

股东获核成为民生证券主要股东，整合预期打开想象空间

买入（维持）

| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|---------|--------|--------|--------|
| 营业总收入(百万元) | 2,623 | 2,843 | 3,746 | 4,499 |
| 同比 | -11.59% | 8.38% | 31.77% | 20.10% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 767 | 951 | 1,221 | 1,515 |
| 同比 | -13.66% | 23.89% | 28.45% | 24.07% |
| 每股收益-最新股本摊薄(元/股) | 0.27 | 0.27 | 0.35 | 0.43 |
| P/E(现价&最新股本摊薄) | 44.95 | 45.25 | 35.23 | 28.40 |

关键词: #兼并重组

投资要点

事件: 2023年12月15日, 证监会核准国联集团成为民生证券主要股东, 国联集团依法受让民生证券34.71亿股股份(占公司股份总数30.30%)。双方应当在30个工作日内, 办理股权的变更手续。

- 国联证券整合民生证券进入实质阶段:** 2023年03月15日, 国联证券发布公告称公司控股股东国联集团成功竞得民生证券30.3%股权, 成交价91.05亿元。04月10日, 民生证券变更主要股东或公司实际控制人的申请材料被证监会接收。09月15日, 民生证券上述申请获得了证监会受理。至12月15日证监会核准申请, 本次股权变更最终尘埃落定。在本次核准批复中, 证监会表示, 民生证券应当会同国联证券、国联集团按照报送证监会的初步整合方案确定的方向、时间表, 稳妥有序推进公司与国联证券的整合工作。
- 国联证券弯道超车可期, 投行业务预计快速增长:** 1) 国联证券体量预计快速扩张。民生证券与国联证券同属中型券商, 2023H1 营收分别为23.21/18.07亿元, 分列行业第29/38位; 2023H1 净利润分别为6.63/6.01亿元, 分列行业第32/34位。参考2023H1情况, 二者合并营收/净利润分别为41.28/12.64亿元, 可排名当期行业第20/22位。2) 国联证券投行业务竞争力预计大幅提升。民生证券投行业务属行业第一梯队, 2023H1 投行业务收入10.72亿元, 排名行业第7位, 远超国联证券(2023H1 投行业务收入2.81亿元, 排名行业第24位)。待整合完成后, 国联证券投行业务规模将实现快速提升。参考2023H1情况, 二者合并投行业务收入13.53亿元, 可排名当期行业第7位。
- 政策支持力度强化, 券业并购潮预计加速推进:** 为实现中央金融工作会议所提及的“培育一流投资银行和投资机构”的目标, 证监会11月表态将支持头部证券公司通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做优做强。自证监会定调后, 券商收购合并案例加速涌现。12月08日, 浙商证券公告称拟合计受让国都证券19.16%的股权, 系证监会表态后的首单券业并购案。当前阶段证券行业并购政策环境良好, 行业整合趋势预计仍将延续。
- 盈利预测与投资评级:** 本次证监会核准民生证券主要股东变更标志着国联证券与民生证券整合进入实质阶段。待整合正式落地, 国联证券将实现整体体量及投行业务规模的快速扩充。我们维持此前盈利预测, 预计2023-2025年国联证券归母净利润分别为9.51/12.21/15.15亿元, 对应同比增速分别为23.89%/28.45%/24.07%, 对应EPS分别为0.27/0.35/0.43元, 当前市值对应PB分别为1.78/1.71/1.63倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 1) 并购整合效果弱于预期; 2) 市场交投情绪波动。

2023年12月15日

证券分析师 胡翔

执业证书: S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽

执业证书: S0600520090004

zhujieyu@dwzq.com.cn

证券分析师 葛玉翔

执业证书: S0600522040002

021-60199761

geyx@dwzq.com.cn

研究助理 罗宇康

执业证书: S0600123090002

luoyk@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

| | |
|-------------|------------|
| 收盘价(元) | 12.18 |
| 一年最低/最高价 | 8.80/13.15 |
| 市净率(倍) | 1.93 |
| 流通A股市值(百万元) | 29,099.64 |
| 总市值(百万元) | 34,491.00 |

基础数据

| | |
|--------------|----------|
| 每股净资产(元,LF) | 6.32 |
| 资产负债率(% ,LF) | 79.71 |
| 总股本(百万股) | 2,831.77 |
| 流通A股(百万股) | 2,389.13 |

相关研究

《国联证券(601456): 2023年三季度点评: 资管业务表现亮眼, 拟设科创基金发力境外资管》

2023-10-28

表 1：国联证券盈利预测（单位：百万元）

| 合并资产负债表 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 合并利润表 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|---------------------|---------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 10,033 | 14,292 | 15,766 | 16,728 | 营业收入 | 2,623 | 2,843 | 3,746 | 4,499 |
| 其中：客户存款 | 7,965 | 11,980 | 13,339 | 14,180 | 手续费及佣金净收入 | 1,298 | 1,397 | 1,767 | 2,170 |
| 结算备付金 | 2,995 | 3,896 | 4,271 | 4,526 | 其中：经纪业务手续费净收入 | 550 | 567 | 686 | 782 |
| 其中：客户备付金 | 1,894 | 2,845 | 3,168 | 3,368 | 投资银行业务手续费净收入 | 477 | 475 | 567 | 696 |
| 衍生金融资产 | 980 | 640 | 704 | 775 | | | | | |
| 融出资金 | 8,816 | 10,112 | 10,829 | 12,151 | 资产管理业务手续费净收入 | 194 | 241 | 345 | 440 |
| 金融投资 | 43,725 | 48,908 | 59,054 | 69,592 | 利息净收入 | 121 | 183 | 541 | 535 |
| 买入返售金融资产 | 3,264 | 4,260 | 5,112 | 6,134 | 投资收益 | 732 | 905 | 1,045 | 1,343 |
| 应收款项 | 1,226 | 135 | 168 | 209 | 其中：对联营企业和合营企业的投资收益 | -6 | 0 | 0 | 0 |
| 存出保证金 | 592 | 327 | 327 | 327 | 公允价值变动收益 | 420 | 350 | 384 | 442 |
| 长期股权投资 | 97 | 103 | 103 | 103 | 汇兑收益 | 2 | -1 | -1 | -1 |
| 投资性房地产 | | | | | 其他收益 | 7 | 4 | 4 | 4 |
| 固定资产 | 81 | 112 | 121 | 130 | 其他业务收入 | 3 | 4 | 4 | 4 |
| 使用权资产 | 156 | 166 | 166 | 166 | 资产处置收益 | 41 | 0 | 1 | 1 |
| 无形资产 | 66 | 58 | 58 | 58 | 营业支出 | 1,660 | 1,581 | 2,127 | 2,492 |
| 商誉 | | | | | 税金及附加 | 17 | 19 | 25 | 30 |
| 递延所得税资产 | 22 | 25 | 25 | 25 | 业务及管理费 | 1,641 | 1,540 | 2,085 | 2,442 |
| 其他资产 | 2,328 | 467 | 467 | 467 | 信用减值损失 | 3 | 22 | 17 | 19 |
| 资产总计 | 74,382 | 83,499 | 97,172 | 111,390 | 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付短期融资款 | 705 | 2,432 | 3,044 | 3,708 | 其他业务成本 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 拆入资金 | 900 | 973 | 1,218 | 1,484 | 营业利润 | 963 | 1,262 | 1,619 | 2,007 |
| 交易性金融负债 | 1,579 | 1,489 | 1,863 | 2,270 | 加：营业外收入 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 衍生金融负债 | 501 | 521 | 573 | 631 | 减：营业外支出 | 1 | 10 | 10 | 10 |
| 卖出回购金融资产款 | 14,993 | 14,642 | 18,326 | 22,326 | 利润总额 | 965 | 1,255 | 1,612 | 2,000 |
| 代理买卖证券款 | 10,797 | 14,975 | 16,674 | 17,724 | 减：所得税费用 | 198 | 305 | 391 | 485 |
| 应付职工薪酬 | 440 | 775 | 925 | 1,104 | 净利润 | 767 | 951 | 1,221 | 1,515 |
| 应交税费 | 64 | 129 | 167 | 206 | 归属于母公司股东的净利润 | 767 | 951 | 1,221 | 1,515 |
| 应付款项 | 354 | 790 | 1,003 | 1,252 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 合同负债 | 16 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 应付债券 | 19,489 | 18,431 | 23,069 | 28,103 | | | | | |
| 租赁负债 | 160 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 预计负债 | 2 | 2 | 2 | 2 | | | | | |
| 递延所得税负债 | 201 | 20 | 20 | 20 | | | | | |
| 其他负债 | 7,419 | 2,550 | 3,192 | 3,888 | | | | | |
| 负债合计 | 57,621 | 59,266 | 72,003 | 85,073 | | | | | |
| 实收资本（或股本） | 2,832 | 3,532 | 3,532 | 3,532 | 重要财务指标与估值指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 资本公积 | 8,174 | 14,474 | 14,474 | 14,474 | 营业收入增长率 | -11.59% | 8.38% | 31.77% | 20.10% |
| 其他综合收益 | -28 | 183 | 183 | 183 | 归母净利润增速 | -13.66% | 23.89% | 28.45% | 24.07% |
| 盈余公积 | 763 | 772 | 870 | 991 | 归母净资产增速 | 2.32% | 44.58% | 3.86% | 4.56% |
| 一般风险准备 | 1,913 | 1,952 | 2,196 | 2,499 | 每股收益(元/股) | 0.27 | 0.27 | 0.35 | 0.43 |
| 未分配利润 | 3,106 | 3,320 | 3,914 | 4,638 | 每股净资产(元/股) | 5.92 | 6.86 | 7.13 | 7.45 |
| 归属于母公司所有者权益合计 | 16,761 | 24,233 | 25,169 | 26,318 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净资产收益率 | 4.63% | 4.64% | 4.94% | 5.88% |
| 所有者权益合计 | 16,761 | 24,233 | 25,169 | 26,318 | P/E (倍) | 44.95 | 45.25 | 35.23 | 28.40 |
| 负债及权益总计 | 74,382 | 83,499 | 97,172 | 111,390 | P/B (倍) | 2.06 | 1.78 | 1.71 | 1.63 |

数据来源：Wind, 东吴证券研究所（截至 2023 年 12 月 15 日）

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A股市场基准为沪深300指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普500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)),具体如下:

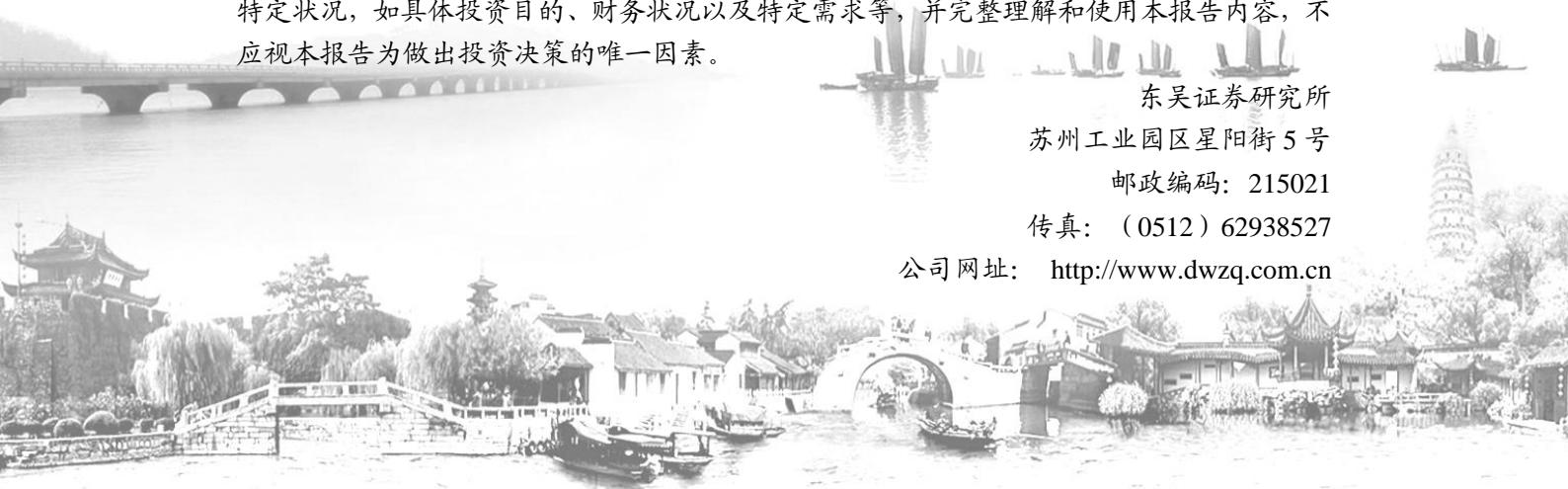
公司投资评级:

- 买入: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上;
- 增持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间;
- 中性: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间;
- 减持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来6个月内,行业指数相对强于基准5%以上;
- 中性: 预期未来6个月内,行业指数相对基准-5%与5%;
- 减持: 预期未来6个月内,行业指数相对弱于基准5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

 东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>