

国联证券 (601456. SH)

投资拖累业绩，多板块协同凸显

买入

核心观点

国联证券发布2023年三季度报告。第三季度公司实现营业收入7.00亿元，同比下降10.36%；实现归母净利润1.26亿元，同比下降38.70%；基本每股收益为0.04，同比下降42.86%；加权平均净资产收益率0.71%，同比减少0.53pct。公司第三季度业绩下降主要原因在于投资业务下滑超50%，同时，经纪和投行业务均有所下滑。

三季度股债双杀，自营投资下降超五成。三季度公司实现投资业务收入1.72亿元，同比下滑52.22%。截至三季度末公司自营规模为517.90亿元，较去年同期提升30.08%，但当季股债市场调整放大了公允价值收益，这要求增加机构通过衍生品、风险中性策略、久期调整等模式有效对冲敞开。

市场因素导致经纪和投行业务承压。(1)三季度公司实现经纪业务收入1.29亿元，同比下降14.00%，主因市场日均交易量从上年同期9,153亿下滑至不足8000亿元，当前佣金率稳定，受机构业务降佣影响低于预期。(2)投行业务下降近两成。三季度公司实现投行业务收入1.44亿元，同比下降19.55%。期间子公司华英证券完成IPO项目2单，承销金额8.97亿元，IPO保荐家数位列行业第12。另有已过会项目1单，申报在审项目1单。

并购驱动资管业务高速增长，财富管理模式转变。三季度公司实现资管业务收入2.10亿元，同比增长约260%，主要得益于公司收购国联基金75.5%股权实现控股，公募资管业务优势夯实。财富业务积极转型，重点拓展高端零售、区域机构业务，未来资管板块与财富产品将实现有效协同。

风险提示：权益市场大幅波动风险；创新推进不及预期等。

投资建议：基于资本市场的波动，对公司未来三年的盈利预测分别下调16.2%/20.1%/15.7%，预计2023-2025年公司净利润分别为8.86亿元、10.57亿元、11.61亿元，同比增长15.5%/19.3%/9.8%，当前股价对应的PE为35.4/29.7/27.0x，PB为1.8/1.7/1.6x。展望下半年，随着市场改革持续，公司有望在公募业务的加持下实现综合实力和ROE的提升，体现精品特色券商的发展模式。我们对公司维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,967	2,623	3,049	3,663	4,239
(+/-%)	58.1%	-11.6%	16.2%	20.1%	15.7%
净利润(百万元)	889	767	886	1,057	1,161
(+/-%)	51.2%	-13.7%	15.5%	19.3%	9.8%
摊薄每股收益(元)	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4
净资产收益率(ROE)	6.6%	4.6%	5.2%	5.9%	6.2%
市盈率(PE)	30.8	41.0	35.4	29.7	27.0
市净率(PB)	1.9	1.9	1.8	1.7	1.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

非银金融·证券II

证券分析师：孔祥

021-60375452

kongxiang@guosen.com.cn

S0980523060004

证券分析师：陈莉

0755-81981575

chenli@guosen.com.cn

S0980522080004

基础数据

投资评级

买入(维持)

合理估值

收盘价

11.07元

总市值/流通市值

31348/31348百万元

52周最高价/最低价

12.85/8.80元

近3个月日均成交额

843.27百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

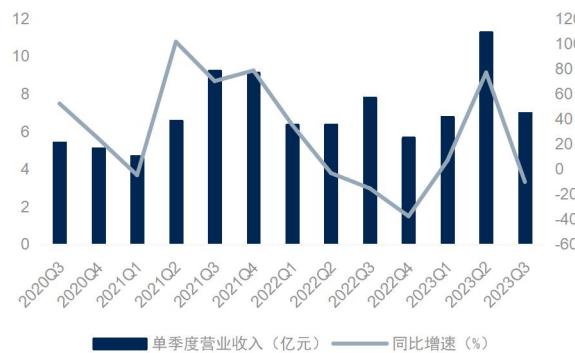
- 《国联证券(601456.SH)-增速优于同业，基金收购落地》——2023-08-31
- 《国联证券(601456.SH)-泛财富转型提速》——2023-04-30
- 《国联证券(601456.SH)-财富管理初结硕果》——2023-03-29
- 《国联证券(601456.SH)-投行资管表现亮眼，定增扩大资本实力》——2022-10-28
- 《国联证券(601456.SH)-财富管理表现亮眼，投行再上新台阶》——2022-08-29

图1: 公司营业收入及同比增速

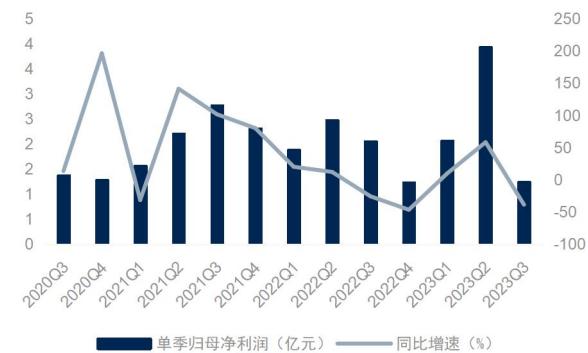

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润及同比增速


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

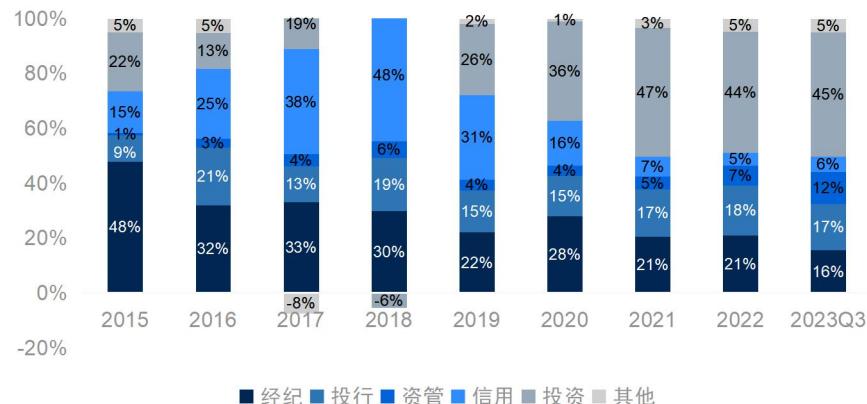
图3: 公司单季营业收入及同比增速


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季归母净利润及同比增速


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司主营业务结构



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产总计	65939	74382	85539	94093	103503	营业收入	2967	2623	3049	3663	4239
货币资金	10574	10033	11036	12140	13354	手续费及佣金净收入	1346	1298	1474	1781	1927
融出资金	10791	8816	9697	10667	11734	经纪业务净收入	609	550	522	548	570
交易性金融资产	27710	32436	38923	44761	51476	投行业务净收入	509	477	482	530	583
买入返售金融资产	2958	3264	3590	3949	4344	资管业务净收入	141	194	465	698	768
可供出售金融资产	0	0	0	0	0	利息净收入	216	121	151	181	203
负债合计	49558	57621	68123	75886	84451	投资收益	1394	1159	1333	1599	1999
卖出回购金融资产款	12796	14993	16492	18966	21811	其他收入	12	46	92	101	111
代理买卖证券款	11183	10797	11877	13065	14371	营业支出	1787	1660	1930	2318	2683
应付债券	16107	19489	21438	24654	28352	营业外收支	-6	2	2	2	2
所有者权益合计	16381	16761	17416	18208	19052	利润总额	1173	965	1122	1347	1559
其他综合收益	183	-28	-28	-28	-28	所得税费用	285	198	236	290	398
少数股东权益	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益合计	16381	16761	17416	18208	19052	归属于母公司净利润	889	767	886	1057	1161
每股净资产(元)	5.78	5.92	6.15	6.43	6.73						
总股本(亿股)	28.32	28.32	28.32	28.32	28.32						
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E						
每股收益	0.36	0.27	0.31	0.37	0.41						
每股红利											
每股净资产	5.78	5.92	6.15	6.43	6.73						
ROIC											
ROE	6.59%	4.63%	5.18%	5.94%	6.23%						
收入增长	58.11%	-11.59%	16.24%	20.13%	15.75%						
净利润增长率	51.16%	-13.66%	15.47%	19.33%	9.82%						
资产负债率	75.16%	77.47%	79.64%	80.65%	81.59%						
P/E	30.75	41.00	35.38	29.65	27.00						
P/B	1.91	1.87	1.80	1.72	1.65						
EV/EBITDA											

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032