

国联证券（601456.SH）——重大事件点评

整合落地，实力提升

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 非银金融 · 证券 II

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：孔祥 021-60375452 kongxiang@guosen.com.cn 执证编码：S0980523060004
证券分析师：王德坤 021-61761035 wangdekun@guosen.com.cn 执证编码：S0980524070008

事项：

公司12月28日发布《关于发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易等事项获得中国证券监督管理委员会同意注册及核准批复的公告》（以下简称“《公告》”），公司发行股份购买民生证券股权事项获得证监会同意。公司此前公告，拟发行26.40亿股、募资294.92亿元用于收购民生证券，发行股本占发行后上市公司总股本的48.25%。此外，公司还将募集配套资金20亿元用于业务发展。

国信非银观点：收购民生证券将显著增强公司实力。**第一，合并后业务规模显著扩大。**以2024年前三季度数据为例，合并后上市公司营业收入、归母净利润等指标均较当前公司增长110%以上。以2023年三季度末数据为例，合并后上市公司总资产、总负债规模均较当前公司增长约60%，净资产及归母净资产增长约90%。**第二，公司与民生证券优势互补，合并后各业务条线实力均增强，投行及经纪增强最明显。**以2023年数据及2024年上半年数据为例，合并后上市公司经纪业务净收入规模约为当前公司的2.6倍，投行业务净收入约3-5倍，资管业务净收入约1.1倍。此外，合并后上市公司生息资产、投资资产规模显著扩大，利息净收入及投资收益也大幅增长。考虑到公司在基金投顾等买方财富管理领域布局较早，资产规模稳步扩张且杠杆率高于行业均值，与民生证券合并后综合实力大幅提升，我们看好公司后续各项主要业务的市占率提升。我们维持公司盈利预测不变，预计公司2024-26年EPS分别为0.18元、0.31元、0.35元。维持公司“优于大市”评级。

评论：

◆ 证监会同意国联证券发行股份购买资产并募集配套资金事项

公司12月28日发布《公告》，公告证监会同意事项：（1）同意公司向相关交易对象发行股份购买资产的事项；（2）同意公司发行股份募集配套资金不超20亿元的注册申请；（3）核准沅泉峪成为公司主要股东；（4）核准公司成为民生证券主要股东；（5）核准国联集团成为民生证券、民生基金、民生期货实控人。

关键财务指标明显增长，各业务线实力全面提升。公司与民生证券均为全国性综合类证券公司，双方在经纪及财富管理业务、投资银行业务、资产管理及投资业务、信用交易业务及证券投资业务均有布局，且业务具备一定规模。民生证券拥有在全国广泛分布的经纪业务分支机构及具有竞争优势的投资银行业务，双方合并后，上市公司的业务规模显著增长，业务布局更加均衡，各个业务线实力得到全面提升。

规模方面，合并后上市公司利润表规模及资产负债表规模大幅扩张。以2024年前三季度数据为例，合并后上市公司营业收入、归母净利润等指标均较当前公司增长110%以上。以2023年三季度末数据为例，合并后上市公司总资产、总负债规模均较当前公司增长约60%，净资产及归母净资产增长约90%。

表1：合并后上市公司关键财务指标显著增长（单位：百万元，以2024年前三季度数据或三季度末数据计算）

业务类型	国联证券	民生证券	合并后变动率
营业收入	2,004.89	2,231.81	211.3%
营业支出	1,556.85	1,695.08	208.9%

利润总额	452.38	522.80	215.6%
净利润	401.86	500.14	224.5%
归母净利润	395.85	497.72	225.7%
资产总计	102,892.09	65,704.59	163.9%
负债总计	84,166.61	49,377.98	158.7%
所有者权益	18,725.48	16,326.61	187.2%
归母净资产	18,364.61	16,298.05	188.7%

资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

◆ 公司与民生证券优势互补,合并后各业务条线实力均增强,投行及经纪增强最明显

业务条线方面,经纪业务及投行业务实力增长最为明显。以2023年数据及2024年上半年数据为例,合并后上市公司经纪业务净收入规模约为当前公司的2.6倍,投行业务净收入约3-5倍,资管业务净收入约1.1倍。此外,合并后上市公司生息资产、投资资产规模显著扩大,利息净收入及投资收益也大幅增长。

从业务优势方面看,民生证券的投资银行业务实力突出,近年来民生证券采取“投资+投行+投研”的经营模式,以投资银行业务为特色,以研究业务为支撑,同时大力发展固定收益投资业务与股权投资业务,实现投资银行业务、机构研究业务与股权投资业务的相互促进,并形成了一定优势;而国联证券在财富管理、基金投顾、资产证券化以及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,在河南地区具有较强的市场影响力;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。

表2:合并后上市公司各个业务线实力提升(单位:百万元)

业务类型	2024H1			2023		
	国联证券	民生证券	合并后变动率	国联证券	民生证券	合并后变动率
经纪业务净收入	279.40	458.20	264.0%	515.00	898.02	274.4%
投行业务净收入	169.18	418.72	347.5%	488.61	2,099.88	529.8%
资管业务净收入	312.37	42.71	113.7%	443.13	80.36	118.1%
利息净收入	-88.99	-42.76	--	81.45	19.74	124.2%
投资收益	376.95	705.49	287.2%	1,222.44	369.72	130.2%

资料来源:Wind,国信证券经济研究所整理

◆ 行业并购:整合不断落地,龙头定价能力提升,尾部风险化解

证券业重组事件也在不断落地。行业整合对金融机构产生多重影响,表现在提升头部定价能力,化解尾部风险等。具体来看,一是集中力量办大事,金融行业作为经济融资的引擎,在维护经济金融稳定、扶植新质生产力发展方面作用巨大;二是有利于行业龙头定价,尤其是整合带来的集中度提升促进扶优去弱;三是有利于化解尾部风险,避免中小机构因流动性、资产质量等陷入危机。在政策鼓励叠加行业发展趋势下,金融机构整合事件或将持续涌现。

表3:2024年以来证券行业并购事件梳理

公告日期	合并方	被合并方	合并方式	交易对价(万元)
2024/10/10	国泰君安	海通证券	换股吸收合并	1股海通证券换0.62股国泰君安股票
2024/8/21	东莞联合体	锦龙股份旗下东莞证券20%股份	挂牌转让	227,175.42
2024/8/8	国联证券	民生证券99.26%股份	发行股份购买	2,949,180.57

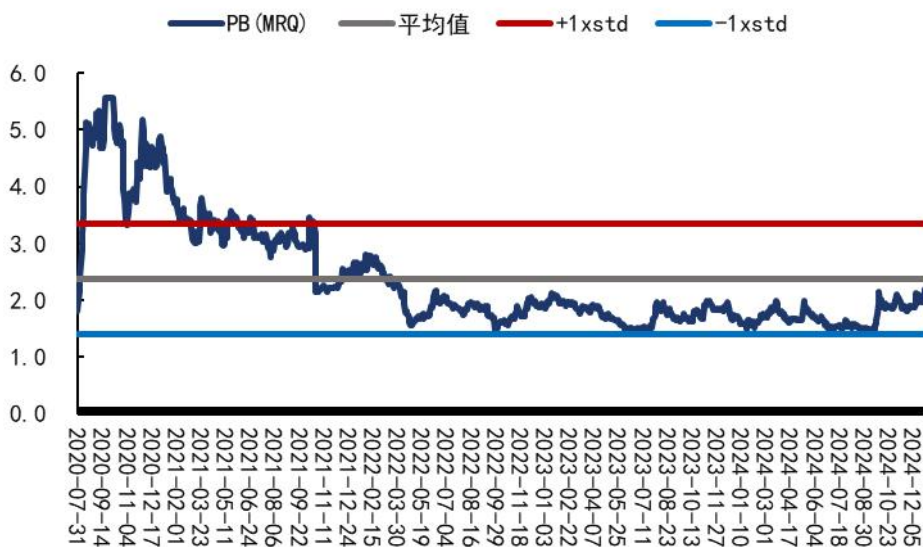
2024/6/21	西部证券	国融证券 64.5961%股份	现金收购	382,471.65
2024/6/7	浙商证券	国都证券 7.4159%股份	竞拍受让	113,491.72
2024/3/29	浙商证券	国都证券 19.1454%股份	协议转让	298,354.15

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ **投资建议：看好合并后上家公司各项业务市占率提升，维持“优于大市”评级**

考虑到公司在基金投顾等买方财富管理领域布局较早，资产规模稳步扩张且杠杆率高于行业均值，与民生证券合并后综合实力大幅提升，我们看好公司后续各项主要业务的市占率提升。维持“优于大市”评级。

图1：国联证券 PB 估值变化图



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ **风险提示**

政策风险，股东回报摊薄的风险，资本市场波动的风险，整合效果不及预期的风险等。

相关研究报告：

- 《国联证券（601456.SH）-整合推进，杠杆提升》——2024-10-31
- 《国联证券（601456.SH）-业务整合正启动，投顾业务渐完善》——2024-09-02
- 《国联证券（601456.SH）-并购方案落地，业务整合开启》——2024-05-20
- 《国联证券（601456.SH）-扩表持续，整合加速》——2024-03-27
- 《国联证券（601456.SH）-投资拖累业绩，多板块协同凸显》——2023-10-28

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产总计	74382	87129	124302	177334	252991	营业收入	2623	2955	2484	4300	4886
货币资金	10033	9816	10798	11878	13065	手续费及佣金净收入	1298	1554	1464	2782	3150
融出资金	8816	10127	11139	12253	13479	经纪业务净收入	550	515	541	1027	1182
交易性金融资产	32436	39027	42930	49369	56775	投行业务净收入	477	489	342	650	747
买入返售金融资产	3264	5307	5838	6421	7064	资管业务净收入	194	443	487	926	1019
可供出售金融资产	0	0	0	0	100	利息净收入	121	81	61	116	133
负债合计	57621	69005	105794	158092	233007	投资收益	1159	1243	870	1306	1501
卖出回购金融资产款	14993	14422	15864	18243	20980	其他收入	46	76	88	97	101
代理买卖证券款	10797	9046	9951	10946	12040	营业支出	1660	2144	1863	3225	3665
应付债券	19489	25062	27568	31704	36459	营业外收支	2	14	14	14	14
所有者权益合计	16761	18124	18507	19241	19984	利润总额	965	825	635	1089	1235
其他综合收益	(28)	321	321	321	321	所得税费用	198	151	116	199	226
少数股东权益	0	355	0	0	0	少数股东损益	0	3	2	4	5
归属于母公司所有者权益合计	16761	17769	18507	19241	19984	归属于母公司净利润	767	671	516	885	1005
每股净资产(元)	5.92	6.27	6.54	6.79	7.06						
总股本(亿股)	28.32	28.32	28.32	28.32	28.32						

关键财务与估值指标					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股收益	0.27	0.24	0.18	0.31	0.35
每股红利					
每股净资产	5.92	6.27	6.54	6.79	7.06
ROIC					
ROE	4.63%	3.89%	2.85%	4.69%	5.12%
收入增长	-11.59%	12.68%	-15.96%	73.15%	13.62%
净利润增长率	-13.66%	-12.51%	-23.13%	71.58%	13.45%
资产负债率	77.47%	79.20%	85.11%	89.15%	92.10%
P/E	42.59	47.92	63.10	36.78	32.42
P/B	1.94	1.83	1.76	1.69	1.63
EV/EBITDA					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032