证券

2020 年 09 月 20 日

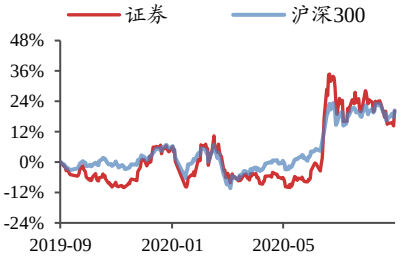
合并后综合实力明显提升，总市值迈向千亿

——国联证券拟吸收合并国金证券事件点评

高超（分析师）
gaochao1@kysec.cn
证书编号：S0790520050001

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《上市券商 2020 年中报综述-创新型业务超预期，行业成长属性凸显》-2020.9.3

《《公募基金销售机构管理办法》点评-尾佣设限对互联网三方影响极小，市场扩张是主线》-2020.8.30

《创业板注册制首批企业即将上市点评-注册制正式步入存量市场，券商业务全面受益》-2020.8.15

事件：2020 年 9 月 18 日，国联证券与长沙涌金签订了《股份转让意向性协议》，拟受让长沙涌金持有的国金证券股份有限公司约 7.82%的股份。同时，国联证券拟向国金证券全体股东以发行 A 股股票的方式换股吸收合并国金证券。

点评：

● 拟以吸收合并方式进行，总市值向千亿迈进

长沙涌金拟通过协议转让方式将其持有的占国金证券总股本约 7.82%国金证券股份转让给国联证券，国联证券拟通过向国金证券全体股东发行 A 股股票的方式换股吸收合并国金证券。以 9 月 18 日 A 股收盘价计算，国联证券和国金证券市值分别为 467/462 亿，行业排名分别为 22/23，合并后总市值将达 929 亿，排名将达 14，仅次于中泰证券（总市值 1082 亿）和光大证券（总市值 1063 亿）。

● 国金证券投行和经纪基础优势突出，合并具有协同效应

1）根据中证协数据，国金证券体量较大，2019 年末总资产、净资产和净利润分别排名行业 33/23/21，国联证券总资产、净资产和净利润分别位于 55/59/43，国金证券各项业务排名均高于国联证券。2）国金证券以投行业务为优势，2020H1 投行业务收入同比+196.5%，占比 26%，收入占比位于行业第一。与自身净资产相比，国联证券融资业务排名相对靠前，2019 年融资类业务收入排名 36；经纪业务上，财富管理转型加快，公司是唯一一家获得基金投顾业务批准的中小券商，2020 年 4 月已开始展业。3）截至 6 月末，国联证券有 87 家营业部，69%位于江苏省内；国金证券共 74 家营业部，34%聚集在四川省内，互联网经纪业务优势明显。合并后公司营业部数量将达 161 家，地理位置互补性较强。

● 综合实力有望明显提升，盈利排名晋升至行业第 16 名

根据 2020 年上市券商中报数据，合并后两家公司营业收入将达 37 亿，行业排名 16，国金证券和国联证券行业排名将分别提升 5/22 位；净利润将达 13 亿，行业排名 16，国金证券和国联证券排名将分别提升 1/21 位；净资产将达 299 亿。国联证券实际控制人为无锡市国资委，截至 7 月 31 日，间接持有公司 58%股份，管理层从业经验丰富；国金证券前两大股东合计持股 27%，为一致行动人，公司实际控制人为陈金霞。国联证券控股股东持股比例更高，且市场估值较高，预计换股合并后公司第一大股东仍为无锡国资委。

● 行业并购趋势得到强化，主题性投资机会增加

监管已明确表态鼓励券商市场化合并，国联证券和国金证券合并后，两家公司将实现业务与区域互补，带来“1+1 大于 2”的效应，进一步向头部券商靠齐。金融控股公司监管管理办法落地，金控公司监管趋严，后续或有更多金融牌照进行重组、合并，证券行业主题性投资机会增多，维持行业“看好”评级，推荐标的：国金证券，东方财富；受益标的：中信证券、华泰证券。

● 风险提示：疫情对经济冲击影响超预期；合并进度不及预期。

表1：国金证券体量明显大于国联证券

2019 年行业排名	国联证券	国金证券
总资产	55	33
净资产	59	23
净资本	49	20
净利润	43	21

数据来源：中国证券业协会、开源证券研究所

表2：国金证券投行业务优势明显，国联证券融资类业务具有相对优势

2019 年行业排名	国联证券	国金证券
经纪业务收入		
代理买卖证券业务净收入(含席位租赁)	49	21
交易单元席位租赁净收入	54	23
代销金融产品收入	44	13
投行业务收入		
投行业务净收入	50	16
股票承销业务收入	31	16
债券承销业务收入	45	15
财务顾问净收入	44	21
资管业务收入		
资管业务净收入	-	-
利息净收入业务收入		
融资类业务利息收入	36	32
投资业务收入		
证券投资收入	55	26
国际业务收入		
海外业务收入占比	-	-

数据来源：中国证券业协会、开源证券研究所

表3：受益标的估值表

证券代码	证券简称	股票价格	EPS			BVPS		P/B		评级
		2020/9/18	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2019A	2020E	
600109.SH	国金证券	15.29	0.43	0.56	0.68	6.85	7.35	2.23	2.08	买入
300059.SZ	东方财富	25.00	0.27	0.61	0.87	3.16	3.98	7.91	6.29	买入
600030.SH	中信证券	30.90	1.01	1.30	1.50	13.34	13.88	2.32	2.23	未评级
601688.SH	华泰证券	21.17	1.04	1.31	1.49	13.50	14.47	1.57	1.46	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除国金证券和东方财富外，上述公司盈利预测均来自 Wind 一致性预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，由陕西开源证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn