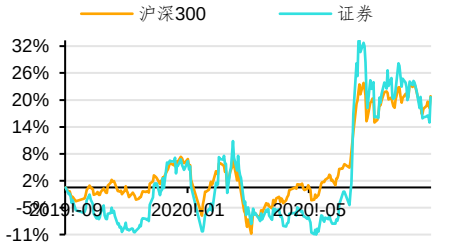
国联证券吸收合并国金证券快评

投资评级 领先大市-A 维持

首选股票		评级
600030	中信证券	买入-A
601211	国泰君安	买入-A
601688	华泰证券	买入-A
600958	东方证券	买入-A
600837	海通证券	买入-A

一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.17	9.27	-0.28
绝对收益	-1.93	24.85	20.08

分析师 崔晓雁
SAC 执业证书编号：S0910519020001
021-20377098
报告联系人 范清林
fanqinglin1@huajinsc.cn
021-20377065

相关报告

证券：7 月可比净利润同比+167%、环比+51% 2020-08-07

证券：预计上市券商 H120 归母净利润同比+19% 2020-07-09

证券：市场情绪高涨、继续看好证券板块 2020-07-05

证券：资本市场持续深改、重申行业配置机会 2020-07-02

证券：证监会拟向商业银行发放券商牌照快评 2020-06-28

投资要点

- **事件：**9 月 20 日，国联证券与国金证券双双发布停牌公告。国联证券拟受让长沙涌金持有的国金证券约 7.82%股份，此外，国联证券筹划向国金证券全体股东以发行 A 股方式换股吸收合并国金证券，具体方案仍在协商论证中。

- **国联上演小吃大：**截至 H120 末，国联/国金总资产与净资产分别为 369.32/653.58 亿元、83.89/214.80 亿元；2019、H120 两者营收相比为 16.19/43.50 亿元、8.22/28.96 亿元，两者归母净利润相比为 5.21/12.99 亿元、3.21/10.02 亿元。无论从资产规模还是盈利水平上，国金证券都略胜一筹。

- **国联、国金情况简介：**

  【国联】扎根无锡的区域中小券商。江苏地区（主要为无锡）贡献公司营收达 93%（H120）。公司是首批拿到基金投顾牌照的券商，也是唯一一家中小券商，H120 末基金投顾从业人员 474 人，授权账户资产规模 5.36 亿元。国联引入新的管理层后市场关注度急速提升，原中信证券董事长担任公司顾问，首席风险官葛小波任国联证券总裁等。

  【国金】稳步发展的民营中小券商。公司投行业务表现相对出色，H120 投行业务收入同比+200%至 7.48 亿元，行业排名升至第 9 位，截至 H120 末，注册保荐代表人 144 位，居行业第 8 位。近十年来国金证券稳步发展，营收占上市券商比由 2009 年的 0.92%升至 2019 年的 1.11%，归母净利润则由 0.77%升至 1.25%，H120 占比分别为 1.27%和 1.38%。

- **假设合并顺利完成，合并效果仍有待验证，对行业格局影响较小：**此次国联吸收合并国金，与我们 2019 年 7 月发布的《并购，最快的扩张之路》中，“并购正是头部券商快速做大做强、中小券商突出重围的有效途径”观点不谋而合，此外在打造航母级券商的道路上并购也是顺势而为。但券商合并并非账面数字的简单叠加，涉及到企业间文化的融合（民营的国金和国企的国联）、业务层面的整合效率以及各方利益的安排，能否创造“1+1>2”的效果有待验证。目前证券行业马太效应愈发集中，尤其在投行层面，H120 投行承销额 CR10 占比达 61%。此外经纪业务佣金率仍处于下滑通道，券商从事的投融资中介业务同样处于混业经营的高度竞争状态。同时考虑到国联、国金的财务指标和业务市占均较小，我们认为此次合并对行业格局影响不大

- **投资建议：**我们认为，国联吸收合并国金事件，释放的信号更加强烈，今年以来关于行业合并的传闻不绝于耳，此次重启并购预期，进一步打开行业的想象空间，有望开启阶段性上涨行情。资本市场深改中，头部券商竞争力更强，更容易获取制度红利，依次推荐中信/国君/华泰/东方。

- **风险提示：**政策变化、企业内耗拖累业务开展、要约收购不成功

行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

崔晓雁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明:

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示:

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。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn