



太平洋证券  
PACIFIC SECURITIES

2023-03-22

公司点评报告

增持/调高

国联证券(601456)

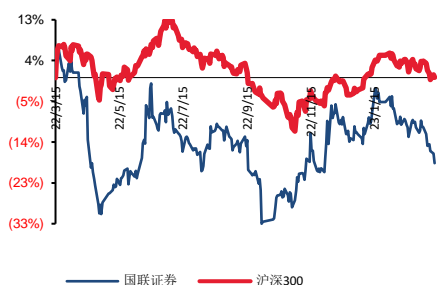
目标价:

昨收盘: 10.41

非银金融 证券 II

## 国联证券：溢价转让创高 PB 记录，未来优势协同效应明显

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	2,832/989
总市值/流通(百万元)	29,479/10,295
12 个月最高/最低(元)	13.80/8.68

### 相关研究报告:

《组建国家金融监督管理总局，让财富管理活在“阳光”下》——2023/03/07

《太平洋非银周观点：券商近期关注年报预期差，保险双端复苏利好释放》——2023/03/06

《太平洋非银周观点：券商有望今年爆发，险企价值复苏可期》——2023/02/20

### 证券分析师：徐超

电话：18311057693

E-MAIL: xuchao@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190521050001

**事件：**3月15日，国联证券控股股东无锡市国联发展（集团）有限公司以91.05亿元成交价拍下民生证券34.71亿股股权，成为民生证券第一大股东。

**点评：**多因素驱动券商间整合提速。通过本次竞拍，国联证券与民生证券形成了兄弟公司，未来二者之间的整合尚存在多种可能，但无论是横向联合还是各自发展优势业务，对于国联证券而言，都将带来业务的协同优势，促进自身的长期发展和转型。

券商行业在近几年出现了整合加速的趋势，其中有市场和政策两方面的动因。从市场来看，全面注册制的落地和佣金费率的逐年下降，导致了券商之间的竞争格局发生变化。头部券商依靠资本市场、财富管理、投行等多元化业务的优势，不断提高市场份额和盈利能力，已经形成了较强的市场地位和资源优势，无需通过外延式并购来增强实力。而中小券商则面临着较大的发展压力和挑战，为了适应证券行业竞争加剧、集中度进一步提升的形势，通过外延并购有望实现规模扩张和业务拓展，寻求转型升级，快速做大做强，实现规模效应和业务互补。从政策方面来看，近年来，监管层也积极支持市场化并购来做大业务规模。2019年11月证监会提出六条举措打造航母级头部券商，其中一条就是支持行业内市场化的并购重组活动，促进行业结构优化及整合。

**溢价创近年最高 PB。**国联集团最终以91.05亿元拍得泛海控股持有的民生证券34.71亿股股份（约占总股本的30.30%），超出起拍价55.24%。据泛海控股2022年半年报，以民生证券净资产154.32亿元计算，PB估值为1.95倍，说明国联集团对民生证券的业务发展和市场前景有着较高的信心，愿意支付溢价来获取其第一大股东的身份。

### ■ 近年来部分券商股权收购市净率

收购方	被收购方	PB	公告日
中信证券	广州证券	1.2	2019年1月
天风证券	恒泰证券	1.44	2019年5月
百联集团	上海证券	1.92	2020年1月
国新资本	华融证券	1.5	2022年1月
武汉金控	九州证券	1.77	2022年4月

资料来源：太平洋证券整理

从行业并购案例来看，被收购券商的收购市净率区间为1.2~1.92

倍，此次收购估值虽然略高于历史平均水平，但仍在合理范围内。另外，从 A 股市场的角度来看，其他一些具有投行优势的券商也都有着较高的市净率水平，说明市场对这类券商有着较高的认可度。

**有望提升公司综合实力。**根据中证协数据，截至 2021 年末，民生证券总资产为 516.57 亿元，行业排名第 43 位；净资产为 143.45 亿元，行业排名第 45 位，在规模方面属于中小型券商。2021 年度实现营业收入 35.78 亿元、归属于母公司股东的净利润 12.23 亿元，分别排名行业第 31 位和第 35 位，在盈利能力方面有一定优势。

#### ■ 国联证券与民生证券主要指标对比

指标	国联证券	民生证券
总资产 (亿元)	651.21	516.57
总资产排名	35	43
净资产 (亿元)	162.72	143.45
净资产排名	39	45
营业收入 (亿元)	27.73	35.78
营业收入排名	37	31
净利润 (亿元)	8.89	12.23
净利润排名	42	35

资料来源：中证协，太平洋证券整理

可见，国联证券拥有更多的资产来支持其业务运营，但民生证券能够更有效地利用其资产来创造利润，国联证券的资产规模稍大，但民生证券的资产回报率高。若未来能够通过整合解决同业竞争的问题，则无论是两家券商中的哪一家，都将有助于整合客户资源，扩大其零售客户群体和机构客户范围，在市场上增加其影响力；此外也将有助于提升业务收入和市占率，尤其是在投行、财管等领域实现业务互补和协同效应，在竞争日趋激烈的环境下保持优势和增长动力。

**充分利用彼此资源，增强投行业务实力。**根据中证协数据显示，2021 年，民生证券的投行业务收入为 20.30 亿元，行业排名第 8 位；而国联证券的投行业务收入仅为 5.03 亿元，行业排名第 32 位。民生证券在投行领域有着较强的专业能力和市场地位，投行业务作为其核心竞争力，在 IPO、再融资、重大资产重组等传统领域以及科创板、创业板、北交所等新兴领域都有着突出的表现和优秀的案例，为多家优质企业提供了高效的资本市场服务。截至目前，民生证券 IPO 储备项目数 56 个，行业内仅次于中信建投、海通和广发而位列第四。

2021 年年报显示，民生证券在投行业务表现出色，完成了 31 个 IPO 项目和 18 个再融资项目。而国联证券的投行业务相对较弱，主要依靠其子公司华英证券开展业务，2021 年仅完成了 2 个 IPO 项目和 7 个再融资项目。可以看出，国联证券在投行领域的项目数量和规模都远远落后于民生证券，反映了国联证券在市场竞争力和盈利能力方面的不足。

若后续有相应业务整合，经简单加算后，国联证券和民生证券合

并后的投行业务行业排名可跃升至第7位，有望借助民生证券的优势资源和品牌影响力，在投行业务方面实现跨越式发展，并与头部机构拉近差距，提升在市场上参与更多高质量项目和服务更多优质客户的能力。

**不同地域优势互补，利好经纪、财管业务扩展。**国联证券的经纪及财富管理业务在其主营业务中占据重要地位，连续多年保持较高的增长率。国联证券在财富管理方面拥有较为丰富的产品线和服务能力，涵盖了资产配置、投资顾问、理财规划等多个领域，为客户提供个性化、专业化、智能化的服务。2021年，国联证券经纪及财富管理业务实现收入人民币8.47亿元，同比增长24.86%，位居行业前列。民生证券在财富管理方面也有较大的规模和影响力，2022年民生证券财富管理业务收入为13.78亿元。

地域方面，国联证券长期深耕长三角地区，公司战略核心业务—财富管理业务以江苏省为核心市场，同时覆盖上海、浙江、安徽等华东地区，拥有较强的区域优势和品牌影响力。2021年年报数据显示，公司在江浙沪营业厅数量占比约79%。而民生证券的前身为郑州市证券公司，截至2022年，拥有42家证券分公司及45家证券营业部，其中半数分布在河南地区。若完成并购后，两者可以实现地域优势互补，在不同的区域提供更加专业和个性化的经纪与财富管理服务，并增加其在全国范围内的覆盖率和渗透率。

**证券业整合成趋势，国联证券估值有望推高。**近年来，随着市场竞争加剧和监管政策调整，证券业并购整合呈现出新的特点和趋势。一方面，头部券商通过收购中小型券商或优质资产，进一步巩固自身规模优势和综合实力，提升市场份额和品牌影响力。例如，中信证券并购金通证券、万通证券、广州证券，并将其分别改名为中信证券（浙江）、中信证券（山东）、中信证券（华南）。另一方面，同等规模或相近规模的中小型券商通过横向联合或跨界合作，实现资源共享和业务协同，增强自身核心竞争力和抗风险能力。例如，天风证券在2020年以每股5.2元的价格收购恒泰证券29.99%股权，并与其开展投行、经纪、资管等多个领域的深度合作。

未来，随着我国金融市场的不断深化和开放，券商行业面临着更加激烈和多元化的竞争环境。在这样的背景下，券商竞争趋势可能呈现出以下特点：

1、头部券商集中度将进一步提升。通过并购重组、资本扩张、业务拓展等方式，头部券商将进一步巩固和提升自身在市场份额、品牌影响力、综合实力等方面的优势，形成规模效应和抗风险能力。同时，头部券商将借鉴国际先进经验，打造涵盖证券经纪、投资银行、资产管理、财富管理、金融科技等多元化业务领域的综合金融服务平台，满足客户不同层次和类型的金融需求。

2、中小型券商则寻求差异化发展：中小型券商面临着来自头部券

商的巨大压力和挑战。为了在激烈的市场竞争中生存和发展，中小型券商将更加注重自身核心竞争力的培育和提升，通过不断创新、优化、调整、升级等方式，加强专业化和特色化的业务优势。同时，中小型券商也将根据自身定位和资源条件，选择适合自己发展方向的细分市场或领域，通过深耕细作、精准服务、高效执行等手段，在某些具有较高增长潜力或利润空间的市场或领域形成突出优势或特色。

我们认为，国联证券控股股东国联发展竞得民生证券 30.3% 股权，如后续得到监管核准，有望通过与民生证券的协同合作，增强自身在证券行业的优势和影响力，促进自身的长期发展和转型。若国联证券能够有效利用民生证券的资源和平台，提高自身的核心竞争力和盈利能力，则估值有较大的上行空间。预计 2023-24 年 EPS 分别为 0.38/0.44 元，对应 2023 年 PE 为 28.30x，调高为“增持”评级。

**风险提示：同业竞争风险，并购过程不及预期；后续整合不及预期，金融监管趋严。**

■ 盈利预测和财务指标：

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2966.63	3002.44	3648.45	4242.99
(+/-%)	58.11%	1.21%	21.52%	16.30%
净利润(百万元)	888.63	878.85	1063.66	1233.87
(+/-%)	50.43%	-1.10%	21.03%	16.00%
摊薄每股收益(元)	0.31	0.31	0.38	0.44
市盈率(PE)	33.87	34.25	28.30	24.40

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锐	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。