

国联证券（601456）

2022 年报点评：整体业绩符合预期，外延并购加速业务版图扩张

买入（维持）

2023 年 03 月 29 日

证券分析师 胡翔

执业证书：S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽

执业证书：S0600520090004

zhujieyu@dwzq.com.cn

证券分析师 葛玉翔

执业证书：S0600522040002

021-60199761

geyx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	2,623	3,186	4,010	4,603
同比	-11.59%	21.45%	25.88%	14.78%
归属母公司净利润（百万元）	767	1,024	1,328	1,502
同比	-13.66%	33.44%	29.70%	13.11%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.27	0.29	0.38	0.43
P/E（现价&最新股本摊薄）	40.74	38.08	29.36	25.96

关键词：#业绩符合预期

投资要点

事件：国联证券发布 2022 年报，公司 2022 年实现营收 26.23 亿元，同比-11.59%，实现归母净利润 7.67 亿元，同比-13.66%。截至 2022 年末，公司归母净资产 167.61 亿元。

■ **资管业务表现亮眼，投行业务相对稳健。**1) 资管规模企稳，资管业务收入大幅提升。截至 2022 年末，证券行业资管规模同比-17%至 68,740 亿元，国联证券资管规模同比-0.4%至 1,020 亿元，降幅小于行业。由于年内平均资产规模同比+45%至 1,022 亿元，公司资管业务手续费净收入同比+38%至 1.94 亿元，逆势大幅增长。2) IPO 与定增规模一增一减，投行业务收入小幅下滑。据 Wind 统计，2022 年全行业 IPO/定增（含配股）规模分别同比+8%/-18%至 5,869/7,845 亿元，国联证券 IPO/定增（含配股）规模分别同比+251%/-78%至 24/28 亿元，变动方向与行业一致。基于上年高基数，公司投行业务收入小幅下滑 6%至 4.77 亿元。

■ **市场震荡背景下，经纪、自营业务收入均有所回落。**1) 经纪业务收入因市场交投情绪低迷而下降。2022 年市场股基交易额同比-10%至 494 万亿元。国联证券全年股基交易额同比-11%至 2.4 万亿元，导致证券经纪业务净收入同比-10%至 5.50 亿元。2) 自营业务收入受市场大幅波动影响出现下滑。2022 年，在市场情绪持续低迷的背景下（上证指数/创业板指/沪深 300 涨跌幅分别为-14.64%/-29.37%-21.33%），国联证券自营业务收入同比-17%至 11.59 亿元。

■ **外延并购战略清晰，弯道超车可期。**1) 收购中融基金，补齐公募业务短板。2023 年 2 月 7 日，国联证券发布公告称拟 29.49 亿元收购中融基金 100%股权（后因股权质押原因将收购比例降至 75.5%）。截至 2022 年末，中融基金管理规模 1107.54 亿元，排名全行业第 46 位。公司收购中融基金将快速获取公募牌照，同时得以充分发挥自身基金投顾优势，提升在财富管理赛道的综合服务能力。2) 控股股东竞得民生证券 30%股权，投行业务具备想象空间。2023 年 3 月 15 日，国联证券发布公告称公司控股股东国联集团成功竞得民生证券 30.3%股权，成交价 91.05 亿元。民生证券投行业务属行业第一梯队，2022H1 投行业务收入 7.24 亿元，排名行业第 11 位，远超国联证券（2022H1 投行业务收入 2.45 亿元，排名行业第 27 位）。待整合完成后，国联证券投行业务规模及市占率将实现快速提升。参考 2022H1 情况，二者合并投行业务收入 9.68 亿元，可排名当期行业第 7 位。

■ **盈利预测与投资评级：**鉴于市场及监管环境变化，我们调整 2023-2024 年归母净利润预测至 10.24/13.28 亿元（前值分别为 14.02/17.48 亿元），同比增速分别为 33.44%/29.70%，对应 2023-2024 年 EPS 调整至 0.29/0.38 元；预计 2025 年公司归母净利润将达到 15.02 亿元，对应增速将达到 13.11%，对应 EPS 为 0.43 元。当前市值对应 2023-2025 年 PB 分别为 1.57/1.51/1.45 倍。我们认为国联证券有望通过外延式并购进一步强化财富管理及投行业务能力，在优秀管理层的加持下将迎来业绩的高速增长期。公司中长期发展空间可观，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**1) 并购整合效果弱于预期；2) 市场交投情绪波动。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.85
一年最低/最高价	8.52/13.93
市净率(倍)	1.83
流通 A 股市值(百万元)	10,730.37
总市值(百万元)	30,724.74

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.92
资产负债率(% ,LF)	77.47
总股本(百万股)	2,831.77
流通 A 股(百万股)	988.97

相关研究

《国联证券(601456): 事件点评：拟收购中融基金控制权，加码布局财富管理赛道》

2023-02-07

《国联证券(601456): 投行及资管业务表现亮眼，财富管理赛道仍具高成长性》

2022-10-28

表 1：国联证券盈利预测（单位：百万元/人民币）

合并资产负债表					合并利润表				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	10,033	15,719	15,774	17,250	营业收入	2,623	3,186	4,010	4,603
其中：客户存款	7,965	13,407	13,347	14,701	手续费及佣金净收入	1,298	1,608	1,980	2,300
结算备付金	2,995	4,235	4,273	4,650	其中：经纪业务手续费净收入	550	605	724	799
其中：客户备付金	1,894	3,184	3,170	3,491	投资银行业务手续费净收入	477	651	749	819
衍生金融资产	980	640	704	775					
融出资金	8,816	10,211	11,257	13,002	资产管理业务手续费净收入	194	238	338	431
金融投资	43,725	52,941	61,601	72,717	利息净收入	121	223	462	538
买入返售金融资产	3,264	4,260	5,112	6,134	投资收益	732	996	1,131	1,287
应收款项	123	146	182	223	其中：对联营企业和合营企业的投	-6	0	0	0
					资收益				
存出保证金	592	327	327	327	公允价值变动收益	420	350	429	469
长期股权投资	97	103	103	103	汇兑收益	2	-1	-1	-1
投资性房地产					其他收益	7	4	4	4
固定资产	81	112	121	130	其他业务收入	3	4	4	4
使用权资产	156	166	166	166	资产处置收益	41	0	1	1
无形资产	66	58	58	58	营业支出	1,660	1,827	2,250	2,613
商誉					税金及附加	17	21	27	31
递延所得税资产	22	25	25	25	业务及管理费	1,641	1,784	2,205	2,562
其他资产	2,328	467	467	467	信用减值损失	3	22	18	20
资产总计	73,276	89,409	100,169	116,026	资产减值损失	0	0	0	0
应付短期融资款	705	2,635	3,174	3,899	其他业务成本	0	0	0	0
拆入资金	900	1,054	1,270	1,560	营业利润	963	1,358	1,760	1,990
交易性金融负债	1,579	1,613	1,943	2,387	加：营业外收入	4	4	4	4
衍生金融负债	501	521	573	631	减：营业外支出	1	10	10	10
卖出回购金融资产款	14,993	15,864	19,113	23,475	利润总额	965	1,352	1,753	1,983
代理买卖证券款	10,797	16,759	16,683	18,376	减：所得税费用	198	328	426	481
应付职工薪酬	440	825	985	1,169	净利润	767	1,024	1,328	1,502
应交税费	64	140	181	205	归属于母公司股东的净利润	767	1,024	1,328	1,502
应付款项	354	815	1,040	1,302	少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	16	0	0	0					
应付债券	19,489	19,969	24,059	29,550					
租赁负债	160	0	0	0					
预计负债	2	2	2	2					
递延所得税负债	201	20	20	20					
其他负债	7,419	2,763	3,329	4,089					
负债合计	56,516	64,647	74,386	89,139					
实收资本（或股本）	2,832	3,532	3,532	3,532	重要财务指标与估值指标				
资本公积	8,174	14,474	14,474	14,474	营业收入增长率	-11.59%	21.45%	25.88%	14.78%
其他综合收益	-28	183	183	183	归母净利润增速	-13.66%	33.44%	29.70%	13.11%
盈余公积	763	830	937	1,057	归母净资产增速	2.32%	47.74%	4.12%	4.28%
一般风险准备	1,913	2,097	2,363	2,663	每股收益(元/股)	0.27	0.29	0.38	0.43
未分配利润	3,106	3,646	4,295	4,978	每股净资产(元/股)	5.92	7.01	7.30	7.61
归属于母公司所有者权益合计	16,761	24,762	25,783	26,887	净资产收益率	4.63%	4.93%	5.25%	5.70%
少数股东权益	0	0	0	0	P/E（倍）	40.74	38.08	29.36	25.96
所有者权益合计	16,761	24,762	25,783	26,887	P/B（倍）	1.87	1.57	1.51	1.45
负债及权益总计	73,276	89,409	100,169	116,026					

数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至 2023 年 3 月 28 日）

注：此处股本及资本公积假设国联证券 70 亿元定增于 2023 年正式落地。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>