

证券 II

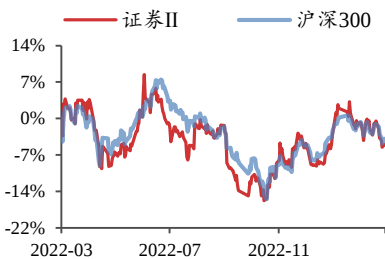
2023 年 03 月 14 日

两上市券商竞拍民生证券控股权，标的投行优势突出

——行业点评报告

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《看好互联网券商和大财富管理主线投资机会——经济复苏下券商板块选股思路》-2023.2.21

《天天基金偏股市占率提升，降费担忧缓解——2022Q4 基金销售渠道数据点评》-2023.2.11

《符合市场预期，市场扩容利好行业龙头标的一全面注册制改革点评报告》-2023.2.2

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

卢崑（联系人）

lukun@kysec.cn

证书编号：S0790122030100

事件：3 月 13 日晚，浙商证券和东吴证券分别公告，拟参与竞买泛海控股持有的民生证券 34.71 亿股股权（占总股本 30.3%），估值和起拍价均为 58.65 亿元。截止评估基准日，民生证券共有股东 46 名，其中泛海控股持股 31.03%；上海沣泉峪持股 13.49%，其余 44 名股东持股比例低于 5%。本次交易完成，收购方将成为公司第一大股东，以 2022 年 6 月末净资产计算，本次收购 PB 估值 1.25 倍。截止 3 月 13 日晚，京东法拍平台已有 3 位买家完成报名。

● 市场化驱动和监管引导是行业并购案例频现的主因

（1）佣金率明显下降和全面注册制的大背景下，券商竞争转向专业化、综合化业务，头部券商综合业务优势带来市占率持续提升，行业集中度提升趋势进一步凸显。中小券商通过外延并购有望弯道超车，快速做大，实现规模效应和业务互补。（2）差异化监管思路下，头部券商在创新业务资质等方面具有明显先发优势。此外监管层鼓励市场化并购，2019 年 11 月证监会提出六条举措打造航母级证券公司，包括鼓励券商市场化并购重组。

● 民生证券体量排名中游，投行业务位于行业一线

（1）泛海控股 2021 年亏损扩大，经民生证券 2020 年 4 月引战、泛海控股 2021 年 7 月出售部分股权，持股比例降至 31.03%，不再是控股股东。（2）民生证券 2021 年/2022 年归母净利润分别为 12.2 亿/2.1 亿，ROE 分别为 8.3%/1.4%；2022 年末总资产 590 亿，归母净资产 152 亿。2022 年经纪、投行、资管、利息净收入分别为 8.0、16.1、0.9、0.5 亿元，同比+25%/+21%/+4%/-17%，投资收益+公允价值变动损益亏损 2 亿，投行和经纪为 2022 年主要营收贡献。（3）据中证协数据，2021 年公司净资产排名第 45，投行收入行业第 8。2022 年 IPO 承销规模 127 亿，排名第 9，市占率 2.2%，截至 2023 年 3 月 13 日，公司 IPO 储备量 56 单，排名第 4，保代人数 304 人，排名第 6。（4）截至 2022 年末，公司有 42 家分公司及 45 家营业部，其中河南、广东、江苏分别有 26/8/8 家分支机构。2022 年股基成交额市占率 0.23%。（5）资产端以债券(交易性金融资产)为主，2022 年末股票质押余额 2.4 亿。

● 本次交易利于提升收购方投行和零售业务优势

同业并购核心关注牌照和客户资源，零售和企业客户基础雄厚的券商具有更高的战略价值。据中证协数据，2021 年浙商证券、东吴证券投行收入排名分别为第 17/20 名，截至 2023 年 3 月 13 日，浙商证券、东吴证券 IPO 储备量 8/17 单，排名第 25/16 名。东吴证券分支机构以江苏和浙江为主，2021 年股基成交额市占率 0.941%；浙商证券分支机构以浙江为主，2021 年股基成交额市占率 0.942%。本次交易利于提升收购方投行和零售业务优势，同时获得控股股权。

风险提示：股权拍卖交易达成存在不确定性；竞得者将控股民生证券，需通过经营者集中审查，并需经中国证监会核准，存在一定不确定性。

表1：2020年起民生证券投行业务收入占比最高

民生证券收入结构（百万元）	2018	2019	2020	2021	2022H1	2022
绝对量：						
经纪	302	391	556	642	369	802
投行	474	697	1,613	2,031	724	1,606
资管	50	46	55	88	48	92
利息净收入	-150	-320	-116	56	15	47
投资收益+公允价值变动损益	463	1,632	1,401	1,748	436	-201
其他业务收入	296	83	99	156	70	182
调整后营收	1,435	2,529	3,608	4,721	1,661	2,527
收入结构：						
经纪	21%	15%	15%	14%	22%	32%
投行	33%	28%	45%	43%	44%	64%
资管	4%	2%	2%	2%	3%	4%
利息净收入	-10%	-13%	-3%	1%	1%	2%
投资收益+公允价值变动损益	32%	65%	39%	37%	26%	-8%
其他业务收入	21%	3%	3%	3%	4%	7%
调整后营收	100%	100%	100%	100%	100%	100%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表2：民生证券投行业务排名领先

民生证券排名	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
规模性指标：							
资产	51	46	43	39	36	36	43
净资产	31	40	40	41	42	42	45
净资本	36	40	41	50	54	55	61
净利润	51	78	56	62	42	36	35
业务收入指标：							
经纪收入		45	46	47	48	49	55
代理买卖证券业务收入	48	31	28	28	44	42	32
交易单元席位租赁收入	28	27	27	33	34	38	44
代理销售金融产品收入	73	59	59	71	52	46	46
客户资产管理业务收入							43
投资银行业务收入	36	34	22	25	21	11	8
融资融券业务利息收入	51	44	45	47	46	44	51
证券投资收入	50		69	46	29	34	38
竞拍买方情况：							
浙商证券投资银行业务收入	50	46	30	35	40	19	17
东吴证券投资银行业务收入	23	25	18	17	24	17	20

数据来源：中证协、开源证券研究所

表3：市场化并购案例汇总

出让人 与收购 人关系	公布 时间	出让方	收购方	被收购方	收购股 权	收购股 权金额 (亿元)	评估价 值 (亿元)	PB 估值	PE 估值	净资产 (亿元)	年度净 利润 (亿元)	并购 方式	整合效果
独立第 三方	2013 年8月	北京政泉 等	方正证券	民族证券	100%	132.02	132.02	1.93	123.0	68.35	1.07	换股 合并	区位优势，进一 步扩大方正证券 的经营网络
独立第 三方	2019 年6月	北京庆云 洲际科技 等	天风证券	恒泰证券	29.99%	45.01	150.07	1.14	-13.6	95	6	现金 收购	优化资源配置， 对公司资产进行 补充调整
独立第 三方	2019 年9月	广州越秀 金控	中信证券	广州证券	100%	134.6	134.60	1.39	-21.7	96.52	-6.21	换股 合并	提高经纪业务市 场份额，布局粤 港澳 大湾区经济圈

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

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的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

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

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

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