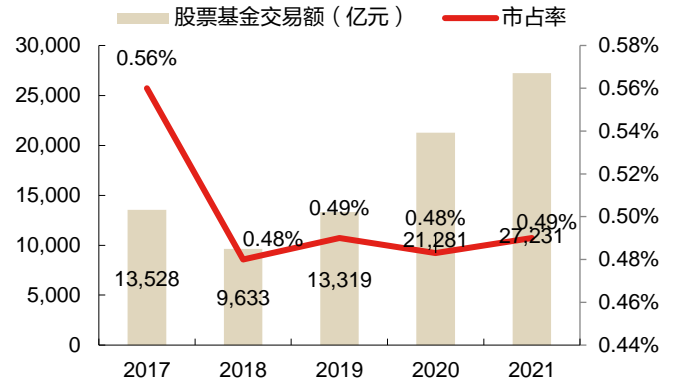
2019 年以来经纪业务收入持续增长。2021 年公司经纪业务收入 6.09 亿元，实现同比 16% 的增长，18-21 年 CAGR 达到 27.4%，2019 年起下跌趋势逆转，保持较快增速至 2022Q1。2021 年国联证券股基交易额达到 2.72 万亿元，同比增长 28%，市场占有率 0.49%。

图 8：2017-2022Q1 国联证券经纪业务收入

图 9：2017-2022Q1 国联证券股基交易额及市占率



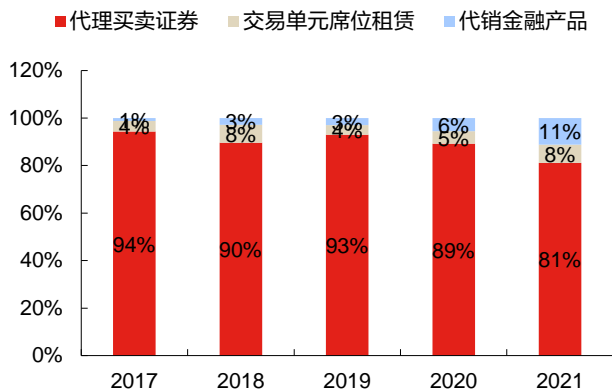
数据来源：公司年报，东方证券研究所



数据来源：公司年报，东方证券研究所

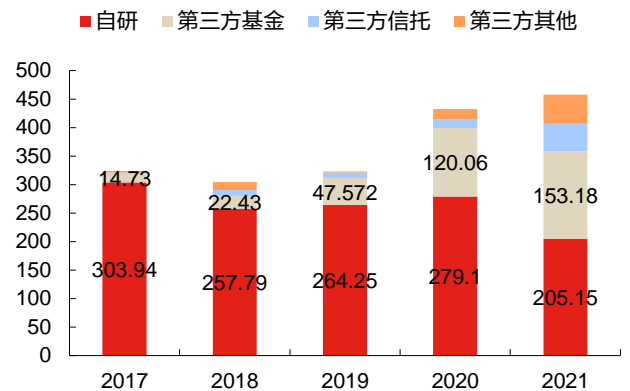
经纪业务收入结构持续优化，金融产品代销渠道不断完善。从收入结构来看，21 年国联证券代理买卖证券净收入 4.94 亿元，占经纪业务收入 81%，交易单元席位租赁收入 0.47 亿元，占比 8%，代销金融产品收入 0.68 亿元，占比 11%。传统经纪业务占比仍在 80% 以上，但从 2019 年至今比例从 93% 下降到 81%；代销金融产品收入占比从 2019 年的 3% 提升到当前 11%，体现公司从传统零售经纪向财富管理转型的成果。从金融产品销售额来看，2021 年国联证券金融产品销售总额达到 457.49 亿元，同比增幅为 6%，其中自主研发资产管理产品销售额为 205.15 亿元，同比减少 26.5%，而第三方基金产品销售额为 153.18 亿元，同比增加 27.6%，第三方信托产品销售额为 48.13 亿元，同比增幅达到 207.5%。代销第三方产品的销售额占全部金融产品销售额的比重从 2016 年的 10% 上升到 2021 年 55%，表明公司的渠道建设与维护卓有成效。

图 10: 2017-2021 年国联证券经纪业务收入结构



数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 11: 2017-2021 年国联证券金融产品销售额（单位：亿元）



数据来源：公司年报，东方证券研究所

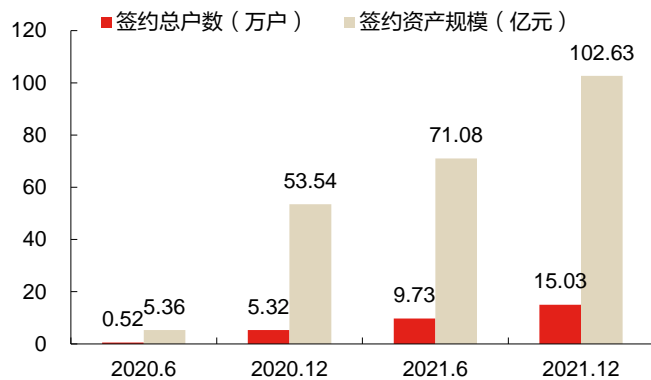
基金投顾业务起步较早，具备先发优势。2019 年 10 月，基金投顾正式开始试点，揭示着我国财富管理正式开启新篇章，从以往产品为中心转向以客户为中心、从卖方投顾转向买方投顾。基金投顾业务对于国内券商来说是一种新的经营模式，各家券商均处于摸索阶段，并没有现成的成功模式可供借鉴，但正因如此，无论大小券商都处于同一起跑线上，对于发展特色财富管理业务的中小券商来说是一个弯道超车的机会。国联证券抓住这一机会，将公司战略重点放在轻资产业务，力图打造有特色的“小而美”财富管理业务。2020 年 2 月国联证券获得基金投顾业务资格，

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

为首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，表明公司基金投顾业务能力得到行业认可。2020 年 4 月 21 日国联证券基金投顾业务上线，为首批获基金业务的券商中最早展业。

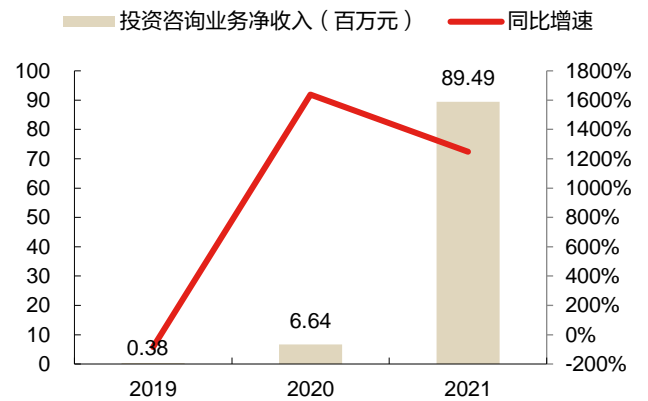
基金投顾业务迅速发展，规模领先。2020 年国联证券展业基金投顾业务后，同年 6 月底，基金投顾业务签约总人数达到 5150 人，授权账户资产规模 5.36 亿元。截至 21 年末，公司基金投顾签约总户数 15.03 万户，同比增幅达到 182%，签约资产规模 102.63 亿元，同比增幅达到 92%，计算得户均规模约为每户 6.83 万元。对比同批次获得基金投顾资格的券商，国联的资产规模仅次于头部券商华泰，客户数量、户均规模都处于领先地位。同时，基金投顾业务收入快速增长，2021 年公司投资咨询业务净收入 0.89 亿元，实现同比 1248% 的增长，表明公司对于基金投顾业务的布局卓有成效。

图 12：国联证券基金投顾签约户数和资产规模



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 13：国联证券投资咨询业务净收入快速增长



数据来源：公司年报，东方证券研究所

表 4：对比同批次券商，国联基金投顾业务展业早、规模领先（截至 2021 年末）

公司名称	展业时间	资产规模	客户数量	户均规模
国联证券	2020 年 4 月	102.63 亿元	15.03 万户	6.83 万元
华泰证券	2020 年 10 月	195.11 亿元	72.21 万户	2.70 万元
国泰君安	2020 年 8 月	约 83 亿元	超过 15 万人	5.53 万元
中金公司	-	近 55 亿元	超过 4.6 万户	11.96 万元
申万宏源	2020 年 9 月	超 30 亿元	9.5 万人	3.16 万元
中信建投	2020 年 9 月	-	9.18 万户	-

注：户均规模为估计值；银河证券没有披露相关信息

数据来源：各公司公告，每日经济新闻，东方证券研究所

渠道端聚焦“小 B 大 C”策略充分发挥优势。券商的客户触达能力是其传统弱项，线上流量不及互联网，线下流量弱于银行，存在天然劣势；对于中小券商来说，其经纪业务客户体量远不及头部券商，因此想要在渠道端取胜需要另辟蹊径。在此背景下，国联证券在渠道端采用“小 B 大 C”策略推进产品销售。小 B 指中小银行和私募等中小金融机构。中小银行具有较高的财富管理需求，而其自身净值型财富管理的能力较弱，互联网平台则由于缺少基金投顾牌照无法为客户提供顾问型服务。国联证券通过与小 B 类渠道合作，获得其具有优势的客户基础，有利于实现 B2B2C 获客。截至 2021 年末，公司已与 24 家银行、第三方机构签约合作，实现业务正式上线

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

11 家。大 C 指高净值客户，公司通过发挥区位优势，利用江苏省高净值人群较多的优势，为高净值客户群体定制产品与服务，满足其资产管理的需求。

产品端注重品牌打造，提供高端优质产品。好的产品与好的渠道同样重要，在产品同质化严重的当下，不仅需要为客户提供优质产品，也需要打造自有品牌树立区分度，打造差异化优势。国联证券围绕公司“大方向”产品体系，使资产管理部门赋能财富管理部门，打造国联财商、国联尊享两大品牌，为高净值客户提供产品和服务体系。目前公司提供五款基金投顾组合策略，分别适合不同风险能力和不同投资预期的投资者。

表 5：国联证券基金投顾组合策略

产品名称	产品类型	投资预期	服务费率	投资门槛
睿安盈	货币增强	现金管理	0.20%	1000 元
睿稳健	债券增强	稳健收益	1.00%	
睿平衡	股债混合平衡	平稳增值	1.50%	
睿进取	偏股优选弹性	弹性收益	1.50%	
睿精选	股基精选	权益类弹性收益	1.50%	

数据来源：公司官网，东方证券研究所

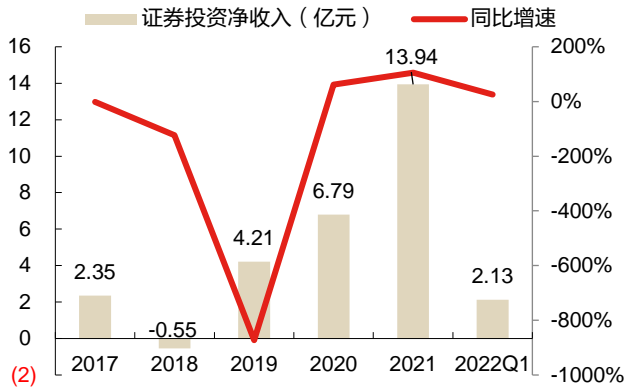
积极扩充财富管理团队，致力提供个性化优质服务。行业内财富管理专业化人才整体来看储备不足，国联证券整合资管等业务条线用以支持财富管理部门。截至 21 年底，国联证券经纪及财富管理业务专业人员 1259 人，同比增长 18%，预计未来公司仍将不断扩充财富管理团队规模并提高投顾人员素质。从服务来看，基金投顾的过程中“顾”比“投”更重要，不仅需要针对客户情况选取适宜策略，还需要提供资产分析、定期账户投顾报告、市场投资机会分析等陪伴式服务。国联证券针对不同客户的个性化需求，持续探索“千人千面”的资产配置服务模式，推动员工从产品销售模式向资产配置服务模式转型。

2.2. 自营：固收为主风格稳健，衍生品业务发展亮眼

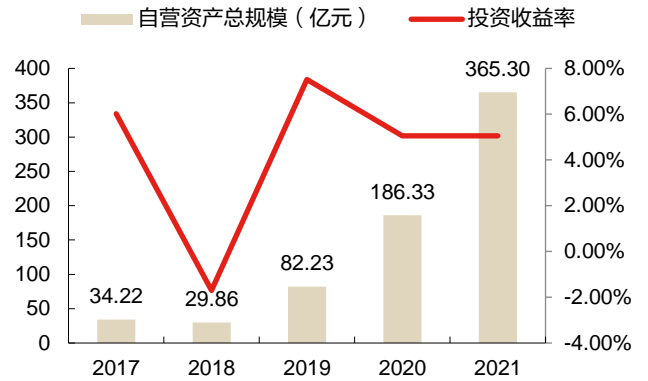
投资资产总规模不断扩大，投资净收入大幅提高。在宏观经济下行压力增大的整体背景下，国联证券凭借优秀的投资能力，2021 年实现投资净收入 13.94 亿元，同比增速达到 105.3%，从收入贡献占比来看，投资收入占公司营业收入比重从 2019 年的 26% 提升至 2021 年 47%，在公司的收入结构中发挥着日益重要的作用。公司的投资资产规模在 2021 年末达到 365.3 亿元，同比增幅达到 96%，占总资产比重为 55.4%。公司保持优秀的投资能力，21 年投资收益率为 5%，19-21 年投资收益率均保持在 5% 以上。

图 14：2017-2022Q1 国联证券证券投资净收入及同比增速

图 15：2017-2021 年国联证券自营投资规模与收益率



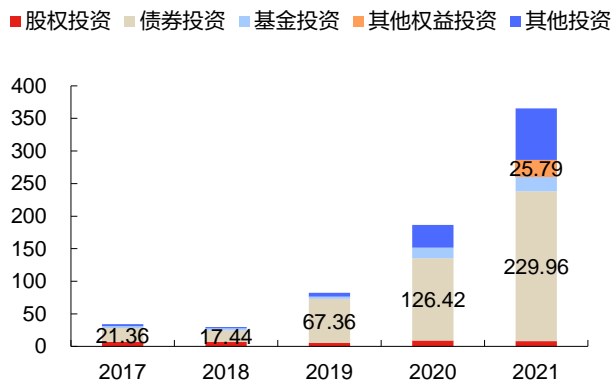
数据来源: 公司年报, 东方证券研究所



数据来源: 公司年报, 东方证券研究所

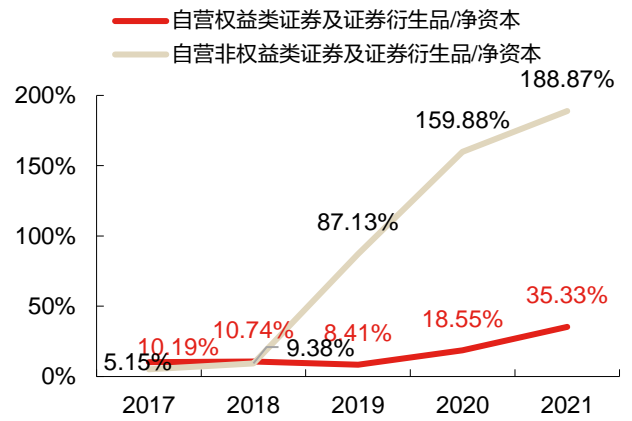
投资结构以固收类为主, 权益类投资近年提升。从自营投资结构来看, 国联证券多年来以债券类投资为主, 投资风格稳健。公司坚持价值投资理念, 在兼顾风险和收益的同时稳健开展权益类投资业务, 2021 年合并口径下公司的股权类投资金额为 7.98 亿元, 其他权益类投资金额为 25.79 亿元; 从母公司口径来看, 自营权益类证券及证券衍生品/净资产比率也稳步上升。

图 16: 国联证券投资结构 (合并口径) (单位: 亿元)



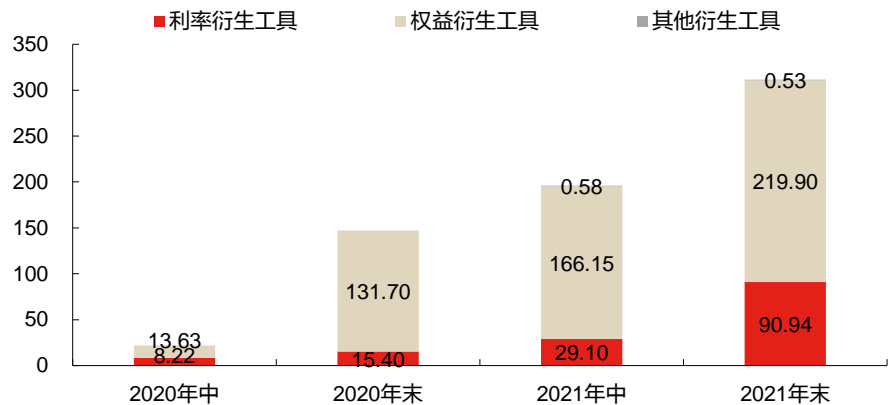
数据来源: 公司年报, 东方证券研究所

图 17: 国联证券投资结构 (母公司口径)



数据来源: 公司年报, 东方证券研究所

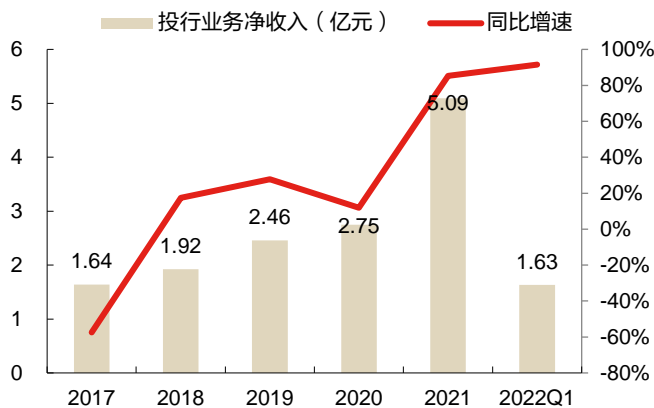
衍生品业务规模快速增长, 有望成为自营业务重心。股权衍生品业务成为公司的布局重点, 截至 2021 年末, 国联证券衍生品名义金额达到 311.37 亿元, 同比增幅达到 112%, 其中权益衍生工具名义金额 220 亿元, 增幅为 67%, 利率衍生工具名义金额 90.94 亿元, 增幅达到 491%。根据中证协 2021 年公布的证券公司基于柜台与机构客户对手方交易业务收入情况, 公司基于柜台与机构客户对手方交易业务收入为 2.81 亿元, 相较 2020 年的 476 万元, 同比增幅达到 5802%, 在行业内排名从 2020 年第 19 名跃升至第 10 名, 表明公司的场外期权业务发展势头良好。

图 18：国联证券衍生工具名义金额（单位：亿元）


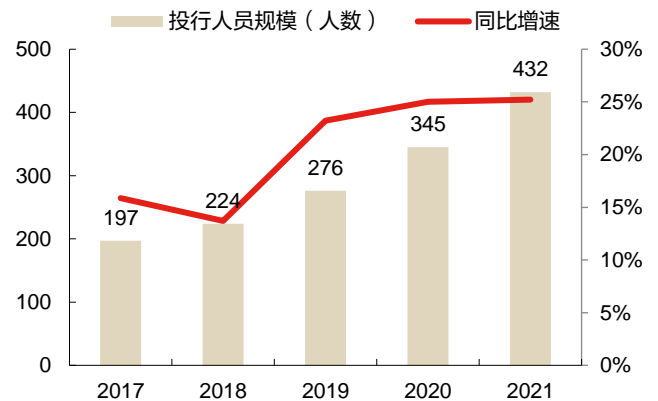
数据来源：公司年报，东方证券研究所

2.3. 投行：项目数量快速增长，“投行+投资”协同发展

投行业务净收入迅速增长，团队规模不断扩张。国联证券通过全资子公司华英证券展开投资银行业务。2021 年投行业务净收入 5.09 亿元，实现同比 85% 的增长，2018-2021 年 CAGR 达到 38%。随着中信管理层入驻，国联证券投行部门积极引入优质投行团队，投行业务团队人数 21 年末达到 432 人，相较 2019 年末 276 人增长 56.5%，为投行业务的发展注入新活力。

图 19：国联证券投行业务净收入快速增长


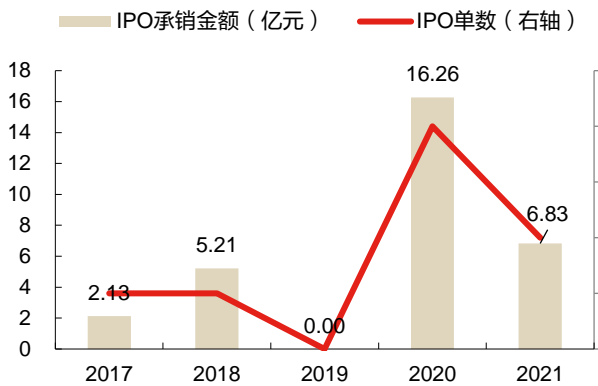
数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 20：2017-2021 年国联证券投行团队规模


数据来源：公司年报，东方证券研究所

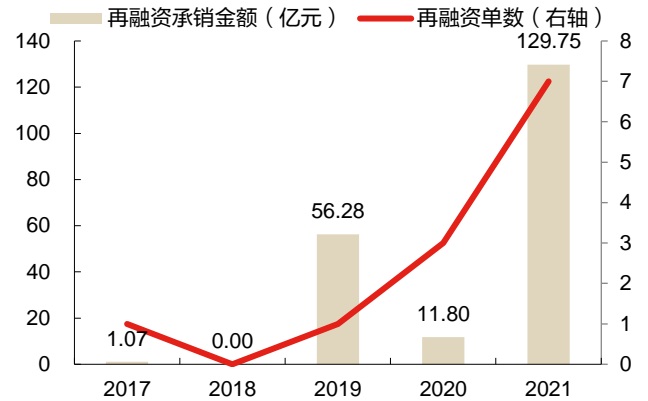
股权承销规模稳步增长。全资子公司华英证券秉承全方位服务客户理念，实施聚焦特定区域、特定行业、特定项目的业务策略，股权业务发展迅速。同时受益于公司发展战略和良好的市场环境，公司股权融资业务得到快速发展。2021 年华英证券股权业务承销总金额 136.57 亿元，同比增长 300.15%，行业排名 23 名，为历史最佳。21 年华英证券完成股权承销保荐项目 9 单，其中 IPO 项目 2 单，承销规模 6.83 亿元；再融资项目 7 单，承销规模 129.75 亿元。同时，股权业务保持良好的发展后劲，截至 2021 年末已有取得批文待发行项目 2 单，在审项目 3 单，申报辅导项目 13 单。

图 21：2017-2021 年国联证券 IPO 规模与单数



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 22：2017-2021 年国联证券再融资规模与单数

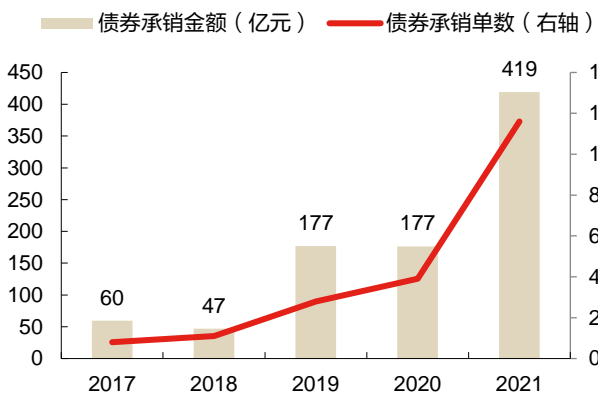


数据来源：Wind，东方证券研究所

债券承销规模大幅提升。2021 年，国联证券承销合计承销金额人民币 418.89 亿元，承销金额同比增幅 137%，累计完成债券承销项 116 单（主承销及联合主承销），其中公司债承销发挥主力作用，单数达到 71 单，承销金额为 284.41 亿元，同时完成 ABS 承销 43 单，金额达到 115.59 亿元，同比增长 15.12 倍。公司还有取得批文待发行债券项目 43 单，合计待发行规模超千亿元，申报在审债券项目 25 单。

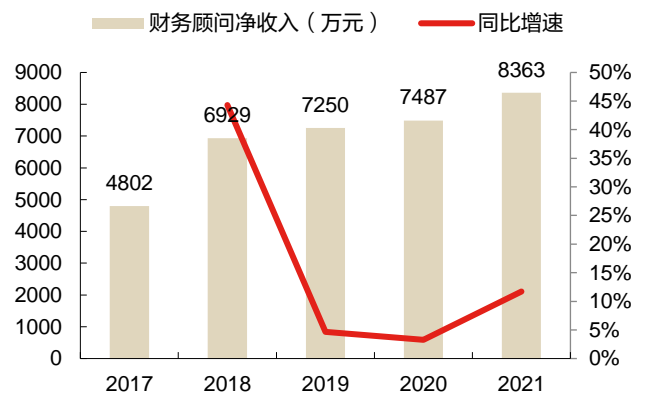
财务顾问和新三板业务成为公司投行业务的有力补充。2021 年，华英证券完成财务顾问项目（不含新三板）48 单，其中上市公司财务顾问项目 1 单，其他顾问项目 47 单，实现财务顾问净收入 8363 万元，同比增长 12%，项目数量和业务创收实现了较快增长。在新三板业务方面，公司 2021 年完成新三板定增 7 单，持续督导企业数量 94 家，未来仍将继续备战北交所上市业务、推进挂牌业务、完成日常督导工作。

图 23：2017-2021 年国联证券债券承销金额和单数



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 24：2017-2021 年国联证券财务顾问净收入



数据来源：公司年报，东方证券研究所

大力发展“投行+投资”模式，实现业务转型。国联证券致力于将投行业务从传统通道型投行向交易型投行转型，加强投行与投资联动。公司积极利用区位优势，加强与无锡政府、银行、园区的合作，在抓住注册制改革机遇的基础上，积极吸纳政府资源优势，为投行和直投业务提供有利资源。国联证券通过全资子公司国联通宝展开私募股权投资业务，2021 年国联通宝联合无锡

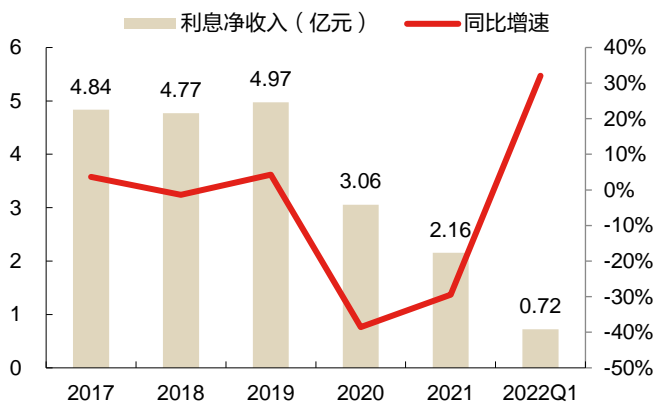
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

市乡村发展振兴投资基金等出资方共同发起设立“江苏老字号产业投资基金（有限合伙）”，基金总规模 10 亿元，国联通宝认缴人民币 8500 万元并担任基金管理人，与政府的合作有利于潜在直投资源积累。国联通宝 21 年实现营业收入 6055 万元，同比增长 1841%，实现净利润 2101 万元，相较去年同期扭亏为盈，同时，截至 21 年底，累计注册完成 12 支基金产品，备案完成 10 支基金，包含 21 年度新增 3 支基金产品，规模为人民币 3.27 亿元。直投项目的拓展有利于协同投行业务发展，同时也能通过高净值客户等与财富管理业务产生协同作用。

2.4. 信用：两融市占率稳步提升，股质业务风险可控

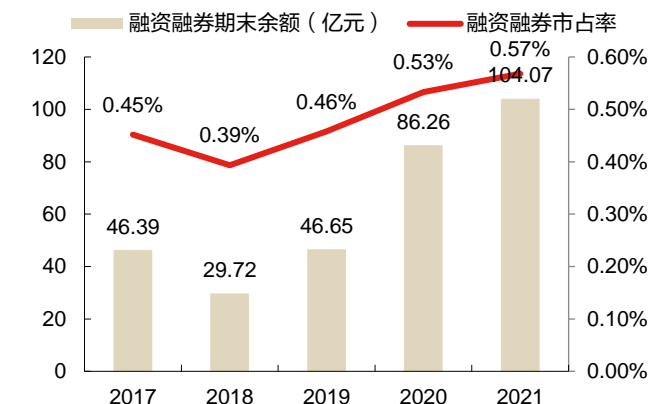
两融业务稳步发展，市占率不断提升。2021 年国联证券利息净收入 2.16 亿元，同比下降 29%，下滑主要原因在于近年来应付债券利息支出、卖出回购金融资产款利息支出等项目增长较快。公司两融业务稳步发展，2021 年公司两融年末余额 104.07 亿元，同比增长 21%，2018-2021 年 CAGR 达到 52%，与此同时两融业务的市占率稳步提升，从 2018 年 0.39% 提升至 2021 年 0.57%。公司未来将以融券业务作为发展重点，通过开发企业机构、公募和保险公司等特殊金融机构做好券源铺垫工作，持续推进业务规模提升。从客户规模来看，2021 年信用账户开户总数为 24219 户，同比增长 5.6%，增长较为稳健。

图 25：2017-2022Q1 国联证券利息净收入



数据来源：公司年报，东方证券研究所

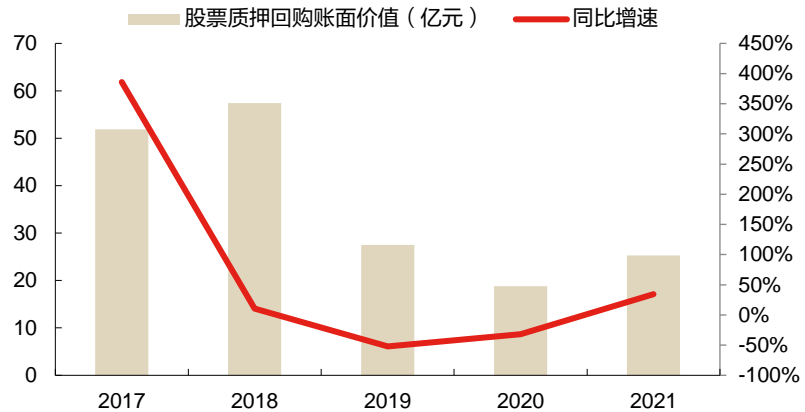
图 26：2017-2021 国联证券两融规模及市占率



数据来源：公司年报，东方证券研究所

股权质押规模有所增长，风险仍然可控。2021 年国联证券股票质押业务规模有所增长，股票质押回购账面价值为 25.27 亿元，同比有所上升；股票质押回购业务本金余额 38.15 亿元，同比增长 23.74%，其中表内、表外股票质押回购业务余额分别为 22.89 亿元、15.26 亿元，平均履约保障比例分别为 376.70%、405.53%，相较去年分别提升 49.02pct、183.89pct，表明公司股票质押规模安全可控。

图 27：2017-2021 年国联证券股票质押回购账面价值及同比增速



数据来源：公司年报，东方证券研究所

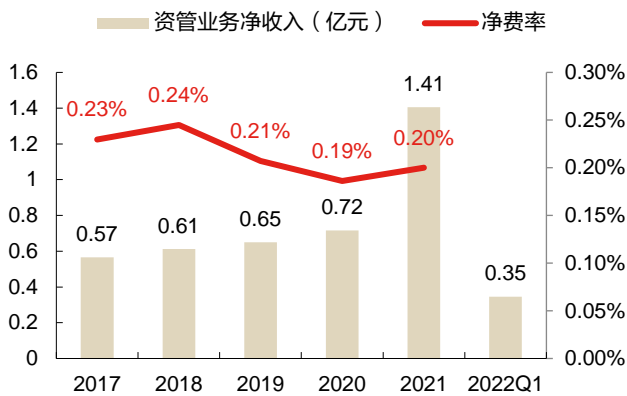
2.5. 资管：业务规模大幅提升，助力财富管理战略发展

资管业务收入快速增长，专项资产管理计划带动资产管理规模大幅提升。国联证券 2021 年国联证券资产管理业务净收入 1.41 亿元，同比增长 96%；22 年一季度资管业务净收入为 0.35 亿元，同比增长 70%，延续着快速增长态势。公司资产管理规模同样高速增长，2021 年末资产管理业务受托人民币资金 1024.12 亿元，同比增长 169%，主要原因在于专项资产管理计划的规模大幅提升，从 2020 年 15.71 亿元快速增长至 371.19 亿元，增幅达到 2263%，集合资产管理和单一资产管理规模增分别为 130.36、522.57 亿元，增速分别达到 81%和 79%。根据平均资管规模计算的净费率近五年内在 0.19%-0.24%间波动，表明公司的资管业务费率较为稳定。

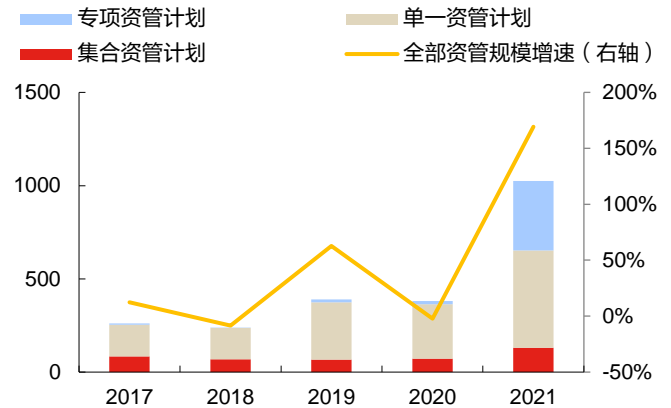
资管与财富管理联动，预备设立资管子公司支持业务发展。在泛财富管理战略的指引下，公司的资产管理业务深耕资产配置与泛 FOF 平台构建，围绕公司大方向 50 体系，搭建集公募、私募一体的多策略产品池，提供长期稳健的产品配置服务,推动灵活资产配置和“大方向”产品配置双轮驱动。为推动财富管理战略完善，公司同样重视基金管理能力。早在 2020 年，公司就拟以 1.15 亿元收购法国洛希尔银行持有的中海基金 25%股权，以获取中海基金控股股东地位，而 2021 年 6 月由于在约定期间中海信托未放弃其所享有的优先购买权，法国洛希尔银行提出终止股权转让协议。此后，公司在 2022 年 4 月 29 日公告中披露将出资 10 亿元设立资产管理子公司并申请公募基金业务资格，努力建成综合性资产管理平台。

图 28：2017-2022Q1 国联证券资管业务净收入与净费率

图 29：2017-2021 年国联证券资产管理规模（单位：亿元）



数据来源：公司年报，东方证券研究所



数据来源：公司年报，东方证券研究所

3. 盈利预测与投资建议

3.1. 盈利预测

我们对公司 2022-2024 年盈利预测做如下假设：

- 1) 考虑到 2022 年疫情影响，2022 年市场日均成交额增速设定为 1%，预计 2023-2024 年疫情恢复后增速分别为 15%和 12%；
- 2) 考虑到 IPO 市场的高基数效应，2022-2024 年全市场 IPO 家数增幅设定为 5%、-3%、0%；
- 3) 考虑到后续再融资市场的复苏与回暖的可能性，2022-2024 年全市场增发规模增幅设定为 15%、5%、5%；
- 4) 考虑到公司正在成长期且不断扩大市场份额，2022-2024 年公司经纪业务、两融市占率小幅提升，经纪业务佣金率小幅下滑；
- 5) 考虑到公司未来将大力发展资管业务板块，2022-2024 年公司集合与定向资管规模增幅分别为 13%/15%/16%、32%/34%/37%；
- 6) 考虑到 2022 年股市下行风险较大，投资收益率受到一定影响，而之后 2023-2024 年公司投资收益率稳中有升；
- 7) 考虑到规模效应的显现与公司成本管控能力的提升，公司管理费用率占营业收入比重稳中有降，2022-2024 年管理费用占营收比重设定为 57%、55%、53%；

表 5：国联证券估值模型预测指标（单位：百万元）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
一、市场假设					
日均成交额	907,198	1,137,024	1,150,434	1,317,552	1,482,204
%日均成交额增速	63%	25%	1%	15%	12%
IPO 家数增长率	20%	31%	5%	-3%	0%
单个 IPO 规模增长率	20%	-2%	0%	10%	5%
增发规模增长率	40%	4%	15%	5%	5%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

二、公司假设					
佣金市占率	0.48%	0.49%	0.50%	0.51%	0.52%
佣金率(‰)	0.25	0.22	0.21	0.21	0.21
两融市占率	0.53%	0.57%	0.58%	0.59%	0.60%
集合资管规模	7,214	13,036	14,752	16,914	19,598
%增长率	8.06%	80.70%	13.16%	14.66%	15.87%
%集合资管费率	0.58%	0.44%	0.44%	0.44%	0.44%
定向资管规模	29,246	52,257	69,143	92,869	127,409
%增长率	-4.65%	78.68%	32.31%	34.31%	37.19%
%定向资管费率	0.09%	0.14%	0.14%	0.14%	0.14%
自营总规模	18,633	36,530	43,796	50,500	58,237
总投资收益率	4.93%	5.79%	4.33%	4.67%	4.81%

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 6：国联证券收入分类预测表（单位：百万元）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经纪业务	526.25	609.14	603.19	688.07	785.37
占比	28%	21%	18%	17%	17%
同比增速	46%	16%	-1%	14%	14%
投行业务	275.02	509.39	547.68	618.35	695.92
占比	15%	17%	16%	15%	15%
同比增速	12%	85%	8%	13%	13%
资管业务	71.59	140.60	254.91	344.03	425.57
占比	4%	5%	8%	9%	9%
同比增速	10%	96%	81%	35%	24%
自营业务	678.86	1,393.65	1,580.41	2,022.10	2,431.60
占比	36%	47%	47%	50%	52%
同比增速	61%	105%	13%	28%	20%
信用业务	305.62	215.74	262.80	233.40	218.75
占比	16%	7%	8%	6%	5%
同比增速	-39%	-29%	22%	-11%	-6%
其他	19.00	98.11	110.03	126.75	137.32
占比	1%	3%	3%	3%	3%
同比增速	-38%	416%	12%	15%	8%
营业总收入	1,876.34	2,966.63	3,359.02	4,032.69	4,694.54

数据来源：Wind，东方证券研究所

3.2. 投资建议

我们预测公司 2022-2024 BVPS 分别为 6.14/6.54/7.03 元/股。我们选择可比公司估值法进行估值，参考指标为市净率。公司当前属于新兴区域券商，财富管理业务是亮点特色，因此我们选取 1) 头部阵营中具有较强财富管理业务与衍生品等机构业务布局的中信证券、中金公司、中信建投，2) 次新股中小券商财达证券、中银证券，以及 3) 同为江浙地区标志性券商的南京证券、

浙商证券作为可比公司。7家可比公司调整后平均 PB 为 2.10x（剔除最高值和最低值）。参考可比公司估值，我们给予公司 2022 年 2.10xPB，对应目标价 12.89 元，首次覆盖，给予增持评级。

表 7：可比公司估值（截至 2022/08/11）

股票代码	可比公司	收盘价	一致预期 BVPS(元)				一致预期 PB			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600030	中信证券	20.17	15.35	16.36	18.00	19.87	1.31	1.23	1.12	1.02
601066	中信建投	27.45	8.36	9.40	10.68	12.15	3.28	2.92	2.57	2.26
601995	中金公司	43.48	15.73	18.60	20.90	23.25	2.76	2.34	2.08	1.87
600906	财达证券	8.32	3.44	3.52	3.71	3.95	2.42	2.36	2.24	2.11
601696	中银证券	12.82	5.65	6.05	6.50	7.06	2.27	2.12	1.97	1.82
601990	南京证券	9.34	4.46	4.71	4.96	5.22	2.09	1.98	1.88	1.79
601878	浙商证券	11.12	6.15	6.82	7.58	8.53	1.81	1.63	1.47	1.30
	调整后平均						2.30	2.10	1.90	1.80

数据来源：Wind，朝阳永续，东方证券研究所

4. 风险提示

- 1) **系统性风险对非银行金融业务与估值的压制。**在券商业务属性高 beta 值的前提下，一旦最终发生系统性风险，将对券商业绩和股价产生重大负面影响。
- 2) **公司自营投资业绩存在不确定性。**自营业务是券商弹性最大的一个板块，我们需要对公司权益与债券自营投资业绩进行预测，我们预测 22 年自营业务收入占比 47%，若市场出现比较大的波动，可能会对这一预测效果带来影响。
- 3) **证券行业乃至资本市场的政策超预期收紧。**近年来资本市场的政策周期处于扩张阶段，因此后续任何政策的超预期收紧都会为行业带来超预期的负面影响，公司难以独善其身。

我们对换手率、佣金率、各类投资增长率、各类投资收益率等指标进行敏感性测试，在悲观、中性及乐观假设的情景下，公司业绩的表现如下：

表 8：国联证券情景分析

单位：百万元	悲观假设			中性假设			乐观假设		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
一、市场假设									
换手率(%)	2.89	2.95	2.95	2.90	2.99	3.05	2.94	3.05	3.15
单个 IPO 规模增长率	-5.00%	5.00%	2.00%	0.00%	10.00%	5.00%	3.00%	15.00%	8.00%
二、公司假设									
佣金率(‰)	0.204	0.194	0.189	0.214	0.209	0.208	0.219	0.218	0.217
权益投资增长率	10.00%	10.00%	10.00%	15.00%	15.00%	15.00%	20.00%	20.00%	20.00%
债权投资增长率	10.00%	10.00%	10.00%	20.00%	15.00%	15.00%	25.00%	20.00%	20.00%
其他投资增长率	15.00%	13.00%	13.00%	20.00%	15.00%	15.00%	25.00%	20.00%	20.00%
权益投资收益率	6.00%	6.50%	7.00%	7.00%	8.00%	8.00%	7.50%	8.00%	8.30%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

债权投资收益率	3.50%	3.80%	4.00%	4.00%	4.50%	4.50%	4.30%	4.80%	5.00%
基金投资收益率	5.50%	5.50%	5.50%	6.00%	6.00%	6.00%	6.50%	6.50%	6.50%
其他投资收益率	4.40%	4.40%	4.70%	4.50%	4.50%	5.00%	4.80%	4.80%	5.00%
定向资管规模增幅	20.0%	15.0%	10.0%	32.3%	34.3%	37.2%	40.0%	35.6%	38.7%
定向资管费率	0.130%	0.128%	0.125%	0.140%	0.140%	0.140%	0.150%	0.165%	0.173%
管理费用/营业收入	59%	57%	55%	57%	55%	53%	55%	53%	51%
归母净利润	936.56	1,113.35	1,331.24	1,062.58	1,330.70	1,626.34	1,177.22	1,518.22	1,918.66
增幅	5.39%	18.88%	19.57%	19.57%	25.23%	22.22%	32.47%	28.97%	26.38%
归母净利润变动	-11.86%	-16.33%	-18.15%				10.79%	14.09%	17.97%

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						主要财务比率					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资产负债表						成长能力					
银行存款	10,730	10,574	11,964	13,975	16,028	营业收入	15.9%	58.1%	13.2%	20.1%	16.4%
其中：客户存款	7,449	8,572	9,700	11,330	12,994	手续费及佣金净收入	29.9%	53.7%	11.5%	16.9%	15.2%
公司存款	3,281	2,001	2,265	2,645	3,034	其中：经纪业务	46.3%	15.8%	-1.0%	14.1%	14.1%
结算备付金	2,512	3,268	3,795	4,432	5,083	投行业务	12.0%	85.2%	7.5%	12.9%	12.5%
其中：客户备付金	1,813	2,358	2,738	3,198	3,668	资产管理	10.2%	96.4%	81.3%	35.0%	23.7%
公司备付金	699	910	1,056	1,234	1,415	净利息收入	-38.6%	-29.4%	21.8%	-11.2%	-6.3%
投资资产	18,633	36,530	43,796	50,500	58,237	自营收入	61.2%	105.3%	13.4%	27.9%	20.3%
其中：交易性资产	16,955	27,710	33,222	38,308	44,177	营业支出	16.7%	64.3%	9.0%	16.6%	12.2%
其他债权投资	1,678	6,240	7,482	8,627	9,949	管理费用	13.6%	63.8%	10.1%	15.8%	12.2%
其他权益工具投资	0	2,579	3,092	3,566	4,112	营业利润	14.7%	49.6%	19.6%	24.8%	21.8%
存出保证金	237	327	411	512	624	归属于母公司净利润	12.8%	51.2%	19.6%	25.2%	22.2%
买入返售资产	4,128	2,958	2,869	2,931	3,042	资产分布					
长期股权投资	105	103	124	148	178	自有存款/总资产	7.1%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
固定资产（含在建工程）	89	96	101	106	111	客户存款/总资产	16.1%	13.0%	12.7%	12.8%	12.8%
资产总计	46,220	65,939	76,617	88,484	101,298	投资资产/总资产	40.3%	55.4%	57.2%	57.1%	57.5%
交易性金融负债	899	1,430	1,859	2,230	2,676	买入返售资产/总资产	8.9%	4.5%	3.7%	3.3%	3.0%
代理买卖证券款	9,327	11,183	12,984	15,166	17,394	投资资产/净资产	175.9%	223.0%	252.0%	272.8%	292.7%
应付职工薪酬	338	584	595	713	803	收入分布					
负债总计	35,626	49,558	59,237	69,972	81,403	手续费收入/营业收入	46.7%	45.4%	44.7%	43.5%	43.1%
股本	2,378	2,832	2,832	2,832	2,832	经纪业务/营业收入	28.0%	20.5%	18.0%	17.1%	16.7%
资本公积	3,645	8,174	8,174	8,174	8,174	投行业务/营业收入	14.7%	17.2%	16.3%	15.3%	14.8%
一般风险准备	1,556	1,714	1,928	2,196	2,522	资管业务/营业收入	3.8%	4.7%	7.6%	8.5%	9.1%
其他综合收益	(18)	183	339	515	699	自营业务/营业收入	36.2%	47.0%	47.0%	50.1%	51.8%
盈余公积	606	677	784	918	1,081	净利息收入/营业收入	16.3%	7.3%	7.8%	5.8%	4.7%
未分配利润	2,427	2,802	3,322	3,876	4,587	净利润驱动指标					
少数股东权益	0	0	0	0	0	公司股基交易额	2,128,062	2,723,058	2,822,654	3,296,983	3,781,332
股东权益合计	10,594	16,381	17,380	18,512	19,896	公司股基交易市占率	0.48%	0.49%	0.50%	0.51%	0.52%
负债和股东权益总计	46,220	65,939	76,617	88,484	101,298	净佣金率(‰)	0.25	0.22	0.21	0.21	0.21
						IPO 市占率	0.35%	0.11%	0.16%	0.21%	0.26%
						再融资市占率	0.14%	1.47%	1.57%	1.57%	1.57%
						债券承销市占率	0.30%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%
						营业税金/营业收入	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
						成本收入比	58.0%	60.2%	58.0%	56.3%	54.3%
						有效税率	25.4%	24.3%	24.0%	24.0%	24.0%
						资本公积变化	1,481	4,529	0	0	0
						获利能力					
						净利率	31.3%	30.0%	31.6%	33.0%	34.6%
						ROA	1.6%	1.6%	1.5%	1.6%	1.7%
						ROE	6.41%	7.27%	6.29%	7.41%	8.47%
						每股指标（元）					
						每股收益	0.21	0.31	0.38	0.47	0.57
						每股净资产	3.74	5.78	6.14	6.54	7.03
						每股经纪业务交易额	894.85	961.61	996.78	1164.28	1335.32
						估值比率					
						市盈率	55.25	36.55	30.57	24.41	19.97
						市净率	3.07	1.98	1.87	1.75	1.63

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn