



国开证券

CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

国联民生合并落地，证券业并购潮风起云涌

2024年12月31日

分析师：

黄婧

执业证书编号：S1380113110004

联系电话：010-88300846

邮箱：huangjing@gkzq.com.cn

非银金融与沪深300指数涨跌幅走势图



资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

行业评级

强于大市

相关报告

- 1、改革深化续新章，券商业绩待春华
- 2、打造一体化平台，服务综合化、个性化需求
- 3、修订专项公司债指引，进一步提升服务国建战略质效

内容提要：

近日，国联证券发布公告称，公司收到中国证券监督管理委员会同意公司发行股份购买民生证券股权事项的批复函，并于12月30日完成过户手续。对此，我们点评如下。

并购背景：证券业迎来并购窗口期。一方面，我国正在自上而下推动鼓励券商并购重组，支持优质券商做大做强；另一方面，行业同质化竞争加剧，因此行业具有强烈的动力通过并购重组提升整体运营效率。

并购经历：此次并购经历竞标、筹划、预案公布、草案制定、审核通过、证监会同意注册、过户等7个阶段，最终在2024年12月30日完成过户。自此，国联证券正式成为民生证券的股东，并控股99.92%。

并购对于上市公司的影响：1. 规模方面，国联证券资产、收入规模及收入规模均实现突破。2023年，若将国联证券、民生证券报表合并，公司2023年资产行业排名由29名上升10名至19名；2023年收入、归母净利润排名分别上升13名、6名。2. 合并后，国联证券有望在股权投资业务上实现快速突破，并增强对河南地区的市场影响力。

对于行业的影响：预计2025年，行业并购重组将持续活跃，头部券商有望通过较强的资本使用能力实现外延式整合，部分中小券商则更注重区域和业务互补，实现弯道超车，同时同一实控人旗下并购整合事件及央企国企聚焦主业、转让旗下券商股权也有望带来并购催化。

风险提示：流动性不及预期；行业竞争加剧导致行业盈利能力下降；资本市场改革进程不及预期；国内外二级市场风险；国内外宏观经济形势急剧恶化；宏观政策和行业政策调整风险；国际地缘冲突升级及外溢风险；其他黑天鹅事件风险等。

事件：近日，国联证券发布公告称，公司收到中国证券监督管理委员会同意公司发行股份购买民生证券股权事项的批复函，并于12月30日完成过户手续。对此，我们点评如下。

1. 事件背景

政策支持、行业运行周期共振，推动证券业迎来并购窗口期。

自上而下推动行业供给侧改革。2023年11月证监会表态支持头部券商通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做优做强。2024年4月，新“国九条”提出支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式提升核心竞争力；《国务院关于金融企业国有资产管理情况专项报告审议意见的研究处理情况和整改问责情况的报告》提出集中力量打造金融业“国家队”。可以看到，我国正在自上而下推动鼓励券商并购重组，支持优质券商做大做强，并购重组正在进入加速期。

行业快速扩容，同质化竞争加剧。近年来，我国券商的数量持续增长，从2005年99家增长至140家，这主要得益于政策的支持与市场需求不断提升的背景下，资本市场快速壮大，证券业务规模显著扩容。但券商数量的持续提升叠加业务结构相对成熟市场仍显单一，我国证券行业同质化竞争问题日益凸显。近年来经纪、承揽承销、信用等业务陷入价格战，行业平均手续费率、佣金率持续走低。因此，行业具有强烈的动力通过并购重组提升整体运营效率。

2. 并购各阶段梳理

国联证券并购民生证券可追溯到2023年3月，截至2024年12月30日，完成过户手续，共经历1年又7个月，并购进程可分为以下7个阶段。

- 1. 竞标阶段：**2023年3月15日，国联证券的控股股东无锡市国联发展（集团）有限公司通过司法拍卖竞得泛海控股股份有限公司持有的民生证券股份有限公司347,066.67万股股权（约占民生证券总股本的30.3%），成交价格91.05亿元。
- 2. 筹划阶段：**2024年4月25日，国联证券发布关于筹划重大资产重组事项的停牌公告，标志着两家证券公司的重组整合正式拉开序幕。
- 3. 预案公布：**2024年5月15日，国联证券披露重大资产重组预案并发布

复牌公告。国联证券拟发行A股股份购买民生证券100%股份（后调整为99.26%），并募集不超过20亿元（含本数）配套资金。

4. 草案出炉：2024年8月，国联证券发布《国联证券股份有限公司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）》，公告称上市公司拟通过发行A股股份方式购买民生证券99.26%股份，并募集配套资金，为“国联证券+民生证券”整合重组按下加速键。

5. 审核通过：2024年9月27日，合并事项获上海证券交易所受理。12月17日，国联证券发布公告称，公司发行A股股份购买民生证券99.26%股份并募集配套资金获上海证券交易所重组委审核通过。

6. 注册同意：2024年12月27日，中国证监会发布《关于同意国联证券股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金注册、核准国联证券股份有限公司和民生证券股份有限公司变更主要股东、民生基金管理有限公司和民生期货有限公司变更实际控制人等的批复》。公告证监会同意事项：1. 同意国联证券向国联集团、沅泉峪、西藏腾云投资、杭州东恒石油有限公司等相关交易对象发行股份购买资产的事项；2. 同意国联证券发行股份募集配套资金不超过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、民生基金及民生期货的实际控制人。

7. 过户手续完成：2024年12月30日，国联证券公告，公司购买资产的过户手续已经办理完毕，正式成为民生证券的股东，并控股99.92%。

3. 并购影响

3.1 国联证券实现多维度成长

规模方面，国联证券资产、收入规模及收入规模均实现突破。2023年，若将国联证券、民生证券报表合并，其资产总计为1603.6亿元，比合并前增长84.5%，上市公司资产行业排名由29名上升10名至19名。合并后，2023年收入、归母净利润分别为67.11亿元（排名上升13名至22名）及12.74亿元（上升6名至26名），分别增长127.10%、89.78%。若考察2024年前三季度，并购对国联证券营收、净利润的正向影响则更大，分别增长613.14%、133.08%。

表：交易前后国联证券主要财务数据对比（万元）

项目	2024年3月31日/2024年1-3月			2023年12月31日/2023年度		
	交易前	交易后	变动率	交易前	交易后	变动率
资产总计	9,323,201.27	16,528,666.75	77.29%	8,712,887.48	16,036,060.86	84.05%
营业收入	17,342.04	123,673.36	613.14%	295,546.14	671,191.72	127.10%
归属于母公司 股东的净利润	-21,875.43	9,643.11	144.08%	67,131.91	127,403.63	89.78%
基本每股收益 (元/股)	-0.0772	0.0176	122.80%	0.2371	0.2328	-1.81%

国联证券与民生证券均为综合型证券公司，但两公司在战略、业务特色差别明显，具有互补空间。国联证券以财富管理战略为核心，基于泛财富管理大战略调整组织架构，围绕财富管理客户需求，统筹协调资管、投行、自营部门等集团内部资源，提供包括投融资、财富管理、咨询顾问等多样化的一站式金融产品和服务，以实现财富管理效率最大化。民生证券则在投行业务上具有较为亮眼的表现，公司坚持“投资+投行+投研”三位一体战略，以研究院、投行和经纪业务作为引流入口，推进各业务条线协同，从“服务中介”转向“服务中介+资本中介+资本投资”。合并后，国联证券有望在股权投行业务上实现快速突破。此外，由于民生证券的分支机构网点重点覆盖河南地区，通过并购，国联证券将增强对河南地区的市场影响力。

3.2 对于行业的影响

国联证券与民生证券的并购是近年来证券行业首例并购案例。我们认为，我国证券行业并购整合窗口期已经开启。目前市场上共有6起券商并购重组案例，并购重组需求分为三类，一是政策支持及国资整合，如国泰君安；二是中小券商补足业务短板及牌照，如国联证券；三是特色化券商进一步强化优势，如浙商、华创证券。我们预计，2025年，行业并购重组将持续活跃，头部券商有望通过较强的资本使用能力实现外延式整合，部分中小券商则更注重区域和业务互补，实现弯道超车，同时同一实控人旗下并购整合事件及央国企聚焦主业、转让旗下券商股权也有望带来并购催化。

表 2: 除国联证券外, 近年券商股权变动情况梳理

券商	时间	事件
平安证券	2022年12月	2022年12月19日, 证监会核准持有新方正集团66.5%股权的中国平安成为方正证券实际控制人, 批复中提到中国平安须就解决同时控制方正证券和平安证券等问题在一年内制定并上报方案
东北证券	2024年3月	亚泰集团公告称, 已签署意向协议, 出售持有的东北证券 29.81%的股份给长发集团(20.81%)以及长春市金控(9%)
东莞证券	2024年3月	锦龙股份公告称, 拟转让所持有的东莞证券20%股份给东莞金控资本, 并签订了无约束力的交易备忘录, 东莞金控资本或成东莞证券第一大股东
华创证券	2022年5月	通过司法拍卖收购太平洋证券10.92%股权
浙商证券	2023年12月	拟受让国都证券19%股权
	2024年3月	
	2024年5月	持股国都证券比例有望增至34%
西部证券	2024年6月	筹划以支付现金方式收购国融证券股份有限公司控股权事项
国信证券	2024年6月	正在筹划发行股份购买万和证券第一大股东深圳市资本运营集团有限公司持有的万和证券全部53.09%股份
中山证券	2024年6月	锦龙股份公告称, 拟通过上海联合产权交易所公开挂牌方式转让所持中山证券 67.78%股份
国泰君安	2024年10月	国泰君安、海通证券正在筹划由国泰君安通过向海通证券全体A股换股、股东发行A股股票、向海通证券全体H股换股股东发行H股股票的方式换股吸收合并海通证券

资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

4. 风险提示

流动性不及预期; 行业竞争加剧导致行业盈利能力下降; 资本市场改革进程不及预期; 国内外二级市场风险; 国内外宏观经济形势急剧恶化; 宏观政策和行业政策调整风险; 国际地缘冲突升级及外溢风险; 其他黑天鹅事件风险等。

分析师简介承诺

黄婧，行业分析师，英国格拉斯哥大学社会学、理学硕士，2013年进入国开证券股份有限公司研究与发展部。

本人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登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。

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。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层