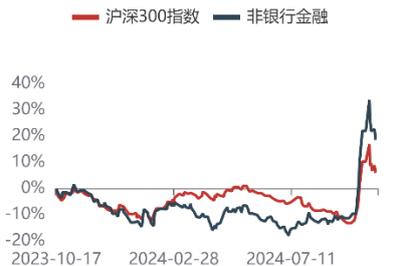


行业深度报告

证券业供给侧优化加速，关注券商整合机遇与效果

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】行业深度报告*非银行金融*证券业高质量发展系列报告（一）：资本市场改革驱动证券业格局重塑*强于大市 20240528

证券分析师

王维逸 投资咨询资格编号
S1060520040001
BQC673
WANGWEIYI059@pingan.com.cn

李冰婷 投资咨询资格编号
S1060520040002
LIBINGTING419@pingan.com.cn

韦霁雯 投资咨询资格编号
S1060524070004
WEIJIWEN854@pingan.com.cn



平安观点：

- **行业复盘：监管与市场共同驱动证券业四轮并购重组浪潮。**①1995-2002年：适应混业向分业经营转变，多家券商增资扩股，吸收银行、信托、保险营业部；②2004-2006年：适应证券业三年综合治理，多家高风险问题券商被托管和收购；③2008-2010年：主要为解决“一参一控”要求下同业竞争问题，同一股东控制的多家券商进行整合或股权转让；④2012-2020年：为发展业务、提升市场竞争力，区域、业务互补的券商间整合重组。
- **案例复盘：业务与区域互补、整合能力强的券商并购效果较好。**复盘申万与宏源、中金与中投、中信与广州等券商并购重组案例，总结以下特征：1) 具有同一大股东、被并购对象出现风险事件、业务或区域优势差异较大的券商间更具并购动机。2) 实践中自筹划并购、停牌至并购实施完毕需要9-15个月左右，需经历董事会及股东大会审批、国资审批（或有）、交易所审核、证监会注册批复等流程；收购定价差异较大，与收购时行业景气度、股权关系、标的成长性等相关较大，今年以来交易券商股权定价在1.3xPB左右。3) 并购重组可使券商快速扩表、迅速补足部分业务或区域短板，但整合效果有差异，业务、区域互补性较强的两家券商整合或将更为顺利，整合能力强的并购方整合效果相对更优。
- **行业展望：新一轮并购重组浪潮将起，供给侧格局优化加快。**政策端分类监管导向明确，2023年10月中央金融工作会议提出“完善机构定位，支持国有大型金融机构做优做强”，2024年3月证监会明确加快建设一流投资银行和投资机构的高质量发展方向，支持头部证券公司通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做优做强。随着相关行业政策的持续落实，今年以来证券业股权变动频繁，以国君海通为代表的头部券商并购重组事件具有较强示范效应。后续建议关注①同一主要股东或同一国资背景下证券公司并购重组机会和②地方国资证券公司为民营证券公司的并购机会。
- **投资建议：建议关注整合能力强、业务优势突出的头部券商。**新一轮并购重组浪潮或将来临，证券行业供给侧格局优化将加速。从历史案例来看，券商间并购重组流程较长、效果有所差异，考验并购双方业务整合能力和管理能力，以及合并后利用双方优势、提升市场份额的专业能力。建议关注具有较强整合能力、业务优势突出、有望率先受益于行业利好政策的头部券商，如中信证券、中国银河、中金公司等。
- **风险提示：1) 政策推进不及预期；2) 宏观经济下行超出预期；3) 金融政策监管风险；4) 部分证券公司股权变动等计划推进不及预期；5) 资本市场行情波动较大，投资者风险偏好出现较大变化。**

正文目录

一、 行业复盘：监管与市场共同驱动证券业四轮并购重组浪潮	4
二、 案例复盘：业务与区域互补、整合能力强的券商并购效果较好	5
2.1 申万宏源：申银万国换股吸收宏源证券、实现重组上市，耗时相对较久	7
2.2 中金公司：中投证券股权结构简单，业务互补性强，并购障碍较小	9
2.3 中信证券：广州证券定位清晰，剥离公募和期货子公司	12
2.4 国联证券：积极寻求并购标的，业务和区域互补明显	14
2.5 国泰君安：与海通证券强强联合，资产规模或将跃居行业第一	16
三、 行业展望：新一轮并购浪潮将起，供给侧格局优化加快	18
四、 投资建议：建议关注整合能力强、业务优势突出的头部券商	21
五、 风险提示	21

图表目录

图表 1	部分证券行业重要并购重组事件统计	4
图表 2	上市公司重大重组的交易流程	6
图表 3	近期部分券商并购重组事件交易金额及估算 PB	7
图表 4	2013 年申银万国与宏源证券部分财务指标对比（亿元）	8
图表 5	申银万国和宏源证券并购重组过程	8
图表 6	申万宏源员工人数与人均薪酬变动	9
图表 7	申万宏源沪深交易所股基成交额市场份额	9
图表 8	申万宏源超额 ROE 变动	9
图表 9	中金公司、中投证券营收结构对比	10
图表 10	中金公司、中投证券部分指标对比（亿元）	10
图表 11	中金公司、中投证券并购重组过程	11
图表 12	中金公司部分指标在上市券商中排名（位）	11
图表 13	中信证券、广州证券营收结构对比	12
图表 14	中信证券、广州证券部分指标对比（亿元）	12
图表 15	中信证券、广州证券并购重组过程	13
图表 16	中信证券、广州证券营业网点、开户客户数量、经纪业务收入及交易量	13
图表 17	国联证券、民生证券营收结构对比	14
图表 18	国联证券、民生证券部分指标对比（亿元）	14
图表 19	国联证券、民生证券营业部分布对比（2023 年末）	14
图表 20	国联证券、民生证券并购进展	15
图表 21	国联证券部分指标及在上市券商中排名变动	15
图表 22	国泰君安与海通证券部分指标在上市券商中的排名测算	17
图表 23	2023 年以来部分证券公司股权变动事件统计	18
图表 24	主要证券公司主要股东背景统计（2024H1 末）	19

一、行业复盘：监管与市场共同驱动证券业四轮并购重组浪潮

伴随着“分业经营”、“综合治理”和“一参一控”几轮重磅政策出台,以及证券公司做大做强需求,我国证券行业在 1995-2022、2004-2006、2008-2010、2012-2020 年间出现了四轮并购重组热潮。从 1985 年我国第一家证券公司深圳经济特区证券成立开始算起,我国证券行业发展近四十年,期间市场制度逐渐成熟、行业规模增长迅速。并购重组是行业增长的重要驱动力,证券行业也历经 4 波并购重组浪潮:

1) 第一次并购浪潮 (1995-2002): 混业向分业经营转变。

我国证券业发展初期采用混业经营模式,1995 年起《商业银行法》、《关于人民银行各级分行与所办证券公司脱钩的通知》、《证券法》、《信托法》等一系列法律法规和通知出台,推动银行、证券、保险、信托的分类经营;2001 年证监会发布《关于证券公司增资扩股有关问题的通知》,规定证券公司增资扩股属于企业行为,凡依法设立的证券公司均可自主决定是否增资扩股,掀起证券业第一波并购重组浪潮。多家商业银行、信托公司原有的无法改制的营业部被部分券商收入囊中,例如 1993 年广东发展银行在证券部基础上组建广东广发证券公司,1995 年吸纳广东发展银行 25 个证券营业部,1996 年起陆续收购多家银行、信托、保险的营业部;2000 年中国银河证券在合并原工行、农行、中行、建行、人保及中经开所属信托投资公司证券业务部门和证券营业部基础上组建成立。

2) 第二次并购浪潮 (2004-2006): 综合治理化解经营风险。

2001 年资本市场进入调整期,证券业挪用客户保证金、违规高息融资、财报失真等风险问题暴露,监管展开证券行业为期三年的综合治理,期间大量高风险问题券商被托管和收购,其中不乏当时的头部券商,例如建银投资收购南方证券,与中信证券共同出资筹建中信建投证券、受让华夏证券的全部证券业务,长江证券托管大鹏证券,华泰证券托管亚洲证券、联合证券,中信证券收购金通证券、万通证券等。

3) 第三次并购浪潮 (2008-2010): “一参一控”解决同业竞争问题。

前期综合治理期间的大量整合并购造成同一股东参股或控股多家证券公司,可能导致同业竞争或关联交易情况。因此 2008 年国务院颁布《证券公司监督管理条例》,规定一家机构或者受同一实际控制人控制的多家机构参股证券公司的数量不得超过两家,其中控股证券公司的数量不得超过一家。汇金、建银等纷纷通过整合、转让股份等方式应对“一参一控”要求,例如建银旗下中投证券、中信建投、中金公司、瑞银证券均转让股份至汇金,而后 2016 年中金公司合并中投证券,汇金实际控制的申银万国、宏源证券也于 2015 年合并;2010 年中信证券将中信建投转让股份至北京国资委,旗下中信金通、中信万通均转为区域子公司。

4) 第四次并购浪潮 (2012-2020): 做大做强需求驱动市场性并购逐渐增加。

2012 年后证券行业市场性并购数量逐渐增加,主要目的在于发展业务、提升市场竞争力,并购标的的选择中也体现区域和业务互补、牌照获取、拓展海外市场等动机。例如中信证券收购广州证券、并转为华南区域子公司,东方财富收购西藏同信证券、成为境内首个获得证券业务牌照的互联网公司,中信证券收购香港里昂证券、增强全球网络布局。

图表 1 部分证券行业重要并购重组事件统计

时期	公司名称	时间	主要事项
第一次并购浪潮 (1995-2002): 混业向分业经营转变	广发证券	1995-2000	吸纳广东发展银行各分支机构 25 个证券营业部;收购浙江证券海口海甸岛营业部;收购人保成都市分公司证券营业部,受让工商银行、建设银行、农业银行部分营业部,收购原广国投证券营业部,收购广东省内信托公司下属营业部
	中国银河	2000	在合并原工行、农行、中行、建行、人保及中经开所属信托投资公司证券业务部门和证券营业部基础上组建成立
	西南证券	1999	由重庆国际信托投资公司(证券总部)、重庆有价证券公司、重庆(财政)证券公司和重庆市证券交易中心资产重组和增资扩股组建
	东北证券	2000	由吉林证券、吉林信托证券部合并重组和增资扩股组建
	华西证券	2000	由四川省证券公司和四川证券交易中心合并重组和增资扩股组建

	渤海证券	2001	由天津证券有限公司与天津市国际信托投资公司、天津信托投资公司、天津北方国际信托投资公司、天津滨海信托投资公司等四家信托机构证券业务部合并重组后设立
	西部证券	2001	由陕西证券公司、宝鸡证券公司及陕西信托投资有限公司和陕西西北信托投资有限公司所属营业部合并重组组建
	上海证券	2001	由上海财政证券公司和上海国际信托投资公司证券部重组组建
	华创证券	2002	由贵州实联信托投资公司和贵州省国际信托投资公司下属证券营业部重组设立
	红塔证券	2002	由云南省三家信托投资公司重组设立
第二次并购浪潮 (2004-2006): 综合治理化解经营风险	建银投资	2005	收购南方证券
	华泰证券	2005	托管亚洲证券、联合证券
	海通证券	2005	托管兴安证券、甘肃证券
	长江证券	2005	托管大鹏证券
	东方证券	2005	托管北方证券
	国信证券	2005	托管民安证券
	国元证券	2005	收购天勤证券
	安信证券	2006	托管中国科技证券、中关村证券
	广发证券	2006	托管第一证券、武汉证券
	信达资管	2006	托管汉唐证券、辽宁证券
	宏源证券	2006	托管新疆证券
	招商证券	2006	托管巨田证券
	中信证券	2004-2006	收购金通证券、万通证券，与建银投资重整华夏证券
光大证券	2005-2006	收购天一证券、昆仑证券	
第三次并购浪潮 (2008-2010): “一参一控”解决 同业竞争	建银投资	2008	转让西南证券至重庆渝富
		2009-2011	转让中投证券、中信建投、中金公司、瑞银证券至汇金
	中金公司	2016	收购中投证券
	汇金公司	2010	汇金与上海国际集团开展国泰君安和申银万国的换股
		2014	将持有的瑞银证券股份转让至广东交通集团
		2015	实际控制的申银万国、宏源证券合并
	中信证券	2010	将持有的中信建投股份转让至北京国资委
		2011、2014	中信金通、中信万通转为区域子公司
	新时代证券	2009	收购远东证券
恒泰证券	2009	收购长材证券	
太平洋证券	2010	明天控股将持有太平洋证券股份的两家子公司股权转让给山东九羊	
第四次并购浪潮 (2012-2020): 做大做强需求驱动 市场性并购逐渐增加	中信证券	2012	收购里昂证券
		2018	收购广州证券
	方正证券	2014	收购民族证券
	国泰君安	2014	收购上海证券
	东方财富	2015	收购西藏同信证券
	海通证券	2015	收购圣灵投资银行
	华泰证券	2016	收购 AssetMark
天风证券	2019	收购恒泰证券 29.99%股份	

资料来源：证监会，各证券公司官网，证券时报，新浪财经，爱企查，平安证券研究所

二、案例复盘：业务与区域互补、整合能力强的券商并购效果较好

复盘近年来部分上市券商合并重组案例，可以发现并购重组是证券公司理顺股权关系、发展业务、提升市场竞争力的重要手段之一。从并购动机来看，并购重组的券商间具有以下特征：1) 同一大股东适应“一参一控”要求，或具有加速提升旗下

券商服务能力、竞争能力需求；2) 被并购对象可能出现部分财务压力、高管波动、股东变动等风险事件；3) 业务或区域优势差异较大的两家券商整合更具动机，整合过程或将更为顺利。

从并购流程来看，实践中自筹划并购、停牌至并购实施完毕需要 9-15 个月左右。券商并购重组需要经历以下步骤：1) 内部审批流程：①筹划阶段可申请停牌至多 10 或 25 个交易日。筹划重组阶段采取保密措施，上市公司可申请停牌或不停牌筹划重大资产重组，若申请停牌，停牌时间不得超过 10 个交易日，特殊情形如涉及国资审批、特定行业监管等情形可延长至 25 个交易日，停牌期间至少每 5 个交易日披露一次进展公告。②董事会及股东大会审批，国资券商则需要国资审批。双方董事会需审议重组预案或重组报告书草案，实务中通常会先后召开两次或更多次董事会会议，首次会议通常审议重组预案(通常不具备标的资产审计数据)，并申请复牌，若停牌期间未能及时发布预案申请复牌，则需要终止筹划。二次董事会通常在审计评估工作完成后，审议重组报告书(草案)，并发布召开股东大会通知。对于国有控股上市券商，在召开股东大会前还需取得国有资产监督管理机构的批准。股东大会要求在首次董事会公告后 6 个月内发布通知，股东大会主要对董事会审议的相关事项进行批准。

2) 外部审批流程：注册制新规下，①交易所审核。股东大会后，独立财务顾问将申请材料报送交易所，交易所收到申请文件后 5 个工作日内做出是否受理的决定，受理后由重组审核机构审核并提出多轮问询(若不构成/构成重组上市，首轮问询在受理之日起 10/20 个工作日)，最终出具审核报告、并提交重组委审议，最终交易所重组委出具审核意见。②证监会注册批复。交易所审核通过后向证监会报送审核意见、资料及申请文件等，证监会在 15 个工作日内作出注册与否的决定。③其他外部审核环节(或有)，包括跨境交易需要外资准入的报告制度及收购境外标的资产的 ODI 程序(需商务部、发改委、外汇管理局审批)、反垄断批复程序(需商务部反垄断局审批)。

3) 交易实施阶段：主要环节包括标的资产过户交割、新股登记手续(若发行股份购买资产)、持续督导等。

图表2 上市公司重大重组的交易流程



资料来源：环球律师事务所

收购定价差异较大，与收购时行业景气度、股权关系、标的成长性等关联较大，今年以来交易券商股权定价在 1.3xPB 左右。目前监管对于被并购方标的资产的价格没有明确限制，但要求公允定价。被并购对象若是上市券商，收购价格多以定价基准日前公开市场交易均价确定，部分案例中会给予收购溢价或折价。

但监管对于并购方发行股份购买资产和募集配套资金的发行价格有明确规定。前者要求，若上市公司重大资产重组涉及发行股份的，发行股份的价格不得低于市场参考价的 80%，市场参考价为本次发行股份购买资产的董事会决议公告日前 20 个、60 个、120 个交易日的交易均价之一。后者要求，上市公司向特定对象发行股票，发行价格应当不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票均价的 80%，定价基准日为发行期首日，或满足一定条件下的董事会决议公告日、股东大会决议公告日。在实操过程中，也有上市公司配套募集资金定价时考虑不低于每股净资产，尤其是国有控股上市公司，据《上市公司国有股权监督管理办法》，上市公司国有股权变动应当依据证券市场公开交易价格、可比公司股票交易价格、每股净资产值等因素合理定价。

图表3 近期部分券商并购重组事件交易金额及估算PB

公告日	标的公司	交易标的及事件	交易金额	交易方式	估算PB
2014/7/25	宏源证券	申银万国换股吸收宏源证券	换股价格 9.96 元/股	换股吸收	2.7
2016/12/4	中投证券	中金公司换股吸收中投证券	总价款 167.01 亿元	换股吸收	1.1
2019/1/9	广州证券	中信证券发行股份购买广州证券	总价款 134.60 亿元	发行股份购买	1.2
2022/1/25	第一创业	首创集团将其持有的 12.7234% 第一创业股份转让给北京国管	总价款 37.55 亿元	协议转让	2.3
2022/4/25	太平洋	第一大股东嘉裕投资持有的 10.92% 太平洋股份司法拍卖, 华创证券竞得	总价款 17.26 亿元	司法拍卖	1.6
2023/3/15	民生证券	民生证券 30.3% 股权司法拍卖, 国联集团竞得	总价款 91.05 亿元	司法拍卖	2.0
2024/5/14	民生证券	国联证券发行股份购买民生证券 99.26% 股份	总价款 294.92 亿元	发行股份购买	1.9
2024/3/29	国都证券	浙商证券收购重庆信托等 5 个转让方持有的国都证券 19.1454% 股份	总价款 29.84 亿元	协议转让	1.4
2024/5/27	国都证券	浙商证券收购国华投资公开挂牌转让的 7.6933% 国都证券股份	总价款 10.10 亿元	挂牌转让	1.2
2024/6/7	国都证券	浙商证券收购同方创投、嘉融投资持有的 7.4159% 国都证券股份	总价款 11.35 亿元	协议转让	1.4
2024/4/22	中山证券	中山证券股东西部矿业集团将持有的 4.61% 中山证券股份转让给东莞市雁裕实业	总价款 2.97 亿元	协议转让	1.2
2024/6/24	瑞信证券	方正证券向北京国资公司转让瑞信证券 49% 股权	总价款 8.85 亿元	协议转让	1.8
2024/9/23	东莞证券	控股股东锦龙股份在上海联合交易所公开挂牌方式转让持有的 20% 东莞证券, 交易方为东莞金控和东莞控股	总价款 22.71 亿元	挂牌转让	1.2
2024/10/9	海通证券	国泰君安换股吸收海通证券	A 股换股 8.57 元/股	换股吸收	0.7

资料来源: 公司公告, 证监会, 上海证券报, Wind, 平安证券研究所

从并购效果来看, 并购重组可使证券公司资产负债表快速扩容, 迅速增强部分业务或区域实力, 但整合效果有差异、更需双方磨合顺利、迅速融入一体化管理和发展战略中。在此之中, 具有以下特征: 1) 业务、区域互补性较强的两家券商整合更为顺利, 尤其是被并购方在单个业务、单个区域领先优势较明确, 可能将保留法人资格、转为专业子公司或区域子公司, 剥离其他业务或其他区域业务; 2) 整合能力强的并购方整合结果更优, 两家券商团队、系统、文化的融合均需要并购方有较强的统筹和整合能力, 两家券商统一管理后更能发挥并购方优势。

2.1 申万宏源: 申银万国换股吸收宏源证券、实现重组上市, 耗时相对较久

并购背景: “一参一控” 和市场化因素共同驱动并购。申银万国由申银证券和万国证券于 1996 年合并而来, 2005 年中央汇金公司向申银万国注资并提供流动性支持, 成为其控股股东和实际控制人, 据宏源证券 2014 年 7 月公告显示, 汇金持有申银万国 55.3767% 股份。但汇金参控股券商数量较多, 受 “一参一控” 限制, 申银万国上市难度较大。宏源证券则是 2000 年由新疆宏源信托投资公司改组而来, 同时受让建设银行全国多个营业部, 其前身新疆宏源信托投资公司于 1994 年在深交所上市, 其控股股东建银投资为汇金全资子公司, 据其 2014 年三季报, 建银投资持有宏源证券 60.02% 股份。申银万国和宏源证券的合并对于汇金理顺券商股权投资、实现申银万国上市均有重要意义。此外, 宏源证券部分高管也面临监管部门调查、内部相对动荡, 也为双方并购重组创造机遇。

申银万国与宏源证券净资产规模相近, 优势业务相对互补。据宏源证券公告的换股吸收合并报告书及其年度报告, 2013 年申银万国归母净资产 184 亿元, 宏源证券归母净资产 148 亿元。申银万国在经纪、两融业务中更具优势, 而宏源证券在投行业务、交易业务中更为领先。据换股吸收合并报告书, 申银万国具有 16 家分公司、168 家证券营业部, 多数分布在长三角, 而宏源证券具有 139 家营业部, 更多分布在新疆。

图表4 2013年申银万国与宏源证券部分财务指标对比(亿元)

	总资产	归母净资产	营业收入	归母净利润	
申银万国	708.27	184.43	59.47	18.77	
宏源证券	345.90	148.01	41.19	12.27	
	经纪净收入	投行净收入	资管净收入	利息净收入	自营收入
申银万国	33.62	1.75	3.55	14.60	2.64
宏源证券	14.06	5.42	3.64	4.40	12.54146

资料来源:宏源证券公告,平安证券研究所;注:自营收入=投资收益-对联营/合营企业的投资收益+公允价值变动收益,下同

并购过程:整合耗时近15个月,以“控股集团公司+证券子公司”重新上市。2013年10月30日,宏源证券发布筹划重大资产重组公告,开始停牌,直至2014年7月25日发布预案,公告董事会审议通过并宣布复牌。2014年8月11日公告股东大会结果,11月4日证监会发审委审议通过,12月1日证监会正式批复,12月9日宏源证券宣布换股实施前最后交易日。2015年1月8日财政部批复申银万国证券吸收合并宏源证券新设公司资产评估项目核准,1月16日证监会核准批复设立申万宏源证券有限公司及2家子公司,1月23日宏源证券股票实施换股,1月26日换股后申万宏源正式上市,前后总计近15个月。

图表5 申银万国和宏源证券并购重组过程



资料来源:宏源证券公告,申万宏源公告,平安证券研究所

并购方式为申银万国换股吸收合并宏源证券,换股后控股集团上市深交所。据其公告的报告书,申银万国向宏源证券股东发行A股股票换股,申银万国将注册地设在新疆,转为不持证券牌照的投资控股公司、并申请在深交所上市流通,同时以全部证券类资产及负债出资在上海设立全资子公司,并由其在新疆设立投行子公司申万宏源承销保荐和区域经纪业务子公司申万宏源西部证券。此外,中央汇金为宏源证券、申银万国股东提供现金选择权,以定价基准日收盘价为基准向宏源证券异议股东支付现金对价,以发行价格向申银万国异议股东支付现金对价。

换股价格为宏源证券A股交易均价并给予20%溢价、对应PB约2.7倍,申银万国以每股净资产为发行价。宏源证券换股价格以定价基准日(董事会决议公告日)前20个交易日的A股股票均价(扣除当年分红派息事项)为基础,并给予20%换股溢价率,确定为9.96元/股,以2013年末每股净资产计算对应PB为2.67倍,同日(2013年10月30日宣布停牌)券商指数(申万II,下同)PB为1.83倍。申银万国发行价格为评估后的每股净资产4.86元(扣除当年分红派息事项),对应与宏源证券的换股比例为1股宏源证券A股股票可换得2.049股申银万国A股股票。吸收合并后每股净资产2.17元,与申银万国发行价测算PB约2.24倍。

并购效果:磨合时间较长,传统优势有所下滑。据21世纪经济报道2015年1月的报道,合并后业务条线整合采用“强者

主导”的原则，固定收益、资产管理等部门将由原宏源证券有关部门主导、申万有关部门并入，研究业务由申万主导，投行业务短期内可能在人事安排上两套班子并行。据中国经济网 2016 年 1 月的报道，合并后的申万宏源薪酬暂时保持一年“双轨制”，即申万和宏源各保持原有的薪酬系统。直至 2017 年底申万宏源进行薪酬制度改革。从员工数量来看，双方合并后 2015 年公司跟随资本市场活跃和证券行业扩容脚步大幅增员，2015 年后员工数量开始收缩。

图表6 申万宏源员工人数与人均薪酬变动

	2012		2013		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
	申银万国	宏源证券	申银万国	宏源证券	申万宏源								
员工人数 (人)	4390	5026	4172	5347	5281	14807	13831	14129	13594	13022	11707	11440	11813
人均薪酬 (万元)	34.53	23.32	47.64	28.66	49.02	59.35	41.65	35.68	38.09	46.01	58.91	72.04	65.66
人均创利 (万元)	31.64	17.26	45.00	22.95	64.91	82.08	39.11	32.55	30.60	44.04	66.34	82.15	23.61

资料来源：宏源证券公告，申万宏源公告，平安证券研究所

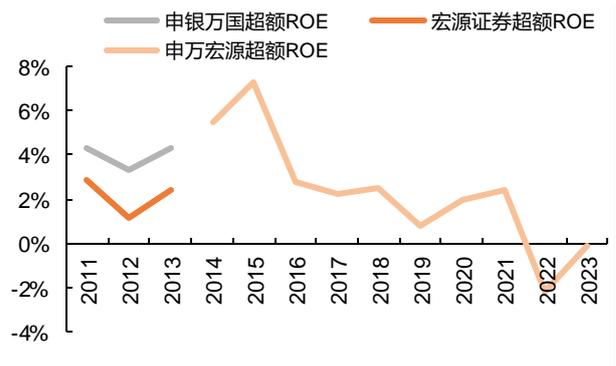
按中证协披露口径，2013 年申银万国、宏源证券净资产简单加总后合计 323.4 亿元，排名可提升至行业第 4 名，仅次于中信证券、海通证券、广发证券，营收、净利润合计 88.0、27.7 亿元，排名分别可提升至行业第 1、第 3。据中证协，2015 年申万宏源的净资产 467.9 亿元，排名行业第 8，营业收入 233.4 亿元、净利润 100.5 亿元，均排名行业第 7。分业务来看，过去申银万国传统代理买卖证券业务优势较明显、收入贡献也较高，在营业部时代领先同业，但 2014 年、2015 年正值经纪业务转型线上化，华泰证券等线上获客能力较强的券商崛起，申万宏源处于重组磨合期、转型较慢，股基成交额市占率从 2012 年的 5%、行业前 2（申银万国和宏源证券合计份额）下滑至 2018 年的 3%、行业排名第 8。盈利能力方面，两家券商整合后恰逢 2015 年权益市场高景气度时期，ROE 水平快速提升、较行业也实现明显超额 ROE，但 2016 年开始申万宏源超额 ROE 整体低于此前申银万国超额 ROE 水平（采用公司 ROE 与中证协披露行业经营数据测算的行业 ROE 之差额，以剔除行业整体 ROE 变动对结论的干扰）。

图表7 申万宏源沪深交易所股基成交额市场份额



资料来源：Wind，平安证券研究所；注：2014 年及之前为申银万国、宏源证券合计市场份额

图表8 申万宏源超额 ROE 变动



资料来源：宏源证券公告，申万宏源公告，证券业协会，平安证券研究所；ROE=当年归母净利润/年末归母净资产

2.2 中金公司：中投证券股权结构简单，业务互补性强，并购障碍较小

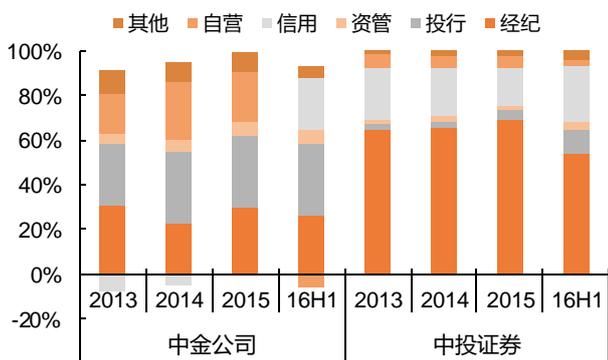
并购背景：中投证券为汇金全资子公司、合并难度相对较小，中金业务结构较具特色，双方体量相近、业务互补。

中投证券由 2005 年建银投资在重组南方证券的基础上成立，由建银投资 100%持股，后转让给汇金公司。中投证券继承南方证券遍布全国主要中心城市的营业网点和人才队伍，业务结构偏向于传统券商，以经纪业务、信用业务为核心，至 2016

年6月末中投证券设有证券营业部192家（据中金公司（H）公告）。据中证协排名，2015年中投证券代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）58.4亿元，行业排名第15名。

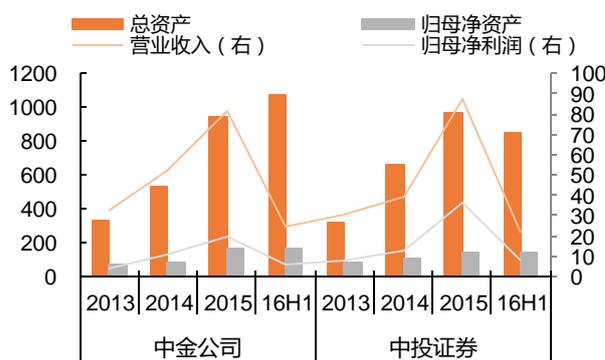
中金公司1995年以合资形式成立，向外资股东摩根士丹利学习先进经验，后原第一大股东建行转让股权至中央汇金，摩根士丹利股权转让至其他机构，2015年实现H股上市。中金公司品牌影响力较强，曾完成农业银行H股上市等多个明星项目，但整体规模在行业中并不突出，据中证协排名，2015年中金公司总资产、净资产排名行业24、23。中投证券与中金公司体量相近，但中金公司的机构业务和高净值客户财富管理业务更具特色，传统经纪业务相对弱势，双方业务互补性较强、也为并购奠定基础。2016年6月末中金公司仅拥有20个营业部（据中金公司（H）公告），据中证协排名，2015年中金公司代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）19.3亿元，行业排名第38。

图表9 中金公司、中投证券营收结构对比



资料来源：中金公司公告，Wind，平安证券研究所

图表10 中金公司、中投证券部分指标对比 (亿元)



资料来源：中金公司公告，Wind，平安证券研究所

并购过程：历时约9个月。2016年7月4日中金H股发布有关传媒报告的澄清公告，声明其与中投证券就战略合作和业务机会进行探讨、但目前处于非常初步阶段。11月4日，中金H股停牌并发布收购预案，12月4日正式寄发。12月19日召开临时股东大会，审议通过收购预案。2017年3月22日，中金公告先决条件已经完成，4月12日公告收购事项已完成、汇金公司持股比例增至58.65%。

图表11 中金公司、中投证券并购重组过程



资料来源: 中金公司公告, 证监会, 平安证券研究所

收购对价为 167 亿元, 对应 PB 为 1.13 倍左右。据中金 H 股公告, 建议收购事项的对价为 167.01 亿元, 将通过向汇金发行 16.78 亿股结清, 对应中金公司每股 9.95 元 (相当于每股 11.55 港元)。中投证券 2016 年 6 月末归母净资产为 147.2 亿元, 167 亿元对价对应 PB 约 1.13 倍。据中金 H 股公告, 中金公司发行价格 11.55 港元与其公告日附近交易平均价相近, 相对于每股净资产溢价 48.5%, 即对应 PB 为 1.49 倍左右。同期 (2016/11/3), 券商指数 PB 为 2.01 倍。

经纪并入中投证券, 其余业务主要由中金公司主导。据中金 H 股公告, 通过业务整合, 中金公司将侧重于经营面向机构的业务, 中投证券将侧重经营面向个人投资者为主的财富管理和零售经纪业务, 过渡期后统一使用中金公司品牌。其中, 中金公司财富管理业务并入中投证券, 整合后中投证券将成为开展财富管理和经纪业务的主体, 中投证券的资产管理和研究团队向财富资管和财富研究方向转型, 整合后也将引入市场化体制机制、优化人员选聘和考核激励政策; 中投证券投资银行团队整体并入中金投行业务部, 主要执行中小型企业和成长型企业的投行项目; 中投证券的固定收益、自营、机构销售和私募股权业务规模较小, 并入中金公司; 中投证券成为中金全资附属公司, 中后台保持相对独立和稳定。2019 年 7 月深圳证监局核准中投证券更名中国中金财富证券, 同时随着科创板跟投试点的推进, 中投证券也作为跟投子公司参与其中。

并购效果: 中金跻身第一梯队, 业务结构更为均衡, 综合实力提升。双方整合后, 中金公司主要指标跃升行业第一梯队, 据公司年报, 2016 年末中金公司归母净资产 184.5 亿元, 在上市券商中排名第 20 位, 2017 末增至 367.1 亿元、排名升至第 14 位, 此后受益于业绩增长较快、2021 年 A 股上市增资, 净资产等指标逐渐迈入十大券商行列。整合后公司业务结构更为均衡, 进一步夯实客户基础, 实现对各类企业、机构、个人客户的全方位覆盖。

图表12 中金公司部分指标在上市券商中排名 (位)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
经纪净收入	27	18	12	10	10	11	10	8	8
投行净收入	4	6	4	3	2	2	2	2	3
资管净收入	15	20	18	15	12	11	8	9	10
自营收入	20	12	7	3	5	2	2	2	3
营业收入	19	15	11	7	10	9	8	6	7
归母净利润	29	17	13	8	11	10	7	7	9
总资产	17	17	9	8	8	5	5	5	9
归母净资产	21	20	14	13	12	10	10	9	9

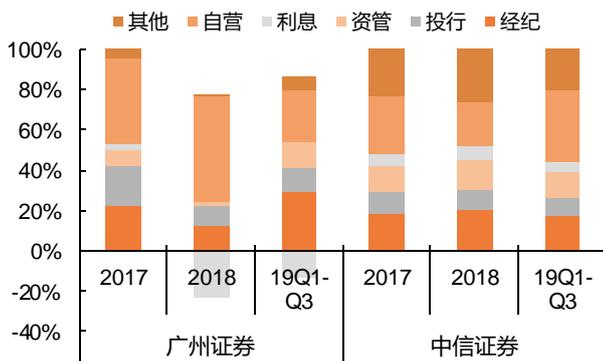
资料来源: 中金公司公告, Wind, 平安证券研究所

2.3 中信证券：广州证券定位清晰，剥离公募和期货子公司

并购背景：越秀金控持有广州证券 100% 股权，2018-2019 年广州证券业绩亏损，体量远小于中信证券。广州证券于 1998 年由央行广州分行设立，广州国资基因浓厚，2018 年 10 月广州越秀金控集团向其他股东收购广州证券 32.765% 股份，收购价为 62.64 亿元，对应 2018 年末归母净资产的 PB 约 1.96 倍，至此越秀金控直接及间接持有 100% 股权。广州证券业务综合，固定收益类业务、资管业务、资本中介业务市场地位相对靠前，营业部区域分布集中在华南、华东地区，据《中信证券发行股份购买资产暨关联交易报告书》，截至 2019 年 9 月 30 日，广州证券共 122 家营业部、其中 34 家位于华南、40 家位于华东，经纪业务收入来源中 69.56% 来自华南。受市场、监管和部分风险事件的影响，广州证券在并购前两年财务表现承压，2018 年公司归母净利润-6.21 亿元，2019 年 1-9 月归母净利润-3.58 亿元。

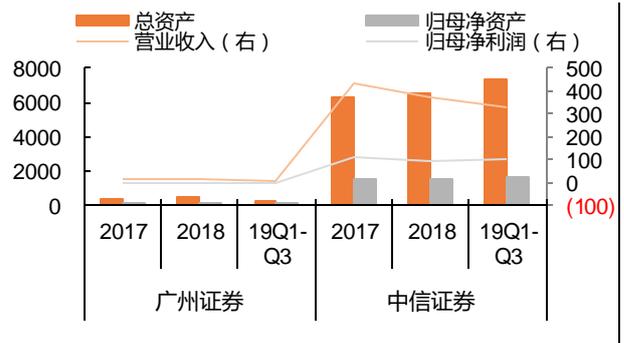
广东国资旗下仍持有万联证券、粤开证券股份，中信证券具有万通证券、金通证券整合经验。除广州证券外，广州市人民政府、广东省财政厅通过广州金控集团、广永国有资产经营有限公司等平台持有万联证券股份，并于 2020 年谋求上交所主板 IPO，但受监管责令改正、高管发生较大变动等因素影响，IPO 被终止审查。广州经济技术开发区管理委员会也通过广州开发区控股集团控股粤开证券，于 2015 年在三板挂牌，最新持股比例（2024/9/24）为 49.19%。中信证券过去也有收购中小券商并转为区域子公司的经验，中信证券于 2003 年收购万通证券、2005 年收购金通证券，后分别转为山东、浙江区域子公司，通过并购扩大区域版图。

图表 13 中信证券、广州证券营收结构对比



资料来源：中信证券公告，Wind，平安证券研究所

图表 14 中信证券、广州证券部分指标对比 (亿元)



资料来源：中信证券公告，Wind，平安证券研究所

并购过程：历时近 13 个月。2018 年 12 月 24 日，中信证券发布停牌公告、筹划发行股份购买资产事项；2019 年 1 月 9 日，董事会审批批准、并发布发行股份购买资产预案。后上交所发布问询函，中信证券也发布多轮预案修订稿，至 10 月证监会并购重组委审核通过，12 月证监会核准交易。2020 年 1 月完成标的资产过户，至此，此次并购重组事件流程整体时长近 13 个月。2020 年 3 月 12 日向越秀金控及其全资子公司金控有限发行的股份完成上市。

图表 15 中信证券、广州证券并购重组过程



资料来源：中信证券公告，证监会，平安证券研究所

收购对价为 135 亿元，对应 PB 为 1.20 倍。据交易报告书，剥离广州期货 99.03% 股份以及金鹰基金 24.01% 股权后的广州证券 100% 股权交易价格为 134.60 亿元，对应 2018 年 11 月末标的资产归母净资产的 PB 为 1.20 倍。中信证券发行股份价格为定价基准日前 60 个交易日股票交易均价 16.62 元/股（经派息调整后），向越秀金控发行 2.65 亿股、向其全资子公司金控有限发行 5.45 亿股。据 Wind，同期（董事会决议日期 2019 年 1 月 9 日），券商指数 PB 为 1.67 倍，中信证券 PB (LF) 为 1.27 倍。

交易资产剥离金鹰基金、广州期货股份，符合“一参一控”监管要求。广州证券将其所持有的广州期货 99.03% 股份以及金鹰基金 24.01% 股权剥离给越秀金控及其关联方。金鹰基金、广州期货剥离预计主要受“一参一控”限制驱动，中信证券控股华夏基金，同时中信证券大股东中信金控的全资子公司中信信托参股中信保诚基金，已达到“一参一控”；同时中信证券全资控股中信期货，也无法再通过广州证券间接控股广州期货。剥离后金鹰基金 24.01% 股权由越秀金控持有。

交易后定位为华南地区财富管理业务专业子公司，纳入一体化管理体系。中信证券受让广州证券 100% 股权，并更名为中信证券（华南），定位为华南地区从事财富管理业务的专业子公司，在广东省（除深圳外）、广西壮族自治区、海南省、云南省和贵州省内开展经纪业务及与经纪业务高度协同的部分业务，中信证券母公司相应变更经纪业务经营区域、避免同业竞争。2024 年 3 月中信证券公告，将华南地区全部 21 家分支机构转让至中信证券华南。广州证券现有自营、投行、资管等业务并入中信证券对应的业务条线。广州证券成为中信证券全资子公司，所有员工纳入中信证券垂直管理体系，由中信证券母公司统一管理，通过双向选择机制确定未来工作地点及岗位。

并购效果：华南地区营业网点、客户数量将显著增加。据交易报告书，中信证券位于上述华南五省的营业网点数量将由 21 家增加至 59 家，开户客户数量由 35.53 万户增至 115.59 万户。2017、2018 年度广州证券在华南地区的股基交易量和证券经纪业务收入都高于中信证券，中信证券在华南地区经纪业务的优势得到明显提升。

图表 16 中信证券、广州证券营业网点、开户客户数量、经纪业务收入及交易量

	营业网点 (个)		开户客户数量 (个)		2018 年度经纪业务收入 (万元)		2018 年度股基交易量 (亿元)	
	中信证券	广州证券	中信证券	广州证券	中信证券	广州证券	中信证券	广州证券
广东省 (不含深圳)	18	32	284,848	795,218	16,946	21,964	3,032	5,261
广西壮族自治区	1	3	19,119	2,843	588	68	88	70
海南省	1	1	21,062	1,146	483	71	60	10
云南省	1	1	30,294	773	823	13	168	7
贵州省	0	1		587		3		1
合计	21	38	355,323	800,567	18,839	22,119	3,348	5,349

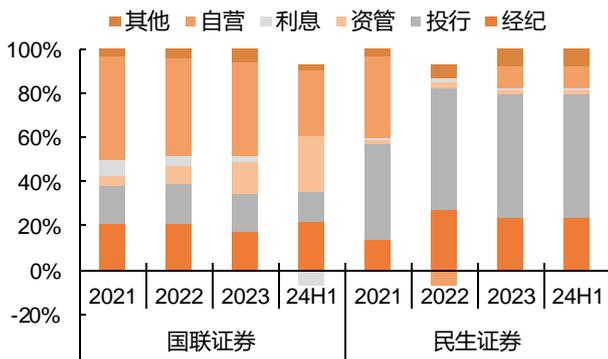
资料来源：中信证券公告，平安证券研究所（数据截止 2018 年末）

2.4 国联证券：积极寻求并购标的，业务和区域互补明显

并购背景：国联证券积极寻求外延并购机遇，民生证券原股东退市。国联证券由无锡国资委子公司无锡市国联发展集团控股，自2020年上市以来积极寻求外延并购，2020年9月20日公告拟受让长沙涌金持有的国金证券约7.82%股份，并换股吸收国金证券，但10月12日公告称终止筹划本次重大资产重组事项。2023年3月15日民生证券34.71亿股股权开始竞拍，东吴证券、浙商证券及国联集团参与竞拍，最终由国联集团竞得，成交价91.05亿元，对应民生证券100%股权总市值300.56亿元、PB为1.95倍（据国联证券公告交易报告书（草案））。民生证券原控股股东为泛海控股，2022年末泛海控股持有民生证券股权31.03%，但泛海控股自2020年开始连续4年亏损、旗下子公司也出现部分风险事件，合同纠纷导致30.3%民生证券股权遭拍卖。

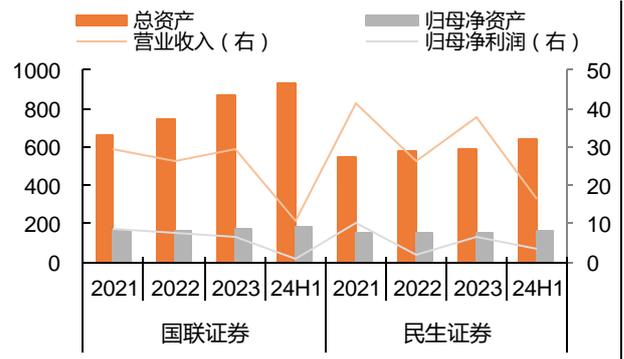
国联证券及民生证券具有较强的业务和区域互补性。业务优势方面，国联证券在财富管理、资产证券化以及衍生品业务等方面具有鲜明特色及优势；民生证券的投资银行业务实力突出，近年来“投资+投行+投研”的经营模式实现投资银行业务、机构研究业务与股权投资业务的相互促进，并形成了一定优势。区域优势方面，国联证券在无锡及苏南地区具有较强的市场影响力和较高的市场占有率，民生证券拥有分布在全国近30个省（含直辖市及自治区）的经纪业务分支机构、网点重点覆盖河南地区。

图表17 国联证券、民生证券营收结构对比



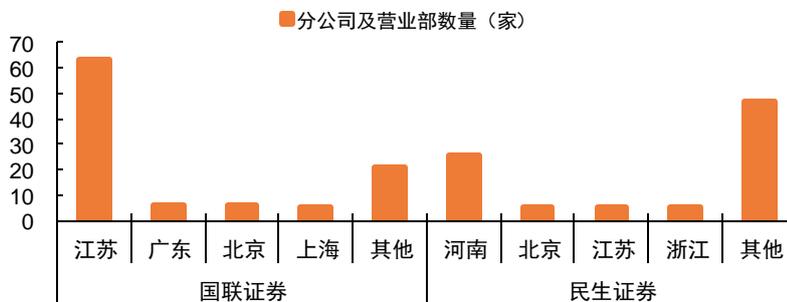
资料来源：Wind，国联证券公告，平安证券研究所

图表18 国联证券、民生证券部分指标对比 (亿元)



资料来源：Wind，国联证券公告，平安证券研究所

图表19 国联证券、民生证券营业部分布对比 (2023年末)

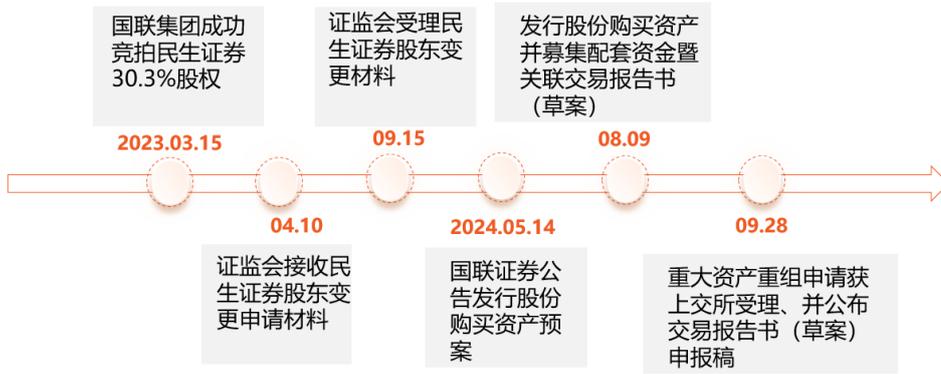


资料来源：国联证券公告，中证协，平安证券研究所

并购进展：申请已获交易所受理。2023年3月15日国联集团成功竞拍民生证券30.3%股权，4月10日证监会接收民生证

券股东变更申请材料、至 9 月 15 日证监会受理、至 12 月 13 日证监会披露国联集团成为民生证券第一大股东。今年以来民生证券高管层人事变动较多，3 月民生证券召开股东大会和董事会，国联集团总裁顾伟出任民生证券董事长，7 月任国联证券新任党委书记。5 月 14 日国联证券公告发行股份购买资产预案，8 月 9 日发布发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案），9 月 28 日公告重大资产重组申请获上交所受理、并公布交易报告书（草案）申报稿。

图表 20 国联证券、民生证券并购进展



资料来源：国联证券公告，平安证券研究所

计划交易方式为向民生证券股东发行股份购买资产，并配套募资不超过 20 亿元；收购对价为 295 亿元，对应 PB1.86 倍。国联证券拟向国联集团、沅泉峪等 45 名民生证券股东发行股份，购买民生证券 99.26% 股份，剩余 0.74% 股份由泛海控股持有、不参与本次交易。国联证券发行股份定价以资产定价基准日前 120 个交易日 A 股股票交易均价为基础，经分红、回购股份支付金额后调整后为 11.17 元/股，民生证券 99.26% 股份确定对价 294.92 亿元，根据民生证券 2024 年 3 月末归母净资产测算 PB 约 1.86 倍。同时，国联证券拟向不超过 35 名特定投资者发行股份募集资金不超过 20 亿元，全部向民生证券增资、增资后用于发展财富管理业务和信息技术，目前发行价还未确定。

预计交易后国联证券资产负债表快速扩容，行业排名或将跃升至前 20 内。截至 2024 年 3 月 31 日，国联证券交易前的总资产 932.32 亿元、归母净资产 179.11 亿元、营业收入 1.73 亿元、归母净利润-2.19 亿元，在 43 家上市券商分别排名第 27、35、43、42 位。据交易报告书（草案）披露的模拟备考合并资产负债表、利润表，合并后模拟总资产 1652.87 亿元、归母净资产 473.63 亿元、营业收入 12.37 亿元、归母净利润 0.96 亿元，分别较交易前增长 77.29%、164.44%、613.14%、144.08%。

图表 21 国联证券部分指标及在上市券商中排名变动

	交易前					交易后		变动	
	2020	2021	2022	2023	2024Q1	2023	2024Q1	2023	2024Q1
总资产（亿元）	462	659	744	871	932	1604	1653	84%	77%
排名	36	33	31	28	27	18	18	+10	+9
归母净资产（亿元）	106	164	168	178	179	468	474	163%	164%
排名	39	35	34	33	35	15	15	+18	+20
营业收入（亿元）	19	30	26	30	2	67	12	127%	613%
排名	40	38	33	33	43	22	36	+11	+7
归母净利润（亿元）	6	9	8	7	-2	13	1	90%	144%
排名	39	34	26	31	42	25	38	+6	+4
经纪净收入（亿元）	5	6	5	5	1	14	3	174%	208%
排名	37	37	36	36	38	22	21	+14	+17

投行净收入 (亿元)	2.8	5.1	4.8	4.9	0.8	25.9	3.2	430%	317%
排名	34	25	25	23	22	7	7	+16	+15
资管净收入 (亿元)	0.7	1.4	1.9	4.4	1.4	2.9	0.6	-35%	-55%
排名	37	29	29	21	17	24	29	-3	-12
利息净收入 (亿元)	3.1	2.2	1.2	0.8	-0.3	1.0	-0.5	24%	-69%
排名	32	31	36	35	38	34	40	+1	-2
自营收入 (亿元)	6.8	13.9	11.6	12.4	-1.5	16.1	4.1	30%	373%
排名	35	26	13	23	43	22	23	+1	+20

资料来源：国联证券公告，Wind，平安证券研究所

国联基金与民生基金、国联期货与民生期货间同业竞争问题亟待解决。据交易报告书（草稿），本次交易完成后，民生证券及其控股子公司将成为上市公司的控股子公司。民生证券控股民生期货、民生基金，国联证券控股国联期货、国联基金，并参股中海基金，合并后可能会存在“一参一控”监管冲突。交易报告书（草稿）也明确，国联证券承诺将通过进行资产和业务整合或采取其他合法方式，解决公司与控股子公司（包括民生证券）之间可能存在的利益冲突、同业竞争问题。目前国联期货规模预计大于民生期货，据期货业协会信息公示（2024/10/17），国联期货注册资本 4.5 亿元、从业人员共 364 人，民生期货注册资本 3.6 亿元、从业人员 299 人。国联基金规模也大于民生基金和中海基金，据Wind，2024 年 6 月末国联基金基金资产净值 1491 亿元，民生基金目前未实质性开展业务（据上海证券报），参股的中海基金资产净值 163 亿元。

2.5 国泰君安：与海通证券强强联合，资产规模或将跃居行业第一

并购背景：同为上海国资委旗下重要头部券商。据交易预案，国泰君安实际控制人为上海国际集团，及其一致行动人合计持有 A/H 股比例为 33.36%，海通证券第一大股东（除香港中央结算（代理人）公司外）为上海国盛集团，及其一致行动人合计持有海通证券股权比例 10.38%。上海国际集团及上海国盛集团均为上海国资委重要资本运作平台，双方合并后在股东、文化层面的阻力相对较小。双方均为综合型头部券商，资产规模均位于上市券商前 5、乃至前 3，但由于国际子公司等风险事件影响，2022 年以来海通证券利润排名有所下滑，增速落后于同业。

并购进展：董事会审议通过交易预案，国泰君安换股吸收海通证券。2024 年 9 月 5 日，国泰君安与海通证券发布筹划重大资产重组的停牌公告，公布计划吸收方式为国泰君安向海通证券全体 A 股（H 股）股东发行 A 股（H 股）股票的方式换股吸收合并海通证券，并发行 A 股股票募集配套资金。10 月 9 日，双方董事会审议通过并发布交易预案，公布海通证券与国泰君安换股比例为 1:0.62，同时国泰君安向控股股东国资公司发行 A 股配套募资不超过 100 亿元，并宣布复牌。

定价基于 A 股股票交易均价，海通证券与国泰君安换股比例为 1:0.62，对应海通证券 PB0.69 倍。本次交易中，国泰君安、海通证券 A 股换股价格按照定价基准日之前 60 个交易日的 A 股股票交易均价经除权除息调整后确定，即国泰君安 A 股股票交易均价 13.83 元/股（除权除息调整前 13.98 元/股）、海通证券 A 股交易均价 8.57 元/股（除权除息调整前 8.60 元/股），基于双方 2023 年 6 月末 bvps 计算 PB 分别约 0.83 倍、0.69 倍；对应海通证券与国泰君安换股比例为 1:0.62。H 股采用相同换股比例。同时，本次交易提供异议股东现金选择权，异议股东现金选择权价格为定价基准日前 60 个交易日内股票最高成交价，国泰君安 A 股 14.86 元/股、H 股 8.54 港元/股，海通证券 A 股 9.28 元/股、H 股 4.16 港元/股。换股后海通证券将终止上市并注销法人资格。

预计双方合并后，规模可跃居行业第一，部分区域布局、牌照资源也将得到互补。据两家上市券商 2024 年半年报数据，国泰君安总资产 8981 亿元、归母净资产 1681 亿元，排名上市券商第 2、第 3，海通证券总资产 7214 亿元、归母净资产 1630 亿元，排名上市券商第 5、第 4，简单加总测算总资产 16195 亿元、归母净资产 3311 亿元，均位列上市券商第 1。2024 年上半年，国泰君安营业收入 171 亿元、归母净利润 50 亿元，排名上市券商第 4、第 3，海通证券营业收入 89 亿元、归母净利润 10 亿元，排名上市券商第 10、第 16，简单加总测算营业收入 259 亿元、归母净利润 60 亿元，均位列排名行业第 2。

图表22 国泰君安与海通证券部分指标在上市券商中的排名测算

	国泰君安				海通证券				简单加总	
	2021	2022	2023	24H1	2021	2022	2023	24H1	2023	24H1
总资产（亿元）	7913	8607	9254	8981	7449	7536	7546	7214	16800	16195
排名	3	2	2	2	4	4	4	5	1	1
归母净资产（亿元）	1471	1577	1670	1681	1631	1646	1632	1630	3302	3311
排名	4	4	3	3	2	3	4	4	1	1
营业收入（亿元）	428	355	361	171	432	259	230	89	591	259
排名	3	2	3	4	2	7	8	10	2	2
归母净利润（亿元）	150	115	94	50	128	65	10	10	104	60
排名	2	2	3	3	4	9	26	16	3	2
经纪净收入（亿元）	95	76	68	31	60	47	38	17	106	47.7
排名	2	2	2	2	11	11	11	11	1	2
投行净收入（亿元）	40.6	43.1	36.9	11.7	49.3	41.8	34.2	8.5	71	20
排名	6	4	4	3	4	5	5	6	1	1
资管净收入（亿元）	17.9	16.5	41.0	19.2	36.6	22.5	19.1	8.4	60	28
排名	6	6	4	4	4	5	7	6	3	3
利息净收入（亿元）	55.9	47.6	28.0	10.4	66.2	62.1	40.9	17.7	69	28
排名	2	4	5	4	1	1	2	2	1	1
自营收入（亿元）	114.4	70.3	91.3	49.3	106.8	-10.3	4.8	17.9	96	67
排名	3	3	4	2	5	43	36	12	4	2

资料来源：国泰君安公告，海通证券公告，Wind，平安证券研究所

财富管理业务：市场份额将超同业，增强在珠三角、京津冀等其他地区的网点布局。据两家上市券商 2024 年半年报，两家券商证券经纪业务股基交易额合计市场份额 8.21%，或将超过华泰证券（据其 2023 年报和 Wind 数据，股基成交额市占率 7.74%）。国泰君安、海通证券均在全国布局网点，但长三角地区占比较高，珠三角、京津冀、成渝等其他发达地区网点布局数量不及当地优势券商，合并后网点覆盖广度和深度有望提升。此外，国泰君安拥有基金投顾牌照、海通证券具有基金评价牌照，双方可实现资源互补。

投资银行业务：海通证券在科创板 IPO 业务中占优，国泰君安债券承销业务占优。据 Wind，按上市日统计，2023 年海通证券 IPO 承销规模 466 亿元，排名行业第 2，其中科创板 IPO 承销额 380 亿元，排名行业第 1，国泰君安上述两项承销额排名分别为行业第 5、行业第 4。国泰君安 2023 年债券承销规模 1.02 万亿元，排名行业第 4，其中公司债承销规模 3186 亿元，排名行业第 3；海通证券债券承销额 4824 亿元，排名第 6。

交易业务：国泰君安机构业务相对领先。据 2024 年半年报，国泰君安机构客户账户资产 2.67 万亿元，PB 客户资产规模 5874 亿元，托管外包业务规模 2.88 万亿元，均在行业中领先。海通证券基金做市业务领先，2024 年半年末基金做市业务主做市品种超 450 只，实现头部基金公司全覆盖。此外，国泰君安为场外期权一级做市商、海通证券为二级做市商，也存在业务牌照和能力互补空间。

资产管理业务：旗下公募基金股权问题仍待处置。国泰君安资管能力较强，据 2024 年半年报，国泰君安资管的私募资管 Q2 月均规模继续排名行业第 2 位，6 月末国泰君安资管管理资产规模合计 5870 亿元，海通资管公司管理规模 782 亿元，相差较大。公募基金业务方面，国泰君安资管具有公募牌照，同时控股华安基金，在主动权益产品中表现较好；海通证券控股海富通基金，参股富国基金，海富通基金牌照齐全、具有社保管理人资格，富国基金全面均衡、各产品线均领先。据 Wind，2024 年 6 月末，华安基金基金资产净值 6418 亿元，海富通基金为 1613 亿元，富国基金为 9843 亿元。目前交易预案未公布三家公募基金整合方案，按照行业“一参一控一牌”要求，未来相关牌照仍待进一步处置。

三、行业展望：新一轮并购浪潮将起，供给侧格局优化加快

证券行业高质量发展政策先行，供给侧改革提速增效。近年来我国证券行业分类监管日益加强，2019年11月，证监会明确提出“打造航母级证券公司”，支持行业内市场化的并购重组活动，促进行业结构优化及整合。2021年5月开始对公司治理、合规风控有效的券商施行“白名单”制度。2023年，监管层围绕高质量发展主线，再度明确证券行业分类监管的政策精神；10月中央金融工作会议提出要“完善机构定位，支持国有大型金融机构做优做强，当好服务实体经济的主力军和维护金融稳定的压舱石，严格中小金融机构准入标准和监管要求，立足当地开展特色化经营”。11月证监会提出“支持头部证券公司通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做优做强，打造一流的投资银行。”2024年3月证监会发布《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》，明确“适度拓宽优质机构资本空间，支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式做优做强；鼓励中小机构差异化发展、特色化经营，结合股东特点、区域优势、人才储备等资源禀赋和专业能力做精做细”。2024年4月，国务院发布《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》，指出鼓励引导头部公司立足主业加大产业链上市公司整合力度，加大并购重组改革力度，多措并举活跃并购重组市场。随着相关行业政策的持续落实，行业内并购重组交易愈发活跃。

近两年证券行业股权变动频繁，今年以来多家券商并购重组进程明显提速，国君海通强强联合、示范效应较强。一方面是以海通证券和国泰君安、国联证券和民生证券为代表的券商同业间吸收重组不断推进，另一方面是国有资本力量进一步提升，国资股东入股长江证券、东北证券、东莞证券等券商。

图表23 2023年以来部分证券公司股权变动事件统计

事件	时间	具体情况
国泰君安并购海通证券	2024/9/5	筹划由国泰君安向海通证券全体股东换股吸收合并海通证券，并配套募集资金
	2024/10/9	发布换股吸收合并海通证券并募集配套资金暨关联交易预案
山东财金成德邦证券实控人	2024/9/29	证监会核准山东财金、济南科金成为德邦证券主要股东，核准山东财金成为德邦证券、德邦基金实际控制人，对山东财金依法受让并认购德邦证券35.00%股份、济南科金依法受让德邦证券8.14%无异议
国联证券并购民生证券	2023/3/15	国联证券实控人国联集团竞得民生证券30.3%股权
	2023/12/25	证监会核准国联集团成为民生证券主要股东
	2024/4/25	国联证券筹划通过发行A股的方式收购民生证券股权及筹集配套资金
	2024/5/14	国联证券公告发行股份购买资产预案
	2024/8/9	国联证券发布发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）
	2024/9/28	重大资产重组申请获上交所受理
东莞金控并购东莞证券股份	2023/11/3	锦龙股份持有东莞证券40%股份，拟转让持有的20%东莞证券股份，拟于上海交易所挂牌
	2024/8/21	锦龙股份与东莞金控、东莞控股签署合作协议
	2024/9/24	锦龙股份发布重大资产出售报告书，拟向东莞金控和东莞控股转让东莞证券12.9%、7.1%股份
浙商证券并购国都证券	2023/12/8	浙商证券签订《国都证券股份有限公司股份转让框架协议》，拟以现金方式受让合计国都证券19.15%股权
	2024/3/29	浙商证券董事会审议通过
	2024/5/27	浙商证券受让国华能源公开挂牌的7.6933%国都证券股权
	2024/6/7	浙商证券受让同方创投5.9517%国都证券股份、嘉融投资1.4642%国都证券股份
	2024/7/16	申请国都证券股份有限公司股东资格获得中国证监会受理
	2024/9/6	证监会提出反馈意见
国信证券并购万和证券	2024/8/21	拟发行A股股份的方式购买万和证券控制权
	2024/9/5	发布发行股份购买资产暨关联交易预案（摘要）
浙江国资增持湘财证券	2024/7/8	浙商资产计划通过控制杭州金新、财商实业取得湘财股份17.49%权益
方正证券、瑞银向北京国资转让瑞信证券股权	2024/6/24	方正证券拟与瑞银共同向北京国资公司转让瑞信证券（中国）股权，方正转让49%、瑞银转让36.01%瑞信证券股权
西部证券并购国融证	2024/6/21	筹划以现金方式收购国融证券控股权

券		
东莞市雁裕实业受让中山证券股份	2024/4/22	中山证券股东西部矿业拟将其持有的 4.61% 中山证券股权转让给雁裕实业
长江产投受让长江证券股权	2024/3/29	湖北国资旗下长江产业投资集团有限公司将以非公开转让方式受让湖北能源和三峡资本所持长江证券全部 8.63 亿股股份，占总股本 15.6%
中条山集团受让大同证券股份	2024/3/29	证监会就大同证券申请变更主要股东反馈意见，大同证券第五大股东北方铜业拟将其持有的大同证券股权，转让给中条山集团
长春金控受让东北证券股份	2024/3/27	亚泰集团公告称，拟出售持有的东北证券 29.81% 的股份，并计划将其中 20.81% 的股份出售给长发集团，其余 9% 股份出售给长春金控集团或其指定的下属子公司，并且亚泰集团已经与上述两家公司签署了意向协议
华创证券并购太平洋	2022/5/27	华创证券司法拍卖取得太平洋证券 10.92% 股权
	2022/6/24	华创证券股东资格申请材料被证监会接收
	2023/9/21	证监会就太平洋关于变更主要股东行政许可申请获得中国证监会受理
	2023/12/22	证监会发布太平洋证券股份有限公司变更主要股东反馈意见
福建金投成为华福证券主要股东	2023/11/13	证监会核准福建省金融投资成为华福证券主要股东，持股比例 56%

资料来源：各公司公告，证监会，平安证券研究所

证券行业或将迎来新一轮并购重组浪潮，关注并购机遇、整合过程和效果。利好政策密集出台支持行业并购重组，以国泰君安和海通证券为代表的头部券商强强联合也为大型企业并购重组提供范例，或将催生更多券商并购重组交易事件。从过去几年证券公司合并重组案例的经验来看，同一实控人或主要股东联系紧密的券商合并较为常见，我们也梳理了主要证券公司股东背景，基于加速建设一流投资银行和集中力量打造金融业国家队的监管导向，以及过去几年券商合并重组案例经验，建议关注①同一主要股东或同一国资背景下证券公司并购重组机会和②地方国资证券公司对民营证券公司的并购机会。此外，证券公司并购重组流程较长，并购效果也有所差异，高层调整、业务协调、团队整合均有难度，需要并购方具有较强整合能力。被并购方也常身陷财务压力和风险事件中，也需并购方具有更强管理和专业能力，能在整合后有效扭转颓势。

图表 24 主要证券公司主要股东背景统计（2024H1 末）

地域	券商名称	第一大股东名称 (除香港中央结算)	持股比例	实际控制人 (无控制人则为第一大股东的穿透)	备注
央企	中金公司	中央汇金投资有限责任公司	40.11%	中央汇金	汇金系
	中国银河	中国银河金融控股有限责任公司	47.43%	中央汇金	汇金系
	光大证券	中国光大集团股份有限公司	25.15%	中央汇金	汇金系
	申万宏源	中国建银投资有限责任公司	26.34%	中央汇金	汇金系
	中银证券	中银国际控股有限公司	33.42%	中央汇金	汇金系
	信达证券	中国信达资产管理股份有限公司	78.67%	财政部	AMC 系
	东兴证券	中国东方资产管理股份有限公司	45.00%	财政部	
	长城国瑞证券	中国长城资产管理股份有限公司	67.00%	财政部	
	国开证券	国家开发银行	80.00%	财政部	国开行
	中邮证券	中国邮政集团有限公司	61.67%	财政部	邮政集团
	中信证券	中国中信金融控股有限公司	15.52%	国务院国资委	中信集团
	招商证券	招商局金融控股有限公司	23.55%	国务院国资委	招商局
	长城证券	华能资本服务有限公司	46.38%	国务院国资委	华能集团
	国投证券	国投资本股份有限公司	100.00%	国务院国资委	国家开发投资集团
	诚通证券	中国诚通控股集团有限公司	98.24%	国务院国资委	诚通集团
	红塔证券	云南合和(集团)股份有限公司	30.17%	国务院国资委	中国烟草
	国新证券	国新资本有限公司	71.99%	国务院国资委	国新资本
	五矿证券	五矿资本控股有限公司	99.76%	国务院国资委	五矿集团
	华宝证券	华宝投资有限公司	83.07%	国务院国资委	华宝集团

	中航证券	中航投资控股有限公司	71.71%	国务院国资委	中航工业集团	
	英大证券	国网英大股份有限公司	100.00%	国务院国资委	国家电网	
	川财证券	中国华电集团资本控股有限公司	41.81%	国务院国资委	华电集团	
上海	华鑫证券	上海仪电(集团)有限公司	34.12%	上海国资委	地方国资	
	国泰君安	上海国有资产经营有限公司	21.35%	上海国资委		
	海通证券	上海国盛(集团)有限公司	26.09%	上海国资委		
	东方证券	申能(集团)有限公司	26.63%	上海国资委		
	上海证券	百联集团有限公司	50.00%	上海国资委		
	爱建证券	上海陆家嘴金融发展有限公司	51.14%	上海市浦东新区国资委		
	首创证券	北京首都创业集团有限公司	56.77%	北京国资委		地方国资
中信建投	北京金融控股集团有限公司	35.81%	北京国资委			
第一创业	北京国有资本运营管理有限公司	11.06%	北京国资委			
恒泰证券	北京华融综合投资有限公司	29.99%	北京市西城区国资委			
国都证券	中诚信托有限责任公司	13.33%	中国人保集团	注册地北京		
	北京高华证券	北京德尚创业投资有限公司、北京厚丰创业投资有限公司、北京高望创业投资有限公司	33.33%	个人	注册地北京	
深圳	国信证券	深圳市投资控股有限公司	33.53%	深圳国资委	地方国资	
	万和证券	深圳市资本运营集团有限公司	53.09%	深圳国资委		
	世纪证券	前海金融控股有限公司	49.39%	深圳市前海深港现代服务业合作区管理局		
	银泰证券	北京嘉鑫世纪投资有限公司	91.43%	个人		注册地深圳
	平安证券	平安信托有限责任公司	55.66%	中国平安		注册地深圳
	方正证券	新方正控股发展有限责任公司	28.71%	中国平安		注册地长沙
广东	粤开证券	广州开发区控股集团有限公司	48.57%	广州经济技术开发区管理委员会	地方国资	
	华金证券	珠海华发投资控股集团有限公司	79.01%	珠海国资委		
	万联证券	广州金融控股集团有限公司	49.10%	广州市人民政府		
	广发证券	吉林敖东药业集团股份有限公司	16.44%	个人		注册地广州
	东莞证券	广东锦龙发展股份有限公司	40.00%	个人		注册地东莞
	中山证券	广东锦龙发展股份有限公司	67.78%	个人		注册地中山
江苏	华泰证券	江苏省国信集团有限公司	15.21%	江苏省国资委	地方国资	
	东吴证券	苏州国际发展集团有限公司	24.33%	苏州国资委		
	国联证券	无锡市国联发展(集团)有限公司	19.21%	无锡国资委		
	民生证券	无锡市国联发展(集团)有限公司	30.49%	无锡国资委		
	南京证券	南京紫金投资集团有限责任公司	25.01%	南京国资委		
	东海证券	常州投资集团有限公司	26.88%	常州市人民政府		
浙江	浙商证券	浙江上三高速公路有限公司	54.73%	浙江国资委	地方国资	
	财通证券	浙江省金融控股有限公司	29.16%	浙江省财政厅		
	甬兴证券	宁波开发投资集团有限公司	66.67%	宁波国资委		
福建	兴业证券	福建省财政厅	20.49%	福建省财政厅	地方国资	
	华福证券	福建省金融投资有限责任公司	56.00%	福建省财政厅		
	金圆统一证券	厦门金圆投资集团有限公司	51.00%	厦门市财政局		
辽宁	中天证券	辽宁省人民政府国有资产监督管理委员会	40.16%	辽宁国资委	地方国资	
	大通证券	华信信托股份有限公司	28.85%	个人	注册地大连	
	麦高证券	北京指南针科技发展股份有限公司	100.00%	个人	注册地沈阳	
湖北	天风证券	湖北宏泰集团有限公司	14.83%	湖北省财政厅	地方国资	
	华源证券	武汉开发投资有限公司	50.00%	武汉国资委		
	长江证券	新理益集团有限公司	14.89%	个人		注册地武汉
山东	中泰证券	枣庄矿业(集团)有限责任公司	32.62%	山东国资委	地方国资	
	德邦证券	山东省财金投资集团有限公司	35.00%	山东省财政厅		
	联储证券	北京正润投资集团有限公司	17.49%	个人		注册地青岛

四川	华西证券	泸州老窖集团有限责任公司	18.13%	泸州国资委	地方国资
	宏信证券	四川信托有限公司	60.38%	四川国资委	
	国金证券	长沙涌金(集团)有限公司	14.74%	个人	注册地成都
安徽	国元证券	安徽国元金融控股集团有限责任公司	21.70%	安徽国资委	地方国资
	华安证券	安徽省国有资本运营控股集团有限公司	24.24%	安徽国资委	
山西	山西证券	山西金融投资控股集团有限公司	31.77%	山西省财政厅	地方国资
	大同证券	上海中科生命科技发展有限公司	29.84%	个人	注册地大同
湖南	财信证券	湖南财信投资控股有限责任公司	96.49%	湖南省人民政府	地方国资
	湘财证券	湘财股份有限公司	99.78%	个人	注册地长沙
西藏	东方财富证券	东方财富信息股份有限公司	99.95%	个人	注册地拉萨
	华林证券	深圳市立业集团有限公司	64.46%	个人	注册地拉萨
陕西	西部证券	陕西投资集团有限公司	35.65%	陕西国资委	地方国资
	开源证券	陕西煤业化工集团有限责任公司	58.80%	陕西国资委	
重庆	西南证券	重庆渝富资本运营集团有限公司	27.89%	重庆国资委	地方国资
江西	国盛证券	国盛金融控股集团股份有限公司	100.00%	江西省交通运输厅	地方国资
河南	中原证券	河南投资集团有限公司	17.73%	河南省财政厅	地方国资
河北	财达证券	唐山钢铁集团有限责任公司	32.44%	河北国资委	地方国资
广西	国海证券	广西投资集团有限公司	23.33%	广西国资委	地方国资
黑龙江	江海证券	哈尔滨哈投投资股份有限公司	100.00%	哈尔滨国资委	地方国资
吉林	东北证券	吉林亚泰(集团)股份有限公司	30.81%	长春国资委	地方国资
贵州	华创证券	华创云信数字技术股份有限公司	100.00%	个人	注册地贵阳
	中天国富证券	中天金融集团股份有限公司	94.92%	个人	注册地贵阳
云南	太平洋	北京嘉裕投资有限公司	10.92%	个人	注册地昆明
天津	渤海证券	天津市泰达国际控股(集团)有限公司	26.96%	天津国资委	地方国资
内蒙古	国融证券	北京长安投资集团有限公司	70.61%	个人	注册地呼和浩特
甘肃	华龙证券	甘肃金融控股集团有限公司	19.45%	甘肃省财政厅	地方国资

资料来源：各公司公告，Wind，证券业协会，爱企查，平安证券研究所；注：部分未上市券商更新至2023年年度披露，德邦证券更新至24年9月

四、投资建议：建议关注整合能力强、业务优势突出的头部券商

行业利好政策先行，指明一流投行发展目标，鼓励头部券商通过并购重组做优做强。自2023年11月中央金融工作会议明确要培育一流投行和投资机构以来，资本市场及证券行业改革持续加速，今年以来“新国九条”及1+N政策体系加速完善，确定“推动形成10家左右优质头部机构引领行业高质量发展的态势”、“形成2到3家具备国际竞争力与市场引领力的投资银行和投资机构”总体要求，支持头部券商通过并购重组、组织创新等方式做优做强，中小机构差异化发展、特色化经营。

今年以来证券行业股权变动频繁，以国君海通为代表的头部券商强强联合、具有较强示范效应，新一轮并购重组浪潮或将来临，证券行业供给侧格局的优化将加速。从历史案例来看，券商间并购重组流程较长、效果有所差异，在此之中，大股东相同或联系紧密、业务优势突出且互补、并购方整合能力强的券商间并购效果更好。因此建议关注具有较强整合能力、业务优势突出、有望率先受益于行业利好政策的头部券商，如中信证券、中国银河、中金公司等。

五、风险提示

1) 政策推进不及预期。资本市场的改革以及金融服务质效的提升都是长久而艰巨的任务，政策的落地效果、推广进度和改革方向都存在不及预期的风险。

- 2) **宏观经济下行超出预期。**证券行业表现同宏观经济环境变化息息相关，经济承压将拖累证券公司经营战略的实施、业绩表现的增长。
- 3) **金融政策监管风险。**金融业务对监管政策敏感度高，相关监管政策的出台可能深刻影响行业当前的业务模式和盈利发展空间。
- 4) **部分证券公司股权变动等计划推进不及预期。**证券公司股权变动需公司股东、董事会、监管部门等机构商议、审批，不确定性较大。
- 5) **资本市场行情波动较大，投资者风险偏好出现较大变化。**证券行业与资本市场交易情绪直接相关，若权益、债券等市场行情波动较大，或将影响证券行业整体景气度。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）

推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）

中性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）

回避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）

中性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）

弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层