

## 证券 II

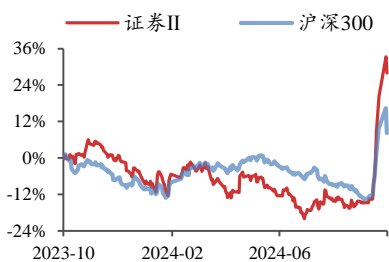
2024 年 10 月 10 日

## 打造国际一流投行，看好市场化整合实现协同效应

### ——国泰君安与海通证券吸收合并预案点评

投资评级：看好（维持）

#### 行业走势图



数据来源：聚源

#### 相关研究报告

《蚂蚁基金规模高增，行业马太效应加剧——2024H1 基金销售渠道数据点评》-2024.9.18

《国泰君安和海通证券筹划合并，催化并购主线机会 ——国泰君安和海通证券筹划合并事件点评》-2024.9.6

《偏股基金保有同比下降，申购额同比降幅好于新发——2024H1 公募基金市场数据点评》-2024.7.23

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

卢崑（分析师）

lukun@kysec.cn

证书编号：S0790524040002

**事件：**10月10日晚国泰君安和海通证券公告《国泰君安证券股份有限公司换股吸收合并海通证券股份有限公司并募集配套资金暨关联交易预案》，两家公司将于2024年10月10日（星期五）开市起复牌。

● **换股比例 1:0.62，海通证券 H 股换股溢价 30%，配套募资不超过 100 亿**

1、换股比例：（1）国泰君安、海通证券的 A 股换股价格为 13.83 元/股、8.57 元/股，按照定价基准日前 60 个交易日的 A 股股票交易均价（无溢价）经除权除息调整后确定，并由此确定 A 股及 H 股换股比例。（2）本次合并中每股海通证券股票能换取国泰君安股票的比例，确定为 1:0.62，即海通证券 A 股股东持有的每 1 股海通证券 A 股股票可以换取 0.62 股国泰君安 A 股股票，海通证券 H 股股东持有的每 1 股海通证券 H 股股票可以换取 0.62 股国泰君安 H 股股票。（3）换股价对应国泰君安 A 股、海通证券 A 股 PB 为 0.83/0.69 倍（现价 PB 为 0.88/0.69），对应国泰君安 A 股、海通证券 H 股为 0.42/0.35 倍（现价 PB 为 0.43/0.26），海通证券 H 股换股时溢价 30%。

2、异议股东利益保护：国泰君安 A/H 股异议股东收购请求权价格为 14.86/8.54 元，较最新收盘价溢价 1%/8%，华泰证券 A/H 股异议股东现金选择权价为 9.28/4.16 元，较最新收盘价溢价 6%/15%。异议股东申报行使收购请求权、现金选择权后不再持有相关股票，将丧失未来公司股票价格上涨带来的获利机会。

3、定增：国泰君安向其第一大股东上海国有资产经营有限公司（简称：国资公司）发行 A 股股票募集配套资金不超过人民币 100 亿元，发行价格为 15.97 元/股，定价方法为 2023 年末归母每股净资产基础上扣除 2023 年和 2024 中期分红的每股现金红利。

● **预计合并后净资产行业第一，看好合并后的协同效应**

（1）资产负债表更加稳健强大：以 2024 年中报数据测算，合并后归母净资产规模达到 3311 亿元，排名行业第一。合并后公司资产负债规模更大、结构更均衡，抗风险能力更强、资金运用效率更高。合并后公司有望凭借高监管评级带来的风控指标优化，提升用表效率。（2）牌照与客户资源共享互补：合并后公司各业务能力有望提升，多项业务指标将位列行业第一，同时各业务线牌照与客户资源将得到互补完善，有助于扩大客户覆盖面并提升综合服务能力，有助于提高单客价值。（3）成本管控更加高效：国泰君安具有较高的信用评级，有望带动合并后公司资金成本下降。同时合并后公司可发挥规模效应，在分支机构中后台运营、集中采购、提高固定资产使用效率、IT 资源整合方面实现更加集中、集约化的管理，从而实现成本有效降低。

● **打造国际一流投行，看好市场化整合实现协同效应，关注补涨行情**

本次合并属于强强联合，优势互补，目的是打造国际一流投资银行，预计本次整合秉承市场化原则，看好合并后的协同效应。9月6日两家公司停牌至今券商板块上涨 50%，其中 5 家头部券商（中信证券、华泰证券、广发证券、中国银河、招商证券）上涨 38%-59%，看好后续国泰君安和海通证券的补涨行情。在政策转向的驱动下 9 月 24 日至今市场交易活跃度持续超预期，直接利好券商经纪与两融业务，并催化资管等业务需求。短期看券商板块行情受资金面影响为主，市场活跃度有望保持高位，继续看好券商板块行情。看好三类标的机会：充分受益于个人投资者入市的互联网券商和 2C 金融信息服务提供商；受益于 ETF 规模高增、港股等海外业务优势突出的头部券商；并购主线类标的。

● **风险提示：**并购事项进展不及预期；行业政策落地不及预期。

**附表 1：受益标的估值表**

证券代码	证券简称	股票价格（元）		EPS（元）		P/E		评级
		2024/10/9	2023A	2024E	2025E	2024E	2025E	
300059.SZ	东方财富	24.90	0.52	0.50	0.55	49.80	45.27	买入
600958.SH	东方证券	11.13	0.32	0.41	0.47	27.15	23.68	买入
601377.SH	兴业证券	6.75	0.23	0.21	0.30	32.14	22.50	买入
601456.SH	国联证券	12.46	0.24	0.19	0.27	65.58	46.15	买入
300803.SZ	指南针	87.11	0.18	0.44	0.76	198.52	115.19	买入
300033.SZ	同花顺	230.99	2.61	3.16	5.70	73.10	40.52	买入
601108.SH	财通证券	8.63	0.48	0.45	0.55	19.18	15.69	买入
601881.SH	中国银河	15.24	0.65	0.70	0.79	21.85	19.35	未评级
601878.SH	浙商证券	14.27	0.42	0.46	0.51	31.33	27.81	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：中国银河、浙商证券盈利预测和估值来自 Wind 一致预期

## 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R3（中风险），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C3、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C3、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，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，属于商业秘密材料，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3层  
邮编：200120  
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9层  
邮编：100044  
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

### 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