

# 国联证券 (601456.SH)

业务整合正启动，投顾业务渐完善

优于大市

## 核心观点

**国联证券公布2024年中报。**2024上半年，公司实现营收10.86亿元、同比-39.91%，归母净利润0.88亿元、同比-85.39%，加权平均ROE0.48%、同比-3.00pct。2024Q2实现营收9.12亿元、同比-19.16%、环比+426.15%，归母净利润3.06亿元、同比-22.01%、环比扭亏。分部业务收入增速：经纪+6.88%、投行-39.85%、资管+273.81%、利息净收入-201.16%、投资-60.98%、其他-70.54%，分部业务收入占比：经纪25.73%、投行15.88%、资管28.77%、利息净收入-8.20%、投资34.57%、其他3.55%。

**完善以基金投顾为核心的账户管理体系，推进买方财富管理转型。**公司为首批获得基金投顾牌照的券商之一，截至2024上半年末，公司基金投顾总签约客户数31.94万户、同比+13.35%，授权账户资产规模69.58亿元、同比基本持平，累计上线合作渠道30家。财富管理业务方面，客户基础持续夯实，上半年新增客户11.94万户，累计总客户185.58万户，同比增长10.06%。

**发行股份收购民生证券，综合实力或迎显著提升。**8月9日，公司公告发行股份购买民生证券99.26%股权的草案，交易对价294.92亿元，交易对价约为民生证券合并净资产的1.84x。同时，公司该奖募集配套资金20亿元，用于向民生证券增资，发展其财富管理业务和信息技术基建。以2023年数据计算，合并民生证券后，公司总资产+84.05%、净资产+160.76%、营收+127.10%、归母净利润+89.78%，公司综合实力将有大幅提升。

**债券投资增长，股票及基金投资收缩。**截至上半年末，公司交易性金融资产中，债券规模同比+8.3%、股票规模同比-47.6%、公募基金规模同比-48.7%、私募基金规模同比-65.4%。2024Q2公司实现投资净收益5.25亿元，明显扭转了2024Q1的亏损态势，是公司Q2业绩反弹的主要原因。

**风险提示：**股票市场景气度下降、投顾业务发展不及预期，与民生证券合并后协同不及预期，政策风险等。

**投资建议：**基于公司中报数据，我们将公司经纪业务、投行业务及投资业务增速下调，并基于此将2024-26年归母净利润下调为4.75亿元、8.27亿元及9.37亿元，下调幅度分别为45.8%、18.1%及14.0%，其中2024年下调幅度较大，主要因为投资业务增速下调较多。考虑到公司在基金投顾等买方财富管理领域布局较早，与民生证券合并后综合实力大幅提升，金融投资资产中偏稳健的债券类资产占比有所提升，我们看好公司后续各项主要业务的市占率提升。我们对公司维持“优于大市”评级。

## 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,623	2,955	2,280	4,013	4,556
(+/-%)	-11.6%	12.7%	-22.9%	76.0%	13.5%
归母净利润(百万元)	767	671	475	827	937
(+/-%)	-13.7%	-12.5%	-29.3%	74.2%	13.3%
摊薄每股收益(元)	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
净资产收益率(ROE)	4.6%	3.9%	2.8%	4.9%	5.4%
市盈率(PE)	42.6	47.9	68.6	39.4	34.7
市净率(PB)	1.9	1.8	2.0	1.9	1.8

资料来源：Choice、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：王德坤

021-61761035

wangdekun@guosen.com.cn

S0980524070008

### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	9.66元
总市值/流通市值	27355/27355百万元
52周最高价/最低价	13.38/9.29元
近3个月日均成交额	339.25百万元

### 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)-并购方案落地，业务整合开启》——2024-05-20
- 《国联证券(601456.SH)-扩表持续，整合加速》——2024-03-27
- 《国联证券(601456.SH)-投资拖累业绩，多板块协同凸显》——2023-10-28
- 《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)-泛财富管理提速》——2023-04-30

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Choice、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



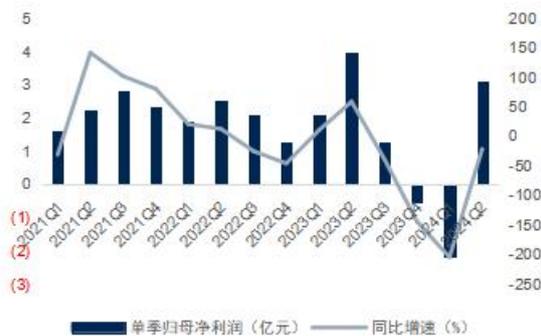
资料来源：Choice、国信证券经济研究所整理

图3：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



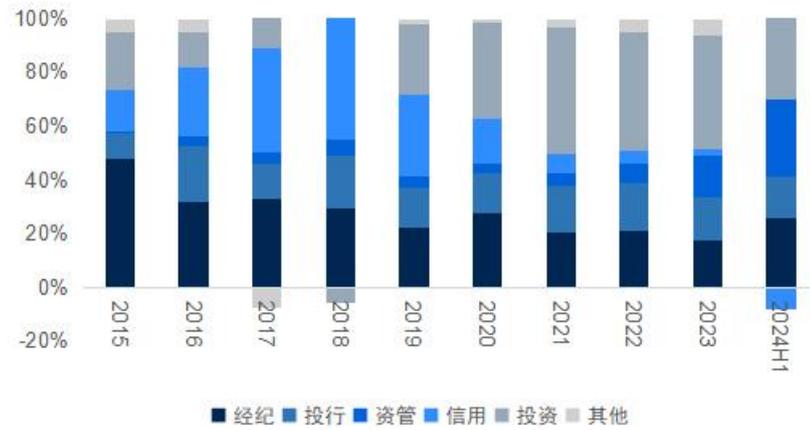
资料来源：Choice、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Choice、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: Choice、国信证券经济研究所整理

**投资建议:** 基于公司中报数据,我们将公司经纪业务、投行业务及投资业务增速下调,并基于此将2024-26年归母净利润下调为4.75亿元、8.27亿元及9.37亿元,下调幅度分别为45.8%、18.1%及14.0%,其中2024年下调幅度较大,主要因为投资业务增速下调较多。考虑到公司在基金投顾等买方财富管理领域布局较早,与民生证券合并后综合实力大幅提升,金融投资资产中偏稳健的债券类资产占比有所提升,我们看好公司后续各项主要业务的市占率提升。我们对公司维持“优大于市”评级。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>资产总计</b>	<b>74382</b>	<b>87129</b>	<b>124302</b>	<b>177334</b>	<b>252991</b>	<b>营业收入</b>	<b>2623</b>	<b>2955</b>	<b>2280</b>	<b>4013</b>	<b>4556</b>
货币资金	10033	9816	10798	11878	13065	手续费及佣金净收入	1298	1554	1509	2868	3249
融出资金	8816	10127	11139	12253	13479	经纪业务净收入	550	515	412	783	900
交易性金融资产	32436	39027	42930	49369	56775	投行业务净收入	477	489	513	975	1121
买入返售金融资产	3264	5307	5838	6421	7064	资管业务净收入	194	443	487	926	1019
可供出售金融资产	0	0	0	0	100	利息净收入	121	81	61	116	133
<b>负债合计</b>	<b>57621</b>	<b>69005</b>	<b>105903</b>	<b>158247</b>	<b>233212</b>	投资收益	1159	1243	622	933	1072
卖出回购金融资产款	14993	14422	15864	18243	20980	其他收入	46	76	88	97	101
代理买卖证券款	10797	9046	9951	10946	12040	营业支出	1660	2144	1710	3010	3417
应付债券	19489	25062	27568	31704	36459	营业外收支	2	14	14	14	14
<b>所有者权益合计</b>	<b>16761</b>	<b>18124</b>	<b>18398</b>	<b>19086</b>	<b>19779</b>	<b>利润总额</b>	<b>965</b>	<b>825</b>	<b>584</b>	<b>1017</b>	<b>1153</b>
其他综合收益	-28	321	321	321	321	所得税费用	198	151	107	186	211
少数股东权益	0	355	1840	1909	1978	少数股东损益	0	3	2	4	5
<b>归属于母公司所有者权益合计</b>	<b>16761</b>	<b>17769</b>	<b>16558</b>	<b>17178</b>	<b>17801</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>767</b>	<b>671</b>	<b>475</b>	<b>827</b>	<b>937</b>
每股净资产(元)	5.92	6.27	5.85	6.07	6.29						
总股本(亿股)	28.32	28.32	28.32	28.32	28.32						
<b>关键财务与估值指标</b>											
每股收益	0.27	0.24	0.17	0.29	0.33						
每股红利											
每股净资产	5.92	6.27	5.85	6.07	6.29						
ROIC											
ROE	4.63%	3.89%	2.77%	4.90%	5.36%						
收入增长	-11.59%	12.68%	-22.85%	76.01%	13.53%						
净利润增长率	-13.66%	-12.51%	-29.29%	74.24%	13.35%						
资产负债率	77.47%	79.20%	85.20%	89.24%	92.18%						
P/E	42.59	47.92	68.61	39.37	34.74						
P/B	1.94	1.83	1.97	1.90	1.83						
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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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所提及的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