

证券 III

国联证券 (601456.SH)

买入-A(上调)

泛财富管理领先者，优秀管理层开启新征程

2022年10月28日

公司研究/深度分析

公司近一年市场表现



市场数据：2022年10月27日

收盘价(元):	9.54
总股本(亿股):	28.32
流通股本(亿股):	9.89
流通市值(亿元):	94.35

基础数据：2022年9月30日

每股净资产(元):	5.89
每股资本公积(元):	2.89
每股未分配利润(元):	1.15

分析师:

刘丽

执业登记编码: S0760511050001

电话: 0351-8686794

邮箱: liuli2@sxzq.com

孙田田

执业登记编码: S0760518030001

电话: 0351-8686900

邮箱: suntiantian@sxzq.com

投资要点:

➢ **核心管理团队赋能，有利于战略有效落地。**国联证券打造以葛小波为主的高管团队，多数来自于中信证券，具有丰富的管理经验，有利于战略有效落地。同时推出员工持股计划，锁定核心优秀人才，优秀的管理团队及员工持股计划提升公司活力为公司的长期发展提供坚实基础。未来国联证券将通过推进泛财富管理、资本中介、“投行+投资”以及科技金融四大战略，全面打造差异化优势。

➢ **A+H 两地上市，增资扩表带动业绩提升。**随着国联证券先后在港股、A股上市，加之2021年非公开发行的完成，同时公司2022年提出新的非公开发行计划，资本规模逐步增加，净资产、每股净资产有所提高，利于其扩大业务规模、优化业务结构、提升其经营能力、提高市场竞争力。

➢ **深耕无锡，立足长三角，辐射重点区域。**无锡作为中国民族工业和乡镇工业的摇篮，新兴产业集群、经济实力雄厚，产生较大的金融服务需求。因此，苏南地区具有大量以城市银行为代表的优质B端客户资源以及广泛的以地方企业为代表的高净值客户群体。

➢ **经纪业务向泛财富管理转型，投顾业务差异化定位。**公司是行业首批7家获得基金投顾试点资格的券商之一，并于2020年4月正式上线服务，基金投顾业务快速发展，签约客户资产规模保持行业前列。财富管理业务围绕“小B大C”开展，着眼于中小型地方商业银行、私募和以企业家为主的高净值客群，发展并完善业务模式和业务生态。通过定位、策略、服务上的差异化定位，实现对头部券商的弯道超车。

➢ **资管、投行业务快速发展，ABS业绩突出。**近年来各项业务进步明显，股权承销和债券承销快速发展，排名迅速提升，具有较高增长潜力。截至2021年末，资产管理业务受托规模排名第23，净收入排名第34，行业排名显著提升。公司债与ABS承销带动债券承销业务快速发展。

➢ **业绩表现韧性，保持相对优势。**2022年前三季度公司实现营业收入20.55亿元，同比+0.04%；归母净利润6.44亿元，同比-2.03%，投行业务收入增长35.55%至4.24亿元，在二级市场大幅波动的背景下，投资业务表现稳健，微降5.08%至9.37亿元，前三季度业绩在上市券商中保持相对优势，看好公司长期发展前景。

盈利预测、估值分析和投资建议：预计公司2022年-2024年分别实现营业收入31.45亿元、34.44亿元和42.89亿元，增长6.02%、9.50%和24.52%；归母净利润9.85亿元、11.14亿元和14.50亿元，增长10.83%/13.10%/30.15%；



PB 分别为 1.59/1.54/1.45，上调为“买入-A”评级。

风险提示：核心管理层变动；公司出现较大风险事件；二级市场大幅波动；监管政策调整。

财务数据与估值：

盈利预测简表	2021 年	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	29.67	31.45	34.44	42.89
增长率(%)	58.11%	6.02%	9.50%	24.52%
归母净利润（亿元）	8.89	9.85	11.14	14.50
增长率(%)	51.16%	10.83%	13.10%	30.15%
每股收益(EPS)	0.36	0.35	0.39	0.51
净资产	163.81	170.17	175.31	186.29
每股净资产	5.78	6.01	6.19	6.58
净资产收益率(ROE)	5.42%	5.79%	6.35%	7.78%
市盈率(P/E)	26.50	27.43	24.25	18.64
市净率(P/B)	1.65	1.59	1.54	1.45

数据来源：Wind，山西证券研究所

目录

1. 龙头券商高管加盟，有望推动转型升级.....	6
1.1 核心管理层赋能，引领新征程.....	6
1.2 深耕无锡，立足长三角，辐射重点区域.....	7
1.3“A+H”股上市，增资扩表带动业绩提升.....	9
1.4 收入结构多元化，实现跨越发展.....	11
2. 泛财富化转型，投顾定位差异化.....	13
2.1 率先转型泛财富管理，基金投顾业务快速发展.....	13
2.2 经纪业务稳步发展，收入结构优化.....	15
3. 资管、投行业务快速发展.....	17
3.1 资管业务快速发展，专项资管业绩突出.....	17
3.2 投行业务快速发展，债券承销大幅增长.....	18
3.3 投资贡献度增加，衍生品业务跻身前列.....	18
4 投资策略.....	19
5. 风险提示.....	21

图表目录

图 1： 国联证券股权结构图.....	7
图 2： 长三角地区各省份经济状况.....	8
图 3： 各地区营业部分布.....	9
图 4： 营业部数量.....	9
图 5： 居民人均可支配收入（万元）.....	9
图 6： 中国高净值人群数量（万人）.....	9
图 7： 国联证券历史沿革.....	10



图 8: 国联证券总资产及增速 (亿元/%)	10
图 9: 国联证券净资产及增速 (亿元/%)	10
图 10: 金融资产和信用资产规模.....	11
图 11: 国联证券营业收入及增速 (亿元/%)	12
图 12: 国联证券净利润及增速 (亿元/%)	12
图 13: 国联证券收入结构变化.....	12
图 14: 基金投顾业务策略组合.....	14
图 15: 国联证券股基交易额及份额.....	15
图 16: 国联证券两融余额及份额.....	15
图 17: 国联证券代销金融产品收入及增速 (亿元/%)	16
图 18: 国联证券交易席位租赁及增速 (亿元/%)	16
图 19: 国联证券经纪业务各项收入占比.....	16
图 20: 资管业务规模快速增长 (单位: 亿元)	17
图 21: 资管业务收入 (单位: 万元)	17
图 22: 股权承销规模及份额.....	18
图 23: 债券承销规模及份额.....	18
图 24: 自营权益类证券及衍生品/净资本 (%)	19
图 25: 自营固定收益类证券/衍生品 (%)	19
表 1: 多位高管具有中信证券任职经历.....	6
表 2: 长三角地区 GDP 前十城市经济状况.....	8
表 3: 国联证券业务指标排名变化.....	13
表 4: 投顾业务签约客户数及资产规模.....	14



表 5: 基金销售规模及排名.....	14
表 6: 代理买卖证券款结构.....	16
表 7: 财务预测简表.....	20

1. 龙头券商高管加盟，有望推动转型升级

1.1 核心管理层赋能，引领新征程

龙头券商高管带来卓越的发展理念和管理经验。2019年开始，国联证券开启市场化改革，引入中信证券多名高管。2022年6月公司管理层全面落定，葛小波先生任公司董事长，虽然稍早前，时任公司总裁的葛小波一直暂代履行国联证券董事长职务。但此次正式任命依然意味着公司新的发展阶段。董事长葛小波、副总裁李钦、副总裁尹红卫、副总裁兼财务负责人尹磊、董事会秘书王捷、首席信息官汪锦岭等高管曾就职于中信证券，具有丰富的管理经验，有利于战略有效落地。

表 1：多位高管具有中信证券任职经历

姓名	职务	任职日期	履历
葛小波	董事长	2022-6-1	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。
李钦	副总裁	2019-11-21	曾就职于中信证券风险管理部,方正证券风险管理部副总经理,行政负责人。
尹红卫	副总裁	2019-11-21	曾任中信证券深圳营业部总经理,深圳分公司总经理,财富管理执行总经理。
尹磊	副总裁,财务负责人	2022-06-01	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	2019-06-13	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	2019-06-13	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,中国人民人寿保险部门总经理助理,中国证监会研究员,中信证券信息技术中心B角。执行总经理。

资料来源：公司公告，山西证券研究所

践行四大战略，打造差异化优势。面对证券行业白热化竞争，国联证券将通过推进泛财富管理、资本中介、“投行+投资”以及科技金融四大战略，全面打造差异化优势。泛财富管理战略方面，着力推动传统经纪业务和资产管理业务向泛财富管理业务转型；资本中介战略方面，从传统的方向性自营交易向风险中性的资本中介交易转型；“投行+投资”战略方面，推动传统通道型投行业务向“投行+投资”的综合性大投行业务模式转型；金融科技战略方面，加大投入，构建与战略目标匹配、业务发展融合的服务、创新能力，聚焦机构客户、高净值客户、长尾客户需求，打造差异化竞争力。

国资背景深厚，股权相对集中。国联证券实际控制人为无锡市国资委，控股股东无锡市国联发展（集团）有限公司直接持有19.21%股份，直接及间接持股比例合计48.6%。对外投资上，国联证券下设华英证券、国联通宝、国联创新、国联香港四家全资子公司，同时持有中海基金33.41%的股份。其中，华英证券为公司开展投行业务的子公司，国联通宝为私募子公司、国联创新为科创板跟投的子公司，国联香港为公

司国际业务子公司。

图 1：国联证券股权结构图



资料来源：Wind，山西证券研究所

员工持股计划吸引保留优秀人才，长期发展动力。2022年6月11日国联证券公布员工持股计划，持股对象面向管理层以及核心骨干员工，实际参与人数为342人，认购总金额为人民币6811万元。持股计划存续期为5年，锁定期为12个月。该持股计划有望建立和完善国联证券与其员工的利益共享机制，提高其竞争力和员工凝聚力，吸引保留优秀人才；有利于国联证券长期战略的稳步推行；促进公司相关各方利益最大化，实现其持续健康发展。

1.2 深耕无锡，立足长三角，辐射重点区域

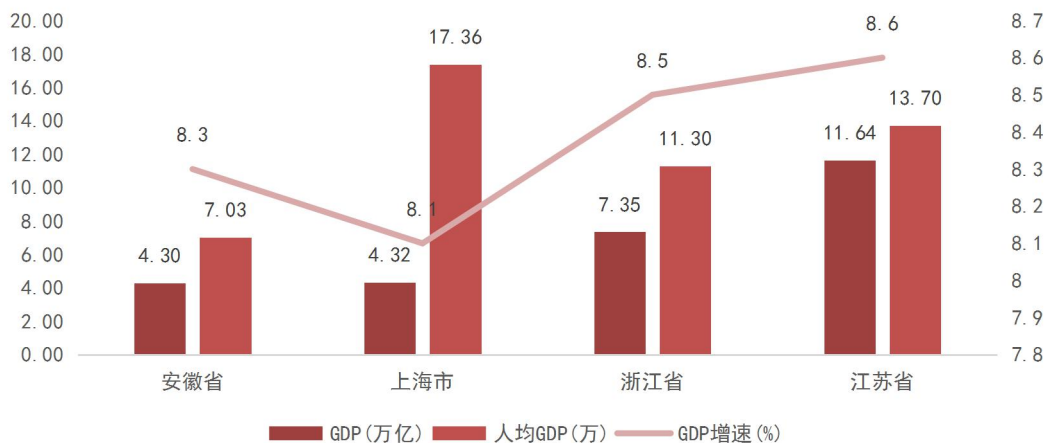
区域经济优势显著。国联证券立足长三角这一经济体量最大、发展最快、前景最好的地区。截至2021年末，长三角GDP在全国GDP占比接近四分之一；江苏省以11.64万亿的GDP排名全国第二，GDP增速超过8%；无锡市GDP以1.4万亿排名全国前列，在长三角地区排名第六，人均GDP达到18.7万元，GDP增速高达8.8%。无锡作为中国民族工业和乡镇工业的摇篮，新兴产业集群、经济实力雄厚，产生较大的金融服务需求。苏南地区具有大量以城市银行为代表的优质B端客户资源以及广泛的以地方企业为代表的高净值客户群体。

表 2：长三角地区 GDP 前十城市经济状况

区域名称	GDP(亿)	人均 GDP(元)	GDP 增速(%)	城镇居民人均可支配收入(元)
上海市	43,214.85	173,630.00	8.1	82429
苏州市	22,718.30	178,200.00	8.7	76888
杭州市	18,109.00	149,857.00	8.5	74700
南京市	16,355.32	174,520.00	7.5	73593
宁波市	14,594.90	153,922.00	8.2	73869
无锡市	14,003.24	187,700.00	8.8	70483
合肥市	11,412.80	121,187.00	9.2	53208
南通市	11,026.94	142,642.00	8.9	57289
常州市	8,807.60	166,900.00	9.1	65822
徐州市	8,117.44	89,634.00	8.7	40842

资料来源：Wind，山西证券研究所

图 2：长三角地区各省份经济状况

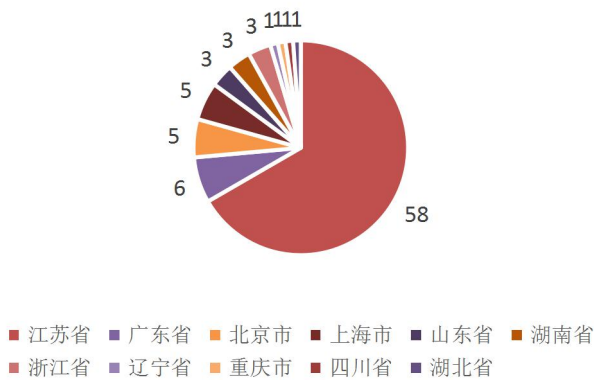


资料来源：Wind，山西证券研究所

高水平的居民收入催生泛财富管理需求。至 2020 年，我国可投资资产超过一千万的高净值人群数量达到 262 万人，较 2018 年增长 32.99%。截至 2021 年末，无锡市全体居民人均可支配收入 63014 元，高于全国、江苏平均水平。高净值人群的不断增长以及可支配收入的不断提高，都意味着对于泛财富管理的需求将会不断提升。

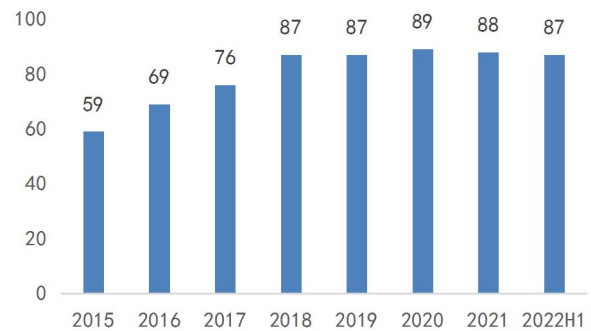
深耕无锡，辐射重点区域。2022 年 6 月末，国联证券共成立 102 个分支机构，包括 15 家分公司和 87 家营业部，江苏省内共有 58 家营业部，数量占比为 67%，其余营业部分布在广东、北京、上海等经济发达的重点区域，布局区域内居民财富积累较为领先，为公司业务的发展提供丰富的土壤。

图 3：各地区营业部分布



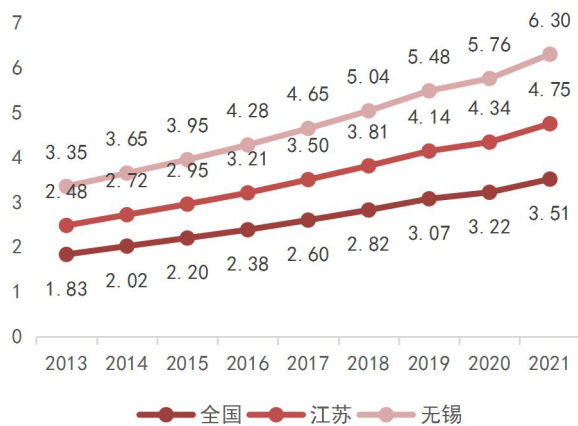
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 4：营业部数量



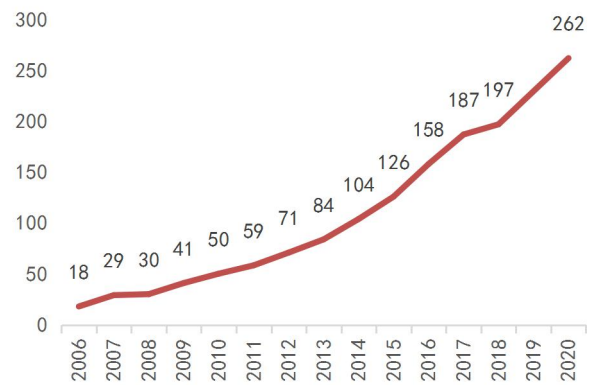
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 5：居民人均可支配收入（万元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 6：中国高净值人群数量（万人）

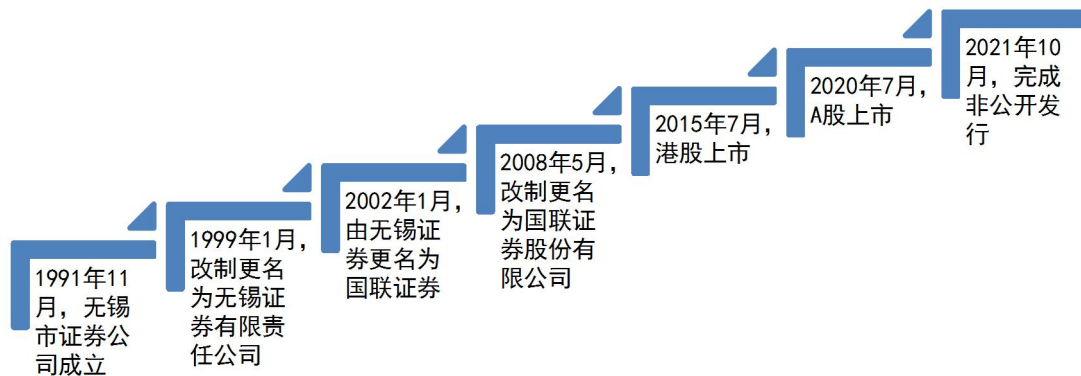


资料来源：Wind，山西证券研究所

1.3“A+H”股上市，增资扩表带动业绩提升

A+H 股两地上市，实现快速发展。1992 年 11 月，无锡市证券公司获批成立，初始注册资本为人民币 3200 万元。1999 年 1 月，无锡市证券公司改制，更名为无锡证券有限责任公司。2008 年 5 月 16 日，改制为股份有限公司并更名为国联证券股份有限公司，注册资本为人民币 15 亿元。2015 年 7 月，国联证券港股上市，注册资本(股本)增加至人民币 19.02 亿元。2020 年 7 月，国联证券 A 股上市，注册资本增加至人民币 23.78 亿元。2021 年 7 月，完成非公开发行，注册资本(股本)增加至人民币 28.32 亿元，实际募集资金为 50.23 亿元。

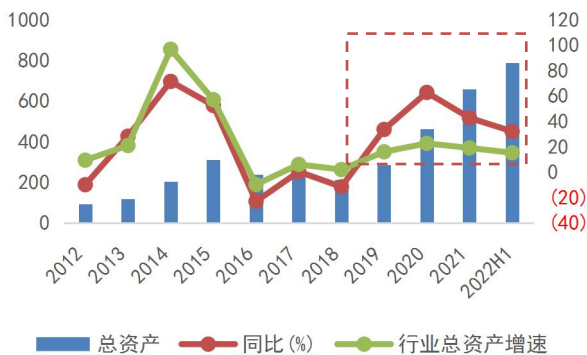
图 7：国联证券历史沿革



资料来源：公司公告，山西证券研究所

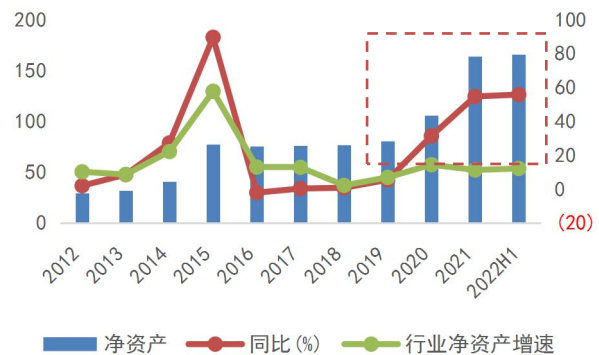
资本实力提升，业务进入扩张阶段。国联证券先后在港股、A股上市，加之2021年完成非公开发行，资本规模逐步增加，总体规模实现翻倍。2019—2021年，国联证券净资产由80.67亿元增加至163.81亿元，增幅达到103.06%；总资产由284.19亿元增加至659.39亿元，增幅高达132.02%；净资本由83.99亿元增加至152.63亿元，增长了81.71%。截止2022年6月末，国联证券总资产达到786.82亿元，同比增长32.02%，净资产达到165.60亿元，同比增长55.73%，总资产增速和净资产增速均高于行业整体。

图 8：国联证券总资产及增速（亿元/%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 9：国联证券净资产及增速（亿元/%）

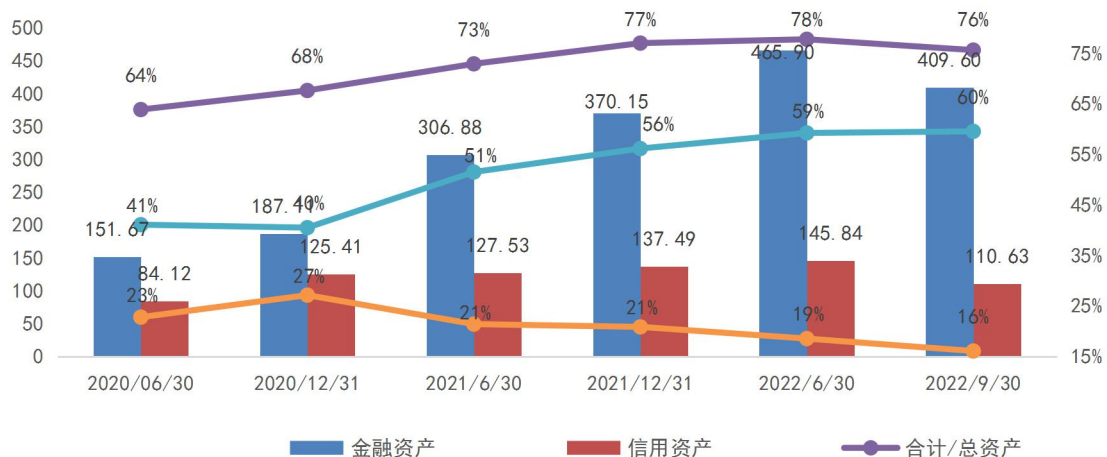


资料来源：Wind，山西证券研究所

定增提升资本实力，增强盈利和抗风险能力。公司2019年开始进入快速扩张期，随着业务规模的扩张对资本的要求更加迫切。在上市次年的2021年，公司定增募集资金50.23亿元，从资金投放来看，20亿元用于扩大信用业务规模，30亿元投向自营投资业务。从2021年三季度开始，信用资产和金融资产的规模开始增长，2022年9月末，信用资产（融出资金+买入返售金融资产）和金融资产（交易性金融资产+债权投资+其他债权投资+其他权益工具投资+可供出售金融资产）的合计占比达到76%，金融资产占总资产的比例达到60%，信用资产由于两融规模整体收缩导致占比下降。2022年9月公司再次发布定增预案，募集资金

不超过人民币 70 亿元，用于扩大两融业务在内的信用交易业务规模和固定收益类、权益类、股权衍生品类交易业务的规模，连续三年的资本补充有效增强公司的资本实力，在巩固优势业务的基础上，增强盈利能力和抗风险能力。

图 10：金融资产和信用资产规模（单位：亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

1.4 收入结构多元化，实现跨越发展

在 2021 年和 2022 年实现超越行业的增速。资本实力的提升有利于其扩大业务规模、优化业务结构、提升其经营能力、提高市场竞争力。随着资本金得到补充，国联证券各项业务进入快速扩张阶段，2019 年-2021 年营业收入也有较高增幅，由 16.19 亿元提高至 29.67 亿元，CAGR 达到 35.35%；营业收入中，自营业务和投行业务均有较大幅度提升，CAGR 达到 81.91%和 44.00%，远高于行业整体业务增长速度，2019 年-2021 年证券行业自营业务和投行业务 CAGR 分别为 6.13%和 22.51%。

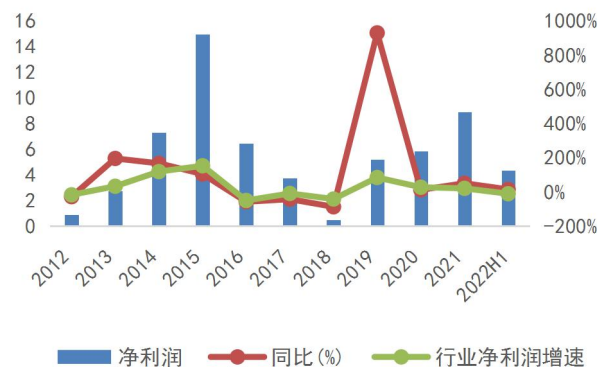
业绩表现出相对优势，韧性十足。2022 年上半年分别实现营业收入和净利润 12.74 亿元和 4.37 亿元，同比分别增长 12.71%和 15.37%，在行业业绩下滑的趋势下，保持较强韧性，各项业务全面增长，且增速均远超行业。经纪业务增长 6.41%，实现 2.64 亿元，上半年证券行业代理买卖证券业务收入增长 0.46%；投行业务实现收入 2.45 亿元，同比增长 44.55%，行业投行业务收入基本保持持平，小幅增长 0.24%；资管业务实现收入 0.75 亿元，同比增长 53.20%，行业资管业务收入下滑 7.94%；实现投资业务收入 5.71 亿元，同比增长 12.59%，行业投资收益整体下滑 38.41%，投资业务表现明显好于行业整体。同时，国联证券 2022 年上半年业绩在上市券商中表现突出，营业收入增速排名 41 家上市券商第 4 位，净利润增速排名上市券商第二位。前三季度实现营业收入 20.55 亿元，同比增长 0.04%，实现归母净利润 6.44 亿元，小幅下降 2.03%，营业收入及归母净利润在已披露的 13 家上市券商中排名第 4 位和第 6 位。

图 11：国联证券营业收入及增速（亿元/%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 12：国联证券净利润及增速（亿元/%）

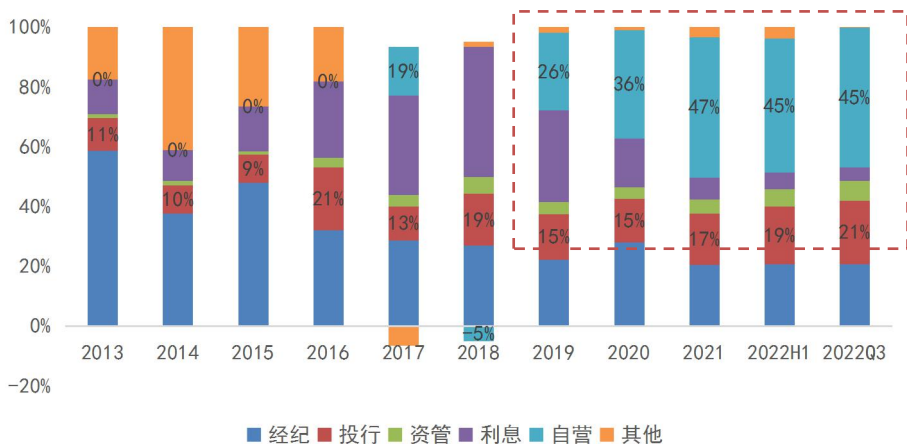


资料来源：Wind，山西证券研究所

营业收入结构从传统经纪业务为主到逐步多元化。2019 年以前，公司是典型的区域型传统券商的业务结构，营业收入高度依赖经纪业务，包括代理买卖证券业务和以融资融券为主要构成的利息净收入占比在 50%以上，从 2019 年开始，投行、自营等业务占比迅速提升，投行业务占比由 2019 年的 15%提升到 2022 年前三季度的 21%，自营业务占比由 26%提升到 45%，而代理买卖和利息净收入的占比由 53%下降至 24%，收入结构由传统经纪业务占主导逐步多元化。

排名稳步前进，实现稳步发展。2020 年和 2021 年公司主要经营指标进步明显，营业收入由 2017 年的 59 位提升到 37 位，投行业务、投资业务分别进步到行业第 32 位和 30 位。长期来看，资本金的补充可以为国联证券优化营业网点布局、增加投资规模、支持子公司业务发展等方面带来便利，从而提高其综合竞争能力，提高长期盈利能力和可持续发展能力。

图 13：国联证券收入结构变化



资料来源：Wind，山西证券研究所

表 3：国联证券业务指标排名变化

总体指标排名	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
总资产	60	62	55	41	35
净资产	62	60	59	49	39
营业收入	59	62	51	49	37
净利润	48	61	43	52	42
净资产收益率	43	61	24		41
净资本	50	51	49	41	35
客户资金余额	42	44	42	44	44
经纪业务收入	47	50	49	48	49
代理买卖证券业务收入含席位租赁	47	49	49	48	49
营业部平均代理买卖证券业务收入	58	55	48	49	46
代销金融产品收入	50	52	44	48	37
投行业务收入	59	47	50	52	32
股票主承销佣金收入	52	33	31	46	28
债券主承销佣金收入	45	41	45	41	32
担任资产证券化管理人家数		46	44	40	11
并购重组财务顾问收入	54	38	45	59	56
融资融券业务收入	46	45	50	41	36
证券投资收入	64	87	55	43	30

资料来源：证券业协会，山西证券研究所

2.泛财富化转型，投顾定位差异化

2.1 率先转型泛财富管理，基金投顾业务快速发展

第一批获得券商基金投顾牌照。公司 2020 年获得基金投顾牌照，是第一批基金投顾牌照中唯一的中小券商，持续加强“小 B 大 C”产业链服务。根据 2021 年年报，国联证券与 24 家银行、第三方机构签约合作，实现业务正式上线 11 家。未来将与客户建立进一步的融合与信任，摸索基金投顾和股票投顾“千人千面”的资产配置服务模式，提升客户体验并增加客户粘性。截止 2022 年 6 月，公司投顾人员数量达到 480 人，占员工总数的 19.21%，在所有券商中处于相对较高位置。

打造“大方向 50”基金投顾品牌。国联证券总部牵头、聚合各研究部门力量打造“大方向 50”的服务品牌，发挥资产配置上的行业专长，以及在私募端的触达优势，精心打造以“私募为主、公募为辅”的底仓配置池，致力于为小 B 大 C 客户打造或单一或 TOF 或高端定制化的配置服务。“基金管理人精选池”已构建起来的精选池更富多样性，涵盖了 40 余家头部私募、及一些杰出的成长型私募、定制公募专户策略等，具体覆盖股票策略、管理期货、股票多空、债券策略等。

基金投顾签约户数快速增长。截至 2021 年末，国联证券基金投顾业务签约客户由上年末 5.3 万户增长至 15.03 万户，增幅 183.58%；签约资产规模人民币 102.63 亿元，同比增长 91.69%，保持高速增长的基础上，在所有试点机构中保持前列。2022 年签约客户数继续保持增长，上半年较 2021 年末增加 5.14 万户达到 20.17 万户，由于市场大幅调整，服务客户规模有所下降，较 2021 年末下降 27.77%至 74.13 亿元。

表 4：投顾业务签约客户数及资产规模

年度	投顾客户签约数（万户）	增长率（%）	签约资产规模（亿元）	增长率（%）
2020H	0.52	—	5.36	—
2020 年	5.32	932.68%	53.54	898.88%
2021H	9.73	83.02%	71.08	32.76%
2021 年	15.03	54.41%	102.63	44.39%
2022H	20.17	34.20%	74.13	-27.77%

资料来源：公司年报、半年报，山西证券研究所

表 5：基金销售规模及排名

类别	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
股票+混合公募基金保有规模（亿元）	37	39	38	47	54	55
证券公司排名	34	36	33	31	32	35
非货币市场公募基金保有规模（亿元）	37	39	38	47	71	74
证券公司排名	34	36	33	30	32	32

资料来源：中国基金业协会，山西证券研究所

图 14：基金投顾业务策略组合

货币增强的睿安盈策略	<ul style="list-style-type: none"> • 适合中低风险承受能力, 以现金管理需求为主的客户 • 服务费为授权账户资产总额的0.2%/年
债券增强稳健的睿稳健策略	<ul style="list-style-type: none"> • 适合中低风险承受能力, 追求稳健收益的客户 • 服务费为授权账户资产总额的1%/年
股债混合平衡的睿平衡策略	<ul style="list-style-type: none"> • 适合中风险承受能力, 追求平稳增值的客户 • 服务费为授权账户资产总额的1.5%/年
偏股优选弹性的睿进取策略	<ul style="list-style-type: none"> • 适合中高风险承受能力, 追求弹性收益的客户 • 服务费为授权账户资产总额的1.5%/年
股基精选的睿精选策略	<ul style="list-style-type: none"> • 适合中高风险承受能力, 追求权益类弹性收益的客户 • 服务费为授权账户资产总额的1.5%/年

资料来源：公司官网，山西证券研究所整理

基金投顾需差异化定位以实现弯道超车。国联证券在定位上，立足苏南，利用无锡的禀赋客群，聚焦中小型地方银行、私募机构和高净值客群，深耕细分市场，通过差异化的定位减少行业竞争，以实现弯道超车；在策略上，基金投资组合包含了货币增强策略、债券增强稳健策略、股债混合平衡策略、偏股优选弹性策略和股票基金精选策略，分别面向不同风险承受能力、不同投资预期的投资者。同时通过定性定量

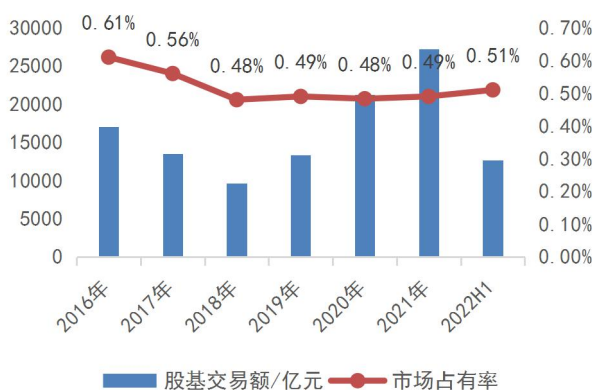
分析，从全市场中优选出 50 只基金并动态更新作为备选库，并且在策略中匹配不同风格投资的实际需求，优中选优形成基金组合；在服务上，国联证券可以为客户提供账户分析、基金投资组合搭配、基金投资品种数量及买卖时机的决策、代客执行交易申请、定期报告、市场投资机会分析等全方位陪伴式服务。通过定位、策略、服务上的差异化定位，实现对头部券商的弯道超车。

2.2 经纪业务稳步发展，收入结构优化

股基交易额及两融市场份额持续提升。通过加强客户引进，聚焦高净值客户和机构客户，建立专业交易系统，完善私募产业链，基金投顾加强 toB 产业链服务，引入高端优质产品，加强对高净值及机构客户的服务。作为区域中小型券商，国联证券经纪业务客户数量较少，但近年来稳步增加，2022 年 6 月末，客户数量为 148.59 万户，较 2021 年末增长 7.24%。财富管理业务形成自身的服务体系和模式，“大方向”基金投顾保有规模突破百亿，持续名列行业前茅，高净值客户、私募客户等数量和资产规模快速增长，客户结构持续优化，经纪业务股基交易额市场占有率从 2018 年开始小幅上升。

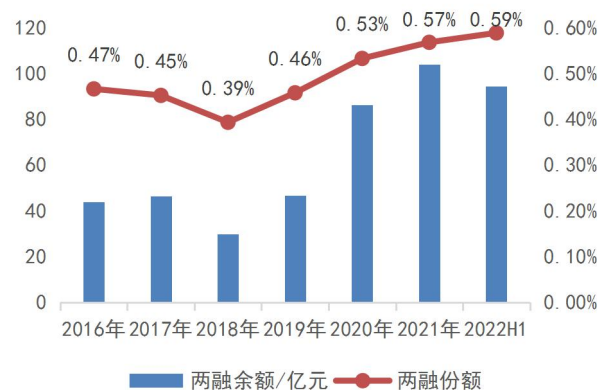
以公募合作为抓手，建设融券产业链体系。公司大力拓展融券券源，并采取动态化股指期货对冲策略，主动增加自营 ETF 的券源供给，两融市场份额明显提升。2022 年 6 月末，两融余额为 94.38 亿元，较年初有所下降，但市场份额提升至 0.59%，较 2018 年提升了 0.20 个百分点。

图 15：国联证券股基交易额及份额



资料来源：公司定期报告，山西证券研究所

图 16：国联证券两融余额及份额



资料来源：公司定期报告，山西证券研究所

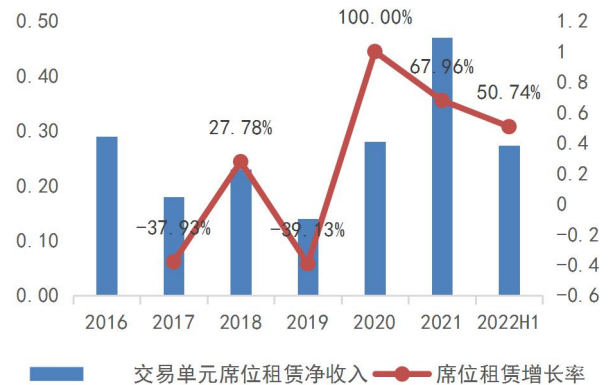
经纪业务收入结构优化。由于行业竞争加剧带来的佣金率下行，传统经纪业务增长动能趋弱，经纪业务增长的主要驱动力为近年来证券公司发力财富管理的代销金融产品业务收入。从国联证券来看，公司经纪业务收入对代买业务的依赖逐步降低。从 2016 年开始，代理买卖证券净收入占经纪业务净收入的比重逐年下降，从 2016 年的 94% 下降到 2021 年的 81%。金融产品代销净收入实现高速增长，2020 年和 2021 年增

长率均突破 100%，2021 年占经纪业务收入的比重达到 11%。交易单元席位租赁净收入也实现较快增长，2020 年和 2021 年分别增长 100%和 68%。2022 年上半年受整体基金发行影响，代销收入有所下滑，但交易单元席位租赁净收入增长 50.74%，是经纪业务净收入增长的主要驱动力。

但经纪业务中代理买卖证券收入占比仍然较高。2022 年上半年代销金融产品收入、代理买卖证券业务收入和交易单元席位租赁分别实现 0.22 亿元、2.15 亿元和 0.27 亿元，占比分别为 8.34%、81.30%和 10.36%，代销收入占比低于行业整体的 11.70%。预计随着公司转型财富管理的步伐加快，以及基金投顾业务的带动，公司代销业务收入仍有较强增长空间及动力。

图 17：国联证券代销金融产品收入及增速（亿元 /%）

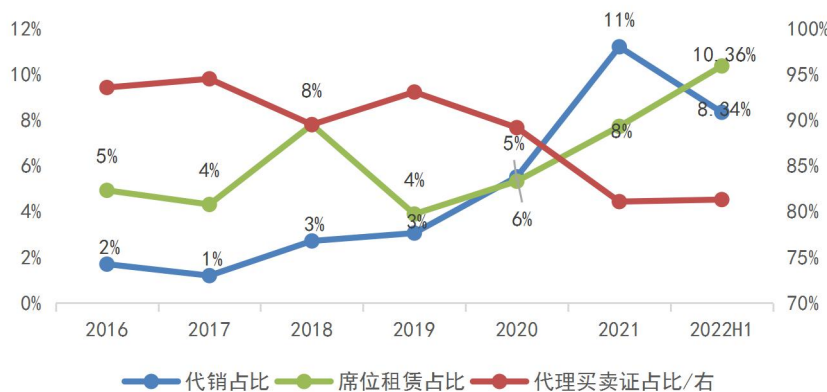
图 18：国联证券交易席位租赁及增速（亿元/%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

资料来源：Wind，山西证券研究所

图 19：国联证券经纪业务各项收入占比



资料来源：Wind，山西证券研究所

表 6：代理买卖证券款结构

代理买卖证券款（亿元）	2020H	2020 年	2021H	2021 年

代理买卖证券款（个人）	96.57	90.02	80.22	85.92
代理买卖证券款（机构）	3.27	4.38	2.24	6.41
合计	99.84	94.41	82.46	92.33
个人占比	96.72%	95.36%	97.28%	93.06%
机构占比	3.28%	4.64%	2.72%	6.94%

资料来源：Wind，山西证券研究所

3.资管、投行业务快速发展

3.1 资管业务快速发展，专项资管业绩突出

专项资管规模大幅上升，行业排名显著提高。国联证券资管业务立足于加强主动管理能力，结合其自身牌照有效提供专业化资产配置和底层资产评价服务，加强机构客户开发，推进渠道代销和机构定制。截至2022年6月末，资产管理规模达到1039.72亿元，同比增长35.11%，在2021年大幅扩张的基础上继续保持增长，规模达到2020年末的将近三倍。2021年专项资产管理计划快速增长，由2020年末15.71亿元增长至371.19亿元，同比增长2262.76%，2022年上半年专项资管计划规模小幅下降至361.72亿元。从Wind统计ABS承销排名来看，公司ABS承销在2021年取得了较大的进步，2020年ABS承销规模仅为7.17亿元，排名第56位，而2021年ABS承销规模达到115.59亿元，排名大幅提升33位至行业23位，2022年上半年ABS募集资金30.12亿元，排名行业第26位。

资管业务收入排名显著提升，增长率居行业前列。2017年以来，国联证券资管业务收入持续走高，2021年实现资管业务收入1.22亿元，排名行业第33位，行业排名显著提升，进入行业中位数以上。2022年上半年实现资管业务收入7318.60万元，同比增长34.31%，在行业资管业务收入收缩的环境下，继续保持增长。2022年4月29日，公司公告拟出资10亿元设立全资资产管理子公司，将进一步提高业务运行效率，加快业务转型，聚焦主动管理，提高客户财富管理服务能力，进一步提升公司资管业务的市场竞争力。

图 20：资管业务规模快速增长（单位：亿元）

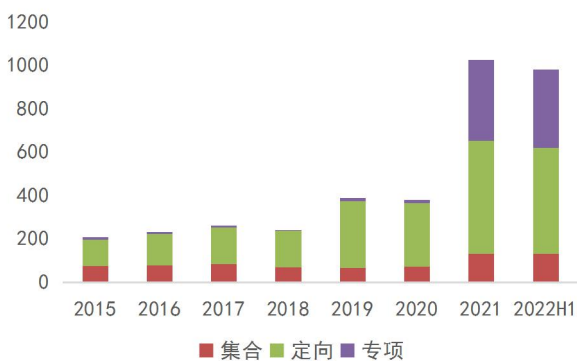
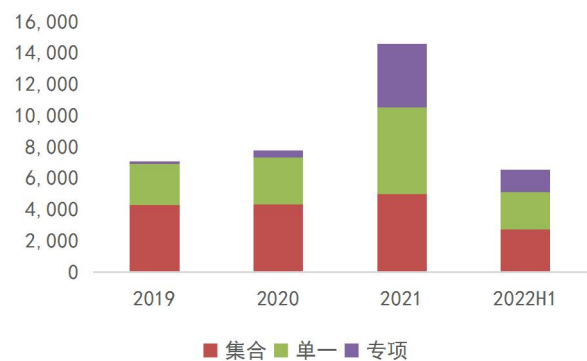


图 21：资管业务收入（单位：万元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

资料来源：Wind，山西证券研究所

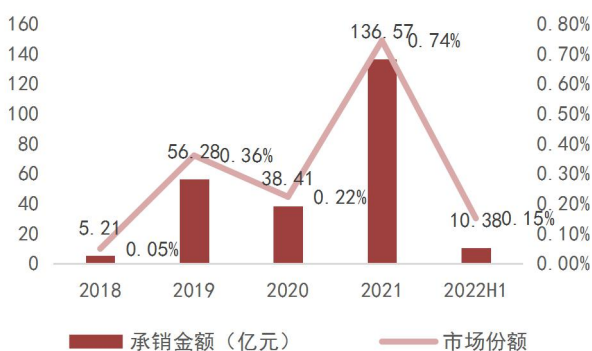
3.2 投行业务快速发展，债券承销大幅增长

排名大幅提升，增速高于行业。公司投行业务快速发展，2021 年实现投行业务收入 5.09 亿元，同比增长 85%，投行业务收入排名由 2017 年的 59 位，进步 27 位，2021 年排名 32 位。2022 年上半年实现投行业务收入 2.45 亿元，同比增长 44.55%，增速远高于行业整体的 0.24%。

股权融资业务快速发展。国联证券股权业务聚焦特定区域、特定行业、特定项目，近年来股权融资金额除 2020 年略有下降外均实现高速增长。2021 年公司完成 IPO 项目 2 单，承销金额 6.83 亿元；再融资承销金额排名行业第 16 位，定增承销规模 29.75 亿元，排名第 12 位。2022 年上半年完成 IPO 保荐承销项目 1 单，承销金额 10.38 亿元，IPO 承销金额排名行业第 29 位。Wind 数据统计显示，华英证券（截止 10 月 27 日）股权承销规模 59.43 亿元，排名第 32 位。从项目储备情况来看，目前华英证券保荐的有 3 家待审核 IPO 企业，分别是天键电声、海达尔精密和方盛换热器，在证券行业排名第 29 位。

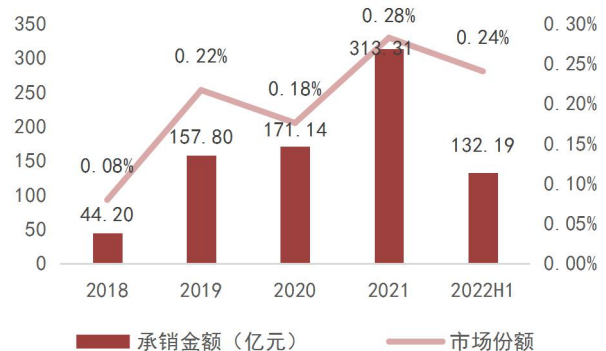
债权承销规模大幅增长。国联证券利用其无锡地区的债券承销业务优势，债券承销业务及份额明显提升。2021 年，国联证券承销 119 只债券，承销金额达到 428.89 亿元，同比增长 126.71%，市场份额由 2020 年末的 0.19% 提升至 0.38%，排名提升至 34 位。承销金额中，以公司债和 ABS 为主，分别占总承销金额的 66.31% 和 26.95%，公司债与 ABS 承销带动债券承销业务快速发展。2022 年上半年公司债券承销 62 单，承销金额合计达到 207.18 亿元，与 2021 年上半年基本持平。

图 22：股权承销规模及份额



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 23：债券承销规模及份额



资料来源：Wind，山西证券研究所

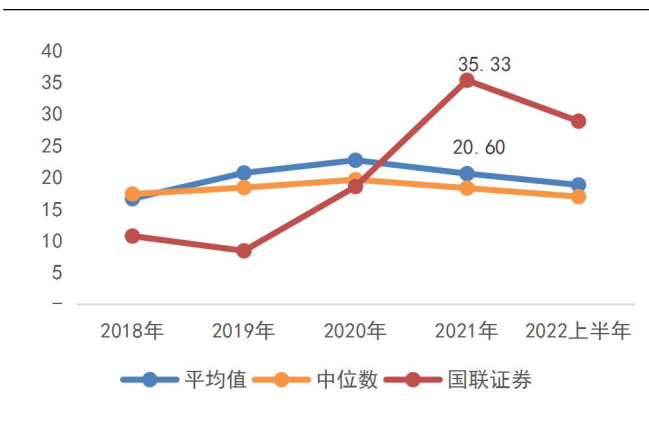
3.3 投资贡献度增加，衍生品业务跻身前列

投资类业务贡献提升。在公司通过 A 股上市和非公开发行提升净资本规模后，公司资本实力增强，也

对公司投资业务进行补充，2020年和2021年国联证券权益类证券及衍生品/净资本的比例有了较大幅度提升，2021年该比例达到35.33%，高出平均值14.73个百分点。投资类业务对公司收入的贡献也更加突出，2021年全年，国联证券实现投资类业务收入（投资净收益+公允价值变动损益-对联营合营企业的投资收益）13.94亿元，占当年营业收入的比重达到47%，较2020年提升了11个百分点。2022年上半年由于市场环境的影响，占比小幅下降，但实现收入5.71亿元，保持同比增长，在弱市下表现出较强韧性。

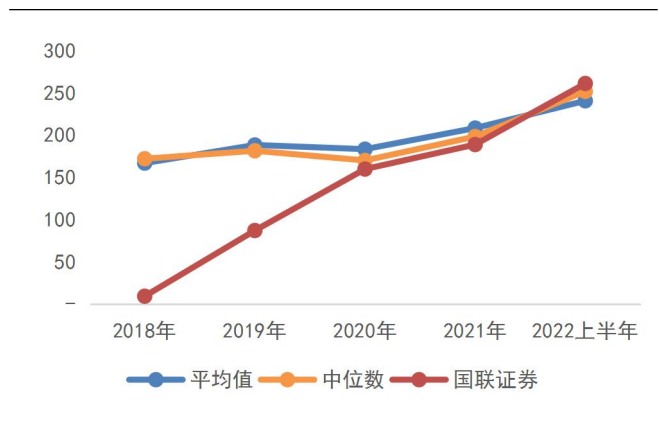
场外衍生品业务成交活跃。根据证券业协会披露的基于柜台与机构客户对手方交易业务收入（为证券公司经公允价值调整的场外期权业务收入-对冲成本），国联证券2021年实现场外期权业务净收入2.81亿元，同比增长58倍，排名行业第10位，2020年收入仅为476万元，排名第19位；以场外衍生品为代表的客需型业务为主，作为重点布局的业务之一，场外衍生品带来了高ROE。2021年，公司场外衍生品业务持续发展创新，业务交易模式不断丰富，交易服务和产品设计能力不断增强，交易量快速增长，基本实现了对市场主流业务品种和交易结构的全覆盖，全年累计签约场外期权和收益互换名义本金同比增长241%。

图 24：自营权益类证券及衍生品/净资本（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 25：自营固定收益类证券/衍生品（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

4 投资策略

核心管理团队赋能，有利于战略有效落地。国联证券打造以葛小波为主的高管团队，多数来自于中信证券，具有丰富的管理经验，有利于战略有效落地。同时推出员工持股计划，锁定核心优秀人才，优秀的管理团队及员工持股计划提升公司活力为公司的长期发展提供坚实基础。未来国联证券将通过推进泛财富管理、资本中介、“投行+投资”以及科技金融四大战略，全面打造差异化优势。

A+H 两地上市，增资扩表带动业绩提升。随着国联证券先后在港股、A股上市，加之2021年非公开发行的完成，同时公司2022年提出新的非公开发行计划，资本规模逐步增加，净资产、每股净资产有所提高，利于其扩大业务规模、优化业务结构、提升其经营能力、提高市场竞争力。

深耕无锡，立足长三角，辐射重点区域。无锡作为中国民族工业和乡镇工业的摇篮，新兴产业集群、经济实力雄厚，产生较大的金融服务需求。因此，苏南地区具有大量以城市银行为代表的优质 B 端客户资源以及广泛的以地方企业为代表的的高净值客户群体。

经纪业务向泛财富管理转型，投顾业务差异化定位。公司是行业首批 7 家获得基金投顾试点资格的券商之一，并于 2020 年 4 月正式上线服务，基金投顾业务快速发展，签约客户资产规模保持行业前列。财富管理业务围绕“小 B 大 C”开展，着眼于中小型地方商业银行、私募和以企业家为主的高净值客群，发展并完善业务模式和业务生态。通过定位、策略、服务上的差异化定位，实现对头部券商的弯道超车。

资管、投行业务快速发展，ABS 业绩突出。近年来各项业务进步明显，股权承销和债券承销快速发展，排名迅速提升，具有较高增长潜力。截至 2021 年末，资产管理业务受托规模排名第 23，净收入排名第 34，行业排名显著提升。公司债与 ABS 承销带动债券承销业务快速发展。

业绩表现韧性，保持相对优势。2022 年前三季度公司实现营业收入 20.55 亿元，同比+0.04%；归母净利润 6.44 亿元，同比-2.03%，投行业务收入增长 35.55%至 4.24 亿元，在二级市场大幅波动的背景下，投资业务表现稳健，微降 5.08%至 9.37 亿元，前三季度业绩在上市券商中保持相对优势，看好公司长期发展前景。

预计公司 2022 年-2024 年分别实现营业收入 31.45 亿元、34.44 亿元和 42.89 亿元，增长 6.02%、9.50%和 24.52%；归母净利润 9.85 亿元、11.14 亿元和 14.50 亿元，增长 10.83%/13.10%/30.15%；PB 分别为 1.59/1.54/1.45，上调为“买入-A”评级。

表 7：财务预测简表

盈利预测简表	2021 年	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	29.67	31.45	34.44	42.89
增长率(%)	58.11%	6.02%	9.50%	24.52%
归母净利润（亿元）	8.89	9.85	11.14	14.50
增长率(%)	51.16%	10.83%	13.10%	30.15%
每股收益(EPS)	0.36	0.35	0.39	0.51
净资产	163.81	170.17	175.31	186.29
每股净资产	5.78	6.01	6.19	6.58
净资产收益率(ROE)	5.42%	5.79%	6.35%	7.78%
市盈率(P/E)	26.50	27.43	24.25	18.64
市净率(P/B)	1.65	1.59	1.54	1.45

数据来源：Wind，山西证券研究所

5.风险提示

- 核心管理层变动；
- 公司出现较大风险事件；
- 二级市场大幅波动；
- 监管政策调整。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表					利润表				
单位:亿元					单位:亿元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
1、资产					营业收入	29.67	33.29	36.11	46.81
货币资金	105.98	111.28	116.84	122.69	手续费及佣金净收入	13.46	14.71	20.35	25.84
金融投资	365.30	420.09	470.50	531.67	其中:代理买卖证券净收入	6.09	6.65	8.92	11.68
应收票据及账款	0.92	1.01	1.15	1.30	证券承销业务净收入	5.09	6.16	8.90	11.16
混业经营金融类资产	178.30	210.39	239.85	273.43	受托客户资产管理净收入	1.41	1.91	2.53	2.99
流动资产合计	650.50	742.78	828.35	929.09	利息净收入	2.16	2.61	3.43	4.53
长期股权投资	1.03	1.11	1.22	1.28	投资净收益	12.16	15.88	12.08	16.33
固定资产	0.96	1.04	1.14	1.20	其他业务收入	0.04	0.09	0.25	0.11
无形资产	0.58	0.61	0.73	0.87	营业支出	17.87	19.31	20.37	27.18
其他非流动资产	6.33	9.49	19.01	25.74	利润总额	11.73	13.98	15.74	19.62
非流动资产合计	8.89	12.25	22.10	29.09	所得税	2.85	3.49	3.93	4.91
资产总计	659.39	755.02	850.45	958.17	净利润	8.89	10.48	11.80	14.72
2、负债					归属母公司股东净利润	8.89	10.48	11.80	14.72
短期借款	0.38	0.38	0.38	0.38	现金流量表				
交易性金融负债	14.30	15.73	17.30	19.03	经营性现金净流量	-51.86	-53.32	-55.21	-55.66
应付票据及账款	29.75	32.73	36.00	39.60	投资性现金净流量	-63.22	-45.75	-26.29	3.87
混业经营金融类负债	244.09	317.32	390.31	468.37	筹资性现金净流量	92.57	112.34	119.37	127.97
其他流动负债	7.01	8.41	10.09	12.11	汇率变动对现金及现金等价物的影响	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03
流动负债合计	295.54	374.57	454.08	539.49	现金流量净额	-22.54	13.24	37.85	76.15
应付债券	161.07	169.13	177.58	186.46					
长期应付款	4.74	5.22	5.74	6.31					
预计负债	0.02	0.02	0.02	0.02					
其他非流动负债	34.21	35.92	37.72	39.60	财务预测简表				
非流动负债合计	200.05	210.28	221.06	232.40	营业收入	29.67	31.45	34.44	42.89
负债合计	495.58	584.86	675.14	771.89	增长率(%)	58.11%	6.02%	9.50%	24.52%
3、股东权益					归属母公司所有者的净利润	8.89	9.85	11.14	14.50
股本	28.32	28.32	28.32	28.32	增长率(%)	51.16%	10.83%	13.10%	30.15%
资本公积金	81.74	81.74	81.74	81.74	每股收益(EPS)	0.36	0.35	0.39	0.51
历史期累积留存收益	53.75	60.11	65.25	76.23	净资产	163.81	170.17	175.31	186.29
归母权益	163.81	170.17	175.31	186.29	每股净资产	5.78	6.01	6.19	6.58
股东权益合计	163.81	170.17	175.31	186.29	净资产收益率(ROE)	5.42%	5.79%	6.35%	7.78%
负债和股东权益合计	659.39	755.02	850.45	958.17	市盈率(P/E)	26.50	27.43	24.25	18.64
					市净率(P/B)	1.65	1.59	1.54	1.45

数据来源: Wind、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴
世纪金融广场 3 号楼 802 室

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业
园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话: 010-83496336

