“国金+国联”，券商并购再起

国金证券(600109)

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元):	15.29
目标价格(元):	15.48

沈娟 研究员
SAC No. S0570514040002
SFC No. BPN843
0755-23952763
shenjuan@htsc.com

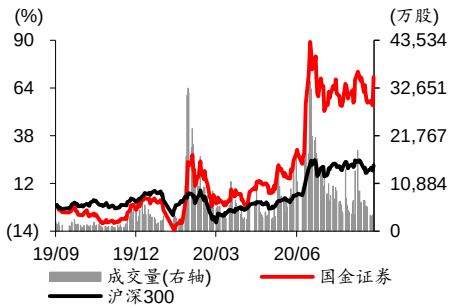
陶圣禹 研究员
SAC No. S0570518050002
021-28972217
taoshengyu@htsc.com

王可 联系人
SAC No. S0570119090008
021-38476725
wangke015604@htsc.com

相关研究

1《国金证券(600109 SH,增持): 投行提振业绩，未来增长可期》2020.08
2《国金证券(600109 SH,增持): 投行表现优秀，利息逆市提升》2020.04
3《国金证券(600109 SH,增持): 业绩稳扎稳打，持续规范发展》2019.10

一年内股价走势图



资料来源：Wind

国联证券拟吸收合并国金证券，市场化并购重组再起

9月20日，国金证券发布公告称，国联证券拟受让7.82%的国金证券股权，并筹划由国联证券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。此次交易是券商市场化并购重组再一案例。国金证券地域、业务互补性较强，整合后国联证券将进入中型券商阵营。我们维持对国金证券的盈利和估值预测，预计2020-2022年EPS0.59/0.66/0.71元，BPS7.37/7.96/8.59元，目标价15.48元，维持增持评级。

方案：国金控股股东协议转让7.82%股权+换股吸收合并

9月20日国金证券公告称，控股股东长沙涌金集团已与国联证券签署协议，长沙涌金拟通过协议转让方式将其持有的约7.82%的国金证券股份转让给国联证券，同时，国金证券与国联证券正筹划由国联证券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。转让和合并交易细节还待协商。根据Wind统计，截至最新收盘日（9月18日），国联证券股价19.64元/股，总股本23.78亿股，总市值467亿元，对应PB（LF）4.5倍；国金证券股价15.29元/股，总股本30.24亿股，总市值462亿元，对应PB（LF）2.2倍，二者总市值相近、估值差异相对比较大。

股东：国联背靠无锡市政府，国金为民营券商

国联证券第一大股东为无锡市国联发展集团，是无锡市政府出资设立的国有独资企业集团，其直接持有国联证券28.59%的股份，并通过控制子公司间接持有43.76%股份，合计持有国联证券72.35%股份。国金证券属于“涌金系”，陈金霞通过控制长沙涌金(集团)、涌金投资控股持有国金证券约27.43%股份，属于民营券商。国联证券和国金证券股东性质不同，因此我们预计合并方案以市场化需求为导向的可能性更高。

特征：整合后国联将进入中型券商阵营，地域、业务互补性较强

根据证券业协会统计，2019年国金证券和国联证券的净资产排名分别为第23名和第59名，合并后净资产规模将到284亿元，预计进入行业前20名；净利润排名分别为第21名和第43名，合并后净利润规模达18亿元，预计行业前17名，整合后的国联证券有望进入中型券商阵营。从经营上看，二者地域互补性较强，国金证券经营集中于四川省，19年末38%的营业部分布在四川省内；而国联证券经营集中于江苏省，19年末69%的营业部分布在江苏省内。国金证券在经纪和投行业务上存在一定优势，国联证券立足于外部人才优势，未来有望吸纳国金固有优势进一步打造专业化特色。

维持对国金证券业绩预测和估值，维持增持评级

暂不考虑并购影响，我们维持对国金的业绩预测和目标价。预计2020-2022年EPS0.59/0.66/0.71元，对应PE26、23和22倍；BPS7.37/7.96/8.59元，对应PB2.07、1.92和1.78倍，给予2020PB2.1倍，目标价15.48元，维持增持评级。

风险提示：合并推进不及预期，整合风险，经营不及预期，市场波动风险。

公司基本资料

总股本（百万股）	3,024
流通A股（百万股）	3,024
52周内股价区间（元）	7.82-17.01
总市值（百万元）	46,242
总资产（百万元）	65,358
每股净资产（元）	7.10

资料来源：公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,766	4,350	5,688	6,501	6,980
+/-%	(14.22)	15.49	30.78	14.28	7.37
归属母公司净利润（百万元）	1,010	1,299	1,778	2,007	2,149
+/-%	(15.89)	28.51	36.91	12.89	7.08
EPS（元，最新摊薄）	0.33	0.43	0.59	0.66	0.71
PE（倍）	45.76	35.61	26.01	23.04	21.52

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

公司经营指标

图表1： 2019 年国金证券和国联证券核心经营指标对比

单位：亿元	国金证券		国联证券	
	绝对值	排名	绝对值	排名
总资产	469	33	273	55
净资产	204	23	80	59
净利润	13	21	5	43
经纪净收入	11	21	4	49
投行净收入	9	16	2	50
投资净收入	13	26	4	55
资管净收入	1	行业中位以后	1	行业中位以后
利息净收入	7	32	6	36

注：国联证券（601456 CH，无评级）

资料来源：证券业协会，公司公告，华泰证券研究所

公司盈利预测和估值

图表2： 国金证券行业可比公司 PE、PBWind 一致预期

机构	代码	评级	总市值（亿元）	目标价（元/股）	EPS (2020E)	BPS（2020E）	PE (2020E)	PB (2020E)
东方证券	600958 CH	买入	714	13.53	0.44	8.02	25	1.39
光大证券	601788 CH	无评级	948	-	0.69	10.83	33	2.13
国元证券	000728 CH	增持	341	13.50	0.34	7.58	30	1.34
兴业证券	601377 CH	增持	565	9.81	0.41	5.44	20	1.55
长江证券	000783 CH	无评级	453	-	0.34	5.23	24	1.57
中位数							**25**	**1.55**
平均数							**27**	**1.60**

注 1：股价取自 2020 年 9 月 18 日

注 2：评级和目标价来自华泰，EPS（2020E）和 BPS（2020E）来自 Wind 一致预期

资料来源：Wind，Bloomberg，华泰证券研究所

图表3： 国金证券盈利预测表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,766	4,350	5,688	6,501	6,980
手续费及佣金净收入	2,164	2,330	3,268	3,806	4,093
经纪业务手续费净收入	993	1,140	1,382	1,491	1,616
投资银行业务手续费净收入	721	901	1,511	1,803	1,929
资产管理业务手续费净收入	133	96	109	114	119
利息净收入	580	771	902	1,022	1,126
投资净收益	846	994	1,125	1,234	1,304
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-43	-2	26	40	40
公允价值变动净收益	169	245	394	439	458
汇兑净收益	-2	-1	-3	-3	-3
其他收益	8	11	2	3	3
其他业务收入	2	0	1	0	0
营业支出	2,502	2,697	3,368	3,884	4,171
税金及附加	20	22	30	33	36
管理费用	2,299	2,662	3,351	3,835	4,118
减值损失	183	14	-13	15	17
其他业务成本	0	0	0	0	0
营业利润	1,264	1,652	2,321	2,617	2,809
加：营业外收入	102	58	61	58	55
减：营业外支出	5	4	7	9	12
利润总额	1,361	1,706	2,375	2,666	2,853
减：所得税	338	408	582	669	716
净利润	1,023	1,298	1,793	1,997	2,136
减：少数股东损益	13	-0	-0	-1	-1
归属于母公司所有者的净利润	1,010	1,299	1,778	2,007	2,149
每股收益	0.33	0.43	0.59	0.66	0.71

资料来源：Wind,华泰证券研究所

图表4： 国金证券 BPS 预测表

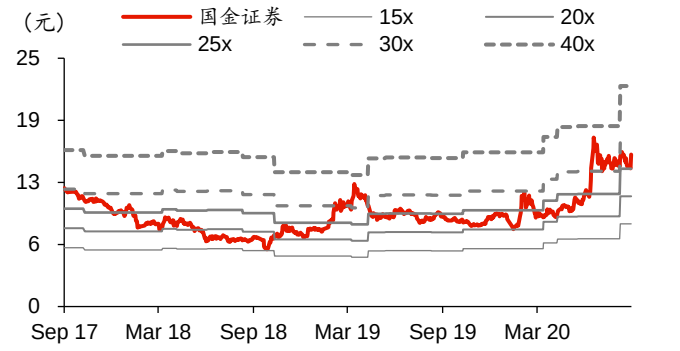
单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
归属母公司净利润	1,010	1,299	1,778	2,007	2,149
分红率	12%	12%	12%	12%	12%
归属于母公司所有者权益合计	19,490	20,723	22,293	24,067	25,965
股本	3,024	3,024	3,024	3,024	3,024
BPS	6.44	6.85	7.37	7.96	8.59

注：归属于母公司所有者权益（预测）=上期归属于母公司所有者权益+本期归属母公司净利润*（1-分红率）

资料来源：Wind,华泰证券研究所

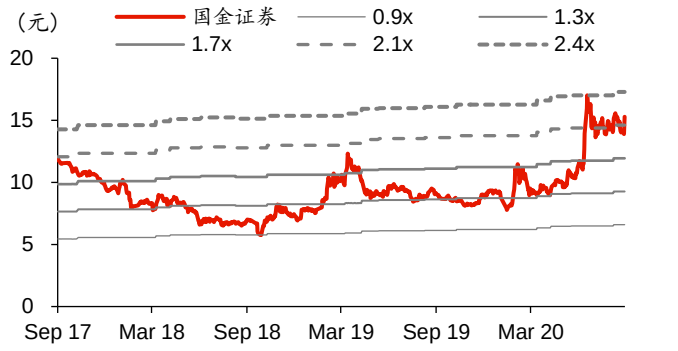
PE/PB - Bands

图表5： 国金证券历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表6： 国金证券历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

免责声明

分析师声明

本人，沈娟、陶圣禹，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间迟延。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。

更多信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师沈娟、陶圣禹本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室
电话：+852 3658 6000/传真：+852 2169 0770
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼（纽约 10001）
电话: + 212-763-8160/传真: +917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司