

证券

证券研究报告

2019年05月29日

证券行业并购重组深度报告：勇立潮头，方显担当

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

夏昌盛

分析师

SAC 执业证书编号：S1110518110003

xiachangsheng@tfzq.com

罗钻辉

分析师

SAC 执业证书编号：S1110518060005

luozuanhui@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《证券-行业点评:市场对业绩环比下滑已有预期，同比涨幅将逐月走高》 2019-05-09

2 《证券-行业专题研究:19Q1 券商业绩同比大增 87%，自营贡献业绩弹性》 2019-05-05

3 《证券-行业点评:股指期货再次松绑，券商板块优先受益》 2019-04-21

一流投行肩负时代重任，先做大再做强，先取势再取利。

经济动能转换的时代大背景下，资本市场的定位已经上升到了前所未有的高度。我们需要有“中国的高盛、摩根士丹利”去承载中国资本市场的核心功能，打造高质量发展的新引擎。但目前中国证券行业与头部券商的整体规模偏小，证券业总资产在 GDP、金融业中的占比过低。另外，证券行业的盈利能力（ROE）除了在特殊年份（牛市）外，大多数年份均不及商业银行，原因在于 1）轻资产业务模式简单带来竞争加剧，佣金率下降；2）重资产业务偏向债权，利差较低，且杠杆倍数过低。展望未来，轻资产业务（财富管理、投行、资管）将承载更多的专业能力并体现出差异；重资产业务（自营、资本中介）不会再过度聚焦债权投资（如融资融券、股票质押），而将加大股权投资比重。这个过程中，拥有产业投研能力与产业资源优势的证券公司理应做大并承担历史重任。

大型证券公司（未来的一流投行）的盈利能力优势将扩大，而并购重组是提升实力的重要手段。

1) 轻资产业务线均面临能力升级要求，各家券商能力的差异将导致集中度提升。重资产业务将从债权转向股权，基于产业研究的股权投资能力将深刻影响 ROE。另外，市场参与主体机构化、机构业务头部化、产业集中度提升也会强化这一大势。目前在投行、研究领域具有领先优势的券商有望脱颖而出。2) 从 1985 年第一家证券公司成立至今，中国证券行业前后共经历了五次并购浪潮，包括“银证分离”（1995 至 1996 年）、“增资扩股”（1999 年）、“综合治理”（2004 至 2007 年）、“一参一控”（2008 至 2010 年）和“市场化并购”（2014 年至今）。其中，中信的并购整合历程最具有代表性，通过多次成功的并购整合实现了综合实力的跨越式进步。3) 欧美发达国家的证券行业经历了多次的兼并重组，呈现出寡头垄断格局。总体来看，并购重组后的海外投行效益提升显著，例如高盛历史上几次重要的并购对其发展起到了关键的作用。海外经验表明证券公司可以将资本优势转化为利润优势。

中国证券行业已经进入较佳的并购整合期。

证券公司的并购重组主要包括公司治理结构、经营战略、人力资源、市场资源、客户资源和企业控制权等的整合，是一个全方位、多元化的系统工程。成功的并购整合需要以公司整体战略为导向，寻找互补性强的标的，并形成较强的整合协同。

投资建议：优选龙头券商。 资本市场政策、市场流动性、经营业绩均有改善。随着并购整合的大幕开启，证券行业强者恒强的时代正在逐步展开。证券行业目前平均估值 1.80x PB，大型券商估值在 1.0-1.5xPB 之间，行业历史估值的中位数为 2.5xPB（2012 年至今）。我们推荐中信证券、华泰证券、海通证券、国泰君安。

风险提示： 市场低迷导致业绩及估值双重下滑、并购整合效果不及预期

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2019-05-28	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
600030.SH	中信证券	20.59	买入	0.77	1.04	1.21	1.39	26.74	19.80	17.02	14.81
601688.SH	华泰证券	19.30	增持	0.61	0.98	1.14	1.37	31.64	19.69	16.93	14.09
600837.SH	海通证券	12.30	买入	0.45	0.86	1.02	1.16	27.33	14.30	12.06	10.60
601211.SH	国泰君安	16.60	增持	0.77	0.99	1.10	1.24	21.56	16.77	15.09	13.39

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS



内容目录

1. 一流投行肩负时代重任，先做大再做强，先取势再取利	4
1.1. 中国经济转型需要资本市场赋能，资本市场改革需要国际一流投资银行	4
1.1.1. 经济转型的抓手：建设强大的资本市场，大力发展股权融资	4
1.2. 中国证券行业目前的体量偏小，打造一流投行的前提是规模扩大	4
1.3. 大型证券公司（未来的一流投行）的盈利能力优势将扩大	7
1.3.1. 趋势 1：轻资产业务的能力要求提升 & 重资产业务的股权项目占比提升	7
1.3.1. 市场参与主体机构化 & 机构业务头部化	10
2. 并购重组是提升实力的重要手段-国内视角	11
2.1. 并购整合的行业历程	11
2.2. 中信证券通过并购整合实现规模扩张	12
3. 并购重组是提升实力的重要手段-国际视角	16
3.1. 并购整合是成熟市场证券业走向集中的重要方式	16
3.2. 高盛案例	18
3.2.1. 并购杰润公司（J.Aron&Company）	18
3.2.2. 资产管理业务的扩张	19
4. 中国证券行业已经进入较佳的并购整合期	20
4.1. 头部券商已经进入资本快速增长期	20
4.2. 中小券商的经营压力依然较大	22
4.3. 对外开放也会进一步加剧行业竞争	23
4.4. 影响并购整合效果的因素	23
5. 券商可以通过并购重组，发展成为盈利能力强的国际一流投行	25

图表目录

图 1：社会融资规模存量中的间接融资和直接融资情况对比	4
图 2：中美两国证券行业总资产与国内 GDP 的比重	5
图 3：金融行业总资产比例（2018 年）	5
图 4：金融行业净利润比例（2018 年）	5
图 5：中国证券业和商业银行 ROE 对比	6
图 6：中信证券与野村、高盛总资产对比（2018 年）	6
图 7：中信证券与野村、高盛净资产对比（2018 年）	6
图 8：中信证券与野村、高盛营收对比（2018 年）	6
图 9：中信与野村、高盛净利润对比（2018 年）	6
图 10：证券行业收入结构（2008-2018）	7
图 11：重资产业务收入占比不断提升	7
图 12：证券行业经纪业务佣金率下降	7
图 13：A 股 IPO 发行集中度在提升	8
图 14：全球股票承销业务集中度（单位：%）	8

图 15: 中信证券融资类费率变动情况 (累计)	9
图 16: 2010-2018 年股权融资排名前十券商 (单位: 亿元)	9
图 17: 公募基金分仓收入情况 (2017-2018 年, 单位: 亿元)	10
图 18: 机构持股占流通市值比重 (整体)	10
图 19: 机构持股占总市值比重 (整体)	10
图 20: 新增衍生品交易中名义本金排名前五的券商的交易量之和在全市场中的占比	11
图 21: 我国证券业五次并购浪潮	12
图 22: 中信证券并购历程	12
图 23: 中信证券并购前后营收与净利润的变化 (单位: 亿元)	13
图 24: 中信证券并购前后总资产与归母股东权益变化 (单位: 亿元)	13
图 25: 并购整合让中信证券的营业收入区域分布更加均衡	14
图 26: 中信证券并购前后股基交易额市场占比情况	15
图 27: 中信证券并购前后营业部数量变化 (单位: 家)	16
图 28: 美国证券行业营业收入集中度情况	16
图 29: 美国证券行业资本集中度情况	16
图 30: 日本三大证券公司收入占比 (2017 年)	17
图 31: 美国证券业公司数量逐年减少	17
图 32: 美国证券行业经纪业务交易佣金收入及占比变化	18
图 33: 高盛 AUS 增长分解 (2012 至 2017 年, 单位: 十亿美元)	20
图 34: 2014 年后行业净资产大幅提升至 1.89 万亿元 (单位: 亿元)	20
图 35: 高盛上市以来的股权融资规模 (亿美元)	21
图 36: 高盛上市以来总负债大幅提升 (亿美元)	21
图 37: 高盛净利润与美国证券行业净利润的比例	22
图 38: 证券行业盈利持续承压	22
图 39: 上市券商收入结构依赖自营凸显传统业务转型压力	22
图 40: 2018 年 12 月 30 家上市券商中有 10 家出现亏损的情况 (单位: 家)	23
图 41: 2017 年国内证券公司与国际主要投资银行各项收入结构分析	23
图 42: 1986 年以来德意志银行主要跨境并购投资活动	24
图 43: 券商板块目前估值仍处于中枢以下 (中信行业非银金融-证券)	25
表 1: 中信证券自 2006 年起确立行业第一的位置	14
表 2: 中信证券境内证券营业部的数量及分布情况 (截至 2018 年底, 单位: 家)	15
表 3: 证券公司并购效益比较 (案例)	18
表 4: 前十券商资本补充计划的融资规模及进度	21
表 5: 上市券商盈利预测及估值表 (2019 年 5 月 27 日)	25

1. 一流投行肩负时代重任，先做大再做强，先取势再取利

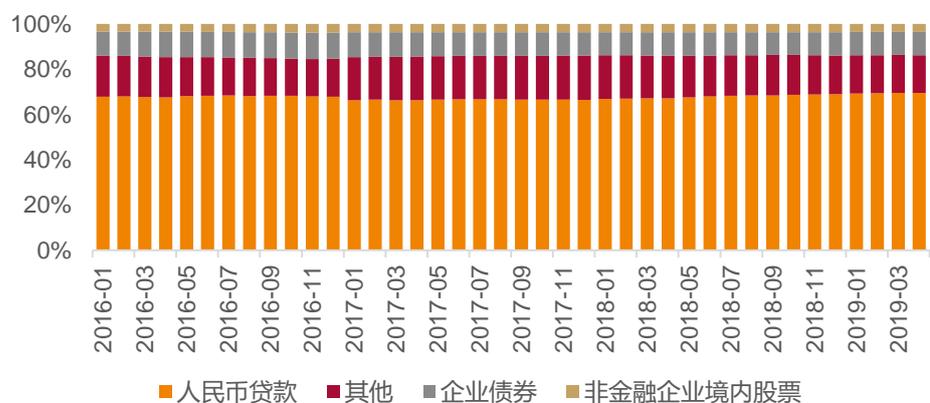
1.1. 中国经济转型需要资本市场赋能，资本市场改革需要国际一流投资银行

从 2018 年 12 月中央经济工作会议上提出“资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用，打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场”，到中共中央政治局第十三次集体学习时提出“深化金融供给侧结构性改革”，**资本市场的定位已经上升到了前所未有的高度**。随着中国经济转型驶入深水区，大力推进金融供给侧结构性改革，压制低效金融供给，创造高效金融供给，提升资金配置效率，为国家经济转型打造一套高效的资本形成的新引擎，已经成为了**资本市场的历史性重任**。

1.1.1. 经济转型的抓手：建设强大的资本市场，大力发展股权融资

经济动能转换（从地产基建到新兴产业）将带来资本市场的重要性提升，从而带来证券行业在金融体系的地位提升。经济的高质量发展需要形成一批以科技、知识、技术、数据等要素为核心的新经济产业，这类企业的资产更多表现为专利、技术、商誉、平台等无形资产，具有发展速度快、股权结构复杂以及盈利不确定等特点。但银行主导下的间接融资模式（主要依靠抵押或政府信用）难以形成风险共担、收益共享的市场化融资机制，且偏好重资产的传统产业，因此新经济企业经常面临融资困境。截至 2019 年 4 月，社会融资规模存量中的间接融资（贷款）占比高达 68%，直接融资（股票+债券）占比仅 17%，其中股权融资占比更是不到 4%。资本市场的核心功能在于效率定价、风险定价和价值发现，进而把经济资源导入最有效率的产业和企业。为了解决中国经济发展过程中的高债务及信用创造机制不畅等问题，以间接融资为主的融资结构亟需改变，强大的中国资本市场亟需发展，直接融资与股权融资亟需为经济转型赋能。

图 1：社会融资规模存量中的间接融资和直接融资情况对比



资料来源：wind，天风证券研究所

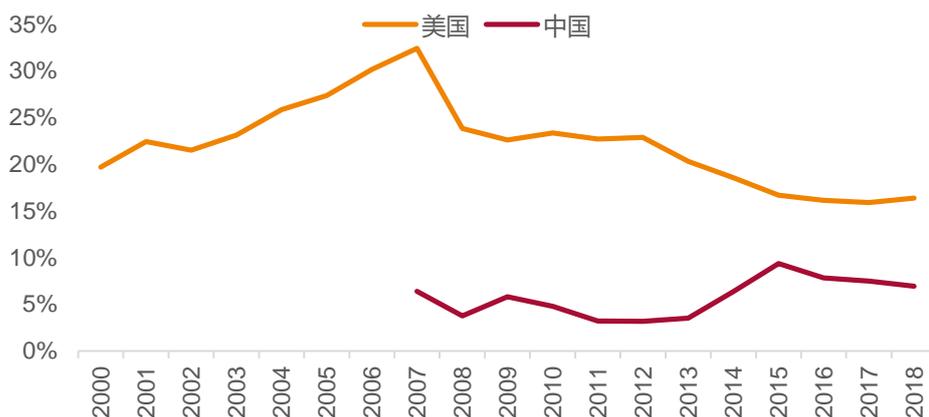
中国资本市场的问题在于从 20 世纪 90 年代发展至今仍未培养出能够承载资本市场核心功能的**市场化主体，即国际一流大投行**。投行的定价能力和交易撮合能力，既能为资本市场创造流动性，又能使各类标的的长期估值趋于合理化，成为资本市场的压舱石。另外，投行可为中小企业、创新型企业提供权益融资，从而提升全社会创新资本的形成效率。因此，中国资本市场要助力经济高质量发展并打造创新资本形成的新引擎，需要建设成一批强大投行，我们需要有“中国的高盛、摩根士丹利”去承载中国资本市场的核心功能。正如美国的资本市场从 1792 年《梧桐树协议》以来，经过两百多年自上而下的历史积淀，已经形成了集信托责任、商誉、专业精神、高超的金融技术于一身，掌握市场定价权的投资银行，催生并支持着美国经济的一轮轮科技突破与转型发展。

1.2. 中国证券行业目前的体量偏小，打造一流投行的前提是规模扩大

证券行业整体规模偏小，目前在金融系统中的影响力偏弱。1) 美国证券行业的总资产占国内 GDP 的比重基本稳定在 15%-30%，而我国证券行业的总资产占国内 GDP 的比重仅约为 3%-6%。2) 2018 年，证券行业在金融业总资产中占比 0.84%，远低于同期银行业比重

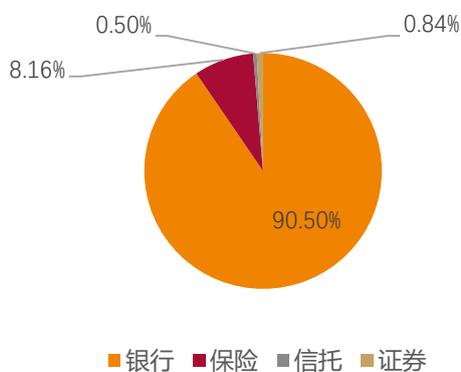
(90.5%)。同期，净利润在金融业中的占比仅为 3.15%，亦远低于银行业比重（86.55%）。另外，证券行业的盈利能力（ROE）除了在特殊年份（牛市）外，大多数年份均不及商业银行，原因在于 1）轻资产业务模式简单带来竞争加剧，佣金率下降，2）重资产业务偏向债权，利差较低，且杠杆倍数过低，这均是证券行业仍处于早期粗放发展阶段的具象。随着行业的发展，轻资产业务（经纪与财富管理、投行、资管）不应再被理解为“牌照业务”，而应当承载专业能力并体现出差异；重资产业务（自营、资本中介）不应再过度聚焦债权投资（如融资融券、股票质押），而应当加大股权投资比重。这个过程中，拥有上述能力的证券公司理应做大并承担历史重任，而无法具备各项专业能力以及股权投资能力的证券公司将难以生存。

图 2：中美两国证券行业总资产与国内 GDP 的比重



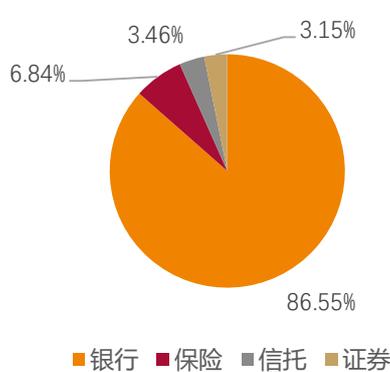
资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：金融行业总资产比例（2018 年）



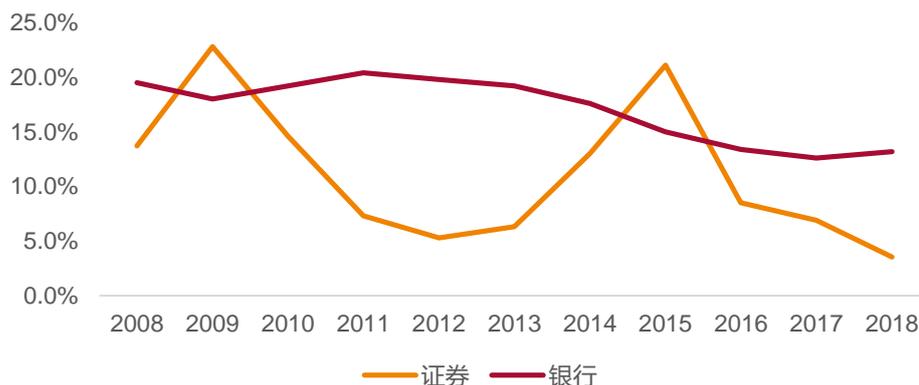
资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：金融行业净利润比例（2018 年）



资料来源：wind，天风证券研究所，保险的净利润仅包括寿险公司

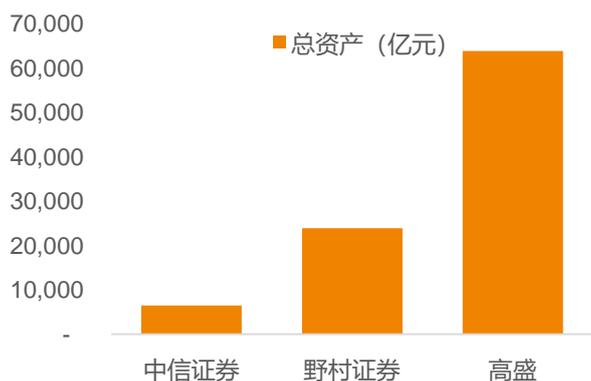
图 5：中国证券业和商业银行 ROE 对比



资料来源：麦肯锡，天风证券研究所

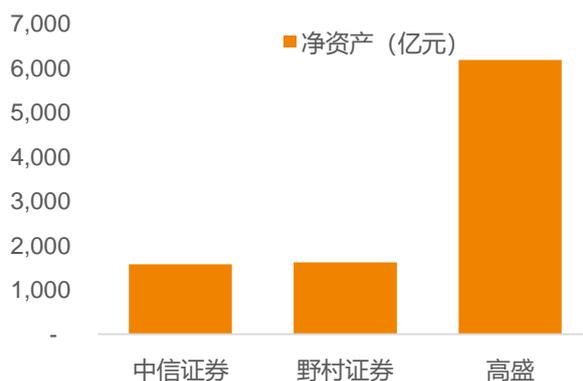
目前中国头部证券公司的体量相较国际投行存在着巨大差距，这与中国资本市场的国际地位不相符。截至 2018 年底中信证券的总资产为 6531 亿元，仅为野村证券的 27%和高盛的 10%，营业收入与净利润也远低于国际投行。

图 6：中信证券与野村、高盛总资产对比（2018 年）



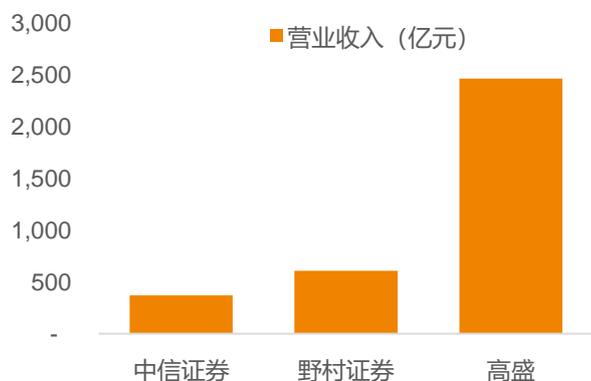
资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：中信证券与野村、高盛净资产对比（2018 年）



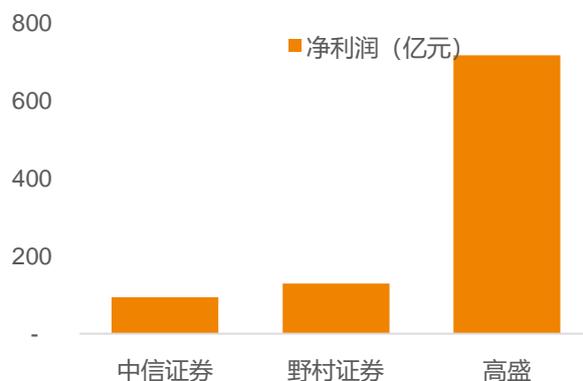
资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：中信证券与野村、高盛营收对比（2018 年）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：中信与野村、高盛净利润对比（2018 年）



资料来源：wind，天风证券研究所

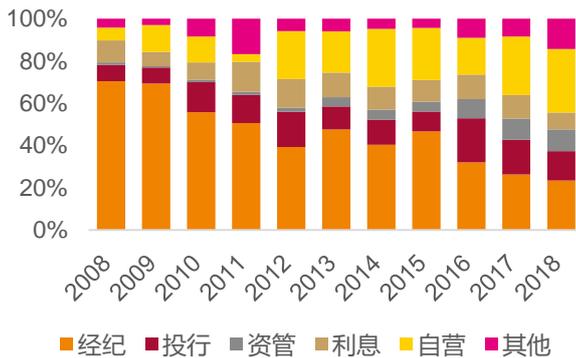
1.3. 大型证券公司（未来的一流投行）的盈利能力优势将扩大

以下两个长期趋势将导致头部券商的盈利优势进一步强化：1）轻资产业务的能力要求提升&重资产业务的股权项目占比提升；2）市场参与主体机构化&机构业务头部化。

1.3.1. 趋势 1：轻资产业务的能力要求提升 & 重资产业务的股权项目占比提升

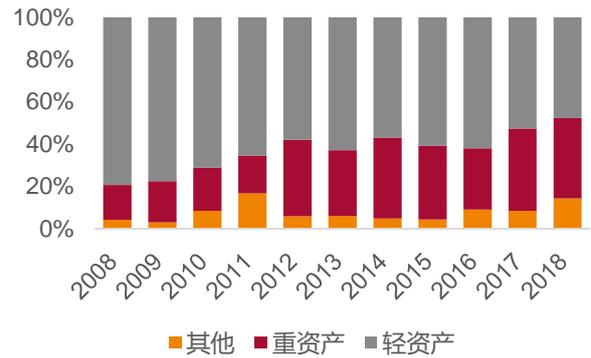
按照盈利模式的不同，我们将券商业务划分为轻资产业务和重资产业务。轻资产业务指的是依靠专业能力与牌照开展的经纪业务、投行业务、资管业务等，2018 年收入占比为 48%。重资产业务指的是依靠资产负债表扩张实现利润的业务，目前包括自营业务、信用业务等，2018 年收入占比 38%，但实际占比更高，因为信用业务的收入部分计入了经纪业务。

图 10：证券行业收入结构（2008-2018）



资料来源：证券业协会，天风证券研究所

图 11：重资产业务收入占比不断提升



资料来源：证券业协会，天风证券研究所

1、轻资产业务线均面临能力升级要求，从而将导致集中度提升。

1) 经纪与财富管理业务要求流量优势、网点优势、成本优势、投顾队伍优势。传统经纪业务向全面财富管理和综合金融服务转型已成为行业战略共识。在财富管理需求日益多样化且复杂化的大趋势下，拥有先进的金融服务平台、金融产品体系、专业化人才队伍的财富管理机构将占据优势地位并形成竞争壁垒。财富管理业务肩负着大规模聚集客户资源和客户资金的重要职能，是客户价值挖掘和创造的重要基础。具有流量优势、网点优势、成本优势、投顾人才队伍优势的证券公司才有可能真正打造优秀的财富管理业务，这项业务的培育难度很高。

图 12：证券行业经纪业务佣金率下降

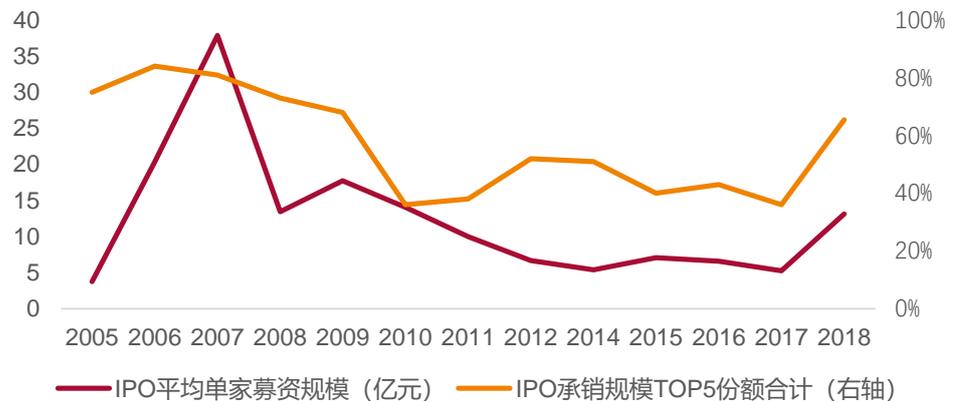


资料来源：wind，天风证券研究所

2) 投行业务要求行业资源、产业研究能力、风险定价能力。随着 IPO 审核常态化、再融资业务松绑、并购重组审批优化、科创板设立及注册制试点等相关政策加快推动，投行业务获得了更大的发展空间。新股发行实施注册制对于投行的项目选择、定价能力、销售能力、市值管理能力等提出了非常高的要求。因此，国外投行业务呈现出高度集

中的特点，第一梯队仅有 3-5 家投资银行，这些机构牢牢掌握着资本市场核心地位和资产定价权。

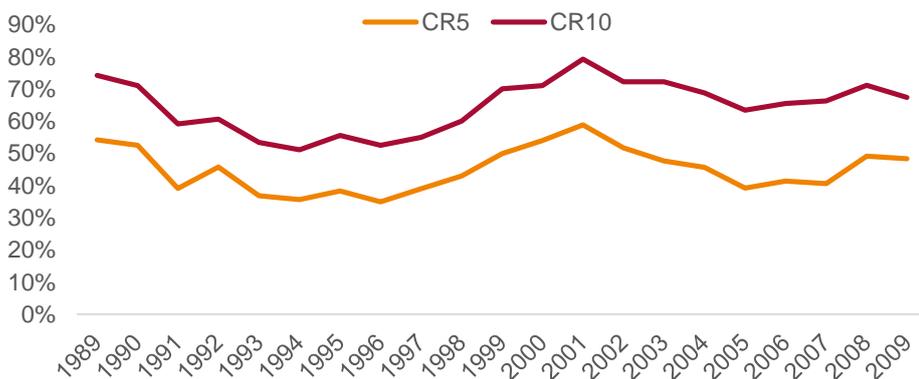
图 13: A 股 IPO 发行集中度在提升



资料来源: wind, 天风证券研究所

我们预计随着科创板推出并试点注册制，证券公司将加大股权投资业务布局，未来资本金将极大制约业务开展。另外，我们预计实体经济的并购浪潮将起，实体行业的集中度提升也会带来投行业务集中度提升。因此，我们认为国内投行的竞争格局将再次改变，投行业务将进入头部竞争阶段。

图 14: 全球股票承销业务集中度 (单位: %)



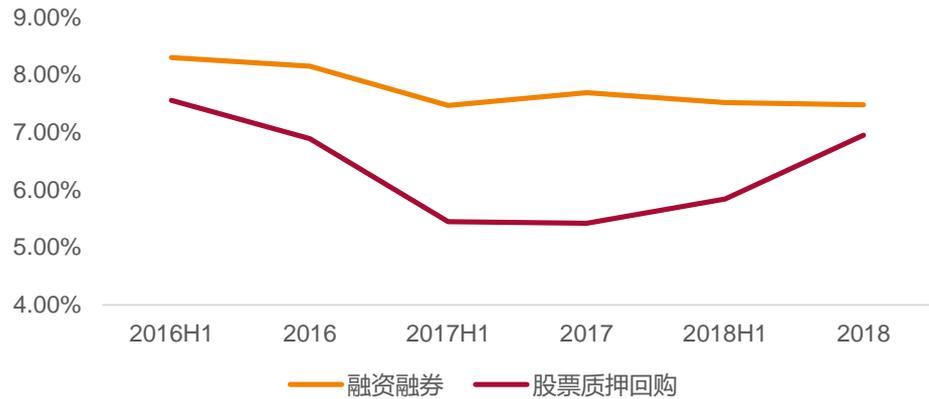
资料来源: 美国证券业协会, 天风证券研究所

3) 资管业务面临大资管体系 (银行理财子公司、信托等) 的激烈竞争，优质资金来源和优质股权资产项目的获取能力是关键。随着资管新规及配套细则的推进落地，资产管理业务去通道化、产品净值化和消除监管套利的进程持续推进，券商须提高资管产品的设计和主动管理能力，发挥好资产端和资金端的连接作用。

2、重资产业务将从债权转向股权，基于产业研究的股权投资能力将深刻影响 ROE

近年来券商业绩的主要推动力是基于资产负债表扩张的机构销售交易、自营及直投业务。目前，券商的重资产业务以自营、资本中介为主。其中，自营业务中固定收益类占据绝大部分，整体收益率偏低。资本中介业务则主要是以融资融券和股票质押业务为主，一般而言融资融券业务的利差在 2.5% 左右，而股票质押业务的利差更低。证券公司虽然在过去几年中实现了资本金规模的增长，但是资金利用效率并没有提升，反而承担了股票质押业务带来的信用风险。这个现象的根本原因在于证券公司 2012 年后开展的重资本业务聚焦的是债权投资，偏离了自身优势，在用银行的思路开展业务，因此利差水平与银行、信托、租赁相比没有优势，且杠杆倍数远低于后者。

图 15：中信证券融资类费率变动情况（累计）



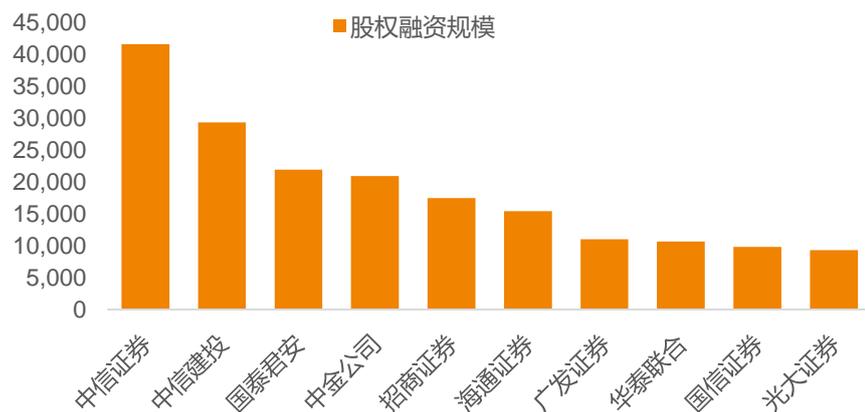
资料来源：wind，天风证券研究所

我们认为未来证券公司的重资产业务将从债权投资转向股权投资。证券公司的最大优势在于上市公司资源、产业资源、投研队伍与产业研究能力，这些核心能力赋予了券商做好股票及股权投资业务的可能性。证券公司理应发挥自身优势，借助设立科创板并试点注册制的时代契机，发展以直投为代表的股权投资业务。根据上交所发布的《科创板股票发行与承销业务指引》，科创板试行保荐机构相关子公司跟投制度，发行人的保荐机构通过相关子公司跟投，承诺按照股票发行价格认购发行人首次公开发行股票数量 2%至 5%的股票，未来这部分将给券商投行带来跟投的业绩增量。

从长期来看，伴随着中国经济转型升级，且基于海外经验，股权投资项目的复合收益率将大概率显著高于债权投资（融资融券、股票质押、债券自营投资等），股权投资项目的收益率可能达到 10%以上，若如此券商的 ROE 水平未来能迎来大幅提升。

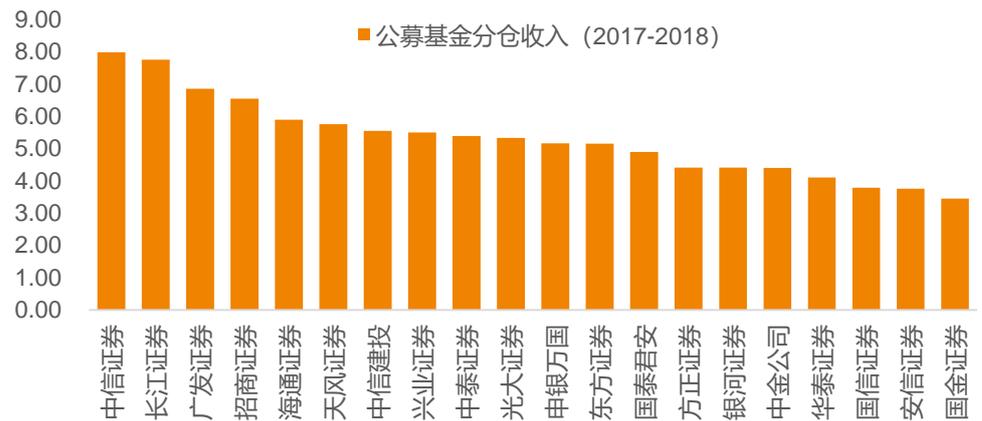
新时代背景下，产业研究能力、风险定价能力、客户资源获取能力、销售能力、资本实力强大的投行将在配售发行过程中获得更多话语权与定价权。我们判断“保荐+跟投”的业务集中度将会持续提升，券商的股权投资回报率将会差异巨大。鉴于上述的能力差异，我们认为目前在投行、研究领域具有领先优势的券商才有望脱颖而出。

图 16：2010-2018 年股权融资排名前十券商（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 17：公募基金分仓收入情况（2017-2018 年，单位：亿元）



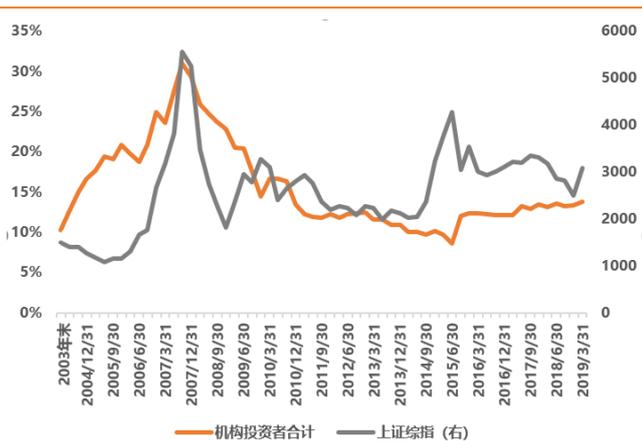
资料来源：wind，天风证券研究所

1.3.1. 市场参与主体机构化 & 机构业务头部化

中国资本市场正在加速进入机构主导的时代，为机构客户提供全方位高品质的综合金融服务将成为证券公司核心竞争力的重要体现。

1、市场参与主体机构化。近年来，国内公募、私募及保险等专业机构投资者取得了长足发展，专业机构投资者的持股占比不断提升，正在成为市场主力军。截至 2019 年 1 季度，机构持股（公募和外资以外的机构均为“重仓”数据）占全 A 流通市值的 15.96%，占总市值的 11.87%，而实际比重要高于这两个数字。与此同时，随着国内社保基金、养老金、企业年金、商业保险资金的持续入市，以及包括 QFII、互联互通、A 股纳入明晟指数及富时罗素指数后海外资金的加速入场，长期机构资金的市场占比在不断提升。**根据麦肯锡测算，按照现有节奏，预计到 2025 年外资比例有望增至 15%-20%。机构投资者的发展壮大将重塑资本市场结构，资本市场机构化将是未来发展的方向。**

图 18：机构持股占流通市值比重（整体）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 19：机构持股占总市值比重（整体）

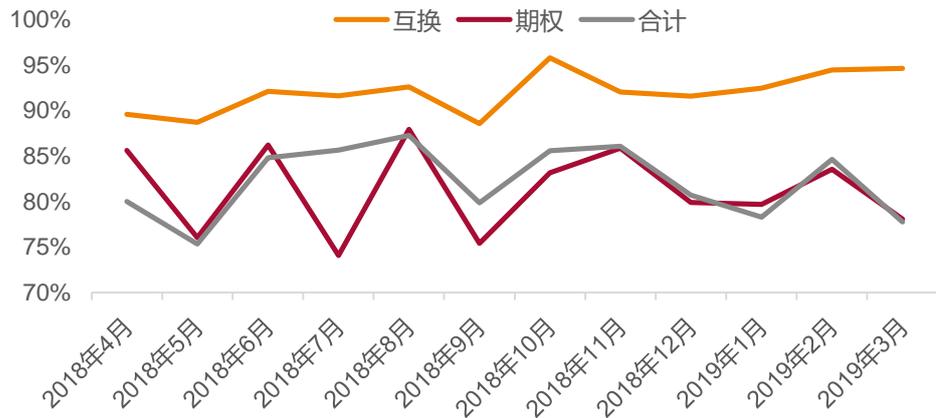


资料来源：wind，天风证券研究所

2、机构业务头部化。机构投资者拥有更为稳定的交易逻辑，且对于服务的要求更为全面和专业。大型全能投行拥有雄厚的资本实力、齐全的业务线、较强的风险定价能力，在服务机构客户方面具有很大优势。在资本市场开放与扶优限劣的监管导向下，业务头部化倾向更加突出。以场外期权业务为例，证券业协会划分了包括中金、国君、中信、广发、华泰、招商、中信建投在内的七家一级交易商，规定一级交易商可以在场内直接开展对冲交易。而期权业务的核心竞争力正是风险定价能力、资本实力和机构业务平台，即这项业务体现了券商综合实力的竞争。截至 2019 年 3 月，场外期权业务排名前五名的券商的新增期权业务交易占比高达 78%。**我们认为大型全能投行的各类市场份额将随着机构投资者的**

壮大而持续提升。

图 20：新增衍生品交易中名义本金排名前五的券商的交易量之和在全市场中的占比



资料来源：证券业协会，天风证券研究所

2. 并购重组是提升实力的重要手段-国内视角

2.1. 并购整合的行业历程

从 1985 年第一家证券公司成立至今，中国证券行业前后共经历了五次并购浪潮，包括“银证分离”（1995 至 1996 年）、“增资扩股”（1999 年）、“综合治理”（2004 至 2007 年）、“一参一控”（2008 至 2010 年）和“市场化并购”（2014 年至今）。

前两次并购浪潮的时代背景是金融行业从混业走向分业。“银证分离”阶段，标志性的事件包括广发证券通过并购整合走向全国、申银万国在政府主导下成为当时资产、资本、营业部数量最大的证券公司。“**增资扩股**”阶段，**典型特征是区域性小券商通过并购重组进行资本及规模扩张，区域性的龙头券商（东北证券、华西证券、万通证券等）开始出现，广发证券也在这一阶段进一步提升了资产规模。**2000 年 8 月华融、长城、东方、信达和人保等五大信托公司所属证券业务部门合并重组成立了中国银河证券，其注册资本达到了 45 亿元，规模迅速升至行业前列。

“综合治理”阶段。在 2001 年至 2005 年的长达五年的熊市期，部分证券公司的风险控制能力较差，行业出现了一系列的问题，比如挪用客户保证金、挪用客户债券、集中持股、违规保本保底理财、账外经营等，证券行业再次进入并购重组的高潮期。**中信证券、华泰证券等头部券商抓住历史机遇进行了一系列的低成本扩张，实现了自身业务范围的拓展和业务区域的合理布局。**

“一参一控”阶段。《证券公司监督管理条例》于 2008 年 6 月 1 日起开始施行，核心变化是该条例中规定“2 个以上的证券公司受同一单位、个人控制或者相互之间存在控制关系的，不得经营相同证券业务，但国务院证券监督管理机构另有规定的除外。”这条被称为“一参一控”的监管新政在某种程度上推进第四次并购浪潮。

“市场化并购”阶段。而 2014 年至今的市场化浪潮中，券商的业务模式发生转变，资本驱动型业务（自营、直投、资本中介）的发展使得券商对于资本金的需求增强，需要通过重组上市补充资本金，这一阶段典型的案例包括申银万国与宏源证券的重组整合，也包括方正证券收购民族证券，方正证券的重组代表了中小型、区域化券商的希望通过并购整合发展壮大的愿景。（以上内容部分来源于《中信证券并购重组的个案研究》-王鹏飞；《我国证券业并购研究》-孙贇）

图 21：我国证券业五次并购浪潮



资料来源：《中信证券并购重组的个案研究》-王鹏飞，《我国证券业并购研究》-孙贇，天风证券研究所整理

2.2. 中信证券通过并购整合实现规模扩张

中国证券行业的并购浪潮中，中信证券的并购整合历程最具有代表性。中信证券在行业处于高潮时稳健发展并积蓄力量，而当行业出现低迷时则抓住机遇，制定并实施并购战略，从而发展成为行业的龙头。从2004年开始，中信证券陆续成功并购整合万通证券、华夏证券、金通证券、里昂证券，扩大境内业务规模，并开启海外业务布局，具体历程如下图所示。

图 22：中信证券并购历程



资料来源：公司公告，天风证券研究所

中信证券能够顺利并购万通证券、金通证券、里昂证券，我们认为主要有以下原因：

- 1、长期低迷的市场环境。**2001年后证券市场经历了长达5年的低迷时期，各项业务大幅度萎缩，利润出现大幅下滑甚至亏损，行业面临的风险不断增大，一大批证券公司在这一时期被关闭或托管。
- 2、宽松的政策环境。**2002年《证券公司管理办法》的实施为证券控股集团的设立提供了法律条件，国内证券公司可以通过并购、重组以及组织架构调整，组建实力雄厚竞争力强的大型证券公司。

3、实力雄厚的股东背景。国内券商重组大多数属于行政型重组，无论是增资扩股还是系统内合并重组，政府都是直接参与或者行政调控。中信证券本身是大型的国有券商，有雄厚的中信集团做背书，能够最大限度的配置自身资源优势。

4、前瞻性的发展战略。战略是公司竞争策略和经营方法的联合体，中信证券在稳健发展的同时制定了三大战略方针，即大项目战略、大网络战略、大平台战略，并进行具体的有步骤的实施。在外延并购的过程中，中信证券的收购战略是以沿海为核心的沿海战略，营业网点沿北京-山东-江苏-浙江-福建-广东。

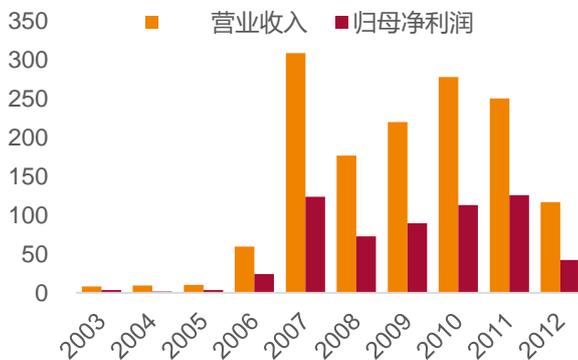
5、稳定且低成本的融资渠道。2003年1月，中信证券在上交所挂牌上市，是国内大型证券公司中登陆资本市场最早的一家。公司在2003年获中国证监会核准公开发行4亿股，募集资金近18亿元，成为国内真正意义上的第一个证券公司IPO。也正是由于较早地登陆了资本市场，所以获得了重要的融资渠道，并在随后的2006年和2007年两次进行增发，分别募集资金46亿元和250亿元。丰富的融资渠道为并购重组奠定了基础。

成功的并购整合使得中信证券不断将融资优势、销售网络优势和资金优势紧密结合，最终实现公司规模与盈利的稳步增长，从而适应行业的发展。

1、并购整合是中信证券实现实力提升的重要手段

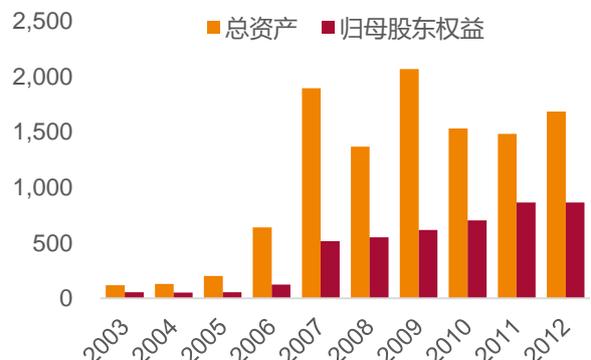
与国泰君安、海通证券、广发证券、申银万国等国内老牌证券公司相比，中信证券的成立时间相对较晚。2004年至2012年间，中信证券顺利并购了万通证券、金通证券、华夏基金、金牛期货，重组了华夏证券。在一系列并购后，中信证券在主营业务收入、净利润、总资产以及净资产方面，都有明显的增加，2006年中信证券的净利润上升至行业首位，并维持至今。**中信证券对于优质资金、客户资源、优秀人才的吸引力大大提升，并且在创新业务领域能得到政策支持。**

图 23：中信证券并购前后营收与净利润的变化（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 24：中信证券并购前后总资产与归母股东权益变化（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 1：中信证券自 2006 年起确立行业第一的位置

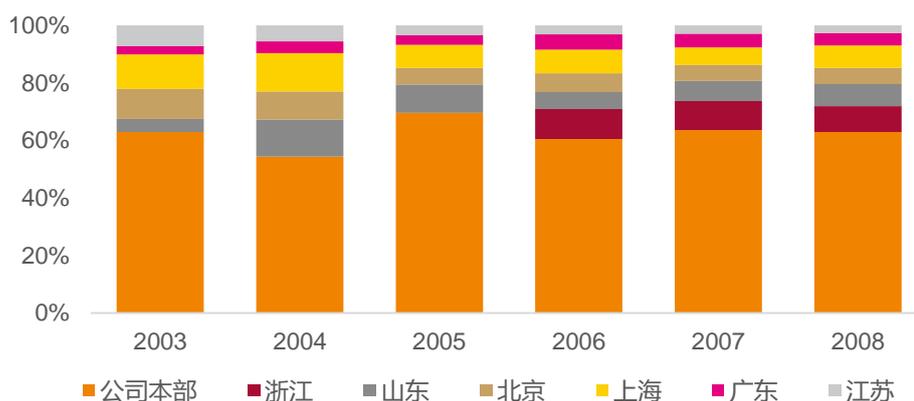
行业排名	总资产	净资产	净资本	营业收入	净利润
2002	N/A	2	2	N/A	3
2003	6	2	2	5	1
2004	4	1	1	6	1
2005	5	1	1	3	2
2006	4	1	1	3	1
2007	2	1	1	1	1
2008	1	1	1	2	1
2009	3	1	1	2	1
2010	1	1	1	1	1
2011	1	1	1	1	1
2012	1	1	1	1	1
2013	1	1	2	1	1
2014	1	1	1	2	1
2015	1	1	1	1	1
2016	1	1	1	1	1
2017	1	1	2	1	1

资料来源：证券业协会，wind，天风证券研究所

2、按区域划分的收入结构趋于均衡

2006 年以前，中信证券的营业收入中按照区域划分主要是来自于公司本部、上海、山东和北京地区，2005 年这三个区域的收入占比分别为 65%、8%、9%、5%。在完成对金通证券的收购后，中信证券在浙江地区的收入实现大幅增长，2006 年营业收入中来源于浙江地区的占比仅为 9%。而 2006 年以后，浙江、山东成为中信证券营业收入中占比靠前的两大区域。

图 25：并购整合让中信证券的营业收入区域分布更加均衡



资料来源：wind，天风证券研究所

3、业务覆盖东南沿海经济发达地区

1) 中信证券并购地处山东的万通证券。中信万通证券挂牌后，中信证券通过中信万通证券在山东省得以进一步扩展了营销网络，实现在山东省的全面网络布局。2) 虽然收购广发证券失败，但是吸取了一定的并购经验。广发证券业务布局位于南方沿海和经济发达地区，且是国内十大券商之一，若中信和广发联手，那么公司规模、业务结构以及竞争力均能大幅提升。但由于操作时准备不够充分，最终未能如愿。3) 接受政府委派接手华夏证

券。地处北京的华夏证券，在我国的东南沿海地区有很强的网络营销点，中信证券并购华夏证券之后，将经纪业务融入中信建投。4) 中信证券并购金通证券后如虎添翼。金通证券曾是浙江省内最有影响力的证券公司，大部分的营业部分散在浙江各地。中信证券收购金通证券加强了在浙江地区的经纪业务实力，金通证券众多的客户资源为中信证券的发展提供了广阔的空间。截至 2018 年底，中信证券在浙江省内拥有 64 家营业部。5) 中信证券拟收购广州证券 100% 股权，交易作价确定为 134.60 亿元，交易成功后将进一步提升中信证券在粤及华南地区的竞争力，实现中信与标的公司之间优势互补并产生良好的协同效应。

表 2：中信证券境内证券营业部的数量及分布情况（截至 2018 年底，单位：家）

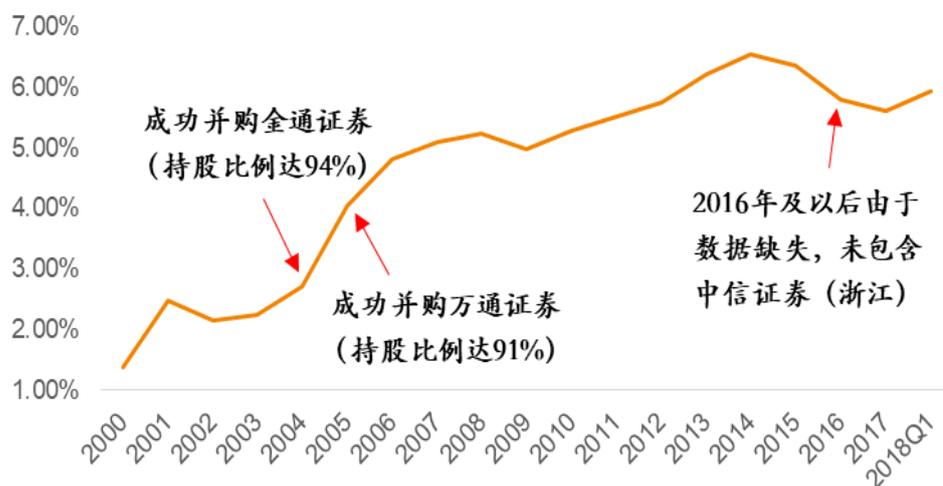
省市或地区	营业部数量	省市或地区	营业部数量	省市或地区	营业部数量
浙江	64	湖北	8	陕西	3
山东	57	江西	7	山西	2
广东	26	辽宁	6	安徽	2
上海	23	河南	7	重庆	1
江苏	21	四川	5	吉林	1
北京	21	河北	5	湖南	1
福建	8	天津	4	内蒙古	1

资料来源：公司公告，天风证券研究所

经过并购整合，中信证券的股基交易额市场份额大幅提升。2000-2003 年间，中信证券的股基交易额市场占比平均仅为 2.06%，行业排名 10-15 名之间。2004 年，中信证券通过并购万通证券，股基市场份额（考虑万通证券）大幅提升至 2.71%，行业排名第 11 名。2005 年，中信证券通过并购金通证券，股基市场份额（同时考虑万通证券和金通证券）大幅提升至 4.04%，行业排名第 5，大幅缩短了与行业领先证券公司之间的差距。2006 年以后，中信证券的股基交易额市场占比长期维持在行业前 5 的位置，我们认为并购是中信证券提升市场份额的直接手段。

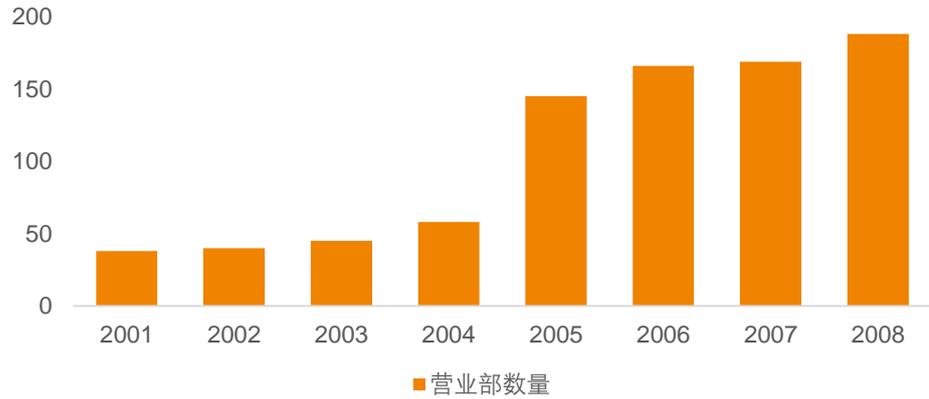
经纪业务肩负着大规模聚集客户资源的重要职能，是客户价值挖掘和创造的重要基础。在互联网券商兴起之前，营业部是面向客户的综合服务平台，业务范围涉及到经纪、投行等。与逐个新设营业网点的方式相比，并购整合能够一次性取得标的公司的营业网点，从而大幅减少时间成本和运营成本，快速提升在薄弱和重点区域内的营业网点、客户渠道。一系列的收购计划让中信证券搭建起覆盖我国东南沿海发达地区的业务网络，为后续的业务合作（投行、资管、资本中介、直投等）打下了扎实的基础。

图 26：中信证券并购前后股基交易额市场占比情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 27：中信证券并购前后营业部数量变化（单位：家）



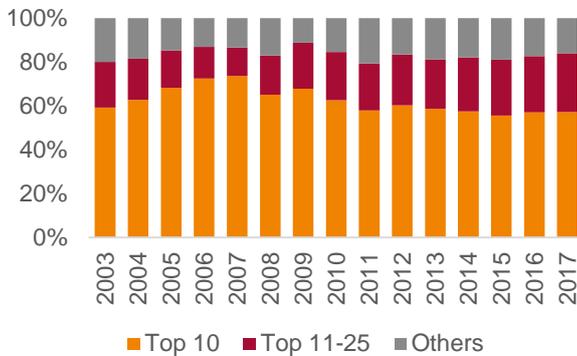
资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 并购重组是提升实力的重要手段-国际视角

3.1. 并购整合是成熟市场证券业走向集中的重要方式

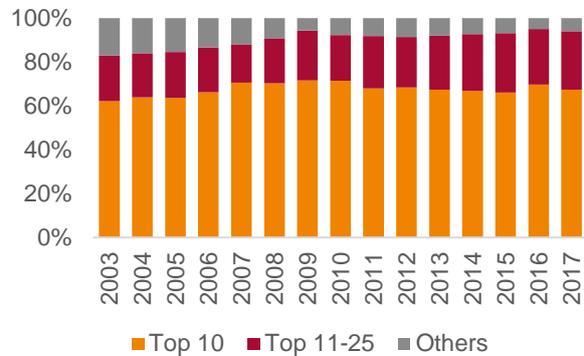
成熟市场的证券行业的产业格局是高度集中的。2018 年末美国证券行业有 3607 家券商，营业收入前十的证券公司占行业收入的比重常年维持在 55%以上，资本集中度常年维持在 60%以上。日本证券业是三分天下的竞争格局，2017 年龙头公司野村证券占有行业净利润的 40%，再加上大和证券、日兴证券，前三名合计占据日本证券业净利润的 85%。

图 28：美国证券行业营业收入集中度情况



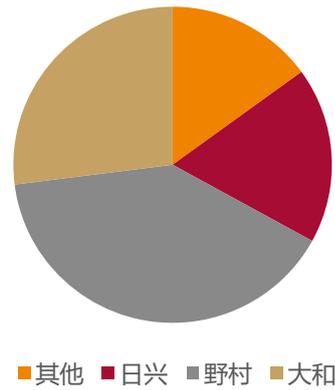
资料来源：美国证券业协会，天风证券研究所

图 29：美国证券行业资本集中度情况



资料来源：美国证券业协会，天风证券研究所

图 30：日本三大证券公司收入占比（2017 年）



资料来源：wind，日本证券业协会，天风证券研究所

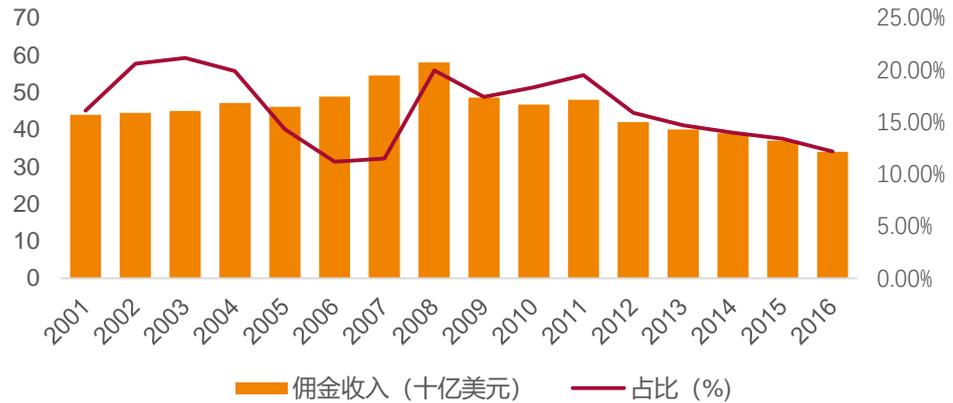
欧美发达国家的证券行业经历了多次的兼并重组，呈现寡头垄断格局。以美国证券行业为例，1975 年《证券法修正案》颁布后，佣金率正式开启了下行通道。进入 21 世纪后，佣金率加速下滑，整个行业的证券交易佣金率由 1999 年的 0.20% 下滑至 2016 年 0.05%。佣金收入占比也从 1975 年的超过 40% 下降至 2016 年的 12.19%。在“通道业务”向“重资本业务”转变下，行业中下游的券商未能找到自身差异化的突围路径，面临的选择只有并购整合和关闭。对于大券商而言，并购成为补齐业务短板，提升市场份额的重要手段。高盛、摩根士丹利、花旗等都有并购整合同业的经历。证券公司的数量也从 2004 年的 5187 家下降至 2018 年的 3607 家，平均每年减少超过 100 家。

图 31：美国证券业公司数量逐年减少



资料来源：wind，天风证券研究所

图 32：美国证券行业经纪业务交易佣金收入及占比变化



资料来源：wind，天风证券研究所

尽管兼并重组的市场环境和出发点有所不同，并购效果也有差异，但是总体来看，通过兼并重组后的投资银行的效益提升十分显著。从行业角度看，根据所罗门兄弟公司对 50 家大银行的调查，1992 年至 1997 年之间合并的银行平均资产回报率从 1% 提高至 1.29%，股本收益率从 13.6% 提高至 15.9%（《我国证券行业的规模经济与并购重组》-吴冰）。从案例分析的角度看，包括高盛、花旗银行、摩根士丹利、三井住友集团等通过重组，不仅实现规模的扩张，同时效益也有明显提升。我们统计范围内的主要投资银行在并购整合后第二年每股盈余均实现了不同程度的增长。

表 3：证券公司并购效益比较（案例）

主并投资银行	并购对象	时间	并购年 EPS	并购次年 EPS	增长%	整体效果
花旗银行	旅行者集团	1998	1.66 美元	2.95 美元	77.71%	花旗的全球网络与旅行家保险及证券经纪客户互补
高盛	在线投资银行	2001	3.19 美元	4.03 美元	26.33%	合并后总资产达 1 万亿美元，并给高盛带来零售客户
德意志银行	信孚银行	1999	3.91 欧元	7.78 欧元	98.98%	将业务重心从商业银行向投资银行转移；将经营区域从欧洲向美洲乃至全球范围拓展
三井住友集团	大和证券	2001	25.4 日元	40.2 日元	58.09%	成为全球第三大银行集团

资料来源：《我国证券公司规模经济与并购重组》-吴冰，wind，天风证券研究所

3.2. 高盛案例

高盛成立于 1869 年，总部位于纽约。经过 150 年的发展，高盛已成为全球领先的投资银行、证券和投资管理公司，历史上几次重要的并购对其发展起到了关键的作用。

3.2.1. 并购杰润公司（J.Aron&Company）

传统业务的利润难以持续，杰润寻求第三方收购。1898 年，杰润从新奥尔良的一个咖啡交易商起家，并在 20 世纪 60 年代末扩张至贵金属交易业务，公司的规模和利润自此快速增长。杰润当时主要从事三类业务：1) 黄金、白银、白金、钯等商品的小头寸交易；2) 小规模的外汇业务；3) 咖啡业务。当时，杰润的咖啡和黄金业务在全球处于领先地位。随着商业银行进军商品业务，竞争随之加剧，而世界通信系统的发展和美国抗通胀的操作则使杰润难以再通过商品价格的波动获利。因此，杰润开始寻求被更大商业组织收购。

收购杰润成为高盛国际化和资本金业务的起点。怀特黑德（John Whitehead）一直致力于推动高盛的国际化发展，而黄金交易则是国际化属性最强的业务。尽管内部的意见不统一，高盛的管理委员会仍然在 1981 年 10 月通过了收购杰润的方案。加入高盛的第一年，杰润便发生了亏损，高盛对杰润的员工和业务模式进行了大刀阔斧的调整。1) 外汇业务方面，

高盛抓住了货币期权的发展浪潮，开始利用自有资本开展交易商业业务；2) 商品业务方面，高盛将盈利能力日益退化的黄金业务转换到石油业务上，在 1983-1984 年进军石油交易市场。不到 10 年，杰润的外汇和石油交易成为盈利能力最强的业务，并为高盛贡献了 1/3 的利润。收购杰润后，高盛通过商品业务极大地推动了公司的全球化发展，并开启主动承担风险的资本金业务，将自己重塑成了一个创造利润并承担风险的全球金融中介。

3.2.2. 资产管理业务的扩张

20 世纪，高盛资产管理公司依靠并购发展成了全球化的大型资产管理公司。1995 年，高盛确定了资产管理业务的发展方向，那就是专注于资管规模的扩大，大规模开展收费型资产管理业务。因此，高盛资产管理公司开始用并购的方式壮大自身的资管规模。

1) 1995 年，高盛并购了自由资产管理公司 (Liberty Asset Management)。10 年后，自由资产管理公司的资管规模由 45 亿美元增至 230 亿美元，8000 万美元的并购对价换回了超过 20 亿美元的回购价格。

2) 1995 年，高盛资产管理公司并购了英国煤业委员会养老金的托管权。10 年内，该养老金的规模由 25 亿美元增至 1000 亿美元。

3) 在 1995-1996 年间，高盛资产管理公司还并购了三家具有独特投资能力的资产管理公司，借助于高盛强大的销售网络和商务拓展能力，并购在其后的 5-10 年内为高盛带来了资管规模的持续增长。

4) 1997 年，高盛以 1100 万美元的对价并购了价值 30 亿美元的 FOF——商品公司 (Commodities Corporation)，使公司能够进入对冲基金和 PE 领域。10 年后，商品公司的资管规模达到几十亿美元。经过几次并购，高盛资产管理公司在 20 世纪末已成为一个全球化、拥有数十种投资产品的大规模资产管理公司。

并购整合补齐业务短板，扩张市场份额。摩根士丹利与添慧公司、美林公司合并后，摩根士丹利在零售业务上的优势能够帮助摩根向公司和机构市场扩张。雷曼兄弟对希尔斯零售业务的收购也获得了强大的业务动能。因此高盛开始寻找收购机会，以加强在零售投资者中的优势。2000 年，高盛支付了 65 亿美元 (44 亿美元的股票和 21 亿美元的现金) 收购了美国最大的股票和期权清算公司，纳斯达克第三大做市商斯皮尔·利兹·凯洛洛 (Spear, Leeds, & Kellogg)，打造交易业务领先优势。

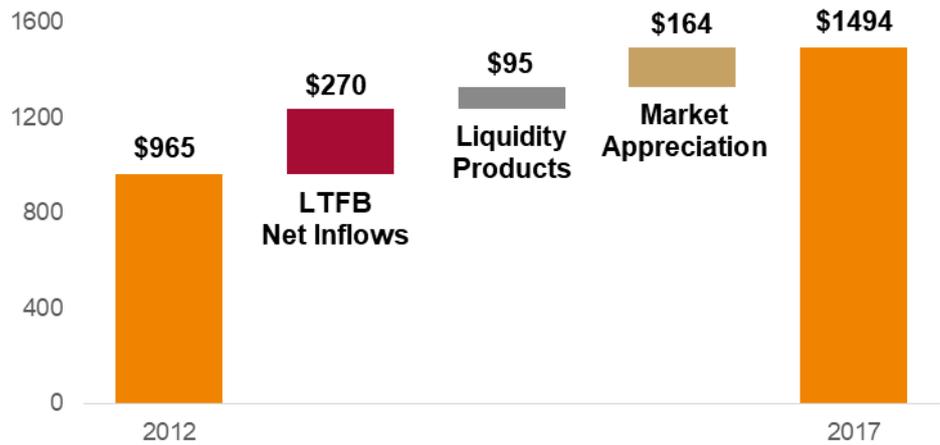
进入 21 世纪后，高盛继续通过并购不断扩大资产管理业务的规模与影响力。

1) 2012 年，高盛并购了德怀特资产管理公司 (Dwight Asset Management) 和德银资管的稳健价值型业务 (Deutsche Asset & Wealth Management's stable value business)，并购为公司带来了 500 亿美元的资管规模，资管总规模在 2013 年突破了 1 万亿美元。

2) 2012-2015 年，高盛相继并购了 8 家与资产管理业务相关的公司，累计新增超过 700 亿美元的资管规模。我们根据公开资料整理了如下 5 家公司：升息增长型基金 (Rising Dividend Growth Fund)、标准资产管理公司 (Benchmark Asset Management)、西峰公司 (WESTPEAK)、苏格兰皇家银行货币市场基金 (RBS' money market fund) 和印记资本顾问 (Imprint Capital Advisors)。

3) 2017 年，高盛在资产管理业务方面完成了一宗战略并购，为公司新增了 200 亿美元的资管规模。2012 年至 2017 年，高盛的资产管理规模由 9650 亿美元增至 14940 亿美元，资管规模净流入贡献了 2700 亿美元，其中 520 亿直接来源于高盛的并购行为，占比达 19%。

图 33：高盛 AUS 增长分解（2012 至 2017 年，单位：十亿美元）



资料来源：《The Partnership-The Making of Goldman Sachs》，天风证券研究所

4. 中国证券行业已经进入较佳的并购整合期

证券行业已经进入了资本快速增长期&传统业务转型阵痛期&行业对外开放提速期，中小券商的各类资源有限，过去对所有业务投入的“小而全”模式难以为继。我们通过复盘中信证券的并购整合历程，发现行业发展的低潮期是整合中小券商的较佳时期。因此，我们认为行业现阶段已经进入较佳的并购整合期。

4.1. 头部券商已经进入资本快速增长期

政策引导下，证券行业净资产规模实现跨越式发展。2014 年 3 月 1 日实施的《证券公司流动性风险管理指引》和 2016 年 10 月 1 日实施的修订后的《证券公司风险控制指标管理办法》及配套规则，对证券公司的资本实力和风险管理提出了较高要求。证券行业净资产也从 2014 年的 9205 亿元增长至 2018 年的 1.89 万亿元。

图 34：2014 年后行业净资产大幅提升至 1.89 万亿元（单位：亿元）



资料来源：证券业协会，天风证券研究所

证券公司资本的规模直接决定了业务规模，更与其风险抵御能力直接相关。1) 资本扩张对于证券公司而言，能够顺应行业盈利模式变化趋势。券商业务模式正从以通道佣金业务为主逐步过渡到资本中介类业务和自有资金投资业务等并重的综合业务模式，对于证券公司的资本实力有更高的要求。2) 降低流动性风险，提升风险抵御能力。随着证券公司业务规模的不断增长，可能存在因资产负债结构不匹配导致的流动性风险。合理的补充资本是重要的风险抵御手段。

头部券商资本扩张速度快于中小型券商，主要是因为监管对于再融资规模、时间间隔的限制等，以及不同证券公司之间募集资金的能力有差异。对于中小券商而言，单纯靠内生增长或者再融资难以缩短与头部券商之间的差距，主要是头部券商再融资规模动辄在百亿元以上（如表 2 所示）。头部券商也有意通过横向并购扩大业务规模或进入新的业务领域，因此通过横向并购实现规模的增长有望成为证券公司的主要手段之一。

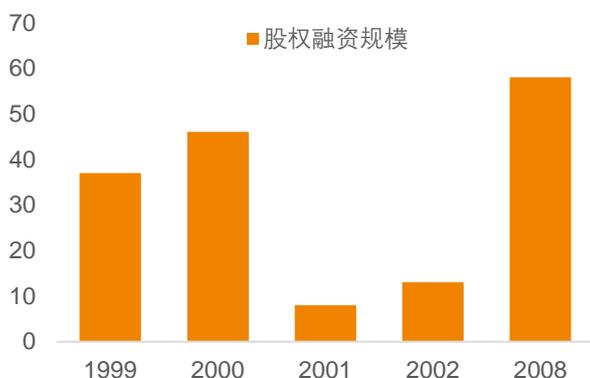
表 4：前十券商资本补充计划的融资规模及进度

预案日	券商	融资类型	拟融资规模	目前进度
2017/5/27	华泰证券	定增	142.08 亿元	已完成
2018/4/27	海通证券	定增	不超过 200 亿元	股东大会通过
2018/5/9	广发证券	定增	不超过 150 亿元	证监会核准
2018/11/28	国信证券	定增	不超过 150 亿元	股东大会通过
2019/1/10	中信证券	定增	不超过 134.6	董事会预案
2019/1/22	中信建投	定增	不超过 130 亿元	董事会预案
2019/3/13	招商证券	配股	不超过 150 亿元	董事会预案
2019/4/12	申万宏源	H 股上市	76.8 亿元	已完成

资料来源：wind，天风证券研究所

海外经验表明证券公司可以将资本优势转化为利润优势。以高盛为例，自 1999 年登陆资本市场后，高盛先后进行 5 次股权融资，总规模高达 162 亿美元。同时，高盛通过加杠杆的方式进一步提升 ROE。从上市至 2018 年间，高盛的负债规模提升超过 6000 亿美元，极大地满足了业务线资金需求。一般中小投行难以跟上高盛的资本扩张速度，市场份额逐渐被侵蚀。高盛将自身的资本优势转化成了利润优势。自上市起到 2016 年，高盛的行业净利润占比从 15% 上升至 26% 左右。

图 35：高盛上市以来的股权融资规模（亿美元）



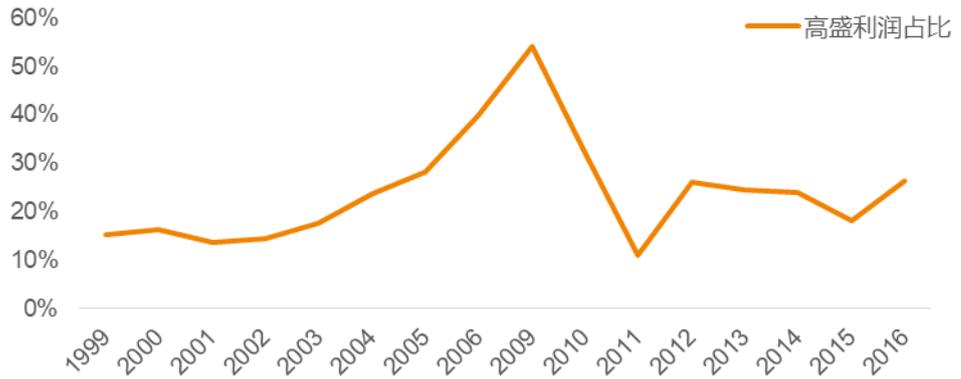
资料来源：wind，天风证券研究所

图 36：高盛上市以来总负债大幅提升（亿美元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 37：高盛净利润与美国证券行业净利润的比例



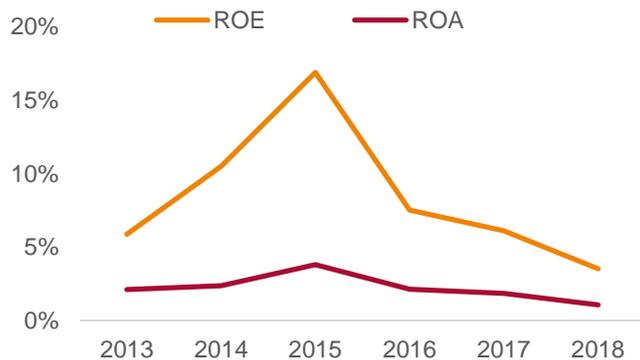
资料来源：wind，天风证券研究所

4.2. 中小券商的经营压力依然较大

2018 年以来，受监管政策持续趋严、资本市场交易活跃程度相对较低以及部分信用业务风险释放影响，证券公司经营压力明显增长，行业 ROE 回落至历史低位水平，仅为 3.52%。2018 年 12 月，我们统计范围内的 30 家上市券商中有 10 家出现亏损，一般而言上市券商盈利优于未上市中小型券商，中小型券商面临着较大的经营压力。

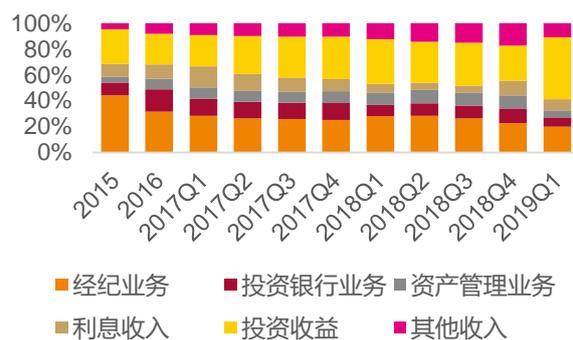
虽然 2019 年业绩大幅改善，但是我们认为仍然需要重点关注传统行业的转型压力。1) 自营业务收入占比接近 50%，业绩变动受股票市场环境影响很大，且实施新会计准则后将放大券商业绩的贝塔值。2) 1 季度经纪业务的收入增速不及交易量增速，预计与佣金率下滑有关，这意味着经纪业务在熊市阶段将面临交易量下降的冲击，牛市阶段面临着价格战的困扰，传统商业模式难以为继。

图 38：证券行业盈利持续承压



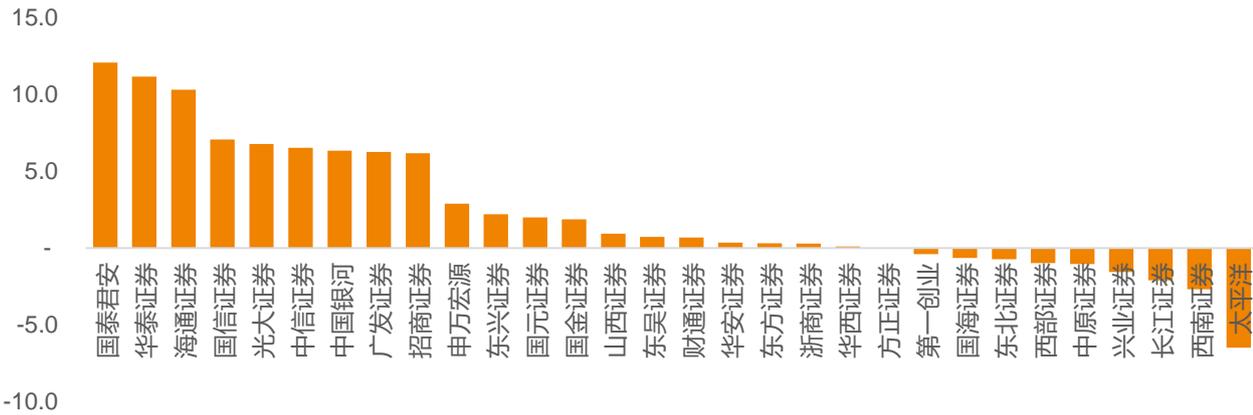
资料来源：证券业协会，天风证券研究所

图 39：上市券商收入结构依赖自营凸显传统业务转型压力



资料来源：wind，天风证券研究所

图 40：2018 年 12 月 30 家上市券商中有 10 家出现亏损的情况（单位：家）



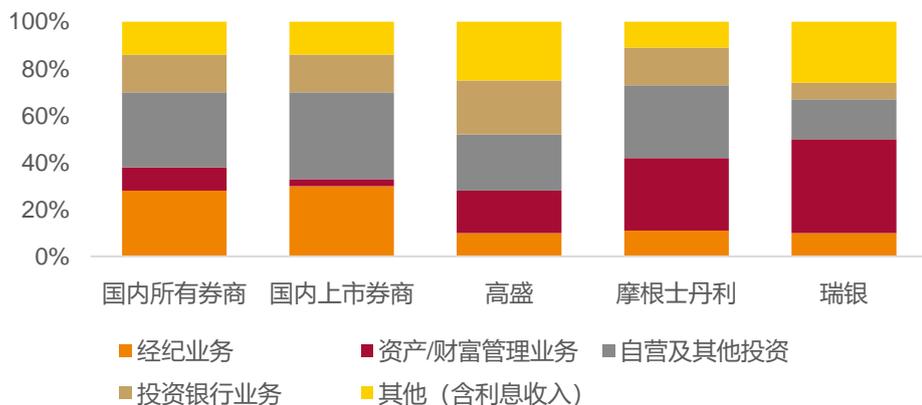
资料来源：wind，天风证券研究所

4.3. 对外开放也会进一步加剧行业竞争

2018 年上半年以来金融业对外开放的具体措施陆续颁布，开放路线图愈发明晰，金融业对外开放逐渐深化。2018 年 4 月习近平总书记在博鳌论坛上表示，放宽银行、证券、保险行业外资股比限制的重大举措要确保落地。2018 年 4 月 28 日，证监会发布《外商投资证券公司管理办法》，外资券商在持股比例、业务范围得到进一步开放。2019 年 3 月 28 日国务院总理李克强在博鳌论坛表示，中国将持续扩大金融业对外开放，银行、证券和保险业对外资全面放开市场准入正在加快推进，对外证券公司业务范围不再单独设限。2019 年 3 月 29 日证监会公告核准设立“摩根大通证券（中国）有限公司”和“野村东方国际证券有限公司”两家合资券商。

境外同业大规模进入中国市场将会进一步加剧国内证券行业竞争态势的现实情况。首先，外资控股券商是更高层次的开放，包括控股权及业务范围，有效避免此前合资券商经营过程中面临的困难。其次，外资股东在机构业务、财富管理、跨业务等业务上具有丰富经验，证券公司对于优质客户、人才的争夺将更加激烈。并购整合或将成为头部券商补齐业务短板，提升市场份额，做大做强的有效途径。

图 41：2017 年国内证券公司与国际主要投资银行各项收入结构分析



资料来源：wind，天风证券研究所

4.4. 影响并购整合效果的因素

证券公司的并购重组主要包括公司治理结构、经营战略、人力资源、市场资源、客户资源和企业控制权等的整合，是一个全方位、多元化的系统工程。而影响企业间并购整合效果

的因素复杂多样，通过复盘中信证券、高盛的并购整合历程，我们认为并购整合需要以公司整体战略为导向，寻找互补性强的标的，并充分打造协同。

- 1、以公司整体战略为导向。前瞻性的发展战略对于公司发展至关重要，而并购投资的方向需要服从于公司整体的发展战略。1) 高盛在发力跨境并购投资前适逢战略转型，资管业务成为战略重点，因此，高盛的跨境并购投资标的多是以资管机构为主。而近年来，高盛着重于金融科技战略，所以并购投资的重点放在金融科技领域。2) 德意志银行的跨境并购投资，也是以其“创建欧洲全能投行及全球化投资银行”战略目标为导向。项目多由业务单元提出，然后逐级提交审核，重点分析标的与其整体战略协同等，最后由最高决策层审批。3) 中信证券稳健发展的同时制定了三大战略方针，即大项目战略、大网络战略、大平台战略，并进行具体的有步骤的实施。在外延并购的过程中，中信证券的收购战略是以沿海为核心的沿海战略，营业网点沿北京-山东-江苏-浙江-福建-广东。
- 2、并购双方较强的互补性是并购成功的必要条件之一。并购双方的互补性分为业务互补性和区域互补性。一方面，业务互补性强有助于弥补收购方的业务短板，提高公司业绩的稳定性和整体实力；另一方面，区域互补性强有助于扩张收购方业务的地理布局，增强区域竞争力。
- 3、整合协同能力的欠缺是并购失败的主要原因之一。由于并购双方在公司治理结构、经营战略、管理制度、业务结构等方面存在差异，并购会产生相应的整合成本。如果并购双方的高层无法就公司整合达成统一意见，整合成本可能会超过并购扩张带来的规模经济收益，从而导致并购无效。因此，公司并购的成功离不开高层强有力的整合协同能力。

图 42：1986 年以来德意志银行主要跨境并购投资活动

时间	增强型	补短板型	渗透型	关键国家金融企业的战略股权投资
1986年	美国银行意大利分行 C.J.Lawrence (美国, 投行)			
1988年	McLean Mc Carthy (加拿大, 投行)			
1989年	Morgan Grenfell 4.99%股份 (英国, 投行)			
1993年	Banaca Popolare di Lecco (意大利) 马德里银行 (西班牙)			
1995年	Morgan Grenfell 剩余 全部股份 (英国, 投行)			
1998年		Boullioun (美国, 飞机租赁)		
1999年	信孚银行 (美国)			
2002年	2002 - 2007年, 先后并购土 耳其、墨西哥、俄罗斯、越 南等国的投行、资管公司、 银行			
2006年				华夏银行 (9.9%)
2016年		NBGI Private Equity (英国, 私募公司)		
2018年			Quantiguous Solutions Pvt Ltd (印度, 金融科技)	

资料来源：证券业协会，天风证券研究所

5. 券商可以通过并购重组，发展成为盈利能力强的国际一流投行

- 先取势，再取利。**资本市场的地位上升到了前所未有的高度，建设一流投行对于资本市场改革的意义重大，而具有庞大的资产与业务规模是一流投行的前提。未来头部机构的盈利能力将会更强，主要是因为 1) 轻资产业务线均面临能力升级要求，从而将导致集中度提升；2) 重资产业务将从债权转向股权，基于产业研究的股权投资能力将深刻影响 ROE；3) 市场参与主体机构化，机构业务头部化。
- 顺势而为。**证券公司应以公司整体战略为导向，寻找互补性强的标的，通过并购整合实现自身实力的提升，并顺应行业发展趋势，以“舍我其谁”的责任和担当，建设富有中国制度特色的且注入中国文化元素的世界一流投行，引导中国经济高质量发展。
- 优选龙头券商。**从短期来看，政策+流动性+业绩均呈现边际改善。从中长期角度看，证券行业的投资机遇来自于资本市场改革。随着并购整合的大幕开启，证券行业强者恒强的时代正在逐步展开。我们认为证券行业中长期应优选龙头券商。证券行业平均估值 1.80x PB，大型券商估值在 1.0-1.5xPB 之间，行业历史估值的中位数为 2.5xPB（2012 年至今）。我们推荐龙头券商，即中信证券、华泰证券、海通证券、国泰君安。

图 43：券商板块目前估值仍处于中枢以下（中信行业非银金融-证券）



资料来源：wind，天风证券研究所

表 5：上市券商盈利预测及估值表（2019 年 5 月 27 日）

证券名称			P/E (倍)			P/B (倍)		
	股价 (元)	市值(亿元)	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
中信证券	20.63	2,321	17.93	19.84	17.05	1.27	1.49	1.43
国泰君安	16.63	1,420	15.97	16.80	15.12	1.08	1.19	1.18
华泰证券	19.24	1,446	14.77	19.63	16.88	1.29	1.51	1.47
海通证券	12.38	1,249	16.70	14.40	12.14	0.86	1.12	1.07
广发证券	13.29	921	15.24	13.70	11.97	1.13	1.16	1.13
招商证券	15.55	969	19.16	18.08	16.03	1.38	1.24	1.19
中信建投	23.76	1,582	21.03	43.20	37.71	1.41	3.52	3.47
东方证券	10.59	679	30.48	30.26	24.63	1.08	1.41	1.38
光大证券	11.20	477	21.02	20.00	17.23	0.83	1.02	0.98
兴业证券	6.28	421	30.20	23.26	20.26	0.94	1.25	1.20

资料来源：wind，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com