



Research and  
Development Center

# 量体裁衣，弯道超车

—国联证券(601456)公司首次覆盖报告

2023年01月09日

王舫朝 非银金融行业首席分析师  
S1500519120002  
010-83326877  
wangfangzhao@cindasc.com

相关研究

## 证券研究报告

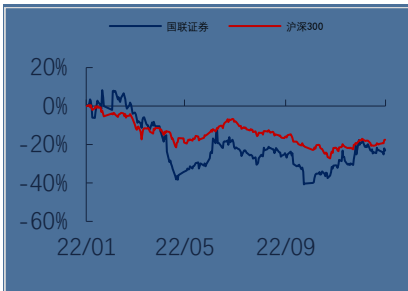
### 公司研究

### 公司首次覆盖报告

#### 国联证券(601456)

投资评级 **买入**

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

#### 公司主要数据

收盘价(元)	11.25
52周内股价波动区间(元)	15.86-8.68
最近一月涨跌幅(%)	-3.85
总股本(亿股)	28.32
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	318.57

资料来源：万得，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
 CINDA SECURITIES CO., LTD  
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
 邮编：100031

# 量体裁衣，弯道超车

2023年01月09日

### 本期内容提要：

- ◆ **立足江苏区位优势显著，管理层从业经验丰富。**国联证券成长于苏南地区，实控人为无锡国资委。江苏省经济发达，客户资源丰富，国联证券深耕其中，财富管理与投行业务将有望充分受益于区位优势。公司核心管理层多来自头部券商，从业经验丰富。作为一家小型券商，公司量身打造适合自身情况的发展战略，并不断通过定增、可转债等多渠道补充资本金，目标进入行业第一梯队。
- ◆ **以财富管理为战略核心，展开全面业务布局。**公司为首批获取基金投顾牌照的券商，前瞻性布局财富管理业务，具有先发优势。基于泛财富管理战略打通集团内部组织协同性，以客户为核心，增强基金投顾的服务能力，打通线上线下渠道，丰富资产管理的产品池。
- ◆ **重视股权承销业务发展，投行业务高增长。**江苏省高新技术企业众多，融资需求旺盛。从股权承销来看，以客户为导向的交易型投行能够通过“投资+投行”为企业客户提供一站式服务，完成财富管理业务闭环。从债券承销来看，基于雄厚的股东背景和区位优势，公司债和地方政府债承销有望实现高速增长。
- ◆ **资金业务为营收基石，杠杆率提升 ROE 水平。**公司通过扩表大力发展两融和以固收、衍生品为代表的金融市场业务。重资产业务已成公司营收基石，2022Q3 营收占比接近 50%。公司风险把控严格，通过资金业务营收多元化实现了较稳健的收益安全边际。2022 年前三季度，公司自营业务收益率先于同行，在上市券商中排名前列。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2022E-2024E 归母净利润 8.01 亿元/14.1 亿元/18.4 亿元，同比-9.85%/+75.78%/+30.64%。BVPS 为 6.02 元/股、6.41 元/股、6.90 元/股，ROE（摊薄）为 4.79%/8.00%/9.76%。我们选取资产规模接近的 3 家券商作为可比公司，给予公司 2023 年 2.33 倍 PB 估值，目标价为 14.94 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- ◆ **风险因素：**资本市场大幅波动，导致公司经纪业务、自营投资业务等受到干扰和冲击；科创板、创业板注册制审核进度低于预期，导致投行+投资业务业绩不及预期；公司财富管理业务进展不及预期。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1,876.34	2,966.63	2,527.67	4,398.22	5,833.99
增长率 YoY %	15.87	58.11	-14.80	74.00	32.64
归属母公司净利润(百万元)	587.87	888.64	801.11	1,408.16	1,839.67
增长率 YoY%	12.76	51.16	-9.85	75.78	30.64
营业利润率%	42.04	39.77	41.40	41.72	41.24
净资产收益率 ROE%	0.68	6.59	4.79	8.00	9.76
EPS(摊薄)(元)	0.21	0.31	0.28	0.50	0.65
市盈率 P/E(倍)	54.19	35.85	39.77	22.62	17.32
市净率 P/B(倍)	3.01	1.94	1.87	1.76	1.63

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 01 月 06 日收盘价

## 目录

一、成长于苏南地区，管理层从业经验丰富	5
1.1 业务布局逐渐完善，盈利能力得以提升	5
1.2 股东背景雄厚，区域优势显著	6
1.3 管理层经验丰富，员工持股计划落地	7
二、增强业务协同性，打造一站式财富管理平台	9
2.1 抓住先发优势，财富管理业务扬帆起航	9
2.1.1 财富管理为快速发展的蓝海市场，券商业务转型蓄势待发	9
2.1.2 国联证券抓住先发优势，前瞻性提出财富管理战略	10
2.2 量体裁衣提供专业投顾服务，建立与客户之间的信任	11
2.3 积极扩宽线上线下渠道，实现大C小B获客	12
2.4 搭建灵活配置产品池，增强主动管理能力	13
2.4.1 聚焦 FOF 与固收两大领域，根据“大方向 50 体系”配置产品底池	13
2.4.2 设立资管子公司，加强主动管理能力	14
三、投行业务高阶转型，与财富管理协同发展	15
3.1 夯实研究实力，助力投行发展	17
3.2 “PE+投行”模式打开增长空间	17
四、资金业务为当前营收基石，杠杆率提升 ROE 水平	18
4.1 证券投资收益稳定，衍生品业务快速发展	19
4.2 信用风险降低，资金实力推动两融业务发展	20
五、盈利预测、估值与投资评级	21
5.1 核心假设	21
5.2 估值与投资评级	23
风险因素	23

## 表目录

表 1：公司核心高管履历	8
表 2：国联证券指标行业排名情况	8
表 3：无锡地区部分投顾人员履历	11
表 4：国联证券基金投顾策略	12
表 5：国联通宝主要对外投资情况（截止 2023/1/4）	18
表 6：国联证券各板块盈利预测	22
表 7：国联证券对标估值	23

## 图目录

图 1：国联证券发展历程	5
图 2：国联证券资产规模	6
图 3：国联证券盈利情况	6
图 4：国联证券主营业务收入（百万元）	6
图 5：国联证券主营业务收入结构	6
图 6：国联证券股权结构（截止 2022 年三季度）	7
图 7：2021 年居民人均可支配收入前十城市	7
图 8：2022H1 各省市上市公司情况	7
图 9：中国个人金融资产情况	9
图 10：中国居民财富结构	9
图 11：证券经纪业务行业佣金率及公司市占率	9
图 12：证券行业投顾人数情况	9
图 13：泛财富管理业务战略	10
图 14：泛财富管理业务组织架构	10
图 15：泛财富管理业务从三个维度发力	11
图 16：国联证券基金投顾签约规模	11
图 17：2021 年区域性银行营业收入（百万元）	12
图 18：2021 年国联证券线下营业厅数量分布（个）	12
图 19：三家基金公司历史全部个人客户来源	13

图 20: 中国百大城市房地产销售情况.....	13
图 21: 中国基金市场规模 .....	13
图 22: 基民各年度投资行为影响.....	14
图 23: 截止 2021 年 Q1 个人客户与机构客户盈利对比.....	14
图 24: 年末主要受托资产初始成本 (百万元) .....	14
图 25: 债券型基金收益情况 (截止 2023/01/04) .....	14
图 26: 国联证券资产管理规模 (亿元) .....	14
图 27: 国联证券资产管理收入-中证协口径 (万元) .....	14
图 28: 2020-2022H1 国联证券资管客户结构.....	15
图 29: 2017-2022Q3 年国联证券投资银行业务净收入 .....	15
图 30: 国联证券承销金额及收入情况 .....	15
图 31: 2021 年投行人员数量及占总员工人数比.....	15
图 32: 2021 年券商人均创收及薪酬情况 .....	15
图 33: 江苏高新企业数量 .....	16
图 34: 江苏地区股权承销情况 .....	16
图 35: 国联证券股权承销金额及排名.....	16
图 36: 国联证券股权承销家数及排名.....	16
图 37: 国联证券债券承销金额及排名.....	17
图 38: 国联证券债券承销家数及排名.....	17
图 39: 2020-2021 年国联证券员工人数 .....	17
图 40: 无锡国联创投投资项目数量情况 (截止 2023/1/4) .....	18
图 41: 私募子公司盈利情况 (百万元) .....	18
图 42: 公司自营资产规模 (亿元) .....	18
图 43: 2017-2022H1 公司真实杠杆及资本杠杆率.....	18
图 44: 国联证券自营收入及增速.....	19
图 45: 2022 年前三季度券商自营业务收益率 .....	19
图 46: 场外衍生品行业规模.....	19
图 47: 国联证券场外期权和收益互换名义本金 (百万元) .....	19
图 48: 2020-2021 年交易性金融资产公允价值变动情况.....	20
图 49: 2020-2021 年交易性金融资产结构 .....	20
图 50: 公司信用业务资产 (亿元) .....	20
图 51: 公司两融业务市占率.....	20
图 52: 股质式买入返售金融资产规模及占比.....	20

### 推荐逻辑：

市场担心中型券商在财富管理等领域竞争力不足，我们认为，公司区位优势显著，有望挖掘长三角地区财富管理发展潜力。公司深耕苏南地区，拥有地方国资背景优势，已组建专业性强的投顾团队，以无锡地区为核心进行业务拓展。在此基础上，公司以财富管理为战略核心调整组织架构，业务协同性强。基于“小 B 大 C”战略，公司已形成人才、产品、渠道等多方位优势。

市场担心公司业务和体量成长空间有限。我们认为公司管理层大多具有头部券商管理经验，既具备大局视野，能看透行业，引领公司发展，又能量体裁衣，基于公司现实制定适宜战略，实现弯道超车。未来，公司将有望打通三大客户流，为高净值零售客户提供财富管理服务，为中小企业提供投融资及资产保值增值服务，为金融机构提供投资标的与销售服务，实现财富管理业务、投行业务和金融市场业务的快速发展，从而推动盈利能力实现质的飞跃。

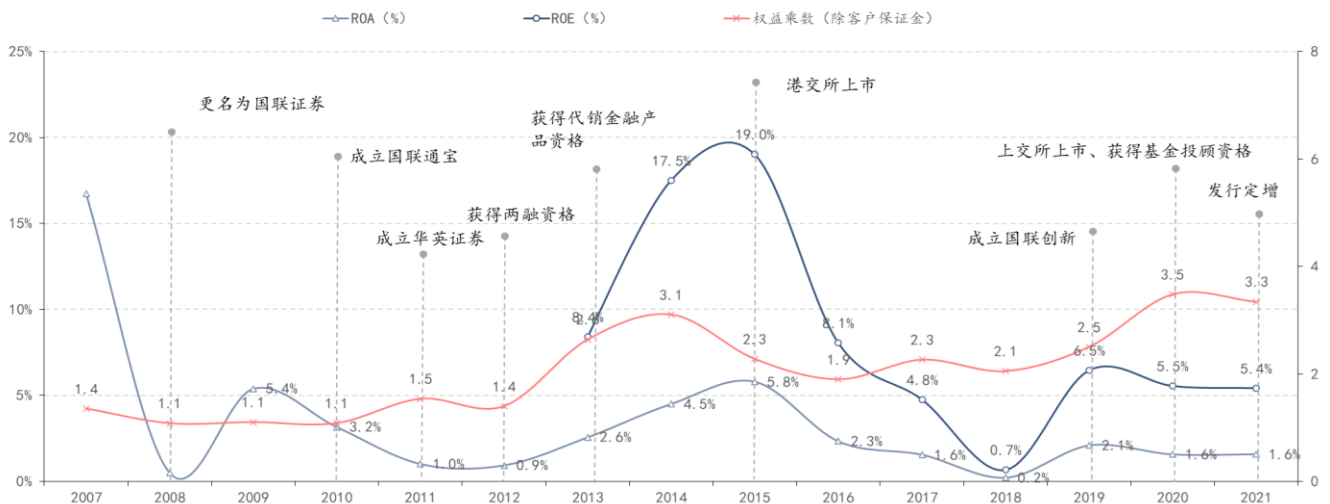
## 一、成长于苏南地区，管理层从业经验丰富

### 1.1 业务布局逐渐完善，盈利能力得以提升

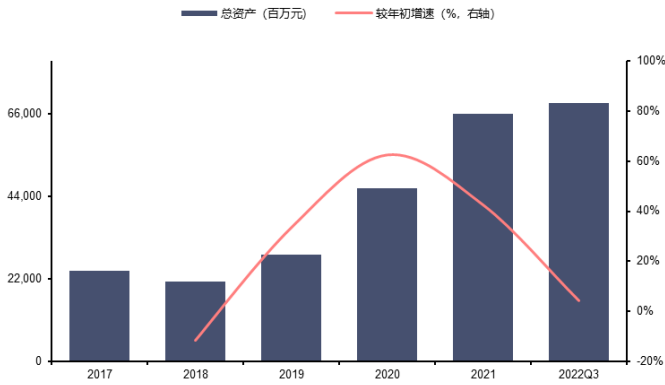
国联证券是总部位于江苏无锡的中小型国资券商，前身无锡证券成立于 1999 年 1 月 8 日，于 2008 年 5 月公司更名为国联证券。目前，国联证券控股华英证券、国联通宝、国联创新、国联证券（香港），参股中海基金，已形成泛财富管理、投行业务、金融市场业务的三大主要业务布局。

从发展历程来看，公司通过募资拓展业务布局，实现营收增长多元化。公司于 2015 年 7 月上市港交所，募集资金净额 24.1 亿元；于 2020 年 7 月上市上交所，募集资金净额 19.38 亿元。2021 年 10 月，公司通过定向增发募集资金净额 49.83 亿元。公司多渠道募资主要用于补充资本金，扩大业务规模，优化业务收入结构。2022 年 10 月，公司股东大会通过定向增发预案，预计融资 70 亿元；2021 年，公司营业收入为 29.7 亿元，同比增长 58.1%；归母净利润 8.9 亿元，同比增长 50.5%；2019 年以来，公司扩表速度加快，杠杆率提高推动 ROE 提升。2021 年公司总资产为 659 亿元，ROE（摊薄）提升至 5.4%；

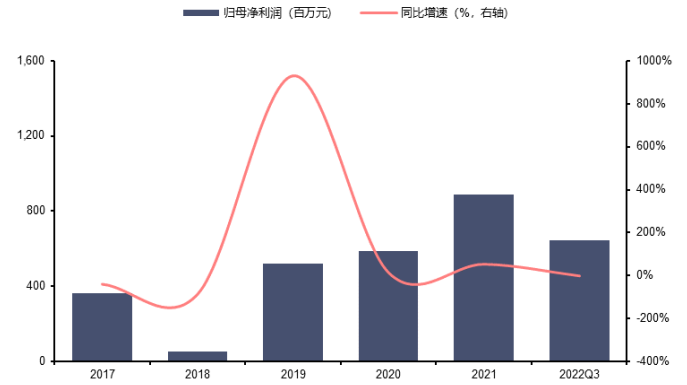
图 1：国联证券发展历程



资料来源：万得，公司官网，信达证券研发中心

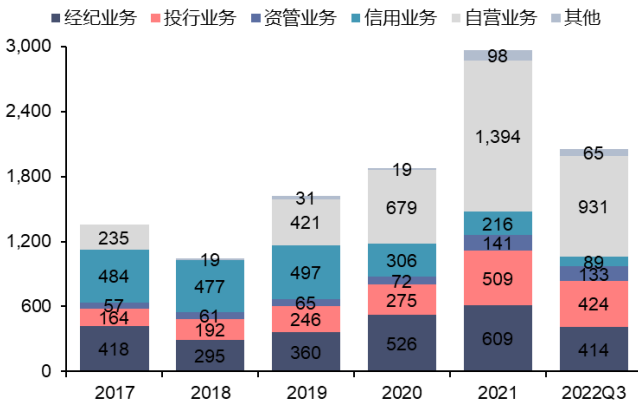
**图 2：国联证券资产规模**


资料来源：万得，信达证券研发中心

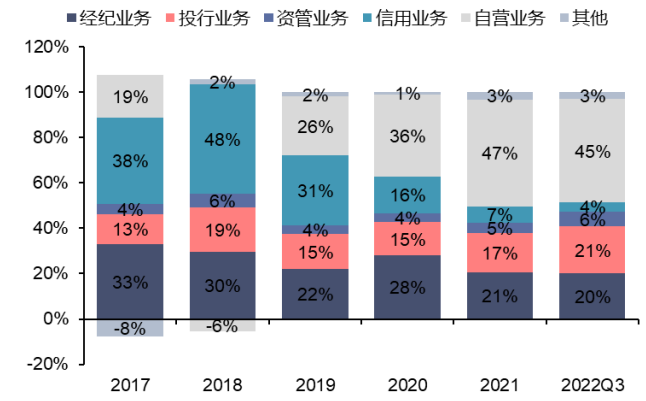
**图 3：国联证券盈利情况**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**业务收入趋于多元化，自营业务成为营收基石。**从营收结构来看，2019年以前国联证券营业收入主要由信用业务及证券经纪业务组成。随着业务逐渐丰富，2022Q3 经纪业务收入占比降至 20%；受股权质押收入下降影响，信用业务降至 4%；公司资金业务收入逐渐多元化，自营业务实现了稳定的收益增长，收入占比达 45%。此外，基于苏南地区的区位优势，国联证券开始发力投行业务，IPO 股权承销和公司债债券承销业务推动了投行业务的快速发展。2022Q3，公司投行业务收入达 4.24 亿元，占总营收的 21%。

**图 4：国联证券主营业务收入（百万元）**


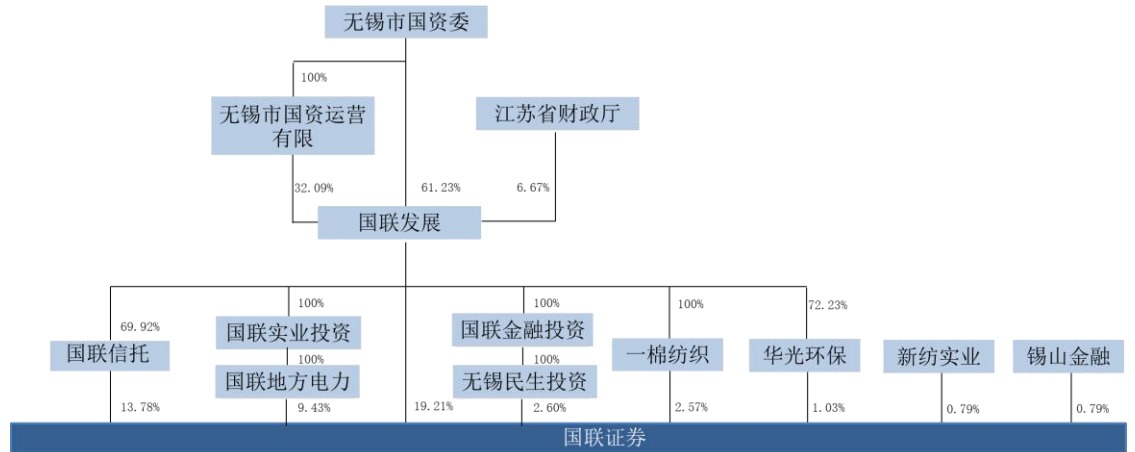
资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 5：国联证券主营业务收入结构**


资料来源：万得，信达证券研发中心

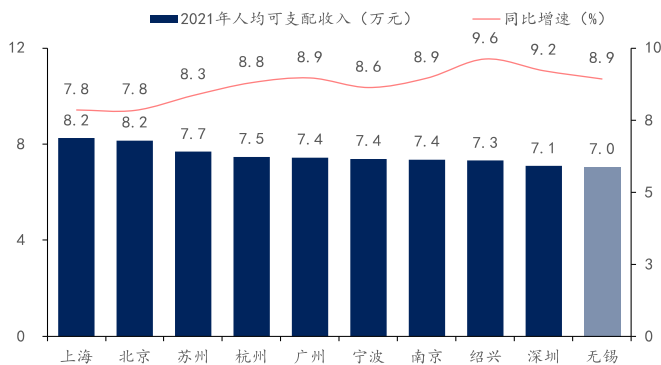
## 1.2 股东背景雄厚，区域优势显著

**公司实控人为无锡国资委，股东背景实力雄厚。**目前，公司最大股东为国联集团，持股比例为 19.21%。公司前十大股东中，国联信托（13.78%）、无锡市国联地方电力（9.43%）、无锡民生投资（2.6%）、无锡一棉纺织集团（2.57%）、华光环保（1.03%）均为无锡国资委控股，因此公司实控人为无锡国资委。背靠无锡市政府，公司有望进一步推动产融协同，实现财富管理、投行等业务的快速增长。

**图 6：国联证券股权结构（截止 2022 年三季度）**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**苏南地区客户资源丰富，区位优势显著。**无锡毗邻浙江、上海，作为长三角的核心城市，资本活跃、民营经济发达。从居民人均可支配收入水平来看，无锡近年排名全国前十，并仍处于快速增长中。2021 年，无锡市居民人均可支配收入达 7 万元，同比增长 8.9%。苏南地区高净值人群存在对资产管理、基金投顾等财富管理业务的大量需求。依托高端制造产业，江苏省上市公司数量众多。2022H1 江苏省拥有 602 家上市公司，仅次于广东、浙江，位居全国第三位。因此，江苏地区投资银行业务和两融业务需求旺盛，而预计公司未来亦将充分受益于区位优势。

**图 7：2021 年居民人均可支配收入前十城市**


资料来源：国家统计局，万得，信达证券研发中心

**图 8：2022H1 各省市上市公司情况**


资料来源：万得，信达证券研发中心

### 1.3 管理层经验丰富，员工持股计划落地

**管理层证券从业经验丰富，多数曾在中信证券任职，核心管理团队充分掌握决策权。**2019 年以来，来自头部券商的多名资深证券从业人员陆续加入国联证券，担任公司核心管理人员。公司董事长及总裁葛小波曾担任中信证券执行委员会委员、财务负责人、首席风险官；副总裁尹红卫、董秘王捷等多名高管亦曾就职于中信证券，现于国联证券任财富管理、人力资源等条线负责人。头部券商的重要管理经验有助于公司管理层依据公司自身条件，结合行业趋势，前瞻把控战略方向，实现长远稳定发展。公司 2022 年 6 月 1 日召开第四届董事会第二十六次会议，同意选举葛小波先生为公司董事长，聘任尹磊先生担任公司副总裁兼财务负责人，

任期自董事会审议通过之日起至公司第四届董事会任期届满之日止。公司成为行业少有的董事长兼任总裁的证券公司，管理团队充分掌握决策权。

**表 1：公司核心高管履历**

姓名	职务	任职时间	履历
葛小波	董事长	2022/6/1	自 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；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，中国证券业协会国际战略委员会主任委员，海外委员会副主任委员。
	总裁	2019/6/13	
李钦	副总裁	2019/11/21	曾就职于中信证券风险管理部，曾任方正证券风险管理部副总经理，行政负责人。2019 年 4 月入职国联证券，2019 年 7 月任无锡国联创投董事。
马群星	副总裁	2019/11/21	1976 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，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，2014 年 6 月入职国联证券，曾任国联证券研究所首席研究员，副所长。现任本公司研究所所长，2020 年 3 月至今任本公司副总裁。
尹红卫	副总裁	2019/11/21	曾任海南证券交易中心经理，总经理助理，副总经理，天同证券深圳营业部副总经理，中信证券深圳营业部总经理，深圳分公司总经理，财富管理部执行总经理，国联证券首席财富官。
尹磊	副总裁，财务负责人	2022/6/1	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。
江志强	首席风险官	2021/5/27	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，副总裁及监事会主席。现任公司党委委员，中海基金董事。
王捷	董事会秘书，人力资源部总经理	2019/6/13	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，上海悦讯咨询资深合伙人
戴洁春	合规总监	2020/8/27	1976 年 9 月生，中共党员，硕士研究生学历。1998 年起任江苏会计师事务所上市公司审计职员。2003 年进入中国证监会江苏监管局工作，历任江苏证监局机构监管处、稽查处，上市公司监管一处、会计监管处等部门五级专业助手、科员，副主任科员，主任科员，副处长，二级调研员等职务。先后取得东南大学会计学学士学位及工商管理硕士学位，具有国际注册内部审计师、高级会计师等资格。
汪锦岭	首席信息官	2019/6/13	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:万得，信达证券研发中心

管理层集中更换后，公司业绩表现出强成长性。2019 年来，公司业绩表现出较强成长性，公司资产水平和业绩水平大幅提升。以证券业协会公布的行业排名情况来看，2021 年末，公司总资产、净资产、净资本水平已提升至行业 35、39、35 名，较 2019 年分别提升 20、20、14 位，各项业务收入水平也较 2019 年有明显提升。

**表 2：国联证券指标行业排名情况**

行业排名	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2019-2021 提升位次
总资产(专项合并)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2019-2021 提升位次
净资产(专项合并)	58/125	60/97	60/98	62/98	55/98	41/102	35/106	20
净资本(专项合并)	49/125	58/97	62/98	60/97	59/97	49/101	39/105	20
营业收入(合并口径)	50/125	50/97	50/98	51/97	49/97	41/101	35/105	14
净利润(专项合并)	54/125	48/97	59/98	62/98	51/98	49/102	37/106	14
代理买卖证券业务收入(含席位租赁)(专项合并)	44/125	41/97	48/98	61/98	43/98	52/102	49/104	-5
代理销售金融产品收入(专项合并)	46/94	44/94	47/95	49/97	49/95	48/100	49/103	0
客户资产管理业务收入(专项合并)	44/90	50/93	50/93	52/93	44/91	48/90	37/94	7
投资银行业务收入(专项合并)	59/92	-	-	-	-	-	33/47	较快提升
融资类业务收入(专项合并)	51/92	50/97	59/97	47/98	50/96	52/99	32/104	18
证券投资收入(专项合并)	46/93	49/95	49/94	38/95	36/94	37/91	35/98	较快提升
股权投资收入(专项合并)	42/94	59/88	64/98	87/98	55/96	43/102	30/106	25

注：部分年份部分项目证券业协会仅统计中位数以上排名情况

资料来源:证券业协会，信达证券研发中心

员工持股绑定核心人才，实现公司长远稳定发展。2022 年 6 月，国联证券推出 H 股员工持股计划，主要面向公司或下属控股子公司的董事、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。国联证

券本次员工持股计划的金额合计不超过人民币 7200 万元（含），资金来源于员工薪酬。员工持股计划有助于绑定员工利益和公司利益，建立常态化的人才激励机制留住人才，从而实现公司长远发展。

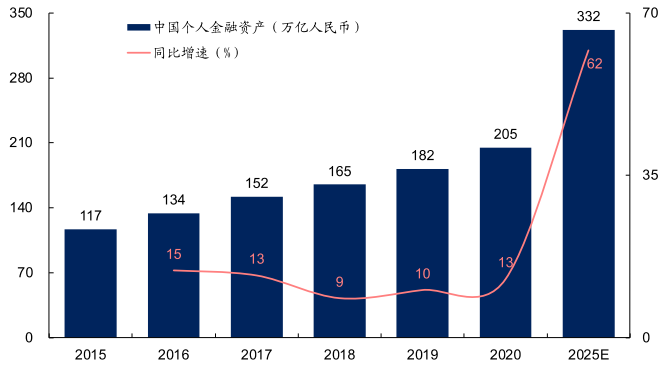
## 二、增强业务协同性，打造一站式财富管理平台

### 2.1 抓住先发优势，财富管理业务扬帆起航

#### 2.1.1 财富管理为快速发展的蓝海市场，券商业务转型蓄势待发

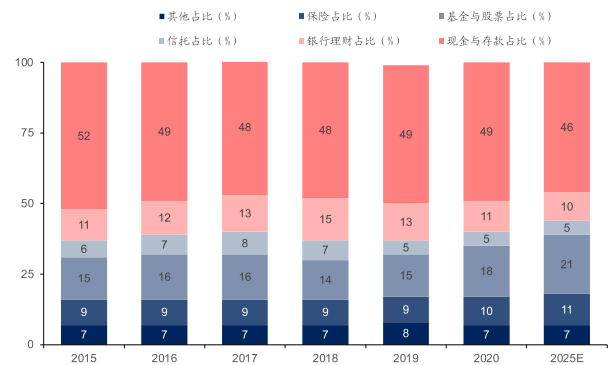
**居民可支配收入增加，财富结构优化将提升财富管理需求。** 1) 居民财富规模增长：随着中国经济快速发展，居民人均收入水平不断提升。2021 年，全国人均可支配收入已达 3.5 万元。2) 居民财富结构持续优化：中国居民储蓄意识较强，相较于欧美国家尚未形成良好的财富管理习惯。2020 年，中国居民的现金存款占比高达 46%。目前，银行利率仍处于较低水准，存款回报率相对较低。随着理财意识更强的年轻群体进入社会与家庭，财富管理市场将有望迎来快速发展。

图 9：中国个人金融资产情况



资料来源：《未来十年全球财富管理和私人银行的趋势及制胜战略》，信达证券研发中心

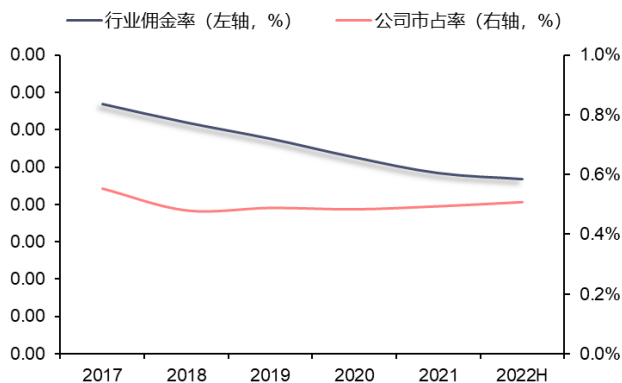
图 10：中国居民财富结构



资料来源：《未来十年全球财富管理和私人银行的趋势及制胜战略》，信达证券研发中心

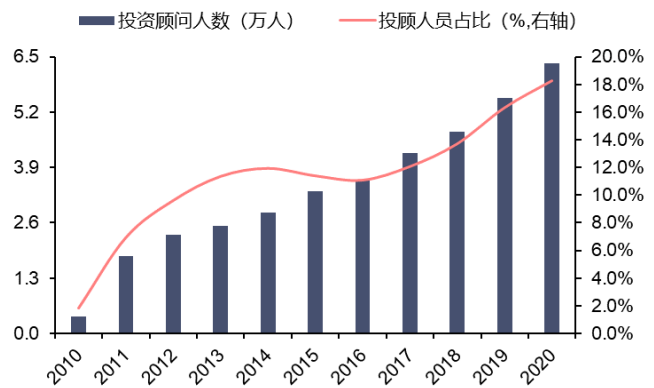
**传统经纪业务佣金率下行，券商全面转型财富管理。** 一方面，目前证券经纪业务服务和产品同质化严重，竞争趋于白热化，随着行业整体佣金率下行，传统经纪业务利润空间受到进一步压缩。2017-2022H1，证券经纪业务行业佣金率由 3.35% 降至 2.34%。另一方面，相较于商业银行与第三方机构，证券公司拥有人才优势、全牌照优势和研究能力优势。因此，证券公司有望成长为财富管理行业重要一极。2010-2020 年，随着证券公司逐渐向财富管理业务转型，证券行业投顾人员数量占比迅速上升。

图 11：证券经纪业务行业佣金率及公司市占率



资料来源：中国证券业协会，万得，信达证券研发中心

图 12：证券行业投顾人数情况



资料来源：中国证券业协会，万得，信达证券研发中心

### 2.1.2 国联证券抓住先发优势，前瞻性提出财富管理战略

2020年，公司获批基金投顾牌照，成为首批获批券商中唯一一家中小型券商。公司不断降低传统经纪业务的战略比重，大力发展基金投顾业务。相较于中信证券等头部券商，国联证券作为规模较小的成长型券商“船小好调头”，能够从战略层面发展财富管理业务。公司基于财富管理大战略，协调集团资源搭建组织体系，将财富管理为核心的理念根植于企业文化。

我们总结国联证券财富管理战略的重点如下：

- 1) **以客户为核心**：国联证券希望通过高度协同的泛财富管理业务，成为高净值零售客户、企业客户和金融机构之间具有特色的中间机构。从客户服务模式来看，国联证券**精细化客户分层，通过千人千面的投顾服务模式 and 多元化产品矩阵，根据客户需求“量体裁衣”，从而提升客户体验，增强客户粘性。**从财富管理模式来看，公司**弱化高频交易的佣金收入，以客户 AUM 为考核，以为客户创造价值为目标，与客户利益保持一致，从而建立良好的财富管理品牌形象。**

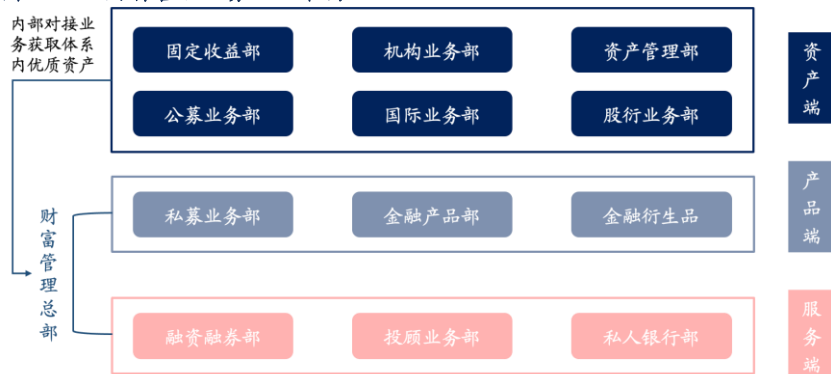
图 13：泛财富管理业务战略



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

- 2) **基于财富管理展开战略布局**：公司基于泛财富管理大战略调整组织架构，加强业务协同，以实现财富管理效率最大化。一方面，公司设立了**财富管理总部**，通过优化组织架构和服务流程，减少了内部摩擦损耗、控制成本。另一方面，围绕财富管理客户需求，公司统筹协调资管、投行、自营部门等集团内部资源，提供了包括投融资、财富管理、咨询顾问等多样化的一站式金融产品和服务。

图 14：泛财富管理业务组织架构

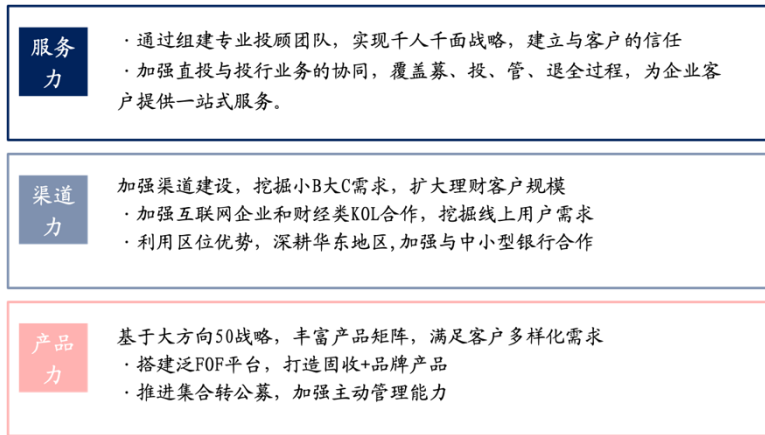


资料来源：招股说明书，公司公告，信达证券研发中心

- 3) **从服务、渠道、产品三个维度发力**：在服务端，国联证券搭建了专业化程度高的投顾团队，聚焦小 B 大 C 两大客群，根据客户需求量体裁衣进行资产配置。在渠道端，公司线下拓展与中小银行的合作，线上拓宽互联网渠道、加强与财经类 KOL 的合作。在产品端，国联证券打通了财富管理和资产管理的产评价体系，

形成了产品和投顾服务之间的良性循环。资产管理部门根据投顾部门反馈，不断提高自身创设产品和定制化产品的能力，丰富内部产品池和外购金融产品以满足客户的多样化需求，努力成为中小银行和高净值客户的优质产品供应商。

图 15：泛财富管理业务从三个维度发力



资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

## 2.2 量体裁衣提供专业投顾服务，建立与客户之间的信任

不同于传统销售型经纪业务，财富管理业务对投顾人员专业性要求更高。由于客户需求多元化，投顾人员需要具备一定的金融知识和市场解读能力，为不同客户提供因人而异的理财产品选择、投资组合以及理财规划建议，从而实现客户资产的保值和增值。因此，由“客户服务+产品销售”的销售型投顾向“客户需求解读+灵活资产配置”顾问型投顾转型成为财富管理行业大势所趋。增强客户的参与感，深入了解客户需求并提供相应服务，从而建立信任打造口碑是券商转型财富管理的关键。

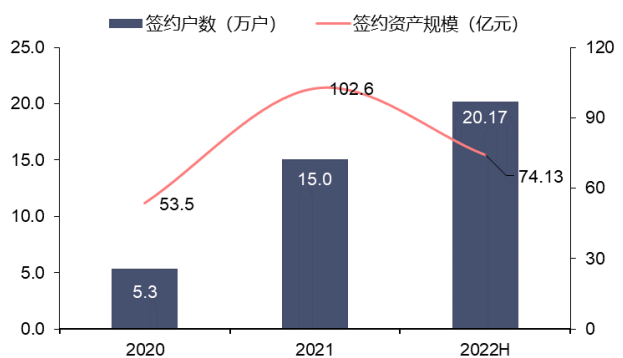
公司打造专业型“买方思维”投顾团队，发展“千人千面”战略。公司重视投顾团队建设，不断扩大高质量投顾人员规模。1) 从投顾人员数量来看，截止2022年10月18日，国联证券登记在册的投顾人员数量为498人，占公司登记的从业人员的21%，占比行业排名第26。我们预计，未来2-3年，公司将进一步扩大投顾人员规模和人均创收，建立买方投顾品牌优势。2) 从投顾人员专业性来看，通过抽样查看无锡地区的部分营业部投顾人员信息，我们发现国联证券的投顾团队主要来自银行、券商等领域从业经验丰富的员工和学历较高，专业素质过硬的年轻人才组成。因此，在“千人千面”的投顾战略发展中，专业投顾能够根据客户需求进行差异化的资产配置，从而赢得高净值客户信任，增强客户粘性。2022H1，国联证券基金投顾签约客户数达20.17万户，同比增长107.2%，基金投顾签约资产规模为74.13亿，同比增长4.3%，均处于行业领先水平。

表 3：无锡地区部分投顾人员履历

投顾人员 A	无锡金太湖证券营业部	硕士学历，擅长指数基金分析推荐
投顾人员 B	无锡金太湖证券营业部	硕士学历，拥有海外留学经验
投顾人员 C	无锡金太湖证券营业部	本科学历，10年基金交易经验
投顾人员 D	无锡金太湖证券营业部	硕士学历，海外留学经验，擅长技术面分析和量化数理分析
投顾人员 E	无锡金太湖证券营业部	本科学历，14年从业经验，11年投顾经验
投顾人员 F	无锡安泰路证券营业部	服务客户规模超亿元，擅长根据客户需求设计差异化产品配置
投顾人员 G	无锡梁溪路证券营业部	本科学历，从业20余年，多次发表文章
投顾人员 H	无锡清扬路证券营业部	AFP金融理财师，16年银行从业经验

资料来源:公司官网, 信达证券研发中心

图 16：国联证券基金投顾签约规模



资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

**推出“5+N”投顾策略体系，满足客户多元化需求。**公司总部财富管理中心负责投顾产品的设计、制作和推广，为投资顾问提供标准化的投顾产品。目前，国联证券提供5个基金投顾核心策略以满足不同风险收益偏好客户的需求，分别为货币增强策略、“固收+”策略、股债平衡策略、偏股混合策略、权益精选策略。N为N个核心策略覆盖三种不同需求，分别是符合内部客户更多差异化服务场景的策略，基于渠道合作方代销池形成的定制策略，基于渠道方共同参与策略开发的定制策略。在资产配置方面，公司一方面根据投顾客户需求积极拓宽自身产品矩阵，另一方面通过外购产品满足投顾客户多样化的需求，从而增强客户粘性。因此，国联证券的基金投顾规模实现了稳定增长。

**表 4：国联证券基金投顾策略**

基金投资组合策略	类型	风险承受能力	目标客户	服务费率
睿安盈策略	货币增强	中低风险承受能力	以现金管理需求为主	授权账户资产总额的 0.2%/年
睿稳健策略	债券增强稳	中低风险承受能力	追求稳健收益	授权账户资产总额的 1%/年
睿平衡策略	股债混合平	中风险承受能力	追求平稳增值	授权账户资产总额的 1.5%/年
睿进取策略	偏股优选弹	中高风险承受能力	追求弹性收益	授权账户资产总额的 1.5%/年
睿精选策略	股基精选	中高风险承受能力	追求权益类弹性收益	授权账户资产总额的 1.5%/年

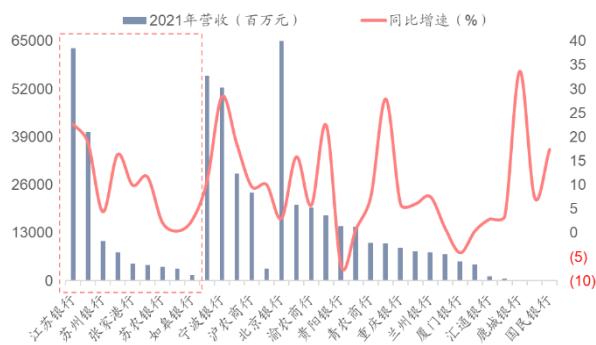
资料来源：公司官网，信达证券研发中心

**通过金融科技创新打造特色化投顾服务，科技赋能降本增效。**2021年，公司自主研发了公募基金投顾系统，极大提升了系统迭代速度，降低了系统成本，支撑了基金投顾外部渠道的快速开拓。此外，投顾团队还招聘了数据库开发人员，自建数据库，团队成员能够储存并一键导出研究成果。数据库的搭建减少了成员离职带来的影响，提高了新人学习效率及适应速度。

### 2.3 积极扩宽线上线渠道，实现大 C 小 B 获客

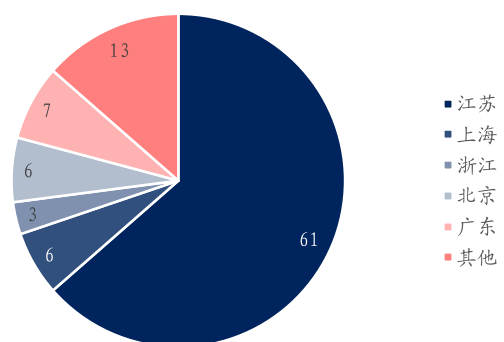
**依托区位优势扩宽合作渠道，拓展中小型银行客户。**苏南地区县域经济发达，乡镇企业数量众多，农村金融需求旺盛。2000年，张家港市、江阴市和常熟市成为农村信用社改革试点。2016年，江阴银行、常熟银行、无锡银行、苏农银行陆续上市。截止2022年7月，江苏省上市中小型银行数量为9家，在所有上市中小型银行占比达27%。根据2021年区域性银行营收数据，江苏省上市城商行与农商行在同行中营收成长性表现不俗。国联证券成长于无锡，深耕华东地区。21年年报数据显示，公司在江浙沪营业厅数量占比约79%。目前，国联已和江南农商行、宁波银行、嘉兴银行等多家银行达成合作。未来，公司有望进一步扩大与中小型银行的业务往来，挖掘苏南地区中小企业财富管理的潜力。

**图 17：2021 年区域性银行营业收入（百万元）**



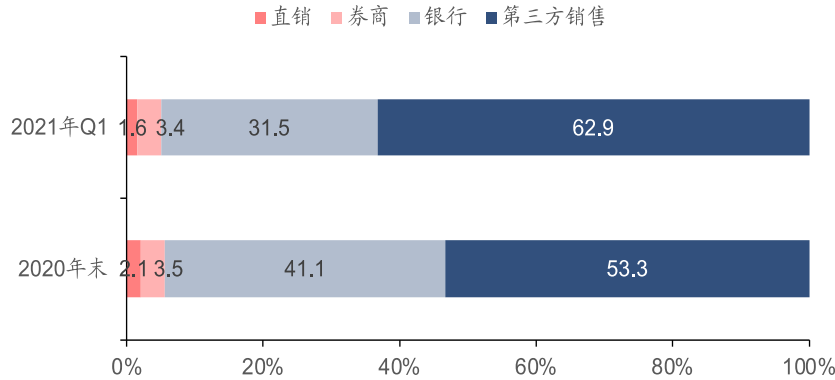
资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 18：2021 年国联证券线下营业厅数量分布（个）**



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**打通互联网渠道，挖掘 C 端客户潜力。**随着年轻一代进入社会开始通过基金进行理财，互联网影响力逐渐增大，以互联网为代表的第三方销售渠道占比不断提升。因此，一方面，国联证券将与互联网公司的合作列为重点发展方向。随着互联网财富管理发展，公司有望承接大量 C 端理财用户流量。另一方面，国联证券积极拓展与财经类 KOL 的合作。在监管趋严情况下，财经类 KOL 难以直接给客户提提供投顾服务。公司通过招募专业 KOL 成为公司员工，吸引用户基数大且粘性高的 KOL 粉丝成为公司客户。

**图 19：三家基金公司历史全部个人客户来源**


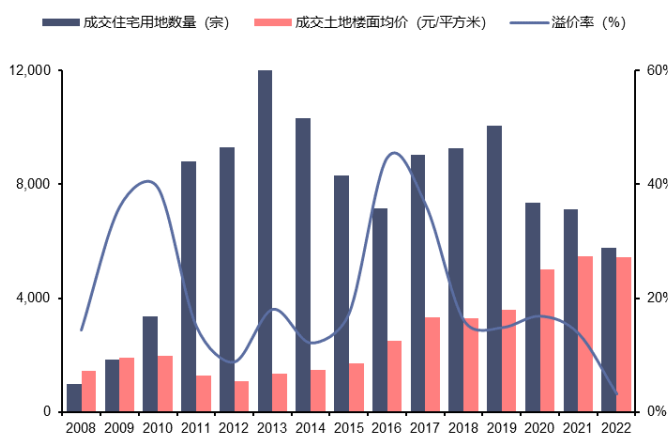
资料来源：《公募权益类基金投资者盈利洞察报告》，信达证券研发中心

## 2.4 搭建灵活配置产品池，增强主动管理能力

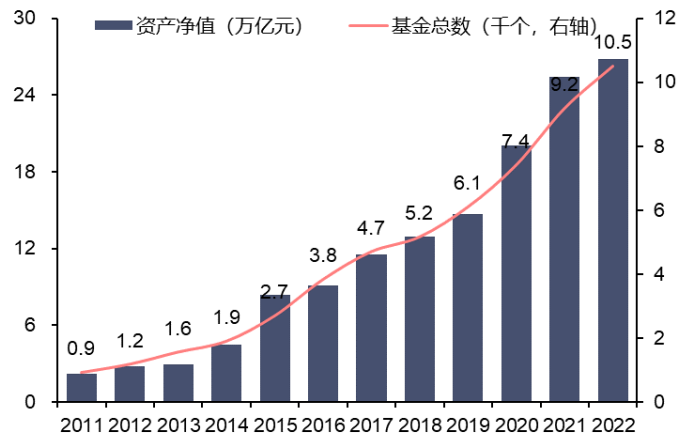
**根据客户需求发展定制化服务，丰富产品矩阵。**目前，国联证券正向“分析客户需求、开展投资顾问、进行资产配置、提供多元金融产品”的综合金融服务商转型。因此，资产管理业务的产品丰富程度与财富管理业务息息相关。目前，国联证券已推出不同类型的资产管理计划，以满足客户多样化需求。

### 2.4.1 聚焦 FOF 与固收两大领域，根据“大方向 50 体系”配置产品底池

**基金理财成为居民理财首选。**随着房住不炒等政策的推出，中国房价上涨受到有效抑制。2022 年，中国百大城市的住宅用地成交量持续下滑，房市降温使得房地产投资收益率下降，资管新规清退保本型理财，在此情况下资金将加快流向金融产品市场。由于机构在资产配置方面专业性更强，因此基金理财受到居民欢迎，迎来快速发展。2022 年，中国基金发行市场规模创新高，新成立公募基金达 1450 只，基金总数达 10492 只；基金资产管理规模为 26.82 万亿元，较年初增长 5.37%。

**图 20：中国百大城市房地产销售情况**


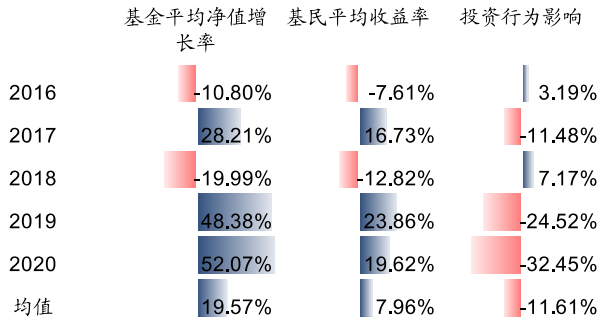
资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 21：中国基金市场规模**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**公司搭建泛 FOF 平台，提供高端定制化产品配置。**国联证券构建了“大方向 50 体系”的泛 FOF 平台，从市场上 7000 多只基金中选出以“私募为主、公募为辅”的 50 只基金作为底仓配置池并进行动态更新，根据客户需求进行灵活资产配置。一方面，FOF 基金能够平滑基民收益水平降低损耗。由于基民投资收益=基金损益+基民行为损益，基民缺乏专业认知，高频交易带来的行为损益大幅降低了基民收益率。而机构投资者由于专业性更强，能够极大降低行为损益。另一方面，私募基金购置门槛相对较高，客户能够通过 FOF 平台完成多元化产品配置。

图 22: 基民各年度投资行为影响



资料来源:《公募权益类基金投资者盈利洞察报告》, 信达证券研发中心

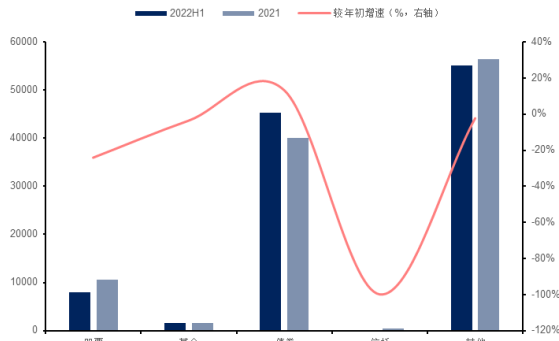
图 23: 截止 2021 年 Q1 个人客户与机构客户盈利对比



资料来源:《公募权益类基金投资者盈利洞察报告》, 信达证券研发中心

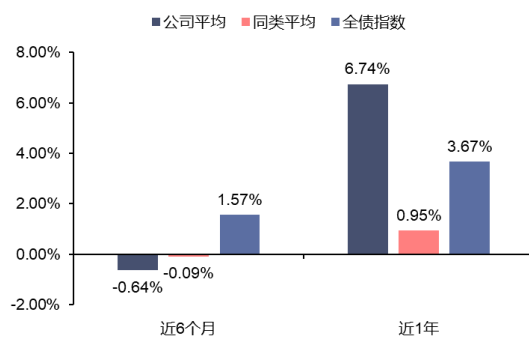
债券投资为国联证券的传统优势业务, 收益表现稳定。天天基金网数据显示, 截止 2023 年 1 月 4 日, 国联证券 7 只债券型集合资产管理计划近一年收益率显著高于行业平均。未来, 公司“固收+”体系将致力于打造风险收益回报率高的旗舰产品, 树立良好的品牌形象。

图 24: 年末主要受托资产初始成本 (百万元)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 25: 债券型基金收益情况 (截止 2023/01/04)

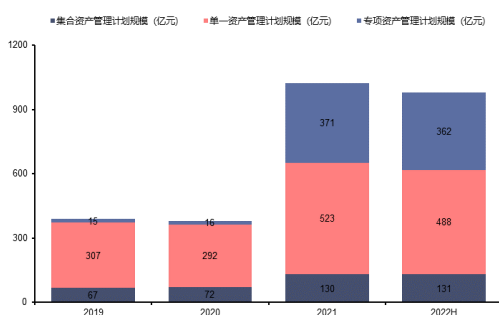


资料来源: 天天基金网, 信达证券研发中心

### 2.4.2 设立资管子公司, 加强主动管理能力

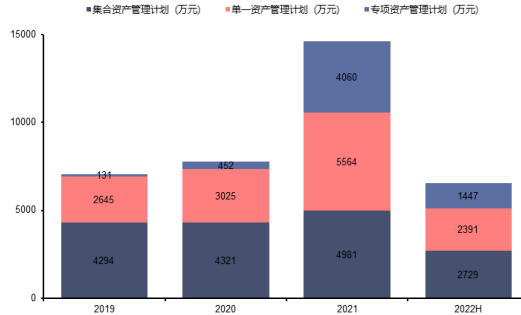
集合类与专项类资产管理规模迅速增长。2022H1, 国联证券资产管理总规模达 1040 亿元, 同比增长 169%; 资产管理业务净收入达 1.5 亿元, 同比增长 87%。根据中证协数据, 2021 年公司资产管理业务受托规模排名第 23, 净收入排名第 34, 行业排名显著提升。

图 26: 国联证券资产管理规模 (亿元)



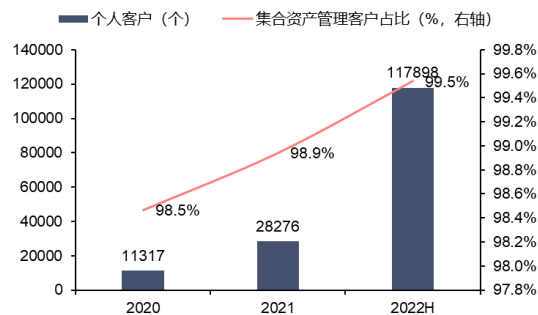
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 27: 国联证券资产管理收入-中证协口径 (万元)



资料来源: 公司公告, 中证协, 信达证券研发中心

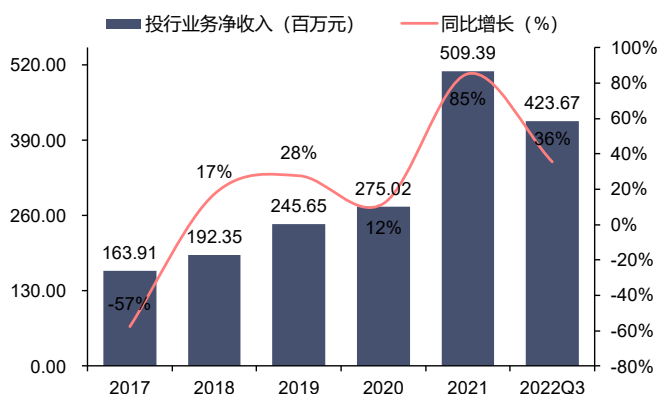
持续推进大集合转公募工作, 资管用户客群规模显著扩张。与券商资管产品相比, 证券公司公募化产品的准入门槛较低。公司已设立公募业务部, 拓展资产管理业务范围, 进一步提升资管规模, 增强市场影响力。2022 年 6 月, 国联证券通过了设立资管子公司的议案, 拟出资不超过 10 亿设立全资资管子公司并申请公募基金业务资格。截至 8 月, 国联证券已在排队申请资管子公司。

**图 28：2020-2022H1 国联证券资管客户结构**


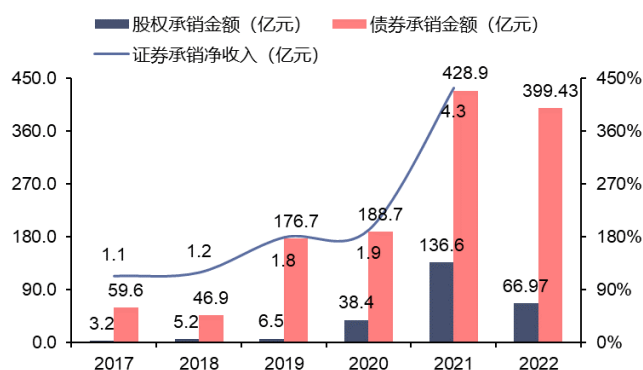
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 三、投行业务高阶转型，与财富管理协同发展

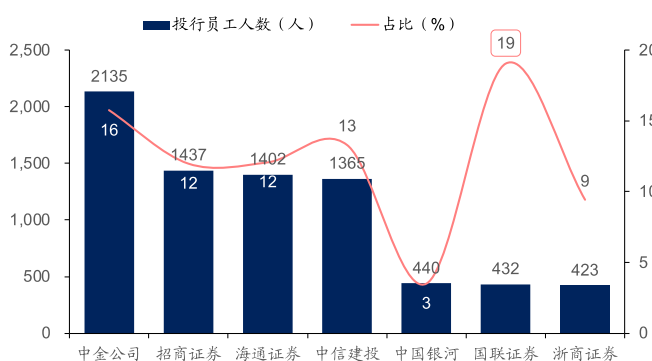
**投行业务成长性较强。**国联证券依托区位优势，高度重视投行发展，设立大投行总部，不断扩充投行人员。2021 年，公司投行业务员工数为 432 人，同比增长 25%，投行人数占比 19%，高于传统投行券商中金（15.7%）和中信建投（13.3%）。公司主要通过华英证券开展投行业务，近年来收入稳步提升，投行业务净收入由 2017 年的 1.64 亿增长至 2021 年的 5.11 亿，CAGR 33%，2022Q3 投行净收入达 4.24 亿元，同比 +35.6%。股权和债券融资规模显著增加，2022 年分别为 67 亿元和 399 亿元。从员工薪酬对比可以看出，国联仍有上涨空间，未来伴随着研究与 PE 直投条线对投行业务的支持，以及员工薪酬激励更加市场化，国联投行成长性值得期待。

**图 29：2017-2022Q3 年国联证券投资银行业务净收入**


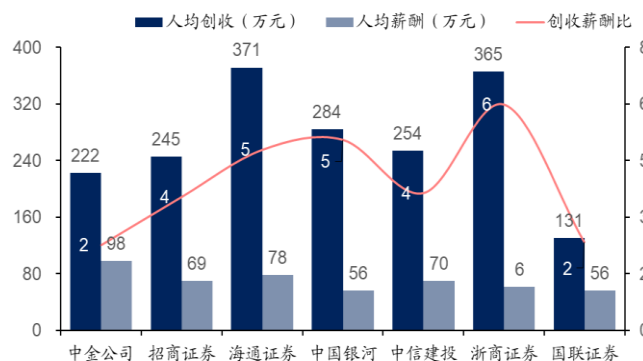
资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 30：国联证券证券承销金额及收入情况**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 31：2021 年投行人员数量及占总员工人数比**


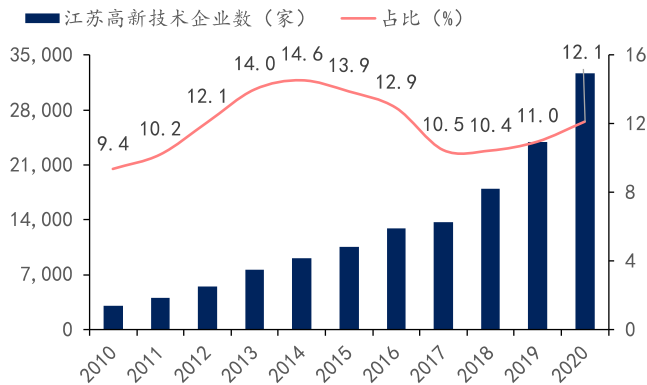
资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

**图 32：2021 年券商人均创收及薪酬情况**


资料来源：万得，信达证券研发中心

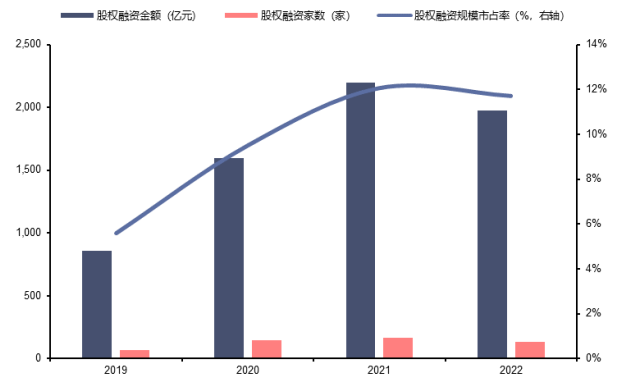
从项目储备来看，承接江苏企业融资需求，公司 IPO 项目储备丰富。2022 年，按上市日计，公司股权承销数量为 8 个，分别为 3 个 IPO 项目和 1 个可转债项目 4 个可交换债项目，其中 2 家发行于江苏地区。2022 年，公司股权总承销金额达 66.97 亿元，市占率为 0.40%。截至 2023 年 1 月 4 日，华英证券保荐的 IPO 储备项目已有 5 家，其中无锡市 2 家，按上市板块来看，上证主板 1 家，创业板 2 家，科创板 1 家，北交所 1 家。

图 33：江苏高新技术企业数量



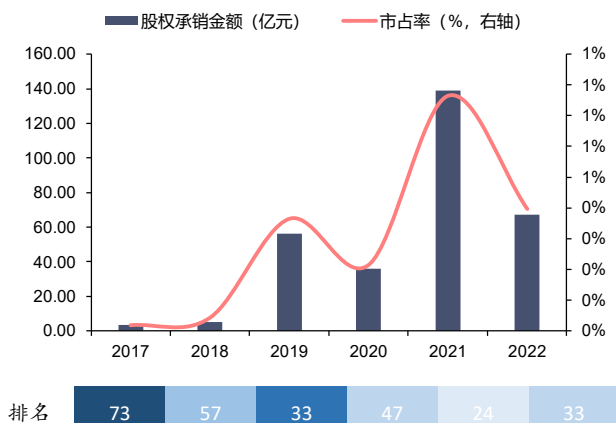
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 34：江苏地区股权承销情况



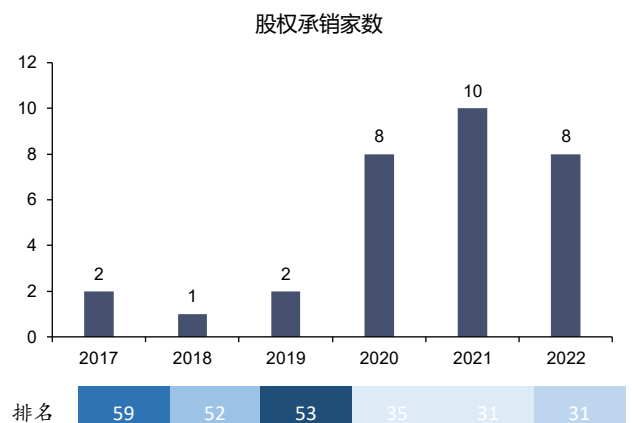
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 35：国联证券股权承销金额及排名



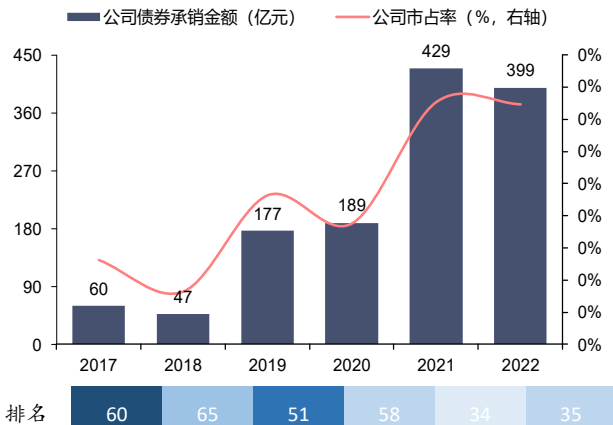
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 36：国联证券股权承销家数及排名

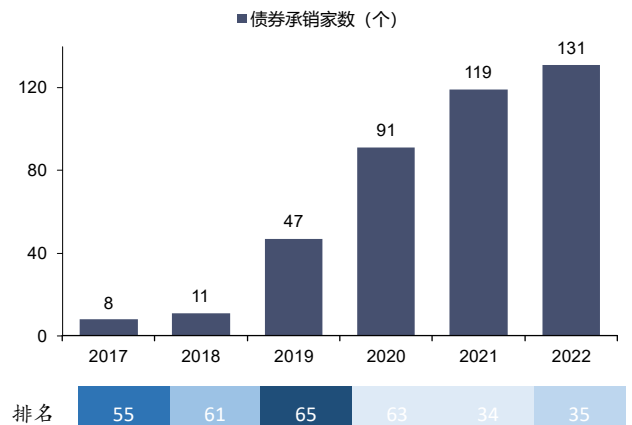


资料来源：万得，信达证券研发中心

近年来，公司债券承销业务得到良好发展。2021 年，在债券发行审核趋严的大背景下，证券行业债券承销规模增速下降 19pct。华英证券债承数量和规模实现逆势大幅上升，全年共计完成债券承销项目 119 单，总承销金额为 429 亿元，同比增长 127%，市占率翻倍增长至 0.38%，排名历史提升至 34 名。2022 年，受市场波动影响，公司债券承销金额同比下滑 6.87%，市占率小幅下滑至 0.37%，承销家数提升至 131 家。我们认为，国联证券有望基于区位优势，进一步挖掘优质高净值客户潜力，加强与政府、企业的合作，扩大江苏地区的债券销售网络。

**图 37：国联证券债券承销金额及排名**


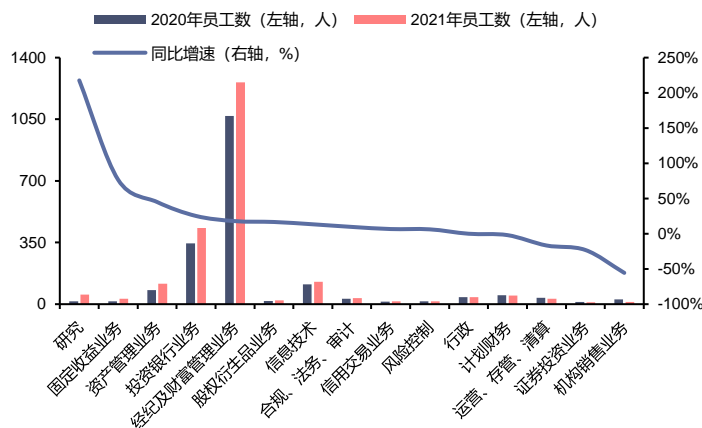
资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 38：国联证券债券承销家数及排名**


资料来源：万得，信达证券研发中心

### 3.1 夯实研究实力，助力投行发展

公司力争打造高水平研究团队，以发挥资本市场定价能力。2021年，国联证券扩建了研究团队，人员数量由17人迅速增至54人，目前团队仍在不断扩充中。国联证券研究所的特色在于重视产业从业经历，研究员多有产业背景，对行业理解更加深刻，其丰富的产业资源也有助于直投和投行业务开展。

**图 39：2020-2021 年国联证券员工人数**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 3.2“PE+投行”模式打开增长空间

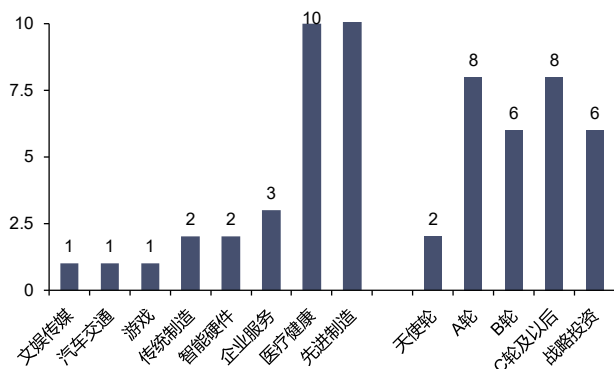
国联证券通过两家子公司国联通宝和华英证券进行“PE+投行”联动，覆盖了企业募、投、管、退的全过程。国联通宝挖掘优质投资标的，做好投后管理，协助被投公司规避风险实现稳定增长；华英证券协助公司实现IPO上市和股权承销。“PE+投行”模式助推投行业务发展。

同时私募股权业务快速发展，有望接棒现在的资金业务成为未来业绩增长驱动力。公司通过私募子公司“国联通宝”主要对江苏拟挂牌或已挂牌新三板企业进行股权投资。目前，国联通宝的对外投资主要集中在新能源、先进制造相关领域，均为快速发展的行业。截至2022H1，国联通宝存续备案基金10只，存续管理规模32.66亿元。此外，国联证券另类子公司无锡国联创投所投企业多为医疗和先进制造方向，其中2家为独角兽企业，半数所投项目已处于B轮+。2022H1，国联通宝实现营收588.6万元，净利润152.7万元；国联创新实现营收-1800.87万元，净利润-1415.27万元。国联证券积极推进所投项目的退出工作。未来，优质项目的退出有望大幅增厚公司投资收益。

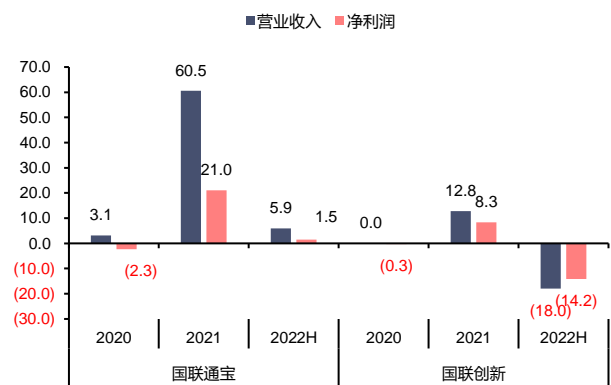
**表 5：国联通宝主要对外投资情况（截止 2023/1/4）**

企业名称	注册资本(万)	持股比例
1 益通创新 无锡益通创新产业投资基金(有限合伙)	20,000	20%
2 国鑫一期 盐城国鑫一期新能源产业投资基金合伙企业(有限合伙)	5,000	20%
3 国联通锐 珠海国联通锐智造一期股权投资合伙企业(有限合伙)	2,750	20%
4 联科智能 共青城联科智能股权投资合伙企业(有限合伙)	10,100	20%
5 锡域创业 无锡锡域创业投资中心(有限合伙)	2,570	17%
6 国联通宜 无锡国联通宜新兴科技股权投资基金(有限合伙)	10,000	17%
7 国联通锐 无锡国联通锐股权投资合伙企业(有限合伙)	12,500	12%
8 老字号产江苏老字号产业投资基金(有限合伙)	100,000	9%
9 国联通语 无锡国联通语股权投资合伙企业(有限合伙)	12,500	4%

资料来源: wind, 信达证券研发中心

**图 40：无锡国联创投投资项目数量情况（截止 2023/1/4）**


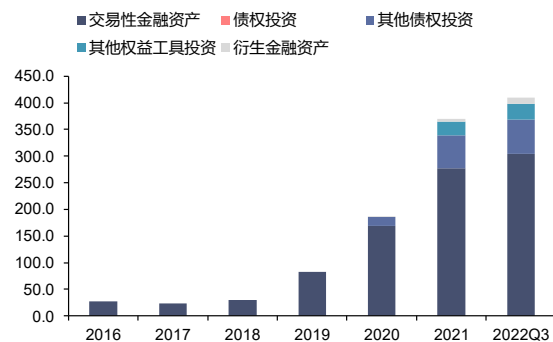
资料来源: IT 桔子, 信达证券研发中心

**图 41：私募子公司盈利情况（百万元）**


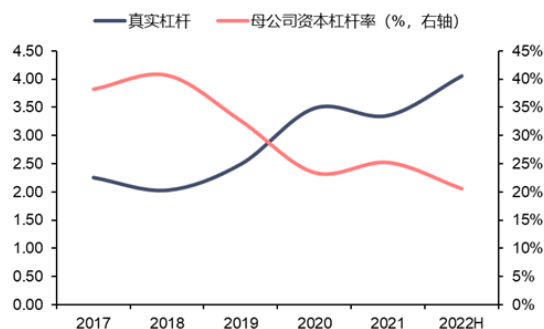
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

## 四、资金业务为当前营收基石，杠杆率提升 ROE 水平

**资产负债持续扩表，杠杆扩张推升 ROE。**2020-2022 年，公司通过 IPO 和定增募集资金，夯实资本实力。2017-2022H1，公司的总资产由 240 亿增至 787 亿。2022H1，国联证券母公司的资本杠杆率为 21%，权益乘数（扣除客户保证金）为 4.06，公司杠杆率水平见逐步提升。2022H1，国联证券的 ROE（摊薄）水平为 2.64%，公司有望通过提升杠杆率进一步增加自营与信用业务的收入水平，实现 ROE 的提升。

**图 42：公司自营资产规模（亿元）**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

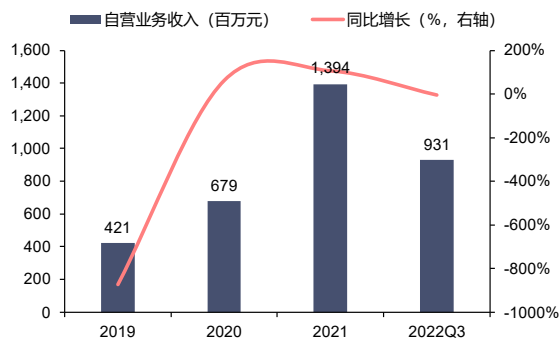
**图 43：2017-2022H1 公司真实杠杆及资本杠杆率**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

## 4.1 证券投资收益稳定，衍生品业务快速发展

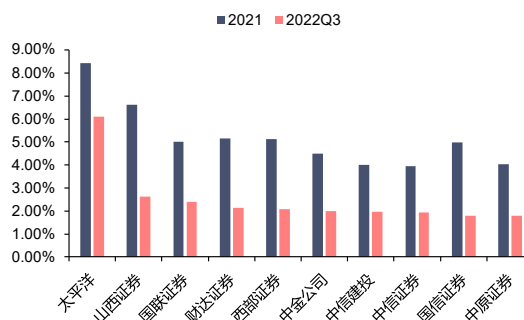
**多元化营收提高安全边际，投资业务收益稳定。**目前，信用及证券投资等资金型业务是公司营收的主要来源。2022年前三季度，公司信用业务与自营业务合计营收占比将近50%。公司通过资本扩张发展两融、固收和衍生品业务，实现了资金型业务营收的多元化，从而在波动的市场环境下实现了稳定的收益。2022年前三季度，公司自营业务收入9.31亿元，同比下降5%，远低于行业47%的降幅，自营业务收益率5.0%，在41家上市券商中位列第三。

图 44：国联证券自营收入及增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

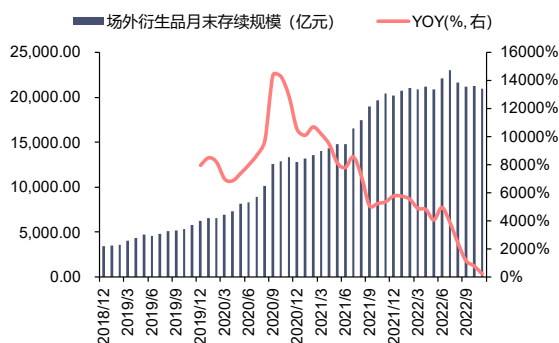
图 45：2022 年前三季度券商自营业务收益率



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

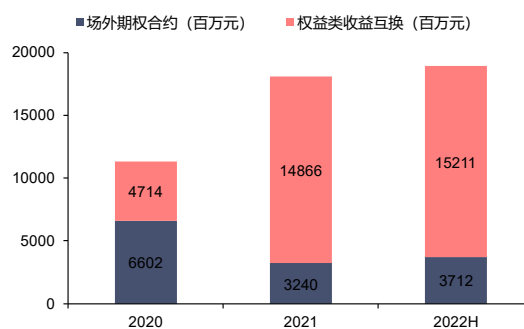
**衍生品业务有望获取一级牌照，丰富业务模式。**由于衍生品业务在产品设计和风险控制方面灵活性较高，2019年至今场外衍生品行业规模快速增长。公司是目前除了拥有一级交易商资质的券商外，市场中较为活跃的衍生品交易者。2021年，国联证券基于柜台与机构客户对手方交易业务收入为2.8亿元，在所有券商中排名第10。2021年公司累计签约场外期权和收益互换名义本金约180亿元。目前公司的衍生品业务主要包括策略性交易，场内场外期权，以收益互换协议为主的互换型融资业务。未来，公司有望通过评级改善获得期权衍生品一级交易商资质，探索更多业务模式，实现与头部券商的充分竞争。

图 46：场外衍生品行业规模



资料来源：中证报价系统，信达证券研发中心

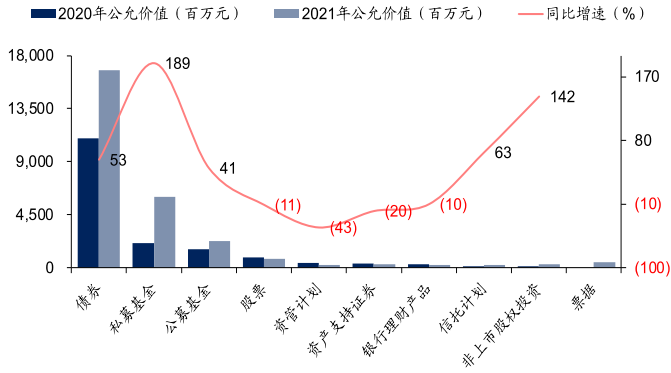
图 47：国联证券场外期权和收益互换名义本金（百万元）



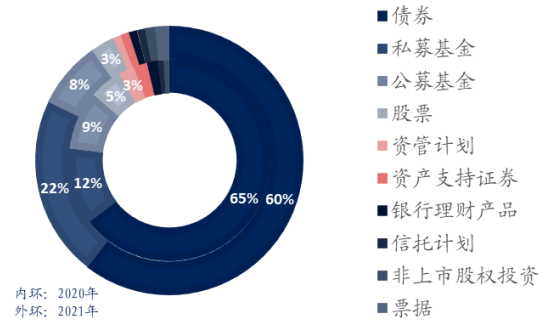
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**固收类业务占比高，稳定贡献收入。**固收类业务是国联证券自营业务的主要收入构成，其中，2021年债券在交易性金融资产中占比约60%。从固定收益类业务来看，公司在严格控制信用风险的同时，积极拓展交易所债券做市等新业务实现收入增长点多元化。2020-2021年，公司所持票据公允价值由0增至4.6亿元。票据业务收益率较好，提升了公司固定收益水平。

**控制权益类业务风险敞口，股权投资驱动增长。**公司在权益类投资方面以绝对收益为导向，以夏普比例和回撤水平作为业绩表现参考，兼顾风险与收益，权益类业务规模占比相对较低。2021年公司交易性金融资产中股票资产为8亿元，占比仅3%。此外，公司在私募基金及非上市股权投资方面收益可观，21年公允价值同比增速超过100%。非上市股权投资有望在未来持续贡献业绩增量。

**图 48：2020-2021 年交易性金融资产公允价值变动情况**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

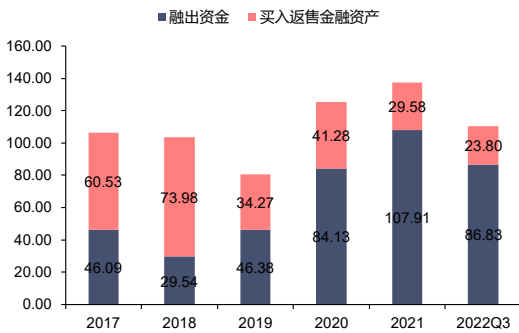
**图 49：2020-2021 年交易性金融资产结构**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

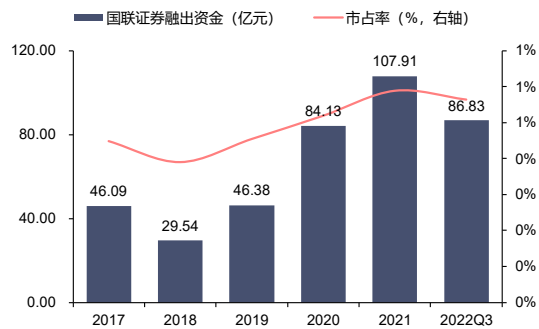
## 4.2 信用风险降低，资金实力推动两融业务发展

**公司两融业务规模发展趋势显著。**公司通过开发国有法人等企业机构，加强公募代销、提前布局保险公司等方式大力拓展融券券源。截至 2022 年 9 月底，公司两融余额为 86.83 亿元，五年内的年均复合增长率为 15.4%，市占率较 2018 年末提升 0.17pct 至 0.56%。截至 2022 年 6 月底，公司客户信用账户开户总数达为 2.46 万户，同比增长 4.67%；客户两融总授信额度为 675.20 亿元，同比增长 9.01%。公司 2022 年上半年两融利息收入为 2.81 亿元，同比增长 1.75%。

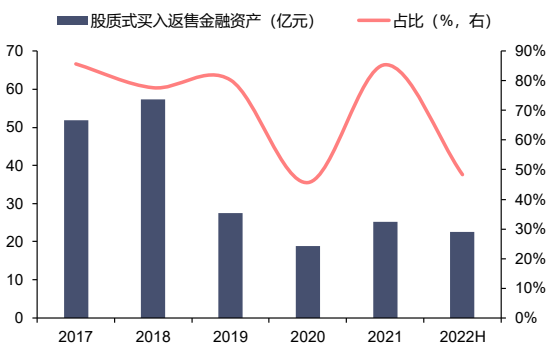
**股票质押占比降低，风控能力强。**从信用风险控制角度来看，公司通过降低股权质押规模和拟定两融业务担保证券及标的证券折算率模型方案，降低了公司的信用风险。2018-2020 年，公司股质式买入返售金融资产规模逐渐得到压降，信用风险得到有效控制。截至 2022 年 6 月底，公司股质式买入返售金融资产规模合计 22.52 亿元，占买入返售金融资产比重 48.25%，2022 年上半年计提 0.08 亿元，业务风险总体可控。

**图 50：公司信用业务资产（亿元）**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 51：公司两融业务市占率**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 52：股质式买入返售金融资产规模及占比**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 五、盈利预测、估值与投资评级

### 5.1 核心假设

我们按照国联证券的收入结构，将公司业务分为经纪业务、投行业务、资管业务、投资咨询的手续费佣金收入、利息收入和投资收益六大板块进行收入及盈利预测。

**1、经纪业务：**考虑 2022 年全年股基成交规模较 2021 年同比下滑 10%至 248.6 万亿元，预计在全面注册制和经济修复背景下股基交易额 2023 年同比增长 15%至 286.0 万亿元，且经纪业务净佣金率水平小幅下行至 0.0204%。

**2、投行业务：**注册制背景下，公司组建研究团队发挥定价导流能力。江苏省内高新技术企业众多，存在融资及上市需求。在股权承销方面，公司 IPO 项目储备丰富，有望通过“投资+投行”联动实现股权承销业务规模的增长。在债券承销方面，公司深耕江苏地区股东背景强大，公司债与地方政府债有望持续发力贡献收入。

**3、资管业务：**资管新规下，行业资管结构规模继续调整，公司主动能力持续提升，预计未来国联证券集合类资管规模将显著提升。

**4、信用业务：**2022 年，两融日均余额 15986 亿元左右，同比下降约 10%。22Q3 末，公司两融市占率 0.56%。在两融标的扩容背景下，假设 2023 年两融市场规模提升 10%至 1.69 万亿，公司市占率水平小幅提升至 0.60%。

**5、投资收益：**公司持续扩大以固收、生品为主的自营业务投资规模，进行多资产多策略投资，预计公司 2023 年金融工具资产净规模同比增长 18.6%。

**表 6：国联证券各板块盈利预测**

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经纪业务</b>					
股基交易总额（亿元）	2204491.2	2762968.2	2486671.4	2859672.1	3431606.5
公司股基交易额市占率（%）	0.48%	0.49%	0.51%	0.52%	0.53%
股基交易佣金率（%）	0.0247%	0.0224%	0.0214%	0.0204%	0.0194%
代理买卖证券业务净收入（百万元）	526.3	609.1	542.0	605.8	704.6
<b>资管业务</b>					
集合资产管理计划规模（亿元）	72.1	130.4	136.9	164.3	197.1
单一资产管理计划规模（亿元）	30.2	55.6	50.1	55.1	60.6
专项资产管理计划规模（亿元）	4.5	40.6	40.6	44.7	49.1
资产管理业务净收入（百万元）	71.6	140.6	153.2	173.2	195.9
<b>投行业务</b>					
IPO 融资市场规模（亿元）	4800.1	5426.8	5969.4	6864.8	7894.6
IPO 融资市占率（%）	0.34%	0.13%	0.40%	0.40%	0.40%
IPO 融资费率（%）	5.23%	6.44%	7.00%	7.00%	7.00%
再融资市场规模（亿元）	11982.1	12751.6	11093.9	12203.3	13423.7
再融资市占率（%）	0.10%	1.02%	0.39%	0.39%	0.39%
再融资费率（%）	2.29%	1.84%	2.00%	2.00%	2.00%
债券融资规模（亿元）	288.2	431.4	424.4	466.8	536.9
债券融资费率（%）	0.28%	0.35%	0.35%	0.35%	0.35%
投行业务净收入（百万元）	275.0	509.4	513.7	577.4	669.7
<b>自营业务</b>					
金融资产净规模（亿元）	177	326	391	463	538
大投资业务收入（百万元）	679	1,394	1,033	2,711	3,895
<b>信用业务</b>					
融资融券市场规模（亿元）	16190.1	18321.9	15403.9	16944.3	18638.7
融资融券市占率（%）	0.52%	0.59%	0.56%	0.60%	0.60%
融出资金余额（亿元）	84.1	107.9	86.3	101.7	111.8
融出资金利率（%）	5.10%	5.64%	5.64%	5.64%	5.64%
融出资金利息收入（百万元）	428.7	608.9	486.7	573.6	631.0
股权质押业务余额（亿元）	18.8	25.3	24.0	22.8	21.7
股权质押回购利率（%）	7.84%	4.54%	4.54%	4.54%	4.54%
股权质押业务利息收入（百万元）	147.5	114.6	108.9	103.4	98.3
利息净收入（百万元）	305.6	215.7	184.6	232.0	267.8

资料来源：公司年报，信达证券研发中心

我们预计公司 2022E-2024E 归母净利润 8.01 亿元/14.08 亿元/18.40 亿元，同比-9.85%/+75.78%/+30.67%。对应 BVPS 为 6.02 元/股、6.41 元/股、6.90 元/股，ROE（摊薄）为 4.79%/8.00%/9.76%。

## 5.2 估值与投资评级

我们选用净资产规模相近的财达证券、长城证券、第一创业证券作为国联证券的可比公司，采用 PB-ROE 方法对国联证券进行估值。截至 2023 年 1 月 06 日，可比公司 2023 年的 PB/ROE 平均为 29.15 倍，我们预计国联证券 2023 年 BVPS 6.41 元/股，ROE 为 8.0%，对应 2023 年 PB 为 1.76 倍。考虑当前券商股价受市场行情影响整体处于历史较低分位水平，结合可比公司 PB-ROE 估值给予公司 2023 年 2.33 倍合理 PB，目标价为 14.94 元，首次覆盖给予买入评级。

**表 7：国联证券对标估值**

证券代码	证券名称	PB_2023E	摊薄 ROE_2023E	PB/ROE
002797.SZ	第一创业证券	1.41	4.76%	29.72
600906.SH	财达证券	2.09	5.30%	39.52
002939.SZ	长城证券	1.11	6.09%	18.22
	平均			29.15
601456.SH	国联证券	1.76	8.00%	

注：国联证券净资产和 ROE 为信达证券研发中心预测，其余采用 Wind 一致预期，股价选取 2023 年 1 月 06 日收盘价

资料来源: wind, 信达证券研发中心

## 风险因素

**行业风险：**资本市场大幅波动，导致公司经纪业务、自营投资业务等受到干扰和冲击；

**政策风险：**科创板、创业板注册制审核进度低于预期，导致投行+投资业务业绩不及预期；

**公司风险：**公司财富管理业务展业不及预期；

合并损益表					资产负债表				
	百万元 RMB					百万元 RMB			
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,967	2,528	4,398	5,834	货币资金	10,574	11,631	12,556	13,246
手续费及佣金净收入	1,346	1,295	1,443	1,657	结算备付金	3,268	3,847	4,711	5,815
其中：经纪业务手续费净收入	609	542	606	705	融出资金	10,791	8,626	10,167	11,183
证券承销业务净收入	509	514	577	670	交易性金融资产	27,710	33,236	38,920	45,634
资产管理业务净收入	141	153	173	196	衍生金融资产	485	1,221	1,728	2,692
利息净收入	216	185	232	268	买入返售金融资产	2,958	2,810	2,670	2,536
投资净收益	1,216	942	2,215	3,106	长期股权投资	103	165	169	213
其他业务收入	180	96	498	794	总资产	65,939	72,942	85,034	97,539
	4	4	4	4	拆入资金	850	1,275	1,913	2,487
					交易性金融负债	1,430	1,602	1,891	2,453
					衍生金融负债	431	862	1,292	1,938
					卖出回购金融资产款	12,796	12,796	12,156	11,548
营业支出	1,787	1,481	2,563	3,428	代理买卖证券款	11,183	10,623	12,748	14,660
营业税金及附加	20	18	25	33	应付债券	16,107	20,939	25,127	28,896
管理费用	1,737	1,455	2,531	3,388	总负债	49,558	55,885	66,886	78,002
信用减值损失	30	8	8	8	总股本	2,832	2,832	2,832	2,832
其他业务成本	0	0	0	0	所有者权益合计	16,381	17,057	18,147	19,537
					归属于母公司所有者权益合计	16,381	17,057	18,147	19,537
营业利润	1,180	1,046	1,835	2,406		2021A	2022E	2023E	2024E
加：营业外收入	4	3	5	6	净利率	29.95%	31.69%	32.02%	31.53%
减：营业外支出	10	0	0	0	总资产收益率	1.58%	1.15%	1.78%	2.02%
利润总额	1,173	1,044	1,830	2,400	净资产收益率	6.59%	4.79%	8.00%	9.76%
减：所得税	285	243	422	560	市盈率（倍）	35.85	39.77	22.62	17.32
净利润	889	801	1,408	1,840	市净率（倍）	1.94	1.87	1.76	1.63
减：少数股东损益	0	0	0	0	每股净利润（元/股）	0.31	0.28	0.50	0.65
归属于母公司所有者的净利润	889	801	1,408	1,840	每股净资产（元/股）	5.78	6.02	6.41	6.90

## 研究团队简介

王舫朝，非银&中小盘首席分析师，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

冉兆邦，硕士，山东大学经济学学士，法国昂热高等商学院经济学硕士，三年非银金融行业研究经验，曾任天风证券研究员，2022年8月加入信达证券，从事非银金融行业研究工作。

张凯烽，硕士，武汉大学经济学学士，波士顿大学精算科学硕士，四年保险精算行业经验，2022年6月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

## 机构销售联系

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	sun tong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准20%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。