

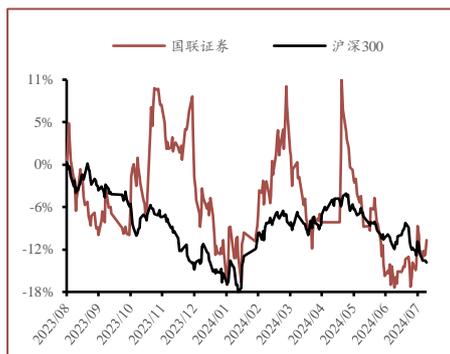
## 投资评级:增持(维持)

### 基本数据

收盘价(元)	10.05
流通股本(亿股)	28.32
每股净资产(元)	6.32
总股本(亿股)	28.32

2024-08-09

### 最近 12 月市场表现



分析师 许盈盈

SAC 证书编号: S0160522060002

xuyy02@ctsec.com

分析师 刘金金

SAC 证书编号: S0160524050001

liujj01@ctsec.com

### 相关报告

- 《国联民生重组预案披露，整合成效可期》 2024-05-15
- 《成本端压力拖累业绩，看好外延+内生成长空间》 2024-03-27
- 《三季度投资业务承压，看好外延+内生成长空间》 2023-10-29

## 国联证券并购民生证券草案点评

- ❖ **事件:** 8月8日晚国联证券发布《发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书(草案)》，公司拟通过发行A股股份方式向国联集团、沅泉峪等45名交易对方购买其合计持有的民生证券99.26%股份，并募集配套资金不超过20亿元。
- ❖ **此次并购交易对价294.9亿元，对应民生证券PB估值为1.86X。**此次重组草案相较于预案，民生证券原第一大股东泛海控股退出本次交易，其当前持有民生证券0.74%股份，因此国联证券调整为向民生证券原45名股东购买民生证券99.26%股份，交易价格为294.9亿元，以民生证券2024年3月末归母净资产160.5亿元衡量，对应PB估值为1.86X；此次发行价格为11.17元/股，较当前国联证券股价9.83元/股(截止8月8日收盘)溢价13.63%。
- ❖ **同步募集配套资金不超过20亿人民币，用于增资民生证券。**此外，国联证券还拟向不超过35名特定投资者发行股份募集配套资金不超过20亿元，全部用于增资民生证券以支持其业务发展，但当前发行价格尚未确定。
- ❖ **国联证券、民生证券具有较强的业务和区域优势互补性，双方业务整合有望实现“1+1>2”的效果从而实现上市公司的跨越式发展。**民生证券投行业务实力突出，而国联证券在财富管理、衍生品业务等方面具有鲜明特色及优势。从区域优势方面看，民生证券分支机构网点重点覆盖河南地区，国联证券在无锡及苏南地区具有较强的市场影响力和较高的市场占有率。
- ❖ **并购完成后国联证券净资产排名预计升至上市券商第15位。**以2024Q1数据测算，国联证券净资产为182.7亿元，叠加此次并购民生证券294.9亿元，合并后净资产为478.7亿元。但此次并购交易将新增商誉135.0亿元，在监管计算券商风控核心指标——净资产时，商誉部分仍需从净资产中扣除，扣除后预计并购后的国联证券净资产在上市券商中的排名将升至第15位(2023年末排名第33位)。并购后，国联集团等6名一致行动人持股比例从48.60%降至39.99%，但仍为公司控股股东，无锡国资委仍为公司实际控制人。
- ❖ **投资建议:**看好国联证券在优秀管理层赋能下、凭借外延式兼并重组和内生式稳健发展后的成长空间。预计公司2024-2026年分别实现归母净利润5.99、7.92、10.28亿元，同比分别-10.7%、+32.1%、+29.8%(暂不考虑民生证券并表)，当前股价对应PB分别为1.47、1.36、1.24倍，维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示:** 资本市场大幅波动；监管政策超预期趋紧；整合效果不及预期

### 盈利预测:

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2623	2955	3067	3578	3969
收入增长率(%)	-11.59	12.68	3.79	16.64	10.94
归母净利润(百万元)	767.28	671.32	599.43	791.58	1027.66
净利润增长率(%)	-13.66	-12.51	-10.71	32.06	29.82
EPS(元/股)	0.27	0.24	0.21	0.28	0.36
PE	37.22	41.88	47.48	35.95	27.69
ROE(%)	4.62	3.89	3.20	3.94	4.69
PB	1.70	1.60	1.47	1.36	1.24

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所(以2024年08月09日收盘价计算)

**公司财务报表及指标预测**

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	10,033	9,816	10,448	11,288	12,244	<b>营业收入</b>	<b>2,623</b>	<b>2,955</b>	<b>3,067</b>	<b>3,578</b>	<b>3,969</b>
结算备付金	2,995	3,979	4,390	4,819	5,286	手续费及佣金净收入	1,298	1,554	1,630	1,815	2,116
融出资金	8,816	10,127	11,055	11,532	12,851	其中:代理买卖证券 业务净收入	550	515	519	583	656
衍生金融资产	980	1,747	1,835	1,926	2,023	证券承销业 业务净收入	477	489	556	613	779
买入返售金融资产	3,264	5,307	5,838	6,129	6,436	受托客户资 产管理业务净收入	194	443	455	519	582
交易性金融资产	32,436	39,027	40,261	41,404	42,579	利息净收入	121	81	96	135	154
其他债权投资	8,363	7,083	7,307	7,515	7,728	投资净收益+公允价 值变动净收益	1,153	1,222	1,339	1,625	1,597
其他权益工具投资	2,926	3,600	3,780	3,969	4,168	其他业务收入	52	97	3	3	103
长期股权投资	97	76	80	84	88	营业支出	1,660	2,144	2,318	2,588	2,810
其他资产	4,473	6,366	4,853	5,093	5,211	营业税金及附加	17	20	21	25	28
<b>资产总计</b>	<b>74,382</b>	<b>87,129</b>	<b>89,846</b>	<b>93,761</b>	<b>98,614</b>	管理费用	1,641	2,152	2,297	2,563	2,782
应付短期融资款	705	256	756	1,056	1,256	信用减值损失	3	-29	0	0	0
拆入资金	900	5,314	5,983	6,086	6,492	其他业务成本	0	0	0	0	0
交易性金融负债	1,579	1,163	1,221	1,282	1,346	营业利润	963	812	749	989	1,160
卖出回购金融资产款	14,993	14,422	15,399	16,346	17,309	利润总额	965	825	749	989	1,160
代理买卖证券款	10,797	9,046	9,498	10,398	11,363	净利润	767	675	599	792	1,028
应付职工薪酬	440	492	586	684	759	<b>归母净利润</b>	<b>767</b>	<b>671</b>	<b>599</b>	<b>792</b>	<b>1,028</b>
其他负债	28,207	38,313	37,080	37,004	37,128	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>57,621</b>	<b>69,005</b>	<b>70,523</b>	<b>72,855</b>	<b>75,653</b>	营业收入增长率	-11.59%	12.68%	3.79%	16.64%	10.94%
股本	2,832	2,832	2,832	2,832	2,832	归母净利润增长率	-13.66%	-12.51%	-10.71%	32.06%	29.82%
其他所有者权益	13,929	15,292	16,491	18,074	20,129	每股收益(元)	0.27	0.24	0.21	0.28	0.36
<b>归属于母公司股东权 益合计</b>	<b>16,761</b>	<b>17,769</b>	<b>19,322</b>	<b>20,906</b>	<b>22,961</b>	每股净资产(元)	5.92	6.27	6.82	7.38	8.11
少数股东权益	0	355	0	0	0	ROE	4.62%	3.89%	3.20%	3.94%	4.69%
<b>股东权益合计</b>	<b>16,761</b>	<b>18,124</b>	<b>19,322</b>	<b>20,906</b>	<b>22,961</b>	P/E	37.22	41.88	47.48	35.95	27.69
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>74,382</b>	<b>87,129</b>	<b>89,846</b>	<b>93,761</b>	<b>98,614</b>	P/B	1.70	1.60	1.47	1.36	1.24

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 08 月 09 日收盘价计算)

## 信息披露

### ● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

### ● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。