



Research and
Development Center

国联集团竞得民生证券股权，料将推动 证券业务协同

非银金融

证券研究报告

行业研究

行业事项点评

非金融

投资评级 看好

上次评级 看好

王舫朝 非银金融行业首席分析师

执业编号: S1500519120002

联系电话: 010-83326877

邮箱: wangfangzhao@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

国联集团竞得民生证券股权，料将推动证券业务协同

2023年03月16日

本期内容提要:

- **事件:** 2023年3月15日，民生证券34.71亿股股权竞拍落下帷幕。在与浙商证券和东吴证券的竞争中，国联集团以91.05亿元成功竞得股权，竞拍结果高出了起拍价32.4亿元，溢价率55%。此次竞买PB1.94，高于行业PB1.32。国联集团是国联证券的控股股东，后续若经监管核准交易完成，其也将成为民生证券的第一大股东。

2021年，国联证券、民生证券总资产分别为651.21/516.57亿元，排名35/43名；净资产分别为162.72/143.45亿元排名第39/45名；营业收入分别为27.72/35.78亿元排名第37/31名；净利润分别为8.89/12.23亿元，排名第42/35名。
- **若涉及控制权转移，则两家券商未来或面临业务结构调整:** 国联证券作为综合类券商，已形成包括财富管理、投资银行、资产管理、研究与机构销售、固定收益、股权衍生品与私募股权投资业务等在内的较为完善的业务体系。现拥有华英证券有限责任公司、国联通宝资本投资有限责任公司、无锡国联创新投资有限公司、国联证券（香港）有限公司四家子公司，参股中海基金管理有限公司，且当前正在推进中融基金的股权收购，公司证券金融控股集团构初具。

民生证券具备中国证监会批准的证券经纪、证券承销与保荐等全牌照业务资格，公司控股并管理着四家子公司：民生期货有限公司、民生股权投资基金管理有限公司、民生证券投资有限公司和民生基金管理有限公司。

根据《证券公司监督管理条例》规定“2个以上的证券公司受同一单位、个人控制或者相互之间存在控制关系的，不得经营相同的证券业务，但国务院证券监督管理机构另有规定的除外”，若后续监管核准交易完成，则国联集团或将面临旗下两家证券公司涉及同业竞争问题。

而通常采取的解决办法包括（1）竞争性业务转让。竞争公司将该竞争性业务转让给上市公司或无关的第三方，从而规避同业竞争。（2）协议安排与承诺。如承诺将在几年后消除同业竞争，或承诺二公司在业务范围、业务区域等不相同。（3）竞争性公司合并为一家公司。此方法可规避同业竞争，但涉及到债权债务、人员、税务等处理。我们预计若监管核准交易，则后续由国联集团主导，两家证券公司业务整合或将成为大概率发展方向。
- **预计业务整合不仅将显著提升公司排名和综合竞争实力，亦将全面提升公司业务竞争力，助力公司实现弯道超车:** 此前公司已清楚认识到头部券商相较中小券商在资本实力、客户基础等方面的优势将带来竞争压力，此次交易落地后，按简单加总计算，根据2021年数据，“国

联+民生”的总资产、净资产、营业收入、净利润将跃升至行业 21、21、22、24 位，资本实力、业务能力、客户基础将有望大幅提升。

一方面，业务整合下，民生证券王牌投行业务有望为国联证券提供发展增量：近年来，国联证券高度重视投行发展，21 年投行业务员工人数同比增长 25%，投行人数占比 19%，均远高于行业内平均水平，并积极开展“PE+投行”联动以谋求新的业务增长点。但受制于起步较晚，国联证券的投行业务规模相对较小，2021 年其投行业务收入仅列 32 位。而投行业务是民生证券的王牌业务，近年来，民生证券在投行业务上发展迅速，优势明显。2018 年至 2021 年，民生证券投资银行业务收入排名实现三连升，从 18 年的 25 位攀升至 2021 年的第 8 位。截至 2023 年 3 月 15 日，民生证券尚有 IPO 储备项目 55 家，位居行业第 4。若整合民生证券，将有助于国联证券更快速地实现投行业务规模和市占率提升，强化投行竞争优势。

另一方面，渠道整合下，财富管理业务线下客户覆盖有望提升：当前，国联证券共有营业部和分公司 96 家，其位于江苏的就有 60 家，分布较为集中；民生证券共有营业部和分公司 79 家，分部相对分散，分布最多的地区是河南，共 25 家。由于两家证券公司的线下业务地域重合度低，通过整合民生证券，国联证券有望拓宽自身的经纪业务和财富管理业务的线下销售渠道，提升客户资源覆盖。

- **投资建议：**随着行业集中度的逐年提升以及监管政策上的差异化支持，头部券商未来预计在很多业务领域仍占得先机。这使得券业并购频发，如中信收购广州证券、天风参股恒泰、平安参股方正证券等。我们预计未来行业发展仍将具备较强的马太效应，具备规模效应的券商更有望实现稳定的业绩。国联证券管理层多具备头部券商管理经验，具备前瞻视野，并充分获得股东支持。当前通过主动扩大资本补充，寻求并购机会等方式实现规模和业务扩张，预计未来公司有望进入头部梯队，实现强成长性。
- **风险提示：**监管审批具有不确定性、业务协同进展有不确定性

研究团队简介

王舫朝，非银&中小盘首席分析师，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

冉兆邦，硕士，山东大学经济学学士，法国昂热高等商学院经济学硕士，三年非银金融行业研究经验，曾任天风证券研究员，2022年8月加入信达证券，从事非银金融行业研究工作。

张凯烽，硕士，武汉大学经济学学士，波士顿大学精算科学硕士，四年保险精算行业经验，2022年6月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推论仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上； 增持： 股价相对强于基准 5%~20%； 持有： 股价相对基准波动在±5% 之间； 卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	看好： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。