

分析师：张洋
登记编码：S0730516040002
Zhangyangyjs@ccnew.com 021-50586627

国联集团入主民生证券：推动优势互补，实现跨越发展

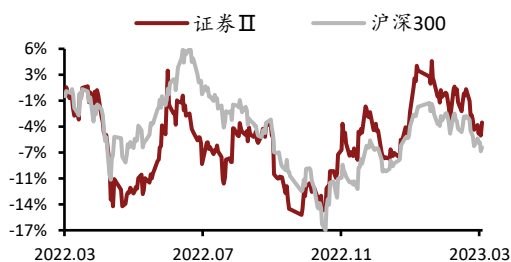
——证券 II 行业点评报告

证券研究报告-行业点评报告

同步大市(维持)

证券 II 相对沪深 300 指数表现

发布日期：2023 年 03 月 20 日



资料来源：中原证券

相关报告

《证券 II 行业月报：券商板块 2023 年 1 月回顾及 2 月展望》 2023-02-21

《证券 II 行业月报：券商板块 2022 年 12 月回顾及 2023 年 1 月展望》 2023-01-16

《证券 II 行业月报：券商板块 2022 年 11 月回顾及 12 月展望》 2022-12-22

联系人：马巍琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

事件：3 月 15 日，国联证券发布公告，公司控股股东无锡市国联发展（集团）有限公司通过司法拍卖竞得泛海控股股份有限公司持有的民生证券股份有限公司 3.47 亿股（约占民生证券总股本的 30.3%），成交价格 91.05 亿元。

- **民生证券是稀缺的未上市优质标的。**整体看，民生证券虽然是一家中型券商，并带有一定的地域色彩，但整体资质不俗，是目前较为稀缺的未上市优质券商标的。

- **点评。**

1. **由国联集团进行竞拍而非国联证券。**一方面，预计国联证券短期资金不足以同时覆盖两次收购。另一方面，与无锡市政府贯彻落实长三角一体化发展战略规划有关。

2. **本次竞拍成交价对应估值较高。**本次国联集团竞得民生证券成交价对应 P/B 接近 1.97 倍。国联集团以较高估值入主民生证券显示集团并非简单的财务性投资，有效提升集团整体市场竞争力和行业影响力才是其长远目标。

3. **投行业务应是未来整合的重点。**近年来民生证券投行业务的行业地位快速提升，收入排名已跃升至行业前列，且项目储备梯次完备，后劲依然十分强劲。未来国联证券与民生证券在投行业务领域加强整合将显著提高投行业务总量，进一步巩固投行业务的行业优势地位，并在全面注册制下为其他各业务条线提供机构客户协同业务增量。

4. **其他业务整合的空间同样较大。**双方在财富管理、资管、投资等其他业务领域整合的前景值得期待。

5. **证券公司的并购整合仍将以“个案”为主。**以稳为主，强化金融体系监管，守住不发生系统性金融风险底线，是证券行业当前不具备大规模并购重组环境的主因，预计行业内的整合在未来较长一段时期内仍将以“个案”的形势演绎。

风险提示：1.监管对于证券公司并购的核准具有不确定性；2.未来业务整合的进度及效果具有不确定性。

1. 事件

3月15日，国联证券发布公告，公司控股股东无锡市国联发展（集团）有限公司通过司法拍卖竞得泛海控股股份有限公司持有的民生证券股份有限公司3.47亿股（约占民生证券总股本的30.3%），成交价格91.05亿元。

3月16日，东吴证券、浙商证券分别发布公告，两家公司均参与了本次民生证券30.3%股权的竞拍，但未能成功竞得。

根据相关新闻报道，本次民生证券30.3%股权的竞拍异常激烈，原定于上午10点结束的拍卖，在国联集团、东吴证券、浙商证券的相互竞争下，历经162次出价、157次延迟，最终延时至下午13点结束，成交价较起拍价溢价32.4亿元。根据《证券公司股权管理规定》，国联集团本次交易尚需经中国证监会核准。

2. 民生证券是稀缺的未上市优质标的

表：2019-2021年民生证券主要指标行业排名（单位：亿元，括号内为行业排名）

	2019	2020	2021
总资产	432.68 (36)	506.00 (36)	516.75 (43)
净资产	111.56 (42)	138.95 (42)	143.45 (45)
净资本	72.26 (54)	82.49 (55)	81.70 (61)
营业收入	20.09 (41)	30.92 (33)	35.78 (31)
净利润	5.32 (42)	9.19 (36)	12.23 (35)
经纪业务收入	3.72 (48)	5.21 (49)	5.43 (55)
证券投资收益	11.79 (29)	9.64 (34)	7.89 (38)
投资银行业务收入	6.97 (21)	16.3 (11)	20.30 (8)
资产管理业务收入	未及中位数	未及中位数	0.85 (43)
融资类业务利息收入	4.74 (46)	4.65 (47)	4.35 (51)

资料来源：中国证券业协会、中原证券

根据中国证券业协会的统计，民生证券资本实力排名处于行业中游，净资本有所不足；公司盈利能力排名行业中游偏上，高于资本实力排名，盈利能力较强。各分业务方面，公司经纪业务收入、融资类业务利息收入较为稳定，排名行业中游；投资收益呈现一定的波动性，但排名相对稳定；投行业务近三年来出现快速增长，排名已处于行业第一梯队，领跑中小券商；资管业务进步明显。整体看，民生证券虽然是一家中型券商，并带有一定的地域色彩，但整体资质不俗，是目前较为稀缺的未上市优质券商标的。

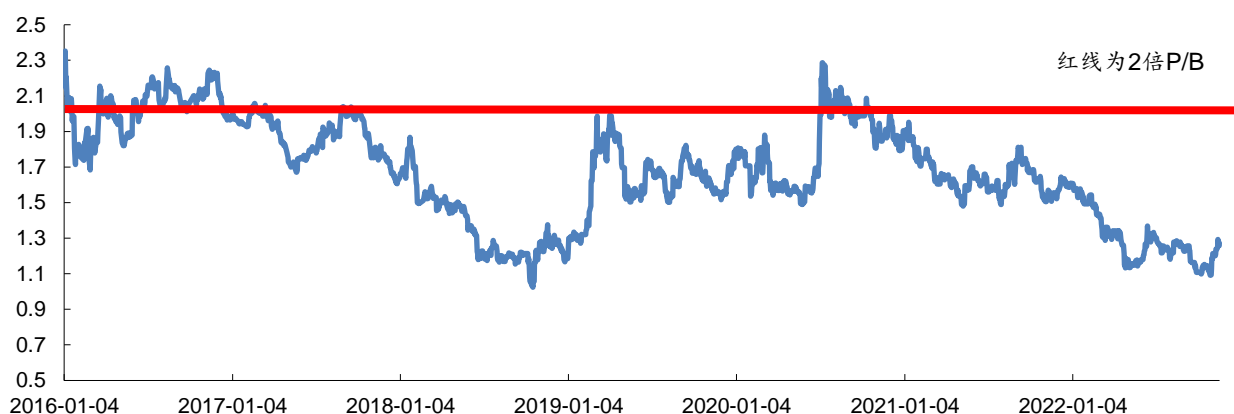
3. 点评

由国联集团进行竞拍而非国联证券。与东吴证券、浙商证券以证券公司作为主体参与竞拍

不同，国联集团以国联证券控股股东的身份参与本次竞拍，一方面，目前国联证券正在推进收购中融基金 75.5% 股权的事项（根据国联证券相关公告，公司原计划收购中融基金 100% 股权，但由于上海融晟持有的中融基金剩余 24.5% 股权仍处于质押状态，公司将不再收购处于质押状态的股权），涉及交易金额将达到 22.61 亿元，预计国联证券短期资金不足以同时覆盖两次收购。另一方面，与无锡市政府贯彻落实长三角一体化发展战略规划有关，通过民生证券建设无锡-上海两地协同发展平台，深度对接融入上海区域发展，助力无锡打造上海大都市圈战略支点城市。

本次竞拍成交价对应估值较高。国联证券近年来坚决贯彻外延式并购策略，通过外延式并购实现跨越式发展的意愿强烈。本次国联集团竞得民生证券的股份比例对应 2021 年净资产为 46.29 亿元，成交价对应 P/B 接近 1.97 倍，达到 2016 年以来券商板块平均 P/B 的相对高位水平，明显高于 2016 年以来券商板块平均 P/B 1.65 倍以及当前 1.2X 倍的水平，国联集团对于民生证券股权的竞拍可谓志在必得。本次国联集团以较高估值入主民生证券显示集团并非简单的财务性投资，通过强化资源整合和业务协同，推动国联证券和民生证券优势互补，有效提升集团整体市场竞争力和行业影响力才是其长远目标。

图：2016-2023 年 3 月 17 日券商板块平均 P/B（倍）



资料来源：Wind、中原证券

投行业务应是未来整合的重点。近年来民生证券投行业务的行业地位快速提升，收入排名已跃升至行业前列，且项目储备梯次完备，后劲依然十分强劲。根据 Wind 的统计，截至 2023 年 3 月 17 日，民生证券 IPO 项目储备 55 家，排名行业第 4 位，仅次于中信证券（101 家）、中信建投（72 家）、海通证券（58 家），领先华泰证券（47 家）、中金公司（45 家）、国泰君安（41 家）等代表性头部券商，在中小券商中鹤立鸡群；辅导备案项目方面，民生证券目前也有 40 家储备项目，排名行业第 9 位。未来国联证券与民生证券在投行业务领域加强整合将显著提高投行业务总量，进一步巩固投行业务的行业优势地位，并在全面注册制下为其他各业务条线提供机构客户协同业务增量。同时，能够顺应无锡市政府有关“产业强市”的战略部署，进一步优化区域融资结构，有效支持地方招引培育优质创新企业，助力产业转型升级。

其他业务整合的空间同样较大。财富管理业务方面，目前国联证券业务主要集中于江苏省；民生证券已在全国绝大多数省级行政区建立分支机构，业务相对集中于河南省。总体看，国联

证券与民生证券在财富管理业务领域的布局重合度较低，通过整合将快速实现全国业务布局，大幅提升全国客户的覆盖，拓宽及完善财富管理业务的线下渠道。资管业务方面，作为两家公司均相对薄弱的业务，2021 年业务收入排名均进入中位数以上，进步明显，未来整合协同共同进步的空间大。投资业务方面，通过充分利用民生证券投行业务的优势，“投行+投资”模式未来值得期待。

证券公司的并购整合仍将以“个案”为主。首先，目前通过单一主体形式（43 家）直接上市或通过控股公司、金融平台等其他方式（13 家）曲线上市的证券公司已达 56 家，尚未上市的、资产较为优质的并购标的已较少。其次，虽然近年来证券行业集中度有所提高，行业马太效应有所增强，部分中小券商业绩波动加大，但整体能够实现规范、稳健发展。反观近年来出现的并购案例，均为公司内控出现风险或者实控人有意愿出售，相关并购机会的出现属于偶发事件而并非常态。部分中小券商虽然有通过并购实现跨越式成长的意愿，但真正实现的难度也较大，例如 2021 年西部证券、东兴证券未能实现对原新时代证券的并购以及本次东吴证券、浙商证券未能如愿赢得民生证券股权的竞拍。以稳为主，强化金融体系监管，守住不发生系统性金融风险底线，是证券行业当前不具备大规模并购重组环境的主因，预计行业内的整合在未来较长一段时期内仍将以“个案”的形势演绎。

4. 风险提示

1. 监管对于证券公司并购的核准具有不确定性；
2. 未来业务整合的进度及效果具有不确定性。

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。