

国联证券 (601456.SH)

强烈推荐 (维持)

受景气度拖累业绩增速放缓，收费类业务持续向好

总量研究/非银行金融
目标估值: 13.90 元
当前股价: 9.54 元

事件: 公司发布三季度业绩, 前三季度营业总收入 20.55 亿, 同比+0.04%; 归母净利润 6.44 亿, 同比-2.03%; 前三季度 ROE 3.88%, 同比下降 2.17pct.

基础数据

□ 受去年同期高基数和当期股债承压拖累, 业绩增长稍有放缓。前三季度公司实现营业收入 20.55 亿, 同比持平, 归母净利润 6.44 亿, 同比-2%; 第三季度营收 7.81 亿, 同比-15%, 环比+22%, 归母净利润 2.06 亿, 同比-26%, 环比-17%。22Q3 总资产规模 688.07 亿, 同比+6%, 环比-13%, 归母净资产 166.82 亿, 同比+4%, 环比+1%。第三季度净利润率 27%, 环比-12pct, 主要由于管理费用环比增长 47%。前三季度 ROE3.88%, 同比-2.17pct。经营杠杆率 3.54 倍, 较上年末提升约 0.25 倍。业绩构成看, 自营业务占比 46%, 仍为贡献第一大板块, 投行业务占比 21%, 经纪业务占比 20%, 资管业务占比 6%, 信用业务占比 4%, 其他占比 3%。

总股本 (万股)	283177
已上市流通股 (万股)	98897
总市值 (亿元)	270
流通市值 (亿元)	94
每股净资产 (MRQ)	5.9
ROE (TTM)	5.2
资产负债率	75.8%
主要股东	无锡市国联发展(集团)有限
主要股东持股比例	19.21%

□ 收费类业务受益于投行贡献同比增长 14%。(1) 财富管理业务受景气度拖累业绩承压。前三季度证券经纪业务净收入 4.14 亿, 同比-8.4%, Q3 单季度经纪业务净收入 1.50 亿, 同比-26%, 环比+19%, 变化幅度与 Q3 市场股基规模增速-26%持平。(2) 投行业务 Q3 实现 IPO 发行, 收入高增。前三季度投行业务净收入 4.24 亿, 同比+35%, 第三季度投行收入 1.79, 同比+25%, 环比+121%。前三季度 IPO 规模 22.4 亿, 去年同期无 IPO, 再融资规模 9 亿, 同比-92%, 债券规模 273.6 亿, 同比+9%。7 月公司服务无锡本地企业隆达股份上市, IPO 规模 12.06 亿, “无锡根据地”持续哺育投行业务; 截至 9 月末, 已取得批文待发行 IPO 项目 1 单, 再融资项目 2 单, 申报在审股权项目 11 单 (其中 IPO 项目 5 单, 再融资项目 6 单), 辅导项目 12 单。(3) 资管业务同比高增长。前三季度资管业务收入 1.33 亿, 同比+64%, 第三季度 0.58 亿, 同比+75%, 环比+44%。预期公司资管规模持续增长, 公募大集合规模扩张增厚收益。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6	4	-24
相对表现	-1	7	2



资料来源: 公司数据、招商证券

□ 风险提示: 1) 全面注册制推进不及预期; ; 2) 二级市场大幅波动、交易清淡。

相关报告

- 1、《国联证券 (601456) —业绩领跑行业, 高成长性依然抢眼》2022-08-27
- 2、《国联证券 (601456) —机制、人才、战略、业务、财务亮点纷呈》2022-06-22

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1876	2967	3123	4705	6122
同比增长	16%	58%	5%	51%	30%
营业利润(百万元)	789	1180	1254	1856	2622
同比增长	15%	50%	6%	48%	41%
归母净利润(百万元)	588	889	935	1379	1968
同比增长	13%	51%	5%	47%	43%
每股收益(元)	0.25	0.31	0.33	0.49	0.69
PE	38.75	30.53	29.01	19.68	13.78
PB	2.15	1.66	1.53	1.36	1.18

资料来源: 公司数据、招商证券

郑积沙 S1090516020001
 zhengjisha@cmschina.com.cn
 杨海盟 研究助理
 yanghaimeng@cmschina.com.cn
 衣冠英 研究助理
 yiguanying@cmschina.com.cn
 朱丽芳 研究助理
 zhulifang@cmschina.com.cn
 张成凌 研究助理
 zhangcl2@cmschina.com.cn

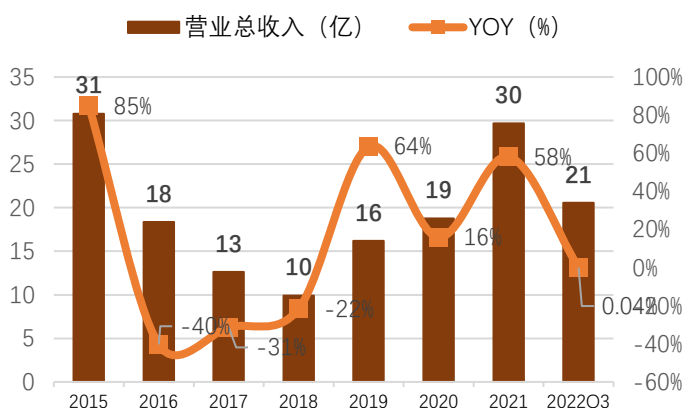
资金类业务同比-11%，投资业务业绩较稳健，信用业务收入下滑。

1、自营业务受高基数和股债双杀拖累。前三季度自营业务收入 9.31 亿，同比-5%，第三季度 3.60 亿，同比-25%，环比+1%。公司第三季度债券自营主动降杠杆缩规模，金融投资规模 398 亿，同比+31%，环比-13%；衍生品业务方面，衍生金融资产规模 11.44 亿，同比+127%，环比+71%，继续保持积极发展趋势。9 月市场震荡下行，测算第三季度自营综合投资收益率约 3.3%（年化），表现边际回落但仍有望优于行业。

2、信用业务规模波动，利息收入下滑。前三季度利息净收入 0.89 亿，同比-45%，第三季度 0.19 亿，同比-70%。两融业务方面，22Q3 融出资金 87 亿，较去年末-20%，降幅大于行业的-13%；股质业务方面，22Q3 买入返售金融资产 24 亿，较去年末-20%，聚焦主业继续压降规模。Q3 总资产规模压降导致利息支出环比降低，净利息收入转正。

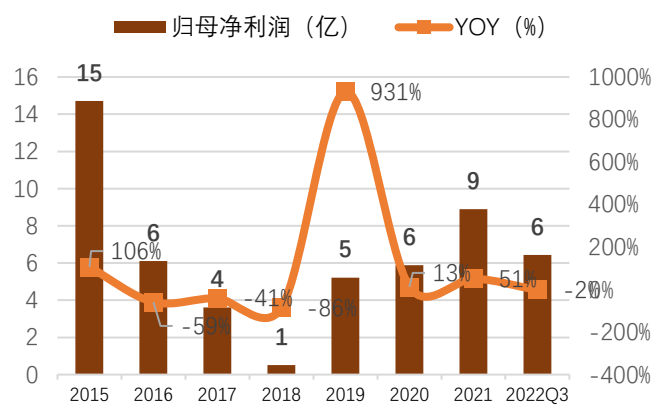
投资建议：维持强烈推荐评级。总体回顾三季度，公司于不利的股债市场背景下，业绩仍彰显韧性，增速显著优于行业，兑现成长逻辑。估值和股价方面，短期市场悲观情绪蔓延，叠加公司定增计划，股价 9 月以来下跌 20%，较一年内高点回落超过 40%。展望未来，二十大胜利闭幕，三季度 GDP 增速 3.9% 成绩喜人，后续经济刺激政策和灵活的货币政策同样有望提振市场信心。行业政策方面，中证金融下调转融资费率，两融标的扩围，全面注册制预期 Q4 落地，对市场和券商板块均形成催化。基于行业景气度波动，我们下修公司 22/23/24 年归母净利润为 9.4/13.8/19.7 亿元（原值 10.6/14.9/19.8 亿元），同比分别+5%、+47%和+43%。2022-2024 年 EPS 分别为 0.33/0.49/0.69 元，PE 估值 22/23/24 年分别为 29.01/19.68/13.78 倍。综合考虑国联证券管理层豪华，公司机制、人才、战略、业务、财务亮点纷呈，是具有企业家精神标签的稀缺优质标的。定增补充资本金后，有望进一步扩张业务版图，录得超越市场的业绩表现和持续提升的 ROE 回报。所以我们给予公司目标价 13.90 元，对应 2024 年 PE 估值 20 倍，空间 46%。

图 1：国联证券营业总收入



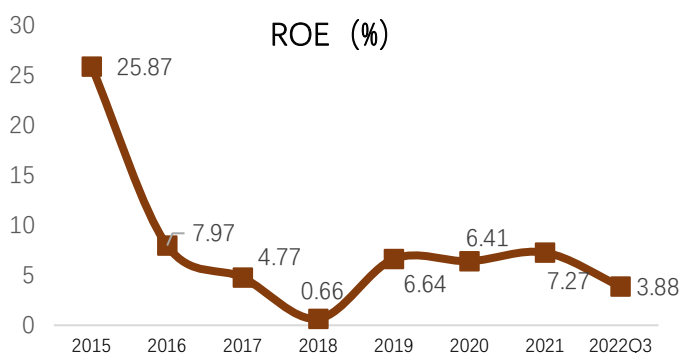
资料来源：wind、招商证券

图 2：国联证券归母净利润



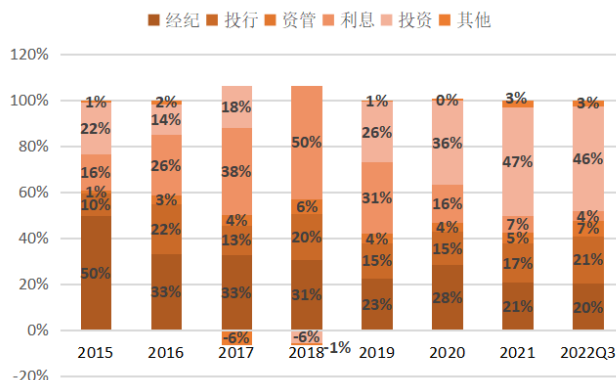
资料来源：wind、招商证券

图 3：国联证券 ROE (%)



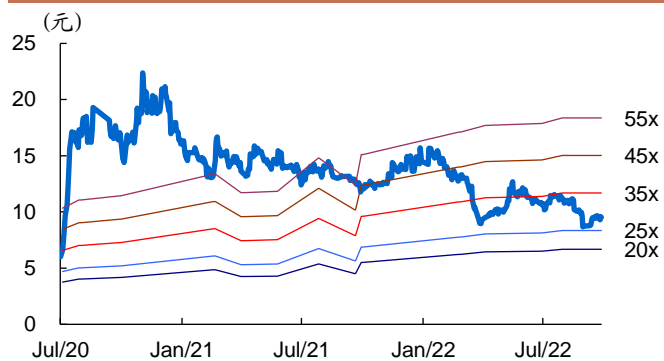
资料来源：wind、招商证券

图 4：国联证券收入结构



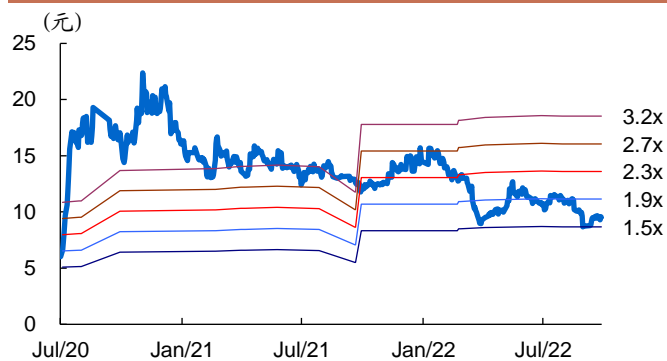
资料来源：wind、招商证券

图 5: 国联证券历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 6: 国联证券历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

表 1：损益表

单位：百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
一、营业总收入	1,619	1,876	2,967	3,123	4,705	6,122
手续费及佣金净收入	674	875	1,346	1,560	2,099	2,642
代理买卖证券业务净收入	360	526	609	583	710	868
证券承销业务净收入	246	275	509	654	968	1,232
受托客户资产管理业务净收入	65	72	141	177	218	278
利息净收入	497	306	216	134	278	247
投资净收益	215	592	1,216	1,144	2,087	2,784
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	7	1	2	2	2	2
公允价值变动净收益	213	87	180	278	232	440
汇兑净收益	6	4	-1	0	2	1
其他收益	9	7	4	4	4	5
其他业务收入	6	5	4	4	4	4
资产处置收益	0	0	3			
二、营业支出	932	1,088	1,787	1,870	2,849	3,500
税金及附加	11	15	20	21	33	43
管理费用	934	1,060	1,737	1,911	2,581	3,028
资产减值损失				0	0	0
其他资产减值损失						
信用减值损失	-12	12	30	-62	235	429
其他业务成本						
三、营业利润	688	789	1,180	1,254	1,856	2,622
加：营业外收入	2	5	4	4	6	8
减：营业外支出	3	6	10	11	24	6
四、利润总额	686	788	1,173	1,247	1,838	2,624
减：所得税	165	200	285	312	460	656
加：未确认的投资损失						
五、净利润	521	588	889	935	1,379	1,968
减：少数股东损益				0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	521	588	889	935	1,379	1,968
加：其他综合收益		-18	201	529	685	662
综合收益总额	521	570	1,089	1,464	2,064	2,630
减：归属于少数股东的综合收益总额				0	0	0
归属于母公司普通股股东综合收益总额	521	570	1,089	1,464	2,064	2,630
每股收益：						
基本每股收益	0.27	0.28	0.36	0.33	0.49	0.69
稀释每股收益	0.27	0.28	0.36	0.33	0.49	0.69

资料来源：公司数据、招商证券

表 2: 资产负债表

单位: 百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	9,305	10,730	10,574	11,248	12,293	13,639
其中: 客户资金存款	6,548	7,449	8,572	9,373	10,244	11,366
结算备付金	2,101	2,512	3,268	3,104	3,675	4,110
其中: 客户备付金	1,740	1,813	2,358	2,638	3,124	3,494
拆出资金						
融出资金	4,638	8,413	10,791	11,539	11,611	12,192
金融投资	8,223	18,633	36,530	42,960	53,742	60,482
其中: 交易性金融资产	8,223	16,955	27,710	33,828	44,282	50,678
债权投资				0	0	0
其它债权投资		1,678	6,240	6,552	6,880	7,224
其他权益工具投资			2,579	2,579	2,579	2,579
以摊余成本计量的金融资产						
以公允价值且其变动计入其他综合收益的金融资产						
衍生金融资产		78	485	1,015	1,328	1,520
买入返售金融资产	3,427	4,128	2,958	4,612	3,688	4,092
持有待售资产						
应收款项	93	65	92	94	150	190
合同资产						
应收利息				0	0	0
存出保证金	65	237	327	85	182	213
代理业务资产						
可供出售金融资产						
持有至到期投资						
长期股权投资	104	105	103	108	113	119
固定资产	88	89	96	100	106	112
在建工程				0	0	0
使用权资产	172	178	166	230	300	400
无形资产	50	59	58	174	183	192
其中: 交易席位费						
商誉				0	0	0
递延所得税资产	38	37	25	51	67	86
投资性房地产				0	0	0
其他资产	115	957	467	6,131	3,483	7,228
资产总计	28,419	46,220	65,939	81,450	90,922	104,574
负债:						
短期借款			38	57	48	53
其中: 质押借款						
应付短期融资款	1,309	4,781	2,125	638	701	771
拆入资金	200	300	850	893	937	984
交易性金融负债	1,080	899	1,430	1,859	2,509	3,387
衍生金融负债		117	431	372	1,079	1,694
卖出回购金融资产款	3,693	8,708	12,796	22,496	22,127	25,914
代理买卖证券款	8,212	9,327	11,183	12,056	13,463	14,988
代理承销证券款						
应付职工薪酬	259	338	584	643	903	1,060
长期应付职工薪酬						
应交税费	24	51	117	124	183	261
应付款项	222	379	474	545	622	709
应付利息				0	0	0
合同负债	4	9	12			

持有待售负债						
代理业务负债						
长期借款				0	0	0
应付债券	5,146	8,998	16,107	20,134	23,758	26,134
递延所得税负债	1		91	97	142	203
预计负债	2	2	2	2	2	2
租赁负债	173	176	167			
其他负债	27	1,540	3,152	3,782	4,538	5,446
负债差额(特殊报表科目)						
负债差额(合计平衡项目)						
负债合计	20,352	35,626	49,558	63,697	71,014	81,606
所有者权益(或股东权益):						
股本	1,902	2,378	2,832	2,832	2,832	2,832
其它权益工具				0	0	0
其中: 优先股						
永续债						
资本公积金	2,164	3,645	8,174	8,174	8,174	8,174
减: 库存股						
其它综合收益		-18	183	1,118	2,497	4,465
盈余公积金	549	606	677	677	677	677
未分配利润	2,023	2,427	2,802	3,145	3,783	4,678
一般风险准备	1,429	1,556	1,714	1,807	1,945	2,142
外币报表折算差额						
未确认的投资损失						
股东权益差额(特殊报表科目)						
股权权益差额(合计平衡项目)						
归属于母公司所有者权益合计	8,067	10,594	16,381	17,753	19,908	22,968
少数股东权益				0	0	0
所有者权益合计	8,067	10,594	16,381	17,753	19,908	22,968
负债及股东权益差额(特殊报表项目)						
负债及股东权益差额(合计平衡项目)						
负债及股东权益总计	28,419	46,220	65,939	81,450	90,922	104,574

资料来源: 公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

非银行金融团队背靠百年央企招商局，以招商局金融产业为研究依托，对证券、保险、金融科技、多元金融等行业和优秀上市/非上市公司进行长期深入跟踪研究；专注研究领域包括财富管理、产寿险、支付、征信等。获得 2021 年新财富第四名、水晶球第五名；2020 年新财富、水晶球第五名；2019 年新财富第五名、金牛奖第三名。

郑积沙：招商证券非银行金融首席分析师，金融科技小组执行组长，中国证券业协会培训讲师（证券、保险），美国纽约大学硕士。9 年从业经验，2015 年加入招商证券。

张成凌：证券行业研究员，美国德州大学达拉斯分校硕士，4 年证券从业经历、9 年风险管理经验。2018 年加入招商证券，曾任职于招商证券风险管理部全面风险管理组组长，从事总量风控、券商研究就工作，专注风险定价和证券业务分析。

衣冠英：金融科技分析师，美国哥伦比亚大学精算学硕士。2022 年加入招商证券，曾就职于腾讯微保、平安人寿。5 年精算从业经验，对保险、金融科技等领域进行长期跟踪研究。

杨海盟：证券行业分析师，北京大学金融硕士。2022 年加入招商证券，曾就职于中国互联网金融协会、华创证券。从事券商及金融科技监管研究工作，对券商、金融科技（金融机构数字化转型）有深刻理解。

朱丽芳：保险行业研究员，厦门大学保险硕士。2022 年加入招商证券。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。