

2024年11月12日

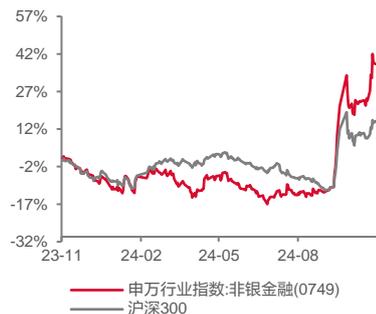
超配

证券分析师

陶圣禹 CFA FRM

S0630523100002

tsy@longone.com.cn



相关研究

1. 从国信收购万和，看券商并购趋势从业务互补迈向国资整合——非银金融行业简评
2. 从国君合并海通，看头部整合示范效应下的航母级券商启航——非银金融行业简评
3. 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——非银金融行业简评

# 从西部收购国融，看中小券商把握并购浪潮下的区域整合持续落地

——非银金融行业简评

投资要点:

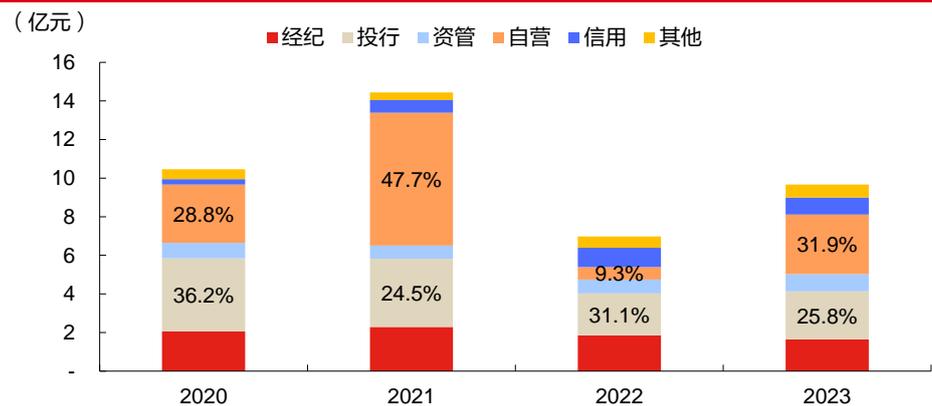
- **事件:** 西部证券于11月7日披露收购国融证券控股权的最新进展，拟以协议转让的方式从国融证券8家股东中受让持有的64.5961%股份，表明中小券商在行业并购重组浪潮中已持续发力，相关交易尚需股东大会审议与证监会核准。
- **关注点一: 国融证券第一大股东绝对控股，股权冻结相关方均积极参与，交易完成后股权清晰。** 本次被并购标的国融证券第一大股东为北京长安投资集团（持股70.61%），因此前IPO未果的债务对赌问题，所持股份均已被冻结，但冻结相关方均为国融证券股东，且本次交易中均协议转让全部持有股权。此外，本次价款支付均转让至长安投资与相关仲裁方的共管账户中，以确保冻结解除、价款划转与股份交割的协调性与一致性。本次交易完成后，西部证券将持股64.5961%，成为控股股东，我们认为券商并购的第一阶段壁垒为股权归属，本次交易中股权冻结相关方均积极参与，且以现金转让而非发行股份的方式，后续流程更为快速高效，若顺利完成则国融证券股权结构更加清晰。但需注意的是，虽然公告中表明“经相关方协商一致”，但此次交易对价3.3217元/股相较于2016年增资入股时的成本价4.98元/股来说，中小股东存在亏损1/3的局面，或仍是此次交易的不确定性之处。
- **关注点二: 业务协同持续推进，助力综合竞争力抬升。**
  - 1) **区域互补:** 国融证券注册于内蒙古，截至2023年末拥有15家分公司、1家全资子公司（国融汇通资本）、2家控股子公司（持股首创期货50.37%、国融基金53%）、74家证券营业部，其中内蒙、北京、上海营业部数量居首，分别为14家、6家、5家，可有效完善西部证券营业网点布局（截至2024中报内蒙、北京、上海营业部数量分别为1家、2家、5家），推动财富客户触点跨区域间的持续下沉，以整体品牌影响力提升客户粘性；
  - 2) **规模提升:** 合并完成后，静态测算下2023年西部证券总资产、净资产、营业收入、归母净利润分别提升18.4%/14.3%/14.0%/3.4%，在上市券商中排名分别由27/24/20/26提升至25/23/18/26，其中需注意的是国融证券2023年归母净利润虽贡献有限（3931万元），但已较2022年（亏损2.48亿元）实现扭亏为盈，业务指标边际向好；
  - 3) **投行增强:** 国融证券在北交所、新三板投行项目上有一定优势，截至2023年末，新增推荐挂牌9家，新三板类项目持续督导264家，持续督导数量行业排名第4位；债券承销收入创历史第二高，全年承销规模同比增长25.17%，有望在西部证券现有优势领域金融债和公司债之外，持续增强竞争力。
- **关注点三: 中小券商加速推进，抓住浪潮机遇抢先提升竞争力。** 陕西省国资委旗下控股两家证券公司，分别为西部证券和开源证券，其中西部证券为唯一上市的券商。本轮券商并购重组浪潮启动伊始，西部证券已率先捕捉机遇，体现其前瞻的战略布局能力，且本次交易对应P/B估值为1.48x，与11月11日券商指数1.64xP/B相比较为公允。我们认为此次合并有望加速优化资源配置，加强资源整合，中小券商在并购重组大趋势下率先推动落地，有望把握先机，提升差异化竞争实力和市场影响力，走出特色发展之路。
- **投资建议:** 我们认为在前期严监严管的背景下，未来高质量发展的具体细则将成为资本市场长远发展的主要推动力，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 国融证券股权结构变动梳理

股东名称	截至 2023 年末 持股数	截至 2023 年末 占比	拟转让股数	转让股比	完成后持股	完成后占比
长安投资	1,258,619,222	70.6093%	749,987,189	42.0747%	508,632,033	28.5346%
杭州普润	250,000,000	14.0252%	250,000,000	14.0252%		
内蒙古日信投资	73,575,308	4.1276%			73,575,308	4.1276%
亨通集团	44,000,000	2.4684%			44,000,000	2.4684%
诸暨楚蒙	40,246,250	2.2578%	40,246,250	2.2578%		
北京同盛	35,200,000	1.9747%	35,200,000	1.9747%		
天津吉睿	30,000,000	1.6830%	30,000,000	1.6830%		
横琴鑫和	20,000,000	1.1220%	20,000,000	1.1220%		
北京用友	20,000,000	1.1220%	20,000,000	1.1220%		
宁远高	6,000,000	0.3366%	6,000,000	0.3366%		
兴安盟国投	4,870,756	0.2733%			4,870,756	0.2733%
西部证券					1,151,433,439	64.5961%
<b>合计</b>	<b>1,782,511,536</b>	<b>100%</b>	<b>1,151,433,439</b>	<b>64.5961%</b>	<b>1,782,511,536</b>	<b>100%</b>

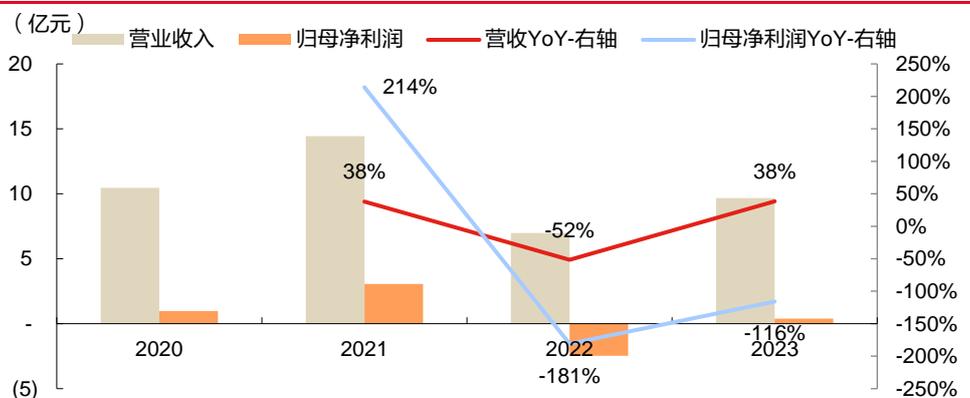
资料来源：公司公告，东海证券研究所

图1 国融证券营业收入中投行和自营业务占主导



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图2 国融证券营业收入与归母净利润表现



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  
 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  
 座机：( 8610 ) 59707105  
 手机：18221959689  
 传真：( 8610 ) 59707100  
 邮编：100089