

“并购六条”新规发布，并购重组有望再提速

2024年09月27日

**分析师：张凯烽**

执业证号：S0100524070006

邮箱：zhangkaifeng@mszq.com

研究助理：李劲锋

执业证号：S0100124080012

邮箱：lijinfeng_2@mszq.com

➤ **并购重组六条新规发布，延续新“国九条”以来政策主线。**9月24日晚，证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，同时发布《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定（征求意见稿）》，同日沪深交易所公告拟对并购重组规则进行相应优化。新规加大并购重组改革力度，延续了此前新“国九条”、“科创八条”等支持上市公司并购重组的政策主线。

➤ **提升中介机构服务水平，助力上市公司实施高质量并购重组。**新规提出，要1) 引导证券公司加大对财务顾问业务的投入；2) 强化证券公司分类评价“指挥棒”作用，提高财务顾问业务的评价比重，细化评价标准。3) 支持上市证券公司通过并购重组提升核心竞争力，加快建设一流投资银行。另据中证网报道，2024年证券公司分类评价对证券业协会组织的投行业务质量评价为A类和并购重组专业能力评价排名前列的公司进行加分。我们认为证券公司对并购重组等财务顾问业务的参与力度有望加大，证券公司间的并购重组进度同样有望提速。

➤ **提高监管包容度，提升重组市场交易效率，同时依法加强监管。**本次《办法》征求意见稿：1) 对重组估值、业绩承诺、同业竞争和关联交易等事项，进一步提高包容度。例如发行股份购买资产的披露内容由“有利于上市公司减少关联交易、避免同业竞争、增强独立性”，放宽至仅需说明“不会导致新增重大不利影响的同业竞争，以及严重影响独立性或者显失公平的关联交易”。2) 提升重组市场交易效率。如新增简易审核程序，对上市公司之间吸收合并，以及运作规范、市值超过100亿元且信息披露质量评价连续2年为A的优质公司发行股份购买资产（不构成重大资产重组），缩短审核注册时间；同时建立重组股份对价分期支付机制等。

➤ **新规提出并购重组助力新质生产力发展，加大产业整合支持力度。**新规指出，1) 支持科创板、创业板上市公司并购产业链上下游资产，支持运作规范的上市公司围绕产业转型升级、寻求第二增长曲线等需求开展符合商业逻辑的跨行业并购；支持上市公司收购有助于补链强链、提升关键技术水平的优质未盈利资产；对私募投资基金投资期限与重组取得股份的锁定期限实施“反向挂钩”。2) 支持传统行业上市公司并购同行业或上下游资产，合理提升产业集中度等。

➤ **并购重组类财务顾问业务有望对券商投行业务收入提供一定支撑。**44家上市券商1H24财务顾问业务收入（含并购重组财务顾问收入）占投行业务收入13.7%，但占营收比重仅0.8%。我们认为并购重组交易进入活跃期，有助于对券商投行业务提供一定支撑，同时带动二级市场交易热度修复，并提振投资者信心。

➤ **投资建议：**2024年资本市场基础制度加快完善，我们认为并购重组新规发布后，券商并购与财务顾问业务有望迎来新的发展机遇。同时新规要求提升中介机构服务水平，支持上市券商通过并购重组提升核心竞争力，证券公司通过兼并重组、组织创新等实现建设一流投资银行和投资机构的趋势有望提速。标的方面，建议继续关注更加受益于供给侧改革、公司治理体系完善、具备高分红与低估值优势的国泰君安、中信证券、中国银河、华泰证券等标的。

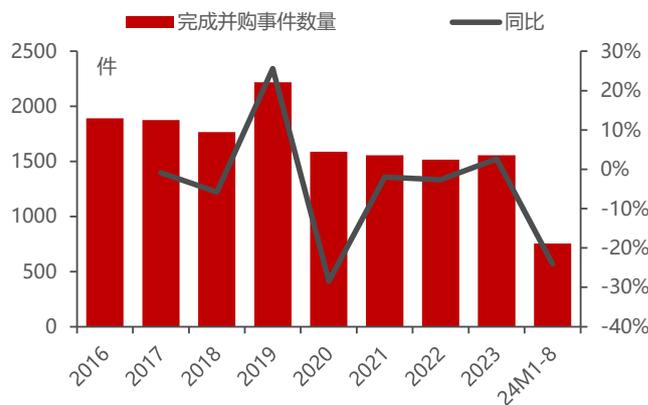
➤ **风险提示：**政策落地进度不及预期，资本市场波动加大。

相关研究

- 1.非银行业事件点评：指明市值管理路径与方向，关注破净公司的估值修复-2024/09/25
- 2.非银行业事件点评：重磅政策组合“亮剑”，板块有望“量变”到“质变”-2024/09/24
- 3.非银(证券)行业点评：风控指标优化，重视头部券商的杠杆率和ROE的提升-2024/09/23
- 4.非银行业周报 20240922：券商全面风险管理再升级-2024/09/22
- 5.非银行业周报 20240916：新“国十条”下，头部险企强者恒强-2024/09/17

图1：上市券商财务顾问收入与占比


资料来源：iFinD，民生证券研究院；注：2024年数据截至6/30

图2：2016-2024年A股上市公司完成并购事件数量


资料来源：iFinD，民生证券研究院；注：2024年数据截至8/31

图3：2023年-2024年上半年上市券商财务顾问业务收入及占比

代码	证券公司	财务顾问业务净收入(亿元)		投资银行业务净收入(亿元)		财务顾问收入占比(%)		总营业收入(亿元)		财务顾问收入占营收比例(%)	
		2023年	1H24	2023年	1H24	2023年	1H24	2023年	1H24	2023年	1H24
601995.SH	中金公司	7.47	4.47	37.02	12.81	20.2%	34.9%	229.90	89.11	3.2%	5.0%
600030.SH	中信证券	5.98	2.17	62.93	17.35	9.5%	12.5%	600.68	301.83	1.0%	0.7%
601066.SH	中信建投	3.57	1.05	47.96	10.02	7.4%	10.4%	232.43	95.28	1.5%	1.1%
600837.SH	海通证券	3.00	1.16	34.21	8.54	8.8%	13.6%	229.53	88.65	1.3%	1.3%
601688.SH	华泰证券	2.38	0.65	30.37	9.31	7.8%	7.0%	365.78	174.41	0.7%	0.4%
601211.SH	国泰君安	2.23	0.65	36.88	11.66	6.0%	5.5%	361.41	170.70	0.6%	0.4%
000166.SZ	申万宏源	2.10	0.93	14.45	4.20	14.5%	22.2%	215.01	108.76	1.0%	0.9%
600999.SH	招商证券	1.71	0.48	13.02	2.85	13.1%	16.7%	198.21	95.95	0.9%	0.5%
601198.SH	东兴证券	1.47	0.39	5.84	2.57	25.3%	15.2%	47.35	48.78	3.1%	0.8%
601162.SH	天风证券	1.33	0.57	7.53	3.19	17.7%	17.9%	34.27	7.22	3.9%	7.9%
600918.SH	中泰证券	1.31	0.51	13.49	5.19	9.7%	9.8%	127.62	50.99	1.0%	1.0%
601108.SH	财通证券	1.20	0.35	7.61	2.81	15.7%	12.4%	65.17	30.26	1.8%	1.1%
601555.SH	东吴证券	1.09	0.61	10.78	3.64	10.1%	16.9%	112.81	50.51	1.0%	1.2%
002939.SZ	长城证券	1.07	0.39	4.63	1.20	23.1%	32.5%	39.91	19.82	2.7%	2.0%
601878.SH	浙商证券	1.05	0.47	8.77	2.86	11.9%	16.5%	176.38	80.00	0.6%	0.6%
002500.SZ	山西证券	1.00	0.19	3.94	1.16	25.3%	16.6%	34.71	14.00	2.9%	1.4%
600906.SH	财达证券	0.94	0.08	3.03	1.37	31.2%	6.0%	23.17	10.93	4.1%	0.8%
600155.SH	华创云信	0.81	0.21	2.58	1.24	31.4%	16.5%	30.04	14.85	2.7%	1.4%
002736.SZ	国信证券	0.77	0.19	13.63	3.94	5.6%	4.7%	173.17	77.57	0.4%	0.2%
601456.SH	国联证券	0.74	0.37	4.89	1.69	15.1%	22.1%	29.55	10.86	2.5%	3.5%
601377.SH	兴业证券	0.73	0.25	10.44	2.63	7.0%	9.5%	106.27	53.91	0.7%	0.5%
000783.SZ	长江证券	0.72	0.33	6.40	1.20	11.3%	27.8%	68.96	28.55	1.0%	1.2%
000686.SZ	东北证券	0.68	0.19	1.99	0.47	34.0%	40.8%	64.75	26.07	1.0%	0.7%
600958.SH	东方证券	0.64	0.40	15.10	5.47	4.3%	7.2%	170.90	85.71	0.4%	0.5%
601881.SH	中国银河	0.62	0.17	5.48	2.66	11.3%	6.5%	336.44	170.86	0.2%	0.1%
600109.SH	国金证券	0.60	0.16	13.39	4.62	4.5%	3.5%	67.30	26.76	0.9%	0.6%
601901.SH	方正证券	0.52	0.20	2.11	0.79	24.7%	25.0%	71.19	37.22	0.7%	0.5%
000728.SZ	国元证券	0.52	0.15	2.06	0.63	25.1%	23.3%	63.55	30.84	0.8%	0.5%
600369.SH	西南证券	0.51	0.20	1.38	0.52	37.1%	38.4%	23.29	11.91	2.2%	1.7%
601059.SH	信达证券	0.50	0.05	1.54	0.43	32.6%	10.9%	34.83	15.96	1.4%	0.3%
002926.SZ	华西证券	0.48	0.12	1.85	0.48	25.7%	25.1%	31.81	14.13	1.5%	0.9%
601990.SH	南京证券	0.43	0.26	1.60	0.96	26.6%	27.1%	24.76	16.78	1.7%	1.5%
002673.SZ	西部证券	0.42	0.15	3.60	0.85	11.7%	17.5%	68.94	33.29	0.6%	0.4%

000776.SZ	广发证券	0.38	0.15	5.66	3.36	6.7%	4.3%	233.00	117.78	0.2%	0.1%
601375.SH	中原证券	0.34	0.08	0.92	0.26	37.2%	31.5%	19.68	11.99	1.7%	0.7%
601788.SH	光大证券	0.32	0.15	10.31	4.30	3.1%	3.4%	100.31	41.84	0.3%	0.3%
002945.SZ	华林证券	0.28	0.05	1.03	0.05	27.1%	99.5%	10.15	6.18	2.8%	0.8%
600909.SH	华安证券	0.27	0.06	1.13	0.33	24.2%	19.5%	36.52	19.62	0.7%	0.3%
601099.SH	太平洋	0.22	0.09	1.25	0.81	17.2%	11.0%	13.71	5.41	1.6%	1.6%
002797.SZ	第一创业	0.17	0.08	1.90	1.03	9.0%	7.5%	24.89	15.24	0.7%	0.5%
601696.SH	中银证券	0.14	0.04	2.58	0.42	5.5%	8.9%	29.40	12.46	0.5%	0.3%
000750.SZ	国海证券	0.13	0.02	1.58	0.49	8.4%	3.9%	41.88	19.25	0.3%	0.1%
000712.SZ	锦龙股份	0.13	0.06	0.28	0.15	45.0%	39.6%	1.92	3.59	6.6%	1.7%
601236.SH	红塔证券	0.12	0.02	0.56	0.28	21.7%	7.9%	12.01	10.28	1.0%	0.2%
44家上市券商		51.07	19.30	457.69	140.79	11.2%	13.7%	4984	2356	1.0%	0.8%

资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图4: 2024年资本市场基础制度加快完善

时间	分类	发布文件	主要内容
2024/4/12	新“国九条”	国务院《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》	严把发行上市准入关。严格上市公司持续监管。 鼓励上市公司聚焦主业, 综合运用并购重组、股权激励等方式提高发展质量。 加大退市监管力度。 加强并购重组监管 , 强化主业相关性, 严把注入资产质量关, 加大对“借壳上市”的监管力度, 精准打击各类违规“保壳”行为。加强证券基金机构监管, 推动行业回归本源、做优做强。 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 , 鼓励中小机构差异化发展、特色化经营。加强交易监管, 增强资本市场内在稳定性。大力推动中长期资金入市, 持续壮大长期投资力量。进一步全面深化改革开放, 更好服务高质量发展。 加大并购重组改革力度, 多措并举活跃并购重组市场。 推动形成促进资本市场高质量发展的合力。
2024/6/19	“科创板八条”	证监会《关于深化科创板改革 服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》	强化科创板“硬科技”定位。开展深化发行承销制度试点。优化科创板上市公司股债融资制度。 更大力度支持并购重组。 完善股权激励制度。完善交易机制, 防范市场风险。加强科创板上市公司全链条监管。积极营造良好市场生态。
2024/9/20	风险控制	证监会《证券公司风险控制指标计算标准规定》(修订版)	一是对证券公司投资股票、做市等业务的风险控制指标计算标准予以优化, 进一步引导证券公司充分发挥长期价值投资、服务实体经济融资、服务居民财富管理等功能作用。二是根据证券公司风险管理水平, 优化风控指标分类调整系数, 支持合规稳健的优质证券公司适度提升资本使用效率, 更好为实体经济提供综合金融服务。三是对证券公司所有业务活动纳入风险控制指标约束范围, 明确证券公司参与公募REITs等新业务风险控制指标计算标准, 提升风险控制指标体系的完备性和科学性, 夯实风控基础。四是对创新业务和风险较高的业务从严设置风险控制指标计算标准, 加强监管力度, 提高监管有效性。
2024/9/24	并购重组	证监会《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》、《上市公司重大资产重组管理办法》	一是支持上市公司向新质生产力方向转型升级。二是鼓励上市公司加强产业整合。 三是进一步提高监管包容度。四是提升重组市场交易效率。五是提升中介机构服务水平。 六是依法加强监管。
2024/9/24	市值管理	中国证监会《上市公司监管指引第10号——市值管理(征求意见稿)》	要求上市公司以提高上市公司质量为基础, 提升经营效率和盈利能力, 并结合实际情况依法合规 运用并购重组、股权激励、现金分红、投资者关系管理、信息披露、股份回购等方式, 推动上市公司投资价值提升。 明确了上市公司董事会、董事和高级管理人员、控股股东等相关方的责任, 并对主要指数成份股公司披露市值管理制度、长期破净公司披露估值提升计划等作出专门要求。同时, 明确禁止上市公司以市值管理为名实施违法违规行。
2024/9/26	中长期资金	中央金融办、中国证监会《关于推动中长期资金入市的指导意见》	一是建设培育鼓励长期投资的资本市场生态。二是大力发展权益类公募基金, 支持私募证券投资基金稳健发展。三是着力完善各类中长期资金入市配套政策制度。

资料来源: 中国政府网、证监会, 民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026