

# 国联证券（601456）

## 收购民生证券对价落地，整合进入倒计时

买入（维持）

2024年08月09日

证券分析师 胡翔

执业证书：S0600516110001  
021-60199793  
hux@dwzq.com.cn

证券分析师 葛玉翔

执业证书：S0600522040002  
021-60199761  
geyx@dwzq.com.cn

证券分析师 武欣姝

执业证书：S0600524060001  
wux@dwzq.com.cn

研究助理 罗宇康

执业证书：S0600123090002  
luoyk@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	2,623	2,955	2,834	3,858	4,461
同比（%）	-11.59%	12.68%	-4.11%	36.13%	15.63%
归母净利润（百万元）	767	671	403	840	987
同比（%）	-13.66%	-12.51%	-40.01%	108.45%	17.52%
EPS-最新摊薄（元/股）	0.27	0.24	0.11	0.24	0.28
P/E（现价&最新摊薄）	36.28	41.47	86.20	41.35	35.19

### 投资要点

**事件：**国联证券8月8日公告称，拟通过发行A股股份的方式向国联集团、天津裕等45名交易对方购买其合计持有的民生证券99.26%股份，交易价格为294.92亿元。同时拟向不超过35名特定投资者发行股份募集配套资金，募集配套资金总额不超过人民币20亿元。

■ **交易对价落地，对标近期同业案例存在部分溢价，体现良好整合预期：**此次公告主要是对民生证券的评估价值、交易价格、交易对手方、民生证券的两年一期审计报告等进行了确定。此次交易国联证券确定收购民生证券99.26%股份，对应交易作价294.82亿元。截至2024Q1，民生证券净资产160.49亿元，本次交易对价对应PB估值1.85x，低于此前国联股份91.05亿元收购民生证券30.30%股份的对价估值（1.95xPB），但较之近期券业收购案例存在部分溢价（2024年5月浙商证券受让国都证券7.69%股份，成交价格10.09亿元，对应估值1.21xPB）。

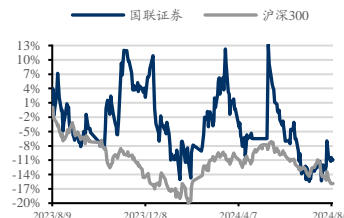
■ **重组方案存在小幅调整，不构成实质影响：**与5月交易预案相比，本次公布的交易草案共有2处主要变动：1）民生证券按照《员工股权激励计划》规定，向民生证券股权激励计划载体回购及无偿回收因员工离职、退休等情况退出的相关股份，并进行了减资处理，其他交易对方持有的参与本次重组的民生证券股份的数量不变，对应的比例相应调整。2）原交易对方泛海控股退出本次交易，不再以其持有的民生证券0.74%股份继续参与本次交易。

■ **综合实力大幅提升，整合成效值得期待：**根据信永中和出具的《备考审阅报告》，以2023年财务数据作为基准，本次交易完成后，国联证券总资产/净资产将分别提升84%/163%至1,604/468亿元，当期可排名行业第21/17位，较原排名提升11/23位；营收/归母净利润将分别提升127%/90%至67/13亿元，当期可排名行业第25/29位，较原排名提升17/9位。此外，国联证券、民生证券在业务方面具有较强的结构和区域优势互补性，本次交易预计推动两家券商充分发挥协同互补作用。

■ **盈利预测与投资评级：**公司收购进程推进顺利，我们维持此前盈利预测，预计2024-2026年公司归母净利润分别为4.03/8.40/9.87亿元，对应增速分别为-40.01%/108.45%/17.52%，对应EPS分别为0.11/0.24/0.28元，当前市值对应2024-2026年PB估值分别为1.55/1.36/1.32倍。我们依旧看好公司后续内生增长与外延扩张并驾齐驱，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**1）整合效果不及预期；2）权益市场大幅波动；3）行业监管趋严。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	9.83
一年最低/最高价	9.29/13.38
市净率(倍)	1.55
流通A股市值(百万元)	23,485.18
总市值(百万元)	27,836.33

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	6.32
资产负债率(% ,LF)	80.41
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)：重组方案落地，谱写公司发展新篇章》

2024-05-15

《国联证券(601456)：2024年一季度报点评：自营承压拖累整体业绩，期待整合进程加速推进》

2024-05-05

表 1: 国联证券盈利预测 (单位: 百万元)

合并资产负债表						合并利润表					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	10,033	9,816	11,147	11,315	11,360	营业收入	2,623	2,955	2,834	3,858	4,461
其中: 客户存款	7,965	6,650	7,823	7,825	7,695	手续费及佣金净收入	1,298	1,554	1,689	1,955	2,344
结算备付金	2,995	3,979	4,699	5,242	5,862	其中: 经纪业务手续费净收入	550	515	572	623	657
其中: 客户备付金	1,894	1,715	1,982	1,982	1,949	投资银行业务手续费净收入	477	489	457	505	635
衍生金融资产	980	1,747	1,922	2,114	2,326	资产管理业务手续费净收入	194	443	490	577	678
融出资金	8,816	10,127	10,749	11,512	12,094	利息净收入	121	81	111	284	229
金融投资	43,725	49,711	61,011	70,601	84,265	投资收益	732	545	-242	835	988
买入返售金融资产	3,264	5,307	6,368	7,642	9,170	其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	-6	-21	0	0	0
应收款项	1,226	1,272	1,298	1,332	1,372	公允价值变动收益	420	677	1,268	776	890
存出保证金	592	466	466	466	466	汇兑收益	2	1	-1	-1	-1
长期股权投资	97	76	103	103	103	其他收益	7	9	4	4	5
投资性房地产						其他业务收入	3	7	4	4	4
固定资产	81	102	121	130	141	资产处置收益	41	81	1	1	2
使用权资产	156	227	166	166	166	营业支出	1,660	2,144	2,296	2,743	3,152
无形资产	66	545	58	58	58	税金及附加	17	20	19	26	30
商誉						业务及管理费	1,641	2,152	2,260	2,697	3,100
递延所得税资产	22	33	25	25	25	信用减值损失	3	-29	17	20	22
其他资产	2,328	2,570	467	467	467	资产减值损失	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>74,382</b>	<b>87,129</b>	<b>98,598</b>	<b>111,173</b>	<b>127,874</b>	其他业务成本	0	0	0	0	0
应付短期融资款	705	256	298	318	386	<b>营业利润</b>	<b>963</b>	<b>812</b>	<b>538</b>	<b>1,115</b>	<b>1,309</b>
拆入资金	900	5,314	6,196	6,597	8,020	加: 营业外收入	4	15	4	4	4
交易性金融负债	1,579	1,163	1,784	1,900	2,310	减: 营业外支出	1	1	10	10	10
衍生金融负债	501	448	492	542	596	利润总额	965	825	532	1,109	1,303
卖出回购金融资产款	14,993	14,422	16,814	25,124	30,542	减: 所得税费用	198	151	129	269	316
代理买卖证券款	10,797	9,046	10,430	10,433	10,260	净利润	767	675	403	840	987
应付职工薪酬	440	492	888	1,042	1,221	<b>归属于母公司股东的净利润</b>	<b>767</b>	<b>671</b>	<b>403</b>	<b>840</b>	<b>987</b>
应交税费	64	53	59	118	138	少数股东损益	0	355	0	0	0
应付款项	354	810	1,020	1,294	1,609						
合同负债	16	18	0	0	1						
应付债券	19,489	25,062	29,702	31,625	38,446						
租赁负债	160	230	0	0	0						
预计负债	2	2	2	2	2						
递延所得税负债	201	658	20	20	20						
其他负债	7,419	11,031	4,110	4,376	5,319						
<b>负债合计</b>	<b>57,621</b>	<b>69,005</b>	<b>80,694</b>	<b>85,623</b>	<b>101,589</b>						
实收资本 (或股本)	2,832	2,832	2,832	3,532	3,532						
资本公积	8,174	8,174	8,174	14,474	14,474						
其他综合收益	-28	321	255	183	183						
盈余公积	763	822	854	922	1,001						
一般风险准备	1,913	2,076	2,156	2,324	2,521						
未分配利润	3,106	3,544	3,632	4,116	4,574						
<b>归属于母公司所有者权益合计</b>	<b>16,761</b>	<b>17,769</b>	<b>17,904</b>	<b>25,550</b>	<b>26,285</b>						
少数股东权益	0	355	0	0	0						
<b>所有者权益合计</b>	<b>16,761</b>	<b>18,124</b>	<b>17,904</b>	<b>25,550</b>	<b>26,285</b>						
<b>负债及权益总计</b>	<b>74,382</b>	<b>87,129</b>	<b>98,598</b>	<b>111,173</b>	<b>127,874</b>						
						<b>重要财务指标与估值指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
						营业收入增长率	-11.59%	12.68%	-4.11%	36.13%	15.63%
						归母净利润增速	-13.66%	-12.51%	-40.01%	108.45%	17.52%
						归母净资产增速	2.32%	6.01%	0.76%	42.71%	2.88%
						每股收益(元/股)	0.27	0.24	0.11	0.24	0.28
						每股净资产(元/股)	5.92	6.27	6.32	7.23	7.44
						净资产收益率	4.63%	3.89%	2.26%	3.86%	3.81%
						P/E (倍)	36.28	41.47	86.20	41.35	35.19
						P/B (倍)	1.66	1.57	1.55	1.36	1.32

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (截至 2024 年 08 月 08 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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>