

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

买入 (维持)

2023年02月07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	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	2,967	3,210	4,054	4,958
同比	58.11%	8.20%	26.30%	22.31%
归属母公司净利润 (百万元)	889	1,028	1,402	1,748
同比	51.16%	15.69%	36.41%	24.62%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.31	0.36	0.50	0.62
P/E (现价&最新股本摊薄)	36.93	31.92	23.40	18.78

关键词: #兼并重组

投资要点

事件: 国联证券发布公告, 拟通过摘牌方式收购中融信托所持有中融基金 51% 股权, 底价 15.04 亿元, 最终成交价格由竞价结果确定。在取得上述 51% 股权的前提下, 国联证券将进一步通过协议受让方式收购上海融晟所持有中融基金剩余 49% 股权, 以取得对于中融基金的控制权。

■ **中融基金规模位居行业中游, 债券投资能力突出:** 中融基金成立于 2013 年, 经过多年发展已构建了成熟的投研体系以及销售渠道, 目前体量处于行业中游 (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)。中融基金主要业务优势在债券型基金方面, 截至 2022 年, 公司债基规模占比高达 64.46%。

■ **对标往年同业交易, 国联证券收购中融基金估值溢价较高。**按照挂牌底价计算, 中融基金估值约为 29.49 亿元, 对应 2021 年 P/E 估值为 38.52 倍。对比同业, 国联证券此次收购中融基金估值溢价较高 (2021 年 10 月国泰君安收购华安基金 15% 股权对价对应 P/E 为 16.99 倍; 2022 年 5 月山东金资收购富国基金 16.68% 股权对价对应 P/E 为 9.45 倍)。考虑到国联证券在交易中额外收获了控股权, 并进一步填补了财富管理业务版图, 此次交易所产生的收益依然值得期待。

■ **国联证券有望通过外延并购进一步强化财富管理能力。**1) 国联证券自身财富管理特色相对鲜明。国联证券以基金投顾为抓手推动泛财富管理转型, 是首批 7 家基金投顾试点券商中唯一的中小型券商。截至 2022H1, 国联证券基金投顾业务签约户数 20.17 万户, 签约资产规模 74.13 亿元, 两项指标分列第 2/5 位, 先发优势逐渐凸显。2) 收购中融基金有助于国联证券快速切入公募赛道。公司收购中融基金能够快速获取公募牌照, 有利于公司发挥现有资源优势, 将现有业务与公募业务进行整合, 从而进一步丰富客户服务手段, 形成新的利润增长点。

■ **盈利预测与投资评级:** 在国内券商同质化严重的背景下, 国联证券以基金投顾业务为抓手, 走出了独特的财富管理转型道路。此次收购中融基金将强化公司在财富管理业务方面的优势, 进一步打开增长空间。我们基本维持对公司 2022-2024 年的归母净利润预测 10.28/14.02/17.48 亿元 (前值为 10.32/13.16/16.11 亿元); 对应 2022-2024 年 EPS 为 0.36/0.50/0.62 元, 当前市值对应 2022-2024 年 P/B 为 1.91/1.30/1.24 倍, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 1) 市场交投情绪波动; 2) 疫后经济复苏不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.59
一年最低/最高价	8.52/16.79
市净率(倍)	1.97
流通 A 股市值(百万元)	11,462.21
总市值(百万元)	32,820.25

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.89
资产负债率(% ,LF)	75.76
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): 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)

合并资产负债表					合并利润表				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	10,574	11,268	15,723	18,339	营业收入	2,967	3,210	4,054	4,958
其中: 客户存款	8,572	9,066	13,412	13,600	手续费及佣金净收入	1,346	1,712	2,187	2,687
结算备付金	3,268	3,154	4,236	4,333	其中: 经纪业务手续费净收入	609	725	926	1,141
其中: 客户备付金	2,358	2,153	3,185	3,230	投资银行业务手续费净收入	509	633	779	884
衍生金融资产	485	582	640	704					
融出资金	10,791	11,332	12,465	14,300	资产管理业务手续费净收入	141	223	284	365
金融投资	36,530	51,815	61,527	69,997	利息净收入	216	205	241	425
买入返售金融资产	2,958	3,550	4,260	5,112	投资收益	1,216	990	1,190	1,324
应收款项	92	121	157	202	其中: 对联营企业和合营企业的投资	2	0	0	0
					收益				
存出保证金	327	327	327	327	公允价值变动收益	180	294	428	513
长期股权投资	103	103	103	103	汇兑收益	-1	-1	-1	-1
投资性房地产					其他收益	4	6	4	4
固定资产	96	104	112	121	其他业务收入	4	4	5	5
使用权资产	166	166	166	166	资产处置收益	3	0	0	1
无形资产	58	58	58	58	营业支出	1,787	1,775	2,196	2,644
商誉					税金及附加	20	22	27	33
递延所得税资产	25	25	25	25	业务及管理费	1,737	1,733	2,143	2,591
其他资产	467	467	467	467	信用减值损失	30	20	25	20
资产总计	65,939	83,070	100,265	114,253	资产减值损失	0	0	0	0
应付短期融资款	2,125	3,041	3,225	3,911	其他业务成本	0	0	0	0
拆入资金	850	1,217	1,291	1,565	营业利润	1,180	1,435	1,858	2,314
交易性金融负债	1,430	2,046	1,975	2,395	加: 营业外收入	4	4	4	4
衍生金融负债	431	474	521	573	减: 营业外支出	10	10	10	10
卖出回购金融资产款	12,796	18,308	19,421	23,550	利润总额	1,173	1,429	1,852	2,308
代理买卖证券款	11,183	11,332	16,764	17,000	减: 所得税费用	285	347	449	560
应付职工薪酬	584	713	875	1,073	净利润	889	1,082	1,402	1,748
应交税费	117	147	191	237	归属于母公司股东的净利润	889	1,028	1,402	1,748
应付款项	474	652	871	1,136	少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	12	0	0	0					
应付债券	16,107	23,046	24,447	29,644					
租赁负债	167	0	0	0					
预计负债	2	2	2	2					
递延所得税负债	91	20	20	21					
其他负债	3,152	3,189	3,382	4,102					
负债合计	49,558	65,928	75,029	87,690					
实收资本 (或股本)	2,832	2,832	3,532	3,532					
资本公积	8,174	8,174	14,474	14,474	重要财务指标与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
其他综合收益	183	183	183	183	营业收入增长率	58.11%	8.20%	26.30%	22.31%
盈余公积	677	759	872	1,012	归母净利润增速	51.16%	15.69%	36.41%	24.62%
一般风险准备	1,714	1,920	2,200	2,550	归母净资产增速	54.62%	4.65%	47.22%	5.26%
未分配利润	2,802	3,275	3,976	4,814	每股收益 (元/股)	0.31	0.36	0.50	0.62
归属于母公司所有者权益合计	16,381	17,143	25,237	26,563	每股净资产 (元/股)	5.78	6.05	8.91	9.38
少数股东权益	0	0	0	0	净资产收益率	6.59%	6.13%	6.62%	6.75%
所有者权益合计	16,381	17,143	25,237	26,563	P/E (倍)	36.93	31.92	23.40	18.78
负债及权益总计	65,939	83,070	100,265	114,253	P/B (倍)	2.00	1.91	1.30	1.24

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (截至 2023 年 2 月 7 日)

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>

