

国联证券 (601456.SH) 收购公募牌照利于泛财富管理转型

2023年02月08日

——国联证券拟收购中融基金 100% 股权点评
投资评级：买入（维持）
高超（分析师）
卢崑（联系人）

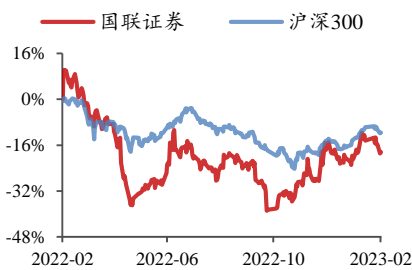
gaochao1@kysec.cn

lukun@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790122030100

日期	2023/2/7
当前股价(元)	11.59
一年最高最低(元)	16.79/8.52
总市值(亿元)	328.20
流通市值(亿元)	114.62
总股本(亿股)	28.32
流通股本(亿股)	9.89
近3个月换手率(%)	323.25

股价走势图


数据来源：聚源

相关研究报告

《投行资管同比高增，自营投资风险中性——国联证券 2022 年 3 季报点评》

-2022.10.27

《定增利好衍生品业务扩容，看好公司 ROE 远期空间——国联证券拟非公开发行 A 股股票点评》-2022.9.29

《盈利景气度较强，员工持股计划激发活力——国联证券 2022 年中报点评》

-2022.8.28

● 拟收购中融基金 100% 股权，利于泛财富管理转型，符合公司战略

2023年2月7日晚，国联证券公告拟收购中融基金 100% 股权，参考价格 29.49 亿（51% 股份挂牌底价 15.04 亿+49% 股份不高于 14.45 亿），考虑到本次中融基金属于控股权转让，估值相对合理。本次外延收购利于泛财富管理转型，符合公司战略发展，未来有望实现“一参一控一牌”，利于提升财富管理业务竞争力。考虑债市景气度下降，我们下调 2022-2024 年自营投资收益率假设，下调 2022-2024 年归母净利润预测至 5.6/8.7/13.2 亿（调前为 8.3/11.9/14.9 亿），同比 -37%/+54%/+52%，对应 EPS 分别为 0.2/0.3/0.5 元。公司是中长期成长性相对确定的中小券商，管理层具有较强执行力和创业精神，内生业务布局和外延收购战略清晰。2022 年 9 月公告定增预案，拟募资不超过 70 亿，目前已完成一轮反馈意见回复。当前股价对应 2022-2024 年 PB 为 2.0/1.9/1.8 倍，维持“买入”评级。

● 拟收购中融基金 100% 股权，估值相对合理

(1) 公司通过摘牌收购中融信托所持有中融基金 51% 股权（挂牌底价 15.04 亿元），最终成交价由竞价结果确定，在取得中融信托持有的 51% 股权前提下，公司将通过协议受让收购上海融晟持有的 49% 股权，价格不高于 14.45 亿元，中融基金全部股权参考估值 29.49 亿。(2) 2021 年/2022 前三季度中融基金营业收入 4.71/3.36 亿，净利润 0.77/0.06 亿，扣非净利润为 0.75/0.09 亿元，2022 前三季度年化 ROE 0.76%，2021 年公募管理费收入占总营收比重 75%，2022Q4 非货/偏股 AUM 837/121 亿，较年初 +3%/-29%，市占率 0.55%/0.17%，较年初 +0.04/-0.03pct。以挂牌底价计算，中融基金 PB(2022Q3 净资产) 2.7 倍，PE(2021 年净利润) 38.5 倍，P/非货 AUM(2022Q4) 3.5%，P/偏股 AUM(2022Q4) 24.4%（据我们统计，2012 年起公募基金一级股权转让案例估值中位数：PB 2.9 倍，PE 16 倍，P/非货 AUM 6.1%，P/偏股 AUM 13.5%）。考虑本次中融基金属于控股权转让，估值相对合理。

● 外延收购推进泛财富管理转型，未来有望形成“一参一控一牌”

本次对中融基金外延收购以控股公募牌照，符合公司泛财富管理的战略定位，有利于提升财富管理能力。2022H1 末公司参股中海基金 33.4%；2022 年 4 月公司设立资管子公司并申请公募牌照；2023 年 2 月公司拟收购中融基金 100% 股份，上述举措利于推进泛财富管理转型，未来有望形成“一参一控一牌”。

● **风险提示：**市场波动风险；财富管理业务增长不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,876	2,967	2,499	3,268	4,163
YOY(%)	15.9	58.1	-15.8	30.8	27.4
归母净利润(百万元)	588	889	562	865	1,315
YOY(%)	12.8	51.2	-36.8	54.0	52.0
毛利率(%)	42.0	39.8	28.8	34.8	41.8
净利率(%)	31.3	30.0	22.5	26.5	31.6
ROE(%)	6.3	6.6	3.4	5.1	7.4
EPS(摊薄/元)	0.25	0.31	0.20	0.31	0.46
P/E(倍)	55.8	36.9	58.4	37.9	25.0
P/B(倍)	3.1	2.0	2.0	1.9	1.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	38,753	55,499	63,964	75,576	90,182
现金	10,730	10,574	11,875	13,533	16,483
应收票据及应收账款	65	92	892	907	922
其他应收款	-0	-0	-0	-0	-0
预付账款	-0	-0	-0	-0	-0
存货	-0	-0	-0	-0	-0
其他流动资产	27,957	44,834	51,197	61,136	72,777
非流动资产	7,467	10,440	10,317	11,133	11,479
长期投资	105	103	106	109	112
固定资产	89	96	90	98	108
无形资产	59	58	63	67	71
其他非流动资产	7,214	10,183	10,058	10,859	11,188
资产总计	46,220	65,939	74,281	86,709	101,661
流动负债	24,511	29,327	29,896	36,508	44,550
短期借款	-0	38	40	46	55
应付票据及应付账款	379	474	554	754	954
其他流动负债	24,132	28,815	29,301	35,707	43,540
非流动负债	11,115	20,231	27,725	32,845	38,700
长期借款	8,998	16,107	20,939	25,127	30,153
其他非流动负债	2,116	4,124	6,786	7,717	8,548
负债合计	35,626	49,558	57,621	69,353	83,250
少数股东权益	-0	-0	-0	-0	-0
股本	2,378	2,832	2,832	2,832	2,832
资本公积	3,645	8,174	8,174	8,174	8,174
留存收益	606	677	733	820	951
归属母公司股东权益	10,594	16,381	16,660	17,356	18,411
负债和股东权益	46,220	65,939	74,281	86,709	101,661

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-4397	-5186	-5051	-4468	-3738
净利润	588	889	562	865	1315
折旧摊销	85	95	105	115	125
财务费用	0	0	0	0	0
投资损失	-187	-274	-304	-334	-364
营运资金变动	4105	4786	4986	5186	5386
其他经营现金流	-8901	-10500	-10400	-10300	-10200
投资活动现金流	-1333	-6322	-6222	-6122	-6022
资本支出	-84	-105	-105	-105	-105
长期投资	-1442	-6473	-6423	-6373	-6323
其他投资现金流	194	256	306	356	406
筹资活动现金流	9137	9176	5111	5211	5311
短期借款	-10164	-10310	-10260	-10210	-10160
长期借款	17734	15321	15371	15421	15471
普通股增加	476	454	0	0	0
资本公积增加	1957	4983	0	0	0
其他筹资现金流	-866	-1272	0	0	0
现金净增加额	3410	-2335	1302	1658	2950

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,876	2,967	2,499	3,268	4,163
营业成本	1,088	1,787	1,779	2,130	2,422
营业税金及附加	15	20	17	22	28
营业费用	5	5	5	5	5
管理费用	1,060	1,737	1,749	2,092	2,373
研发费用	-0	-0	-0	-0	-0
财务费用	-0	-0	-0	-0	-0
资产减值损失	12	30	12	16	21
其他收益	-0	-0	-0	-0	-0
公允价值变动收益	87	180	-0	-0	-0
投资净收益	592	1,216	1,010	1,528	2,108
资产处置收益	-0	-0	-0	-0	-0
营业利润	789	1,180	720	1,138	1,741
营业外收入	5	4	5	7	8
营业外支出	6	10	5	7	8
利润总额	789	1,180	720	1,138	1,741
所得税	200	285	158	273	427
净利润	588	889	562	865	1,315
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	588	889	562	865	1,315
EBITDA	874	1,275	826	1,254	1,867
EPS(元)	0.25	0.31	0.20	0.31	0.46

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	15.9	58.1	-15.8	30.8	27.4
营业利润(%)	14.7	49.6	-38.9	58.0	53.0
归属于母公司净利润(%)	12.8	51.2	-36.8	54.0	52.0
获利能力					
毛利率(%)	42.0	39.8	28.8	34.8	41.8
净利率(%)	31.3	30.0	22.5	26.5	31.6
ROE(%)	6.3	6.6	3.4	5.1	7.4
ROIC(%)	3.0	2.7	1.5	2.0	2.7
偿债能力					
资产负债率(%)	77.1	75.2	77.6	80.0	81.9
净负债比率(%)	2.2	1.9	2.3	2.7	3.2
流动比率	1.6	1.9	2.1	2.1	2.0
速动比率	1.6	1.9	2.1	2.1	2.0
营运能力					
总资产周转率	5.0	5.3	3.6	4.1	4.4
应收账款周转率	2369.6	3769.1	507.9	363.3	455.2
应付账款周转率	361.8	418.9	345.9	325.5	283.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.25	0.31	0.20	0.31	0.46
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.85	-1.83	-1.78	-1.58	-1.32
每股净资产(最新摊薄)	4.45	5.78	5.88	6.13	6.50
估值比率					
P/E	55.8	36.9	58.4	37.9	25.0
P/B	3.1	2.0	1.97	1.89	1.78
EV/EBITDA	67.8	62.5	105.1	77.9	58.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn