

2024年10月11日

超配

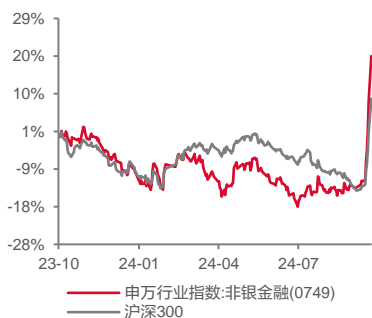
国君合并海通方案落地，看好协同深化与后续行业并购进程提速

——非金融行业简评

证券分析师

陶圣禹 S0630523100002

tsy@longone.com.cn



相关研究

- 重视高涨情绪下增量资金入市推动的非银板块持续行情——非金融行业周报（20240930-20241006）
- 券商风控指标修订落地，新“国十条”指明保险高质量发展方向——非金融行业周报（20240916-20240922）
- 航母级券商蓄势启航，预定利率分阶段下调启动——非金融行业周报（20240902-20240908）

投资要点:

- **事件:** 国泰君安和海通证券于10月9日晚联合发布《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》，相关股票于10月10日复牌。
- **以1:0.62换股，并募集配套资金不超过100亿元。** 预案包括三部分：**1) 换股:** 按照定价基准日前60个交易日A股均价除权除息后确定，国泰君安A/H换股价格分别为RMB 13.83/HKD 7.73，海通证券A/H换股价格分别为RMB 8.57/HKD 4.79，对应海通证券和国泰君安的换股比例为1:0.62，其中海通证券H股换股价有34%的溢价，测算得国泰君安AH换股PB分别为0.83x/0.42x，海通证券则为0.69x/0.35x，换股完成后海通证券股票注销并终止上市；**2) 现金选择权/收购请求权:** 对于异议股东可行使现金选择权/收购请求权，即定价基准日前60日内最高成交价（非最高收盘价），对应国泰君安和海通证券AH分别为RMB 14.86/HKD 8.54和RMB 9.28/HKD 4.16，虽然较换股价有一定溢价（海通证券H股除外），但较10月10日收盘价来看已呈现折价，其中H股折价率高达30%以上，我们预计异议股东放弃行权，采取二级市场直接交易的概率更大；**3) 募集配套资金:** 拟向国泰君安控股股东上海国资公司发行不超过6.3亿股A股股份，以募集不超过100亿元配套资金，发行价格为RMB 15.97/股，以2024H1净资产测算发行PB为0.96x，发行价已低于复盘首日收盘价，发行完成后国资公司仍为第一大股东及实控人，持股20.4%。
- **关注点一：顶层设计推进下，后续流程有望加速。** 本次并购重组的出发点即为在金融强国战略和上海国际金融中心建设推进下的一流投资银行建设，遵循强强联合、优势互补、对等合并的原则。后续虽然仍有三阶段任务需要完成，即一是完成公司治理程序，涵盖进一步的董监事会、职工代表大会和股东大会审议；二是监管审核，涵盖上交所、港交所、两地证监会审核；三是交易交割，进一步完成吸收合并、新股发行与募集配套资金，但我们认为顶层设计下业务推进效率有望提升，仅一个月即推出预案的超预期进展得以印证，后续流程节奏加速值得期待。此外，对于市场较为关注的“一参一控一牌”，短期仍聚焦于各自的业务发展，后续的资源整合有一定的过渡期安排。
- **关注点二：看好业务整合后“1+1>2”的协同效应深化。** 合并后的新公司有望在多个维度实现“1+1>2”的协同效应：**1) 资本运用上更加稳健。** 合并后新公司总资产超1.6万亿元，净资产超过3300亿元，跃居行业首位，更大的资产负债规模和更均衡的结构将增强抗风险能力和资金运用效能，向大股东的100亿元募资也有望进一步增强核心资本；**2) 服务能力上更加专业综合。** 合并后将拥有业内人数最多的投顾团队，基金投顾和基金评价牌照的结合也将提升资产研究、定价和配置能力，同时新公司资产管理业务AUM将达到3.4万亿元，且拥有2.8亿公募客户，社保、企业年金投资管理牌照也进一步实现优势互补；**3) 管理保障上更加坚固夯实。** 新公司通过集约化的成本管控，可有效降低成本并减少重复投入，提升整体运营效率和盈利能力。
- **关注点三：示范效应叠加上涨行情预期下，行业并购重组进程有望提速。** 现阶段券业并购重组呈现两条主线，一是以业务或区域互补为出发点推动版图完善，以实现更广阔的市场覆盖，扩大市场份额；二是国资体系内推动股权整合以提升资金运营效率，增强整体竞争力。我们预计未来两类券商或有被并购预期，一是在强监管、防风险框架下有业务回归本源或风险处置需求的央企资本下属券商或民营券商；二是同一国资体系内推动资源整合、促进高质量发展背景下，资本实力相对较弱的券商。从并购节奏来看，一方面国泰君安与海通证券吸收合并进度超预期，有望在行业内产生示范效应，将并购重组事宜尽早提上日

程更有利于获得选择权和议价权；另一方面“924”政策组合拳发布后的市场表现火热，券商指数区间最大涨幅已超60%，上涨行情预期也会抬高未来的并购成本，我们预计现阶段的市场调整仍是较好的并购重组布局窗口期。

- **投资建议：**中央金融工作会议和新“国九条”对于一流投资银行建设的有效性和方向性不改，建议把握并购重组、高“含财率”和ROE提升三条逻辑主线，个股建议关注资本实力雄厚且业务经营稳健的大型券商配置机遇。
- **风险提示：**权益市场大幅波动影响股票交投活跃度，投资者风险偏好降低拖累市场景气度，宏观环境下行影响市场基本面，政策落地力度不及预期。

表1 国泰君安和海通证券重组事宜梳理

		国泰君安		海通证券	
基本资料	股票代码	601211.SH	2611.HK	600837.SH	6837.HK
	币种	RMB	HKD	RMB	HKD
	BPS (2024H1)	16.64	18.23	12.48	13.67
交易数据	停牌收盘价 (9/5)	14.70	7.91	8.77	3.63
	停牌日 PB	0.88	0.43	0.70	0.27
	复盘首日收盘价 (10/10)	16.17	12.26	9.65	7.09
	复盘首日涨幅	10%	55%	10%	95%
	复盘首日 PB	0.97	0.67	0.77	0.52
换股	换股价	13.83	7.73	8.57	4.79
	换股比例		1:0.62		
	换股 PB	0.83	0.42	0.69	0.35
异议股东	可行使权利	收购请求权		现金选择权	
	行权价	14.86	8.54	9.28	4.16
	较换股价折溢价	7.4%	10.5%	8.3%	-13.2%
	较复盘首日收盘价折溢价	-8.1%	-30.3%	-3.8%	-41.3%
	行权 PB	0.89	0.47	0.74	0.30
募资	发行股份数 (亿股)	6.26			
	发行价	15.97			
	募资总额 (亿元)	100			
	发行 PB	0.96			

资料来源：公司公告，东海证券研究所

图1 交易前后国泰君安控股股东、实际控制人及其一致行动人持股变化

股东名称	本次换股实施前		本次换股实施后 (不考虑募集配套资)		本次换股实施后 (以募集 配套资金总额上限测算)	
	持股数量 (万股)	持股比例	持股数量 (万股)	持股比例	持股数量 (万股)	持股比例
A股股东合计	751,190	84.37%	1,349,777	79.38%	1,412,395	80.11%
国际集团及其一致行动人	269,433	30.26%	269,433	15.85%	332,050	18.83%
其中：国资公司	190,096	21.35%	190,096	11.18%	252,714	14.33%
国际集团	68,222	7.66%	68,222	4.01%	68,222	3.87%
上海上国投资产管理有限公司	7,548	0.85%	7,548	0.44%	7,548	0.43%
上海国际集团资产管理有限公司	3,473	0.39%	3,473	0.20%	3,473	0.20%
上海国际集团资产经营有限公司	93	0.01%	93	0.01%	93	0.01%
H股股东合计	139,183	15.63%	350,576	20.62%	350,576	19.89%
国际集团及其一致行动人	27,600	3.10%	27,600	1.62%	27,600	1.57%
其中：国资公司	15,200	1.71%	15,200	0.89%	15,200	0.86%
国际集团	12,400	1.39%	12,400	0.73%	12,400	0.70%
国际集团及其一致行动人小计	297,033	33.36%	297,033	17.47%	359,650	20.40%
总计	890,373	100.00%	1,700,353	100.00%	1,762,971	100.00%

资料来源：公司公告，东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

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注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200125

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089