

**国联证券 (601456.SH) 定增利好衍生品业务扩容, 看好公司 ROE 远期空间**

2022 年 09 月 29 日

**——国联证券拟非公开发行 A 股股票点评**
**投资评级: 买入 (维持)**
**高超 (分析师)**
**卢崑 (联系人)**

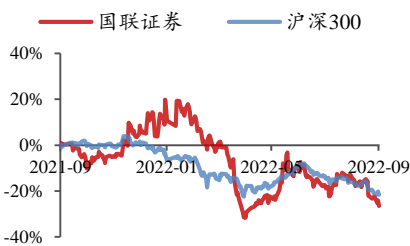
gaochao1@kysec.cn

lukun@kysec.cn

证书编号: S0790520050001

证书编号: S0790122030100

日期	2022/9/28
当前股价(元)	9.64
一年最高最低(元)	16.79/8.81
总市值(亿元)	272.98
流通市值(亿元)	95.34
总股本(亿股)	28.32
流通股本(亿股)	9.89
近 3 个月换手率(%)	258.88

**股价走势图**


数据来源: 聚源

**相关研究报告**

《盈利景气度较强, 员工持股计划激发活力——国联证券 2022 年中报点评》-2022.8.28

《创业型券商典范, 长期成长穿越牛熊——公司首次覆盖报告》-2022.6.26

**● 定增利好衍生品业务扩容, 看好公司 ROE 远期空间, 维持“买入”评级**

9 月 28 日晚, 公司公告拟非公开发行 A 股股票的数量不超过 6 亿股, 募资总额不超过 70 亿元。公司本次定增目的为增强公司资本实力, 扩张资本中介业务, 提升市场份额和行业排名。预计公司全年盈利仍将保持行业领先增速, 投行、资管和资本中介业务同比扩张是主要驱动。我们维持公司 2022-2024 年归母净利润预测分别为 9.9/12.7/15.6 亿, 分别同比+12%/+28%/+23%, 对应 EPS 分别为 0.35/0.45/0.55 元。公司是中长期成长性相对确定的中小券商, 管理层具有较强的执行力和创业精神, 公司拟实施员工持股计划, 覆盖 342 人, 认购总金额 6811 万元, 2022 年 6 月已完成认购资金募集。当前股价对应 2022-2024 年 PE 分别为 27.5/21.5/17.5 倍, 对应 PB 分别为 1.6/1.5/1.4 倍, 维持“买入”评级。

**● 定增 70 亿利于扩张资本中介业务, 看好公司 ROE 远期空间**

本次非公开发行 A 股募资总额不超过 70 亿元, 其中不超过 20 亿用于两融在内的信用业务, 不超过 40 亿用于扩大固定收益类、权益类、股权衍生品等交易业务, 不超过 10 亿偿还债务。公司本次定增目的为增强公司资本实力, 扩张资本中介业务, 提升市场份额和行业排名。短期或带来 ROE 的稀释, 而中长期看, 两融、股权衍生品等业务均有较高的 ROE, 补充资本金投入高 ROE 业务, 有望提升公司竞争优势, 打开 ROE 远期空间。

**● 盈利增速优于同业, 杠杆率持续扩张, 衍生品业务有望明显扩容**

(1) 公司 2022H1 归母净利润 4.4 亿元, 同比+15%, 业绩增速明显优于同业 (上市券商整体同比-27%), 2022 年 6 月末公司杠杆率 (扣客户保证金) 4.3 倍, 较年初+19%, 资产负债表明显扩张。(2) 根据 2022 年 8 月界面新闻报道, 2022 年公司分类评级从 BB 回到 A 级, 评级升至 A 类有望带来场外期权增量业务, 场外衍生品业务对券商资本金和流动性指标占用明显, 本次定增利于公司扩张高 ROE 的场外衍生品业务, 抢占市场份额。(3) 公司场外衍生品业务优势明显, 据中证协披露, 公司 2021 年基于柜台与机构客户对手方交易业务收入 2.8 亿, 同比+5803%, 行业排名由 2020 年的第 19 名上升至 2021 年的第 10 名。

● **风险提示:** 市场波动风险; 财富管理业务增长不及预期。

**财务摘要和估值指标**

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,876	2,967	3,186	3,884	4,651
YOY(%)	15.9	58.1	7.4	21.9	19.8
归母净利润(百万元)	588	889	994	1,270	1,556
YOY(%)	12.8	51.2	11.9	27.8	22.5
毛利率(%)	42.0	39.8	41.3	43.3	44.3
净利率(%)	31.3	30.0	31.2	32.7	33.5
ROE(%)	6.3	6.6	5.9	7.2	8.3
EPS(摊薄/元)	0.25	0.31	0.35	0.45	0.55
P/E(倍)	46.4	30.7	27.5	21.5	17.5
P/B(倍)	2.6	1.7	1.6	1.5	1.4

数据来源: 聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	38,753	55,499	80,986	93,307	105,530
现金	10,730	10,574	14,642	15,178	16,900
应收票据及应收账款	65	92	1,592	1,607	1,622
其他应收款	-0	-0	-0	-0	-0
预付账款	-0	-0	-0	-0	-0
存货	-0	-0	-0	-0	-0
其他流动资产	27,957	44,834	64,751	76,523	87,008
<b>非流动资产</b>	7,467	10,440	9,291	10,483	11,355
长期投资	105	103	106	109	112
固定资产	89	96	90	98	108
无形资产	59	58	51	55	59
其他非流动资产	7,214	10,183	9,044	10,221	11,075
<b>资产总计</b>	46,220	65,939	90,277	103,790	116,885
<b>流动负债</b>	24,511	29,327	44,592	49,538	54,855
短期借款	-0	38	40	46	55
应付票据及应付账款	379	474	453	653	853
其他流动负债	24,132	28,815	44,099	48,839	53,947
<b>非流动负债</b>	11,115	20,231	28,593	36,188	42,791
长期借款	8,998	16,107	22,550	29,315	35,178
其他非流动负债	2,116	4,124	6,043	6,873	7,612
<b>负债合计</b>	35,626	49,558	73,185	85,726	97,646
少数股东权益	-0	-0	-0	-0	-0
股本	2,378	2,832	2,832	2,832	2,832
资本公积	3,645	8,174	8,174	8,174	8,174
留存收益	606	677	776	903	1,059
<b>归属母公司股东权益</b>	10,594	16,381	17,092	18,064	19,239
<b>负债和股东权益</b>	46,220	65,939	90,277	103,790	116,885

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	-4397	-5186	-4619	-4062	-3496
净利润	588	889	994	1270	1556
折旧摊销	85	95	105	115	125
财务费用	0	0	0	0	0
投资损失	-187	-274	-304	-334	-364
营运资金变动	4105	4786	4986	5186	5386
其他经营现金流	-8901	-10500	-10400	-10300	-10200
<b>投资活动现金流</b>	-1333	-6322	-6222	-6122	-6022
资本支出	-84	-105	-105	-105	-105
长期投资	-1442	-6473	-6423	-6373	-6323
其他投资现金流	194	256	306	356	406
<b>筹资活动现金流</b>	9137	9176	5111	5211	5311
短期借款	-10164	-10310	-10260	-10210	-10160
长期借款	17734	15321	15371	15421	15471
普通股增加	476	454	0	0	0
资本公积增加	1957	4983	0	0	0
其他筹资现金流	-866	-1272	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	3410	-2335	4069	535	1722

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	1,876	2,967	3,186	3,884	4,651
营业成本	1,088	1,787	1,870	2,201	2,590
营业税金及附加	15	20	22	26	32
营业费用	5	5	5	5	5
管理费用	1,060	1,737	1,816	2,136	2,512
研发费用	-0	-0	-0	-0	-0
财务费用	-0	-0	-0	-0	-0
资产减值损失	12	30	32	39	47
其他收益	-0	-0	-0	-0	-0
公允价值变动收益	87	180	-0	-0	-0
投资净收益	592	1,216	1,658	2,319	2,757
资产处置收益	-0	-0	-0	-0	-0
<b>营业利润</b>	789	1,180	1,317	1,683	2,062
营业外收入	5	4	6	8	9
营业外支出	6	10	6	8	9
<b>利润总额</b>	789	1,180	1,317	1,683	2,062
所得税	200	285	323	412	505
<b>净利润</b>	588	889	994	1,270	1,556
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
<b>归属母公司净利润</b>	588	889	994	1,270	1,556
EBITDA	874	1,275	1,422	1,798	2,187
EPS(元)	0.25	0.31	0.35	0.45	0.55

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	15.9	58.1	7.4	21.9	19.8
营业利润(%)	14.7	49.6	11.6	27.8	22.5
归属于母公司净利润(%)	12.8	51.2	11.9	27.8	22.5
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	42.0	39.8	41.3	43.3	44.3
净利率(%)	31.3	30.0	31.2	32.7	33.5
ROE(%)	6.3	6.6	5.9	7.2	8.3
ROIC(%)	3.0	2.7	2.5	2.7	2.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	77.1	75.2	81.1	82.6	83.5
净负债比率(%)	2.2	1.9	3.1	3.5	3.7
流动比率	1.6	1.9	1.8	1.9	1.9
速动比率	1.6	1.9	1.8	1.9	1.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	5.0	5.3	4.1	4.0	4.2
应收账款周转率	2369.6	3769.1	378.4	242.8	288.1
应付账款周转率	361.8	418.9	403.5	398.4	344.2
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.25	0.31	0.35	0.45	0.55
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.85	-1.83	-1.63	-1.43	-1.23
每股净资产(最新摊薄)	4.45	5.78	6.04	6.38	6.79
<b>估值比率</b>					
P/E	46.4	30.7	27.5	21.5	17.5
P/B	2.6	1.7	1.60	1.51	1.42
EV/EBITDA	62.5	58.2	67.3	60.4	54.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn