

买入

营收逆势增长，泛财富管理业务持续驱动

国联证券 (1456.HK)

2022-9-01 星期四

目标价: **5.50 港元**
 现价: 4.30 港元
 预计升幅: 27.47%

重要数据

日期	2022/9/1
收盘价 (港元)	4.30
总股本 (亿股)	28.32
总市值 (亿港元)	312.00
净资产 (亿元)	10,594
总资产 (亿元)	46,220
52 周高低 (港元)	4.78/3.21
每股净资产 (元)	6.86

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

无锡市国联发展(集团)有限公司
 (19.21%)
 国联信托股份有限公司 (13.78%)

相关报告

国联证券(1456.HK)深度报告: 资本实力和盈利能力持续提升-20220210
 国联证券(1456.HK)即时点评: 筹划员持股计划, 彰显长期发展信心-202202

研究部

姓名: 杨森
 SFC: BJO644
 电话: 0755-21519178
 Email: yangsen@gyzq.com.hk

➤ 2022 上半年业绩亮眼，多元业务稳健增长：

公司 2022H1 实现主营业务收入 13.7 亿元，同比增长 18.5%，其中手续费及佣金收入 7.6 亿元，佣金收入 6.1 亿元；归母净利润 4.4 亿元，同比增长 15.4%；每股净收益 0.18 元；ROE 2.63%。受市场环境影响，2022H1 全行业净利润均同比告负，然而公司在投行、资管、经纪等各项业务条线均实现全面逆势增长。

➤ 投行业务与资产管理业务领衔业绩增长：

公司投行业务一直呈现高增长态势，2021 年投行业务收入 5.09 亿元，2018-2021 年 CAGR 为 38%；2022H1 投行业务收入 2.45 亿元，上半年完成 1 单 IPO (10.4 亿元)、审股权项目 8 单、辅导项目 12 单；债券承销金额 207 亿元。公司资管业务 2021 年实现收入 2.59 亿元人民币，2018-2021 年 CAGR 为 62%；截至 2022 年 6 月 30 日，公司资产管理业务受托资金人民币总计 1,039.72 亿元，同比增长 35.11%；2022H1 共实现业务收入人民币 0.7 亿元，同比增长 34.31%。

➤ 经纪与财富管理业务营收与市占率均实现稳步提升：

2022H1 公司经纪业务收入 3.95 亿元，同比增长 8%。公司股票、基金代理买卖证券交易额 12623 亿元，同比增长 19.52%，市场占有率为 0.51%，同比增长 10.87%。截至 2022 年 6 月 30 日，公司客户总数为 148.59 万户，同比增长 10.79%。金融产品销售额为 216.26 亿元，同比+2.50%。其中自主研发资产管理产品销售额为 61.02 亿元，同比-44.23%；证券投资基金产品销售额为 108.52 亿元，同比增长 67.86%；第三方信托产品销售额为 9.69 亿元，同比-53.59%；其他金融产品销售额为 37.06 亿元，同比增长 130.62%。

➤ 维持“买入”评级，目标价 5.5 港元：

综合考虑公司业务表现与市场环境变化，我们预计公司 2022-2024 年 BPS 为 7.35/7.81/8.25 元。公司上半年的逆势增长与特色业务的不断推进，预期未来公司业绩仍将较快增长，给予公司 0.6 倍 PB，对应目标价 5.5 港元，维持买入评级。

人民币百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2023E
营业收入	26.8	42.3	48.1	59.7	72.2
同比增长(%)	26.4%	57.9%	13.8%	24.0%	21.0%
归母净利润	5.9	10.3	12.5	15.1	18.6
同比增长(%)	12.9%	12.9%	74.7%	20.8%	23.1%
归母净利率(%)	21.9%	24.3%	26.0%	25.3%	25.7%
每股收益(元)	0.28	0.43	0.52	0.63	0.78
PE@4.30HKD	13.1	8.5	7.0	5.8	4.7

数据来源: wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

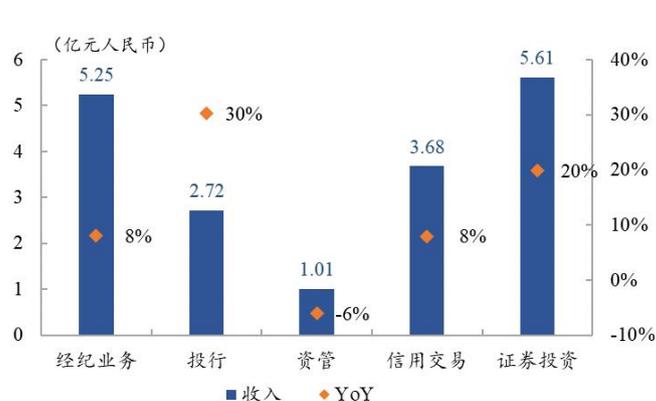
业绩逆势增长，2022H1 实现总收入 19.5 亿元

公司营业收入始终保持高增长态势，2021 年实现主营业务收入 42.28 亿元，同比增长 58%。2018-2021 年 CAGR 为 42%。2022 上半年，公司实现主营业务收入 13.7 亿元，总收入 19.45 亿元人民币，同比增长 16.69%；归母净利润 4.37 亿元，同比增长 15.37%。其中，经纪及财富管理业务收入 5.25 亿元，同比增 8.12%；投行业务收入 2.72 亿元，同比增长 30.29%；资产管理与投资业务实现收入 1.01 亿元，同比下降 6.06%；信用交易业务收入 3.68 亿元，同比增长 7.99%；证券投资业务收入 5.61 亿元，同比增长 19.88%。

图 1：公司营业收入快速增长



图 2：2022 上半年公司各业务收入贡献



资料来源：公司公告，国元证券经纪（香港）整理

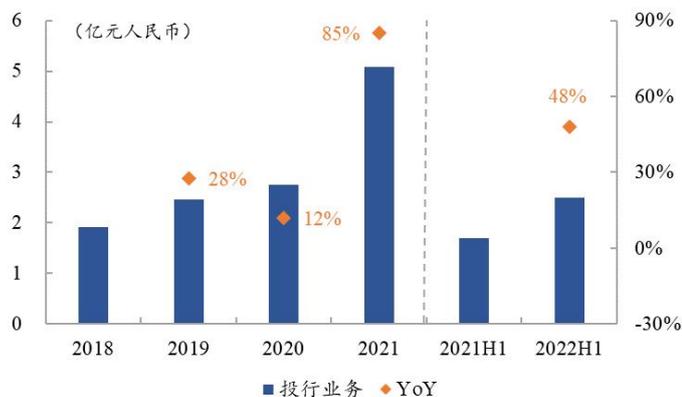
资料来源：公司公告，国元证券经纪（香港）整理

“投行+投资”开拓优质 IPO 客户，持续做大股权业务规模

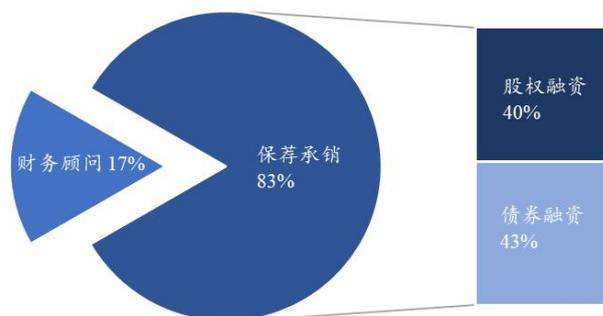
公司投行业务主要包括股权融资业务、债券融资业务、财务顾问业务和新三板业务。公司投行业务近年来一直呈现高增长态势，2021 年投行业务收入 5.09 亿元，同比增长 85%、2018-2021 年 CAGR 为 38%；2022H1 投行业务收入 2.72 亿元，具体来看，上半年完成 1 单 IPO（10.4 亿元）、审股权项目 8 单、辅导项目 12 单；完成债券主承销（含联合主承销）项目 45 单，政府债券分销 17 单，合计承销金额 207.18 亿元；完成财务顾问项目（不含新三板）21 单；完成新三板挂牌业务 1 单，新三板定向发行业务 3 单，新三板并购重组业务 1 单，持续督导企业数量 95 家。

2022H2，公司将大力推进已获得批文及部分申报股权项目的发行上市工作，确保重点项目收入如期实现；公司以“投行+投资”为抓手开拓优质 IPO 客户，持续做大股权业务规模，特别是做大无锡地区 IPO 业务储备；做好上市公司及其

股东服务，做强上市公司业务；加强现有客户的综合金融服务，深度挖掘业务机会；紧抓北交所及全面注册制改革历史机遇，发挥金融服务实体经济的重要作用。

图 3：公司投行业务增长较快


资料来源：公司公告，国元证券经纪（香港）整理

图 4：公司投行业务分部收入比例


资料来源：公司公告，国元证券经纪（香港）整理

表 1：2022H1 公司投资银行业务概况

类型	项目	2022H1		2021H1	
		承销金额 (亿元人民币)	发行数量	承销金额 (亿元人民币)	发行数量
股权融资	首次公开发行	10.38	1	0	0
	再融资发行	0	0	28.37	2
	其他	0	0	0	0
	合计	10.38	1	28.37	2
债券融资	企业债	10	1	0	0
	公司债	187.08	43	141.11	30
	金融债	2	1	55	6
	地方政府债	8.1	17	12.02	32
	其他	0	0	2.5	1
	合计	207.18	62	210.63	69

资料来源：公司公告，国元证券经纪（香港）整理

资产管理业务：立足行业新规，加强主动管理能力

2022 年，资管新规正式全面落地，资产管理行业进一步回归主动管理本源，打破刚性兑付，全面开启净值化、标准化时代。2022 年上半年，公司紧跟行业新规，资产管理业务立足于加强主动管理能力，聚焦客户需求，提升投研专业化体系，优化产品创设能力、渠道营销能力及合规风控效能；持续加强机构客户开发，有效推进渠道代销和机构定制，通过专业化资产配置和底层资产评价服务，为客

户提供全生命周期、全业务链条的综合金融服务解决方案；公募化产品运作初见成效，产品业绩及市场影响力显著提高。

截至2022年6月30日，公司资产管理业务受托资金1,040亿元，同比增长35.11%；业务收入0.73亿元，同比增长34.31%。其中公募基金（含大集合）4个，资产规模59亿元；集合资产管理计划71个，资产规模131.30亿元；单一资产管理计划145个，资产规模487.85亿元；专项资产管理计划34个，资产规模361.72亿元。

表 2：2022H1 公司资管业务概况

类别	资产管理规模 (亿元人民币)		业务收入 (亿元人民币)	
	2022H1	2021H1	2022H1	2021H1
公募基金	58.84	-	752.01	-
集合资产管理计划	131.30	95.76	2,728.96	1,894.63
单一资产管理计划	487.85	517.04	2,390.68	2,366.78
专项资产管理计划	361.72	156.76	1,446.95	1,187.61
总计	1,039.72	769.56	7,318.60	5,449.02

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 5：公司受托管理资产规模



资料来源：公司公告，国元证券经纪（香港）整理

图 6：公司资管业务收入情况



资料来源：公司公告，国元证券经纪（香港）整理

在私募股权投资方面，2022年上半年，国联通宝以“募投管退”能力建设为核心，深耕重点产业，加大优质项目挖掘力度；持续加强内部合规管理，强化公司业务协同。截至2022年6月30日，国联通宝存续备案基金10只，存续管理规模为32.66亿元。

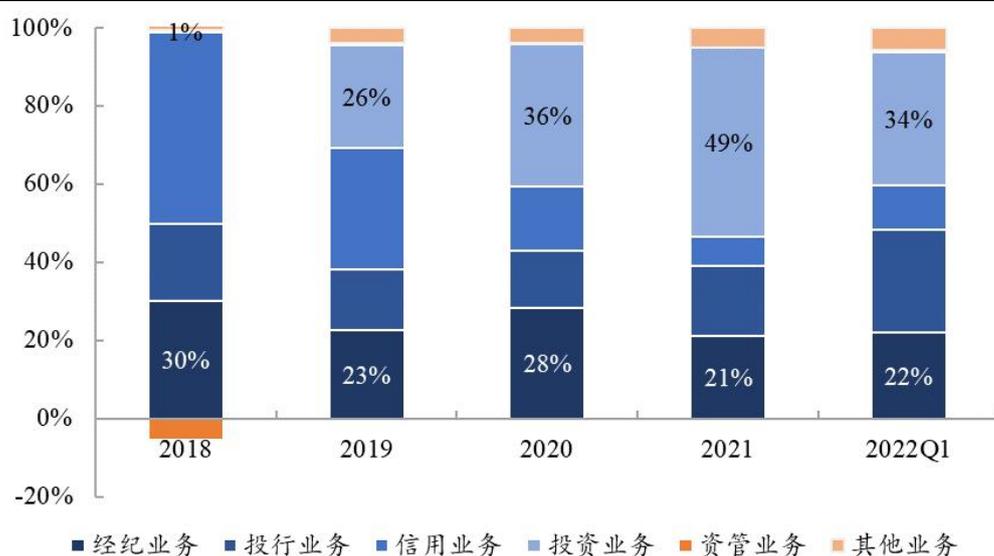
泛财富管理特色业务：多部门协同的高质量可持续增长

公司以泛财富管理为主线，整合所有资源，集中发力泛财富管理业务。公司是首

批获得基金投顾业务资格的券商，也是唯一的中小型券商，公司创新经营模式，持续丰富产品线，加快财富管理转型。公司推出了行业领先的交易系统，打造完善的私募产业链；目前公司旗下拥有“国联财商”与“国联尊享”两大特色服务品牌，培养具备资产配置能力和综合金融服务能力的投顾团队；同时也不断完善私人银行服务体系。

公司将泛财富特色服务作为核心驱动，致力于打通高净值、金融机构、企业客户三类客户的联动关系，以轻资本业务打造公司核心竞争力。公司投资业务 2019 年起超越经纪业务成为公司最主要的收入来源，2021 年公司投资业务收入贡献占比高达 48.5%、2022H1 占比 34% 左右，且近三年呈现快速增长的态势。

图 7：公司各项业务占比



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

投资建议

根据公司各主营业务进行分部预测收入，综合考虑公司业务表现与市场环境变化，我们预测公司 2022-2024 年经纪业务收入分别为 8.62/9.98/12.97 亿元；投行业务收入分别为 7.09/10.8/14.25 亿元；自营业务收入分别为 13.47/16.95/19.83 亿元；信用业务收入分别为 13.4/15.28/17.19 亿元。预计公司 2022-2024 年录得主营业务收入分别为 48.09/59.65/72.18 亿元，分别同比增长 13.76%/18.80%/15.95%；归母净利润 12.48/15.08/18.57 亿元，同比增长 21.5%/20.8%/23.1%。预计公司 2022-2024 年 ROE 分别 7.11%/8.08%/9.42%；每股净资产分别为 0.52/0.63/0.78；BPS 为 7.35/7.81/8.25 元，港股可比公司 2022 年 PB 一致预期为 $\times 0.5$ ，考虑到公司上半年的逆势增长与特色业务的不断推进，预期未来公司业绩仍将较快增长，

我们给予公司 0.6 倍 PB，对应目标价 5.5 港元，维持“买入”评级。

表 3：公司盈利预测

单位：亿元	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	14.9	21.2	26.8	42.3	48.1	59.7	72.2
<i>yoy</i>		42.15%	26.39%	57.93%	13.76%	24.04%	21.00%
经纪业务	4.02	5.06	7.46	8.84	8.62	9.98	12.97
投行业务	1.92	2.46	2.75	5.09	7.91	10.80	13.24
资管业务	0.61	0.80	0.98	2.59	3.92	5.73	7.85
自营业务	-0.66	4.27	6.62	15.97	13.47	16.95	19.83
信用业务	8.84	8.64	8.91	11.58	13.40	15.28	17.19
归母净利润	0.5	5.2	5.9	10.3	12.5	15.1	18.6
<i>yoy</i>		921.57%	12.86%	74.71%	21.49%	20.84%	23.14%
ROE	0.7%	6.5%	5.6%	5.9%	7.1%	8.1%	9.4%
EPS（元）	0.03	0.27	0.28	0.43	0.52	0.63	0.78
每股净资产	4.02	4.24	5.04	6.86	7.35	7.81	8.25
PE	137.06	13.42	13.13	8.55	7.03	5.82	4.73
PB	0.91	0.87	0.73	0.54	0.50	0.47	0.45

资料来源：公司公告，国元证券经纪（香港）整理

风险提示

宏观经济下行风险、行业竞争加剧、监管环境趋严、市场波动风险、流动性风险。

财务报表摘要

利润表	单位:亿元				
	FY2020A	FY2021A	FY2022E	FY2023E	FY2024E
手续费及佣金收入	11.1	16.8	21.2	27.4	35.2
利息收入	8.9	11.6	13.4	15.3	17.2
投资净收益	6.8	13.9	13.5	16.9	19.8
主营业务收入	26.8	42.3	48.1	59.7	72.2
收入合计(含其它收益)	26.8	42.3	48.1	59.7	72.2
营业支出	-19.1	-29.2	-31.4	-40.4	-48.5
除税前溢利	7.9	13.1	16.7	19.3	23.7
所得税	-2.0	-2.8	-4.2	-4.2	-5.1
净利润(不含少数股东权益)	5.9	10.3	12.5	15.1	18.6
EPS (元)	0.28	0.43	0.52	0.63	0.78
资产负债表	单位:亿元				
	FY2020A	FY2021A	FY2022E	FY2023E	FY2024E
流动资产合计	431.5	552.5	606.9	652.9	696.0
其他流动资产	7.0	5.2	5.3	5.4	5.5
应收账款-保证金客户	84.1	107.9	110.1	112.3	114.5
买入返售金融资产	41.0	26.8	27.3	27.9	28.4
按公允价值计入损益的金融资产	166.3	270.1	310.6	341.6	375.8
结算备付金	25.1	32.7	33.3	34.0	34.7
衍生金融资产	0.6	4.1	4.2	4.3	4.4
代经纪业务客户持有之现金	74.5	85.7	87.4	89.2	91.0
货币资金	32.8	20.0	28.6	38.3	41.7
非流动资产合计	30.8	106.9	126.8	142.6	160.7
固定资产-物业, 厂房及设备	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
无形资产	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
于联营公司之权益	1.1	1.0	1.0	1.1	1.1
有使用权资产-非流动资产	1.8	1.7	1.7	1.7	1.8
其他非流动资产	3.3	0.4	0.4	0.4	0.4
可供出售金融资产	16.8	62.4	74.9	82.4	90.6
衍生金融资产-非流动资产	0.2	0.7	0.7	0.7	0.8
买入返售金融资产-非流动资产	0.3	2.8	2.9	2.9	3.0
递延所得税资产-非流动资产	0.4	0.2	0.3	0.3	0.3
按公允价值计入损益之股权工具-非流动资产	0.0	25.8	31.0	37.1	44.6
按公允价值计入损益的金融资产-非流动资产	3.2	7.0	9.2	11.0	13.2
存出保证金	2.4	3.3	3.3	3.4	3.5
总负债	356.3	495.6	558.2	609.0	659.6
非流动负债合计	78.7	136.9	178.0	213.6	256.4
流动负债合计	277.6	358.6	380.1	395.4	403.3
股东权益合计(含少数股东权益)	105.9	163.8	175.6	186.5	197.1
负债及权益合计	462.2	659.4	733.8	795.5	856.7

主要财务比率	单位:亿元				
	FY2020A	FY2021A	FY2022E	FY2023E	FY2024E
盈利能力(%)					
净利率	21.9%	24.3%	26.0%	25.3%	25.7%
ROE	5.6%	6.3%	7.1%	8.1%	9.4%
资产负债率	77.1%	75.2%	76.1%	76.6%	77.0%
现金流量表	单位:亿元				
	FY2020A	FY2021A	FY2022E	FY2023E	FY2024E
净利润	5.9	10.3	12.5	15.1	18.6
经营活动产生的现金流量净额	-53.7	-68.5	-69.9	-71.3	-72.7
投资活动产生的现金流量净额	-13.3	-63.2	-125.7	-141.2	-159.9
筹资活动产生的现金流量净额	91.4	88.9	160.3	229.7	236.1
现金及现金等价物净增加额	24.3	-42.9	-35.3	17.2	3.4
期初现金及现金等价物余额	39.6	61.1	64.0	21.1	38.3
期末现金及现金等价物余额	64.0	21.1	28.6	38.3	41.7
每股资料(港)					
每股收益	0.28	0.43	0.52	0.63	0.78
每股净资产	4.24	5.04	6.86	7.81	8.25
估值比率(倍)					
PE	13.42	13.13	8.55	5.82	4.73
PB	0.87	0.73	0.54	0.47	0.45

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来自于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>