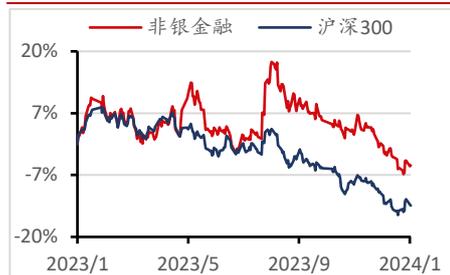


## 非银金融

### 境内外证券公司并购路径探索

投资建议： 强于大市（维持）  
上次建议： 强于大市

#### 相对大盘走势



#### 作者

分析师：刘雨辰  
执业证书编号：S0590522100001  
邮箱：liuyuch@glsc.com.cn  
分析师：曾广荣  
执业证书编号：S0590522100003  
邮箱：zenggr@glsc.com.cn

#### ➤ 并购重组有望成为未来证券行业发展趋势。

1) 当前国内券商行业整体盈利水平、资本实力较海外成熟市场差距较大，国内头部券商与海外一流投行依然存在较大发展空间，且国内券商业务同质化较高。2) 金融服务实体经济对券商实力提出了更多、更高的要求，券商发展需要规模扩张作为支撑。3) 在当前监管鼓励券商资本节约型发展以及监管对行业良性整合予以支持的背景下，外延并购或将成为券商规模扩张的主要途径，预计2024年证券行业有望出现新的收并购案例。

#### ➤ 他山之石：并购重组是海内外头部券商做优做强的常用手段。

美国大型证券公司发展历程表明，并购重组对证券公司业务多元化以及竞争实力的增强起着重要作用。1) 本土券商可借鉴高盛在FICC业务和资管业务的扩张经验，收购成熟的业务平台在未来帮助拓展业务。2) 本土券商可参考摩根士丹利通过不断收并购补足自身业务短板的经验，通过收购业务互补券商实现财富管理全渠道覆盖。3) 本土券商可借鉴中信证券提升整体规模的战略，通过并购扩大业务区域覆盖度，提升业务收入市场份额。

#### ➤ 以史为鉴：互补性和并购时点影响券商并购后的发展。

我们通过复盘历史并购案例发现，券商并购后实现1+1>2需要关注以下事项：1) 首先要考虑并购标的的区域与业务领域是否符合公司的战略发展方向。收并购新区域的成熟企业能够帮助并购方较快完成市场拓展，节省成本。2) 互补性、企业文化影响并购的最终效果。券商应注重并购标的与自身业务、区域的互补性，以及与自身企业文化的相符性；3) 并购时点影响并购的成本；4) 被收购方若具备困境反转预期，投资胜率更高。

#### ➤ 展望后续：金融行业新一轮供给侧改革有望开启。

监管政策引导券商集约式发展和鼓励券商通过并购重组做大做强的背景下，券商行业并购整合有望进入加速期。我们判断金融行业的新一轮供给侧改革有望开启，本轮改革更有自上而下的信号。我们将上市券商分为中央层面财政部和国务院下属，地方层面各地级国资委下属商以及民营控股或股权分散无实控人的券商。若中央及地方层面，对所属证券公司进行整合并购上的引导或推进，有望推动行业格局的演变。

#### ➤ 投资建议

维持证券行业“强于大市”评级。监管政策引导券商资本集约式发展，同时鼓励券商通过并购重组做大做强，在行业盈利分化加大的背景下，行业并购整合有望进入加速期，看好券商板块并购的投资机会。对于收购方，低估值、未明显抢跑、收购价格合理且整合效果预期较好的案例更值得参与，被收购方因享受稀缺溢价、困境反转等逻辑往往有更大胜率。

风险提示：1) 经济下行；2) 流动性收紧；3) 并购重组推进不及预期。

#### 相关报告

1、《非银金融：关注寿险开门红潜在的超预期机会》2023.12.28  
2、《非银金融：银保专题报告：银保有望成为寿险24年价值增长亮点》2023.12.28

## 正文目录

1. 券商为何选择并购?	3
1.1 当前我国证券行业同质化严重	3
1.2 打造一流投资机构是监管近年来的政策导向	3
1.3 国内券商体量较海外仍有较大成长空间	5
2. 鉴往知来：券商并购实现 1+1>2 的路径	7
2.1 高盛：并购重组助力业务重心转换	7
2.2 摩根士丹利：不断并购补足业务短板	10
2.3 中信证券：并购助力行业龙头地位确立	11
2.4 如何才能在并购后做到 1+1>2	13
3. 当前有哪些潜在标的	14
3.1 中央层面券商内部并购重组可能性	14
3.2 地方层面券商内部并购重组可能性	15
4. 风险提示	16

## 图表目录

图表 1：国内券商总资产 CR5/CR10 占比	3
图表 2：美国证券公司分类情况	3
图表 3：券商股权融资进度统计（截至 2023 年末）	4
图表 4：证监会表态支持券商并购重组	5
图表 5：中美证券行业体量对比（亿元）	6
图表 6：中美证券行业体量占 GDP 对比	6
图表 7：23H1 中信与国际顶级投行资产规模对比（亿元）	6
图表 8：23H1 中信与国际顶级投行盈利规模对比（亿元）	6
图表 9：直接融资、间接融资占比	7
图表 10：股票市场占名义 GDP 比例	7
图表 11：高盛并购史	8
图表 12：高盛 FICC 业务收入占比情况	9
图表 13：高盛资管业务规模（亿美元）	9
图表 14：摩根士丹利并购史	10
图表 15：摩根士丹利财富管理业务收入及占比（亿美元）	11
图表 16：摩根士丹利与 E-trade 合并形成业务能力优势互补	11
图表 17：中信证券并购史	12
图表 18：中信证券的股基交易额及市占率自 2005 年起大幅提升	12
图表 19：中信证券的营业部数量 2004 年、2020 均有大幅提升	12
图表 20：2019 年初中信证券收购广州证券，中信证券涨幅较好	14
图表 21：央企上市证券公司梳理	15
图表 22：地方国有控股上市券商梳理	15
图表 23：民营控股或股权分散无实控人上市券商梳理	16

## 1. 券商为何选择并购？

### 1.1 当前我国证券行业同质化严重

我国证券业多年来高度依赖股票市场，业务同质化较高。截至 23H1 末，我国证券行业总资产 CR5 仅 40%，CR10 为 67%。从海外成熟证券市场的情况来看，大中小券商基本都具有自身独特优势，形成了差异化发展。海外除头部投行为综合型券商之外，其他大部分中小型投行则基本专注于深耕某一细分业务领域。

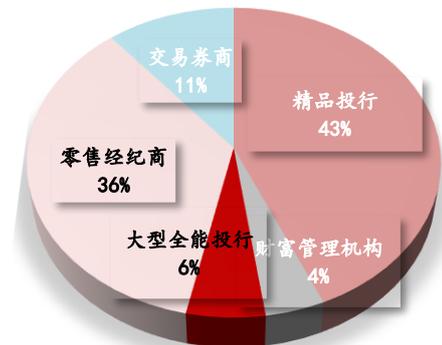
同质化严重导致集中度分散，拖累行业资源配置效率。近年来随着行业竞争不断加剧，经纪业务、保荐承销业务、信用业务等陷入价格战，行业平均手续费、佣金持续走低。140 家证券公司的同质化业务模式未来仍将挤压传统业务的利润率。同质化竞争后期将加速整合，重资产化转型的时代集中度加速提升，市场份额将向国内领先的大型券商集中。除了内生发展创新业务以外，外延并购整合业务优势，也是提高竞争力的有效途径。

图表1：国内券商总资产 CR5/CR10 占比



资料来源：中证协，国联证券研究所

图表2：美国证券公司分类情况



资料来源：FINRA，国联证券研究所

### 1.2 打造一流投资机构是监管近年来的政策导向

证监会鼓励券商资本节约型发展，上市券商再融资的约束或将逐步显现，外延并购或将成为券商规模扩张的主要途径。2016-2022 年较多券商通过 IPO、增发、配股和可转债等多种方式内生式融资，中信证券、华泰证券和东方证券通过增发和配股多种方式，资产规模实现快速扩张。2023 年 3 月，中国证监会就《证券公司监督管理条例（修订草案征求意见稿）》公开征求意见，其中提及“证券公司融资应当遵循必要、合理、集约的原则，提高资金使用效率，提升服务实体经济能力”和“上市证券公司融资应当合理审慎确定融资方式、规模和节奏，并完善投资回报机制，注重保护中小投资者利益”，以规范证券公司融资行为；此后财达证券、中泰证券相继修订增发预案；7 月中原证券终止定增，10 月中金公司和华泰证券也相继终止配

股。

图表3：券商股权融资进度统计（截至2023年末）

公司名称	首次公告日	最新公告日	拟募资（亿元）	审核状态
国海证券	2021/1/30	2023/3/22	拟募资不超过85亿元	证监会通过
财达证券	2022/12/26	2023/5/31	拟募资不超过50亿元	募资用途修改
锦龙股份	2022/7/2	2023/6/10	拟募资不超过32亿元	终止
中原证券	2022/4/30	2023/7/22	拟募资不超过70亿元	终止
华鑫股份	2022/12/24	2023/8/8	拟募资不超过40亿元	终止
中泰证券	2023/7/1	2023/9/23	拟募资不超过60亿元	募资用途修改
中金公司	2022/9/14	2023/10/23	拟募资不超过270亿元	配股方案到期自动失效
华泰证券	2022/12/31	2023/10/30	拟募资不超过280亿元	终止

资料来源：各公司公告，国联证券研究所

监管层对行业良性整合予以支持，2024年有望出现新的收并购案例。随着资本市场国际化进程加速，本土券商将在一个双向开放的市场上与外资投行在并购、衍生品、FICC、财富管理、投行等高阶业务领域直接竞争，构筑与国际顶级投行相匹配的竞争力需要头部券商扩大资本规模。2023年11月1日，证监会召开党委（扩大）会议，将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，在现阶段通过股权融资补充资本金规模受限的背景下，券商将更有可能为做大规模进行并购重组。

不同于2019年证监会答复政协委员会提案提出“推动打造航母级头部证券公司”，本次中央金融工作会议明确强调了支持头部证券公司。

并购整合有望成为未来券商行业发展趋势，中小券商间的并购能够快速扩大规模，向头部券商靠拢。当前国内证券行业实行以净资本为核心的监管体系，券商评级更多参考收入、净利润、资产规模，业务发展规模与净资本实力直接挂钩，中小券商在部分重资产业务上开展资格受限，资源有限，无法做到业务上的全面布局。同时中小券商在募资能力上，无论是在银行的信贷额度，还是在再融资、债权融资的规模上，都无法追赶头部券商的扩张速度。因此在传统轻资产业务利润下行的背景下，中小券商除了聚焦重点优势的细分领域，打造专项业务精品品牌外，更有可能通过并购重组实现业务互补，扩大资本实力。

**图表4：证监会表态支持券商并购重组**

时间	内容	监管发文后行业并购重组事件
2012年5月	证监会发布《关于推进证券公司改革开放、创新发展的思路与措施（征求意见稿）》提出“鼓励证券公司发行上市和并购重组等内容。”	2013年8月方正证券宣布收购民族证券
		2014年7月国泰君安与上海证券控股合并
		2015年1月申银万国与宏源证券合并重组
2019年11月	证监会在答复政协十三届全国委员会第二次会议提案时表示，为打造“航母级证券公司”，证监会积极开展了一系列工作，其中提到“多渠道充实证券公司资本，鼓励市场化并购重组，支持行业做优做强”。	2019年5月天风证券收购恒泰证券
		2020年1月中信证券与广州证券合并重组
2023年11月	中央金融工作会议首提“培育一流投资银行和投资机构”，随后证监会表态支持头部券商通过业务创新、并购重组等方式做优做强	2023年12月浙商证券拟受让国都证券25%股权比例

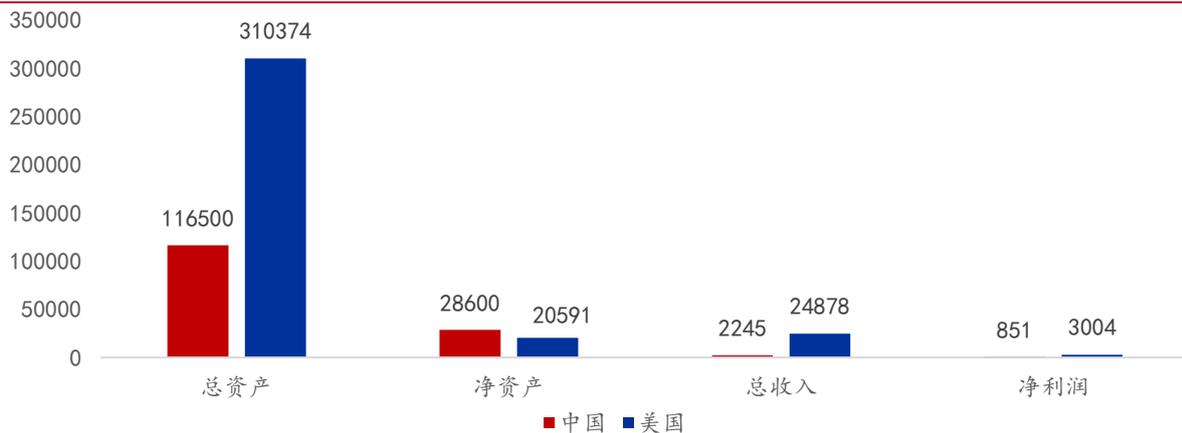
资料来源：证监会，第一财经，国联证券研究所整理

### 1.3 国内券商体量较海外仍有较大成长空间

当前国内券商行业整体盈利水平、资本实力较海外成熟市场差距较大。由于前期直接融资发展程度不足，导致券商作为直接融资的中介机构发展滞后。与海外成熟券商行业相比，当前我国证券行业的资产规模、资本实力、盈利能力较弱，与未来资本市场定位不符。截至2023年上半年，我国证券行业总资产为11.65万亿元，净资产为2.86万亿元，营业收入为2245亿元/yoy+9%，净利润为850.5亿元/yoy+4.7%。23H1中国证券行业总资产规模约为2022年末美国证券行业总资产规模三分之一，从利润表看，收入方面，23H1中国证券行业总收入约为2022年美国证券行业总收入的11%，仅相当于美国上世纪90年代初的水平。

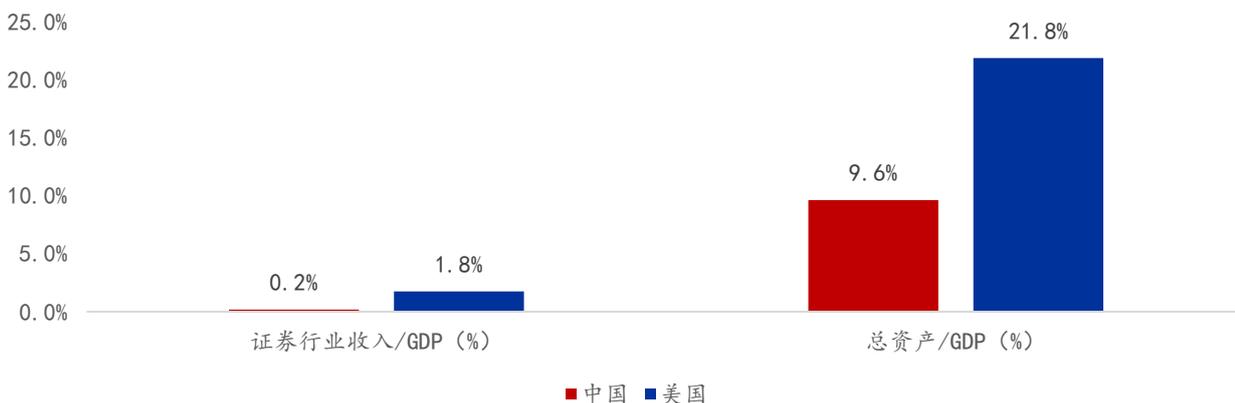
目前国内头部券商与海外顶级投行在资产规模和盈利水平上存在较大差距。以中信证券为例，作为国内规模最大的券商，23H1末中信证券的总资产规模1.4万亿元，高盛23H1末总资产规模11.4万亿元，如果中信想要在规模上追上高盛，以每年20%的增长速度至少需要7年。在监管鼓励券商资本集约式发展的背景下，头部券商只有强强联合能够加速打造国际一流投行的进程。

图表5: 中美证券行业体量对比 (亿元)



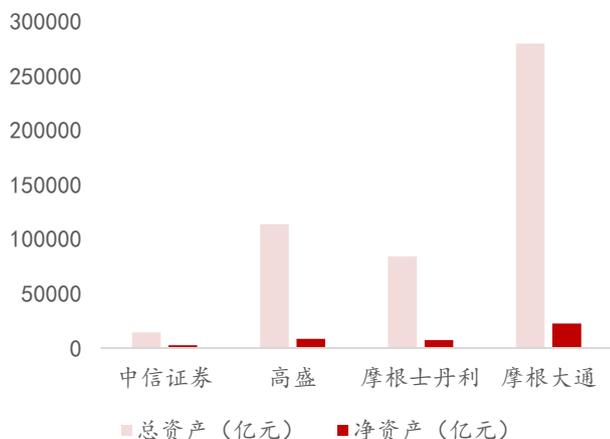
资料来源: 中证协, FINRA, SIFMA, 国联证券研究所 注: 中国数据截至 23H1 末; 美国数据最新为 2022 年末

图表6: 中美证券行业体量占 GDP 对比



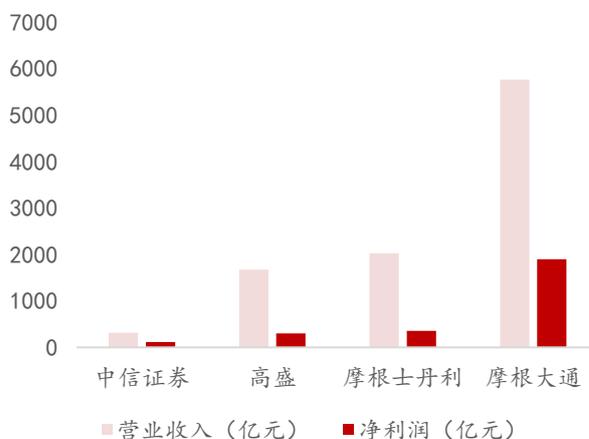
资料来源: 中证协, FINRA, SIFMA, 国联证券研究所 注: 中国数据截至 23H1 末; 美国数据最新为 2022 年末

图表7: 23H1 中信与国际顶级投行资产规模对比 (亿元)



资料来源: wind, 国联证券研究所

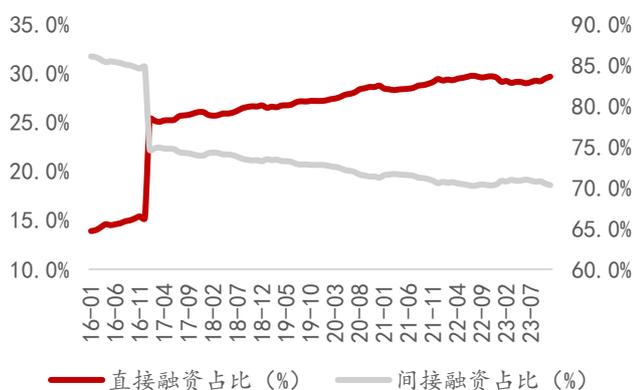
图表8: 23H1 中信与国际顶级投行盈利规模对比 (亿元)



资料来源: wind, 国联证券研究所

国内产业结构调整，对金融服务实体经济提出了更多、更高的要求。经济动能转换，从依靠资源和能源消耗、投资刺激及出口大量低附加值的劳动密集型产品，向新技术、新产业、新业态、新模式等新生产力转化。传统经济模式下，融资来源主要为银行，以间接融资为主；而新经济盈利前期盈利的不确定性、非标准化、高成长性使其难以从间接融资渠道获得支持，更亟待差异化风险定价的股权或债券融资资金等直接融资资金支持。当前国内直接融资占比约为 30%，较之前个位数占比已大幅提升，但较海外仍有较大差距。

图表9：直接融资、间接融资占比



资料来源：wind，国联证券研究所

图表10：股票市场占名义 GDP 比例



资料来源：wind，国联证券研究所

## 2. 鉴往知来：券商并购实现 1+1>2 的路径

### 2.1 高盛：并购重组助力业务重心转换

美国大型证券公司发展历程表明，并购重组对证券公司业务多元化以及竞争实力的增强，起着重要作用。

**图表11：高盛并购史**

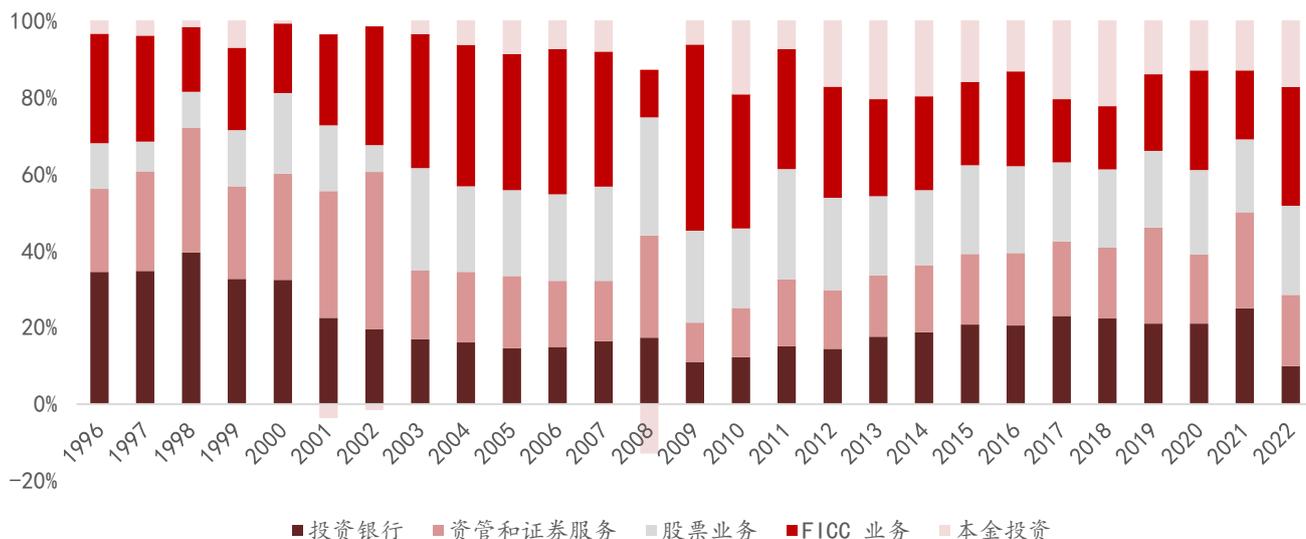
券商	年份	兼并对象	目的/成效
高盛	1981	J. Aron	转型重资本业务,拓展外汇、大宗商品交易业务。
	1995	美国自由资产管理公司	拓宽零售渠道,打开全球市场
	1997	Commodities Corporation	进军对冲基金领域,开展另类投资业务
	2003	Ayco	提升客户触达能力,扩大财富管理业务规模
	2021	NN Investment Partners	进一步提升高盛在欧洲资管规模,在欧洲进一步扩张资管业务

资料来源：公司官网，国联证券研究所整理

高盛在 80 年代借机构化浪潮,做大资本金业务,将资本优势输出为利润优势,打造了国际领先的机构投资者服务平台。美国 1981 年 401K 计划开始推行,包括公募、养老金等大型机构入市,机构投资者崛起,催生了包括衍生品、FICC 等资金型业务需求,投行业务开始重资本转型。高盛 1981 年成功收购外汇、大宗商品交易商 J. Aron 公司,此后逐步布局资金型业务,动用自有资金开展包括外汇、大宗商品交易商业业务,打造了全球领先的资本中介平台。2022 年高盛 FICC 业务收入 147 亿美元,占做市收入的 57%,与权益类相当。

借鉴高盛 FICC 业务的布局与发展,机构业务中的 FICC、衍生品、股权投资均需要丰富的资本金支持,资本扩张伴随着机构客户的需求增长能够带来利润的输出。未来随着国内券业转型发展,衍生品、FICC、跟投、场内做市等业务扩容,券商能借助资本优势做大资本金业务,从而在机构业务端输出利润优势,A 股市场机构化的趋势下,券商继续做大资本金规模应对未来机构投资者的增量做市需求。

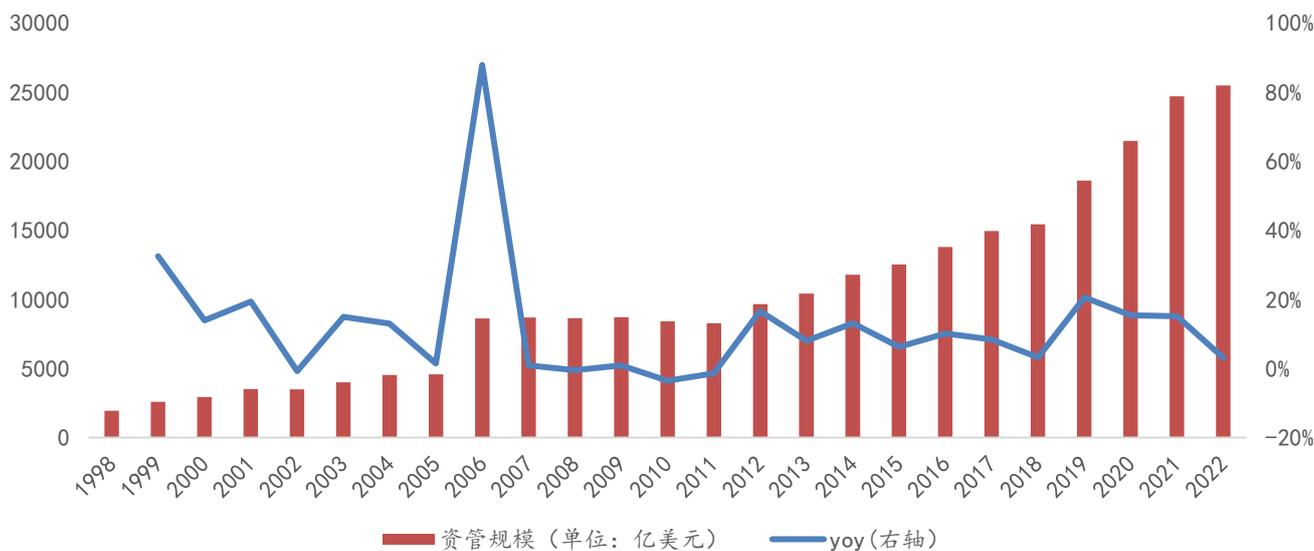
图表12: 高盛 FICC 业务收入占比情况



资料来源: 公司年报, 国联证券研究所

高盛通过一系列海外并购打造国际化资管平台。高盛 1989 年设立资管部门, 开启布局资产管理业务, 此后通过一系列海外并购做大资管业务规模。1995 年公司并购美国自由资管公司, 同年获取英国煤业委员会养老金的托管权, 1997 年并购 Commodities Corporation, 进军对冲基金领域, 2003 年并购 Ayco 公司, 扩大财富管理业务规模, 2021 年收购 NN Investment Partners。根据年报披露, 截至 2022 年末, 高盛资管规模已突破 2.5 万亿美元, 全年贡献资管收入 88 亿美元。本土券商在海外资产管理上缺乏全球大类资产配置经验, 借鉴高盛在资管领域的扩张经验, 收购海外成熟的资管平台可以在未来帮助本土券商拓展海外资管业务。

图表13: 高盛资管业务规模 (亿美元)



资料来源: 公司年报, 国联证券研究所整理

## 2.2 摩根士丹利：不断并购补足业务短板

摩根士丹利通过不断并购来补足自身业务短板。1997年，摩根士丹利和零售证券业龙头 Dean Witter Reynolds 合并，使摩根士丹利 1998 年为美国第二大证券销售机构。2009 年摩根士丹利完成对花旗美邦的收购，其经纪人数量一跃提升至超过 2 万名，客户资产规模扩张到 1.7 万亿美金，至 2017 年公司成为全球营收第一的独立投资银行，其财富管理业务成为最重要的收入来源。2019 年，摩根士丹利收购加拿大公司 Solium Capital，搭建股票平台，进一步拓展财富管理业务。2020 年，摩根士丹利收购折扣经纪商 E-Trade，主要目的为加速财富管理转型。

图表 14：摩根士丹利并购史

券商	年份	兼并对象	目的/成效
摩根士丹利	1997	Dean Witter Reynolds	借助其长期服务零售客户积累的渠道、投顾人才等优势提高零售证券市场份额
	1998	Abante Asesores	拓宽零售渠道，打开全球市场
	2009	Smith Barney	聚焦财富管理领域，寻求财富管理业务升级，形成财富管理业务规模优势
	2019	Solium Capital	搭建股票平台，开拓财富管理业务
	2020	E-trade	提升客户触达能力，抓住数字化转型机会

资料来源：公司官网，国联证券研究所整理

摩根士丹利通过不断的收并购逐步成长为全球顶尖的财富管理机构。收购 Solium Capital 和 E-trade 后，摩根士丹利实现财富管理全渠道覆盖，各个渠道资产规模都大幅提升。除此之外，由于触达了更多的基础客户群，公司可以通过逐步深入地服务将这些基础客户转化为传统投顾服务渠道客户，投顾服务客户资产也实现了较快增速。截至 2022 年末，摩根士丹利财富管理收入为 244.17 亿美元，占总营收的比重为 46%。

图表15: 摩根士丹利财富管理业务收入及占比 (亿美元)



资料来源: 公司年报, 国联证券研究所

图表16: 摩根士丹利与 E-trade 合并形成业务能力优势互补



资料来源: Morgan Stanley Investor Presentation, 国联证券研究所整理

### 2.3 中信证券: 并购助力行业龙头地位确立

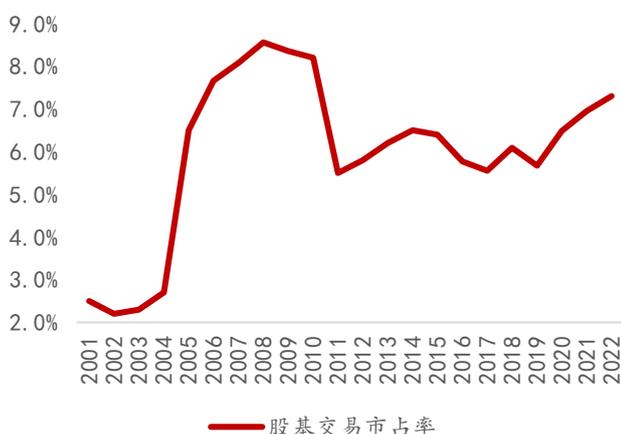
中信证券通过不断的并购扩大业务版图，提升整体规模。中信证券通过一系列并购以及适时的资本扩充，确立了自己行业龙头的地位。1995年由中信集团牵头成立中信证券，1999年中信证券增资扩股改制为股份有限公司，2003年中信证券净资产排名行业第6，主业聚焦投行业务。中信证券2003年成功收购万通证券开启扩张之路，为公司未来在山东市场的领先地位奠定了基础，2014年万通证券更名为中信证券（山东）；2005年中信证券与中国建银将华夏证券重组为中信建投证券，借助原华夏证券在包括浙江、福建等东南沿海地区的营业部与客户资源，进一步弥补了自己在经纪业务上的短板，同时为自己的投行业务引流，在投行业务开始进军浙江、福建市场；2006年公司成功并购浙江金通证券，正式打开浙江省经纪业务市场，股基成交市场份额大幅提升，正式确立自己行业第一的龙头地位。中信证券从2010年开始总资产稳定在行业第一。

图表17：中信证券并购史

券商	年份	兼并对象	目的/成效
中信证券	2003	万通证券	拓展山东地区客户资源
	2005	重组华夏证券	拓展浙江、福建地区客户资源，弥补经纪业务短板
	2006	完成收购金通证券	正式打开浙江省经纪业务市场，股基市占率大幅提升
	2007	收购华夏基金	布局资管业务
	2012	收购里昂证券	布局海外业务
	2020	收购广州证券	拓展华南地区经纪业务市场份额

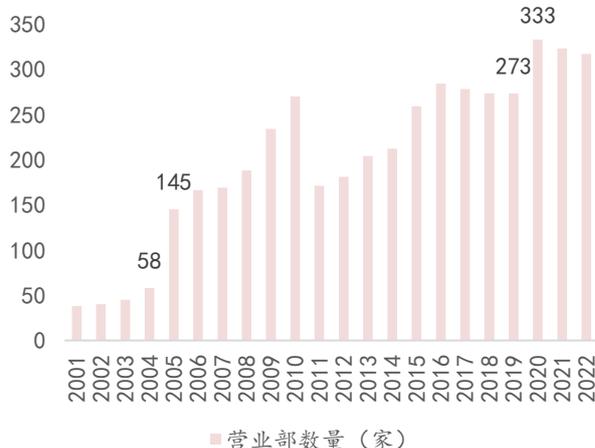
资料来源：公司官网，国联证券研究所整理

图表18：中信证券的股基交易额及市占率自2005年起大幅提升



资料来源：上交所，公司年报，国联证券研究所

图表19：中信证券的营业部数量2004年、2020年均有大幅提升



资料来源：上交所，公司年报，国联证券研究所

## 2.4 如何才能做到 1+1>2

我们根据理论推演和历史并购案例复盘得出以下结论：（1）公司确定的战略能够帮助并购方迅速完成市场拓展；（2）互补性、企业文化影响并购的最终效果；（3）并购时点的选择影响券商的并购成本；（4）被收购方具困境反转预期和市值弹性，投资胜率更高。

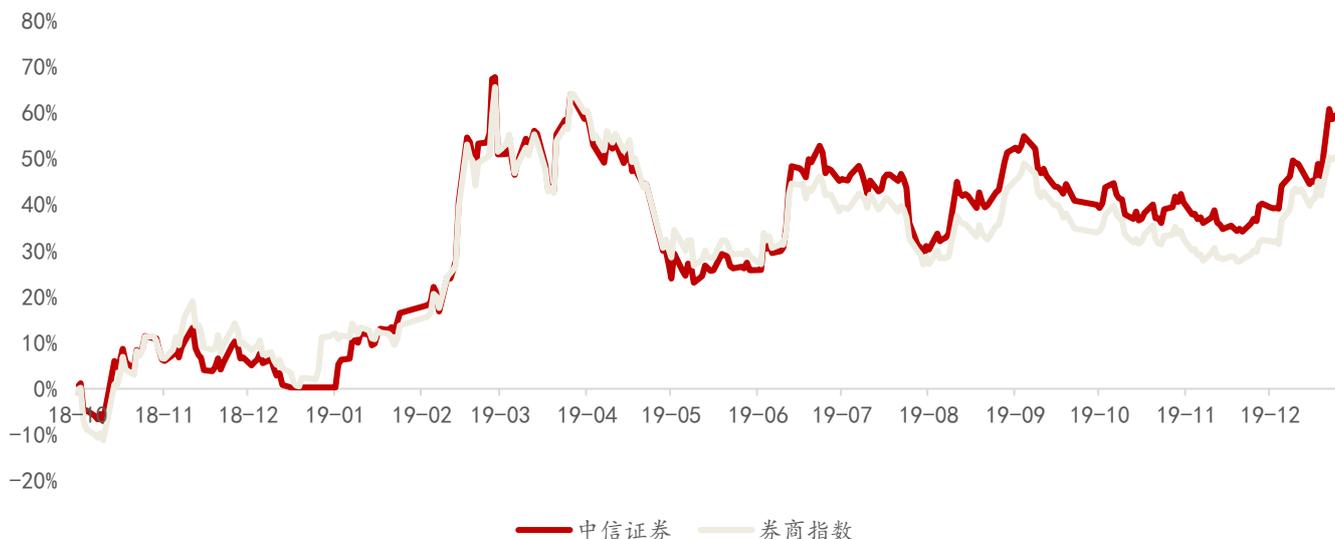
未来券商在做并购标的选择，首先要考虑并购标的的区域与业务领域是否符合公司的战略发展方向。回顾中信、高盛、摩根士丹利几家的比较有代表性的并购事件，均发生在公司战略转型，对新领域或者新区域的成熟企业并购能够帮助并购方迅速完成市场拓展，节省探索成本，因此并购首先应服务于公司的战略规划。中信证券的几次并购，体现了自己在区域上以及在新业务领域上的布局战略，并购万通证券、金通证券、广州证券顺应了公司希望在沿海发达地区布局抢占财富管理客户的战略，带来了经纪业务市占率的飞速提升，并购华夏基金一度打造了国内最大的基金管理公司拓展投资管理业务，并购里昂证券顺应公司国际化发展战略带来海外业务的高增长；高盛并购 J. Aron 公司发力 FICC 等资本金业务，实现重资本转型，做市业务高增长，不断并购国际资管公司，资管业务成为公司的战略重点。

**互补性、企业文化影响并购的最终效果，业务互补能够极大提升并购的效用。**业务与区域的互补性能够帮助并购方迅速拓展新业务、新市场，节省整合成本，真正实现“1+1>2”。企业文化同样对并购的效用产生影响，1997 年摩根士丹利与 Dean Witter 完成合并，但因商业银行与投资银行本身文化差异性较大，摩根士丹利主打机构业务，Dean Witter 更多为零售业务，内部摩擦不断直接导致了并购的失败，2001 年两家公司分拆。因此并购前，券商应注重并购标的与自身业务、区域的互补性，挑选与自身企业文化相符、相近的并购目标。

**并购时点的选择影响券商的并购成本。**海外投行与我国证券发展史中几次成功的低成本并购均发生在行业低迷运营困难时期，股东资金链困难有转让套现的需求。选择正确的并购时间节点能够节约并购成本，提高并购的成功率。国内券商未来选择并购时点需要自上而下考虑行业的发展情况，在并购标的估值较低时进行并购最大化并购效用。

**投资收购方需要关注收购公告前股价涨幅和估值，以及收购资产质量、定价合理性、整合预期。**（1）收购方在收购前若估值合理或较低，且被收购资产质量较好，与收购方形成较好业务互补，同时收购价格具备性价比，则收购方有望受益并购预期实现一定超额收益。如中信证券收购广州证券。（2）收购方在收购公告前股价有较明显超额收益或估值已处高位，同时被收购资产互补性较弱且收购价格偏高的情形下，市场预期整合效果一般，短期可能有一定超额收益，但中长期难以持续上涨。

图表20: 2019 年初中信证券收购广州证券, 中信证券涨幅较好



资料来源: wind, 国联证券研究所

### 3. 当前有哪些潜在标的

监管政策引导券商集约式发展和鼓励券商通过并购重组做大做强的背景下, 券商行业并购整合有望进入加速期。我们归纳梳理历史上多轮并购案例的收购方与被收购标的统一特征, 判断金融行业的新一轮供给侧改革有望开启, 本轮改革更有自上而下的信号。若中央及地方层面, 对所属证券公司进行整合并购上的引导或推进, 有望推动行业格局的演变:

#### 3.1 中央层面券商内部并购重组可能性

中央层面来看, 上市券商中主要分为财政部和国务院国资委不同隶属。

- 1) 财政部代表主要为汇金系下中金公司、中国银河、申万宏源和光大证券。
- 2) 国务院国资委下属上市券商代表主要为招商证券和长城证券。同一实控人以及存在业务互补相关性的券商后续存在并购重组的可能性。

**图表21：央企上市证券公司梳理**

上市券商	实控人	第一大股东	第一大股东持股比例 (%)
中信证券	财政部	中信集团	15.5
信达证券	财政部	信达资产管理	78.7
东兴证券	财政部	东方资产管理	45.0
招商证券	国务院国资委	招商局	23.5
长城证券	国务院国资委	华能资本	46.4
中金公司	中央汇金	中央汇金	40.1
中国银河	中央汇金	中国银河金融控股	49.2
申万宏源	中央汇金	建银投资	26.3
光大证券	中央汇金	光大集团	25.1
红塔证券	中国烟草总公司	云南合和集团	30.2

资料来源：wind，国联证券研究所 注：持股比例截至23Q3，第一大股东为A股第一大股东

### 3.2 地方层面券商内部并购重组可能性

地方层面来看，上市券商主要隶属各级国资委或财政部门，其余部分属于民营企业。

- 1) 地方国资委下属券商有较强的收购动力和能力，集约式发展背景下券商再融资受限，地方国资委券商或通过整合同业标的以扩大业务版图的同时间接实现融资。此外，地方龙头券商具备较强的股东背景优势和资金优势，监管支持其通过业务创新、集团化经营和并购重组等方式做大做强。
- 2) 民营控股或股权分散无实控人券商也有比较强的被收购可能性，同一控制人且注册地在同一区域的整合难度较小，但需面对属地业务重合度高、牌照缩减的问题。

**图表22：地方国有控股上市券商梳理**

上市券商	实控人	第一大股东	第一大股东持股比例 (%)
中信建投	北京市国资委	北京金融控股集团	35.8
首创证券	北京市国资委	北京首都创业集团	56.8
第一创业	-	北京国资	11.1
海通证券	上海市国资委	上海国盛集团	6.6
国泰君安	上海市国资委	上海国资	21.4
华鑫股份	上海市国资委	上海仪电集团	34.1
国信证券	深圳市国资委	深圳市投资控股	33.5
华泰证券	江苏省国资委	国信集团	15.1
浙商证券	浙江省国资委	浙江上三高速公路	54.8
国元证券	安徽省国资委	安徽国元金融集团	21.7
华安证券	安徽省国资委	安徽省国资	24.1
西南证券	重庆市国资委	重庆渝富资本集团	27.9
中泰证券	山东省国资委	枣庄矿业	32.6

国海证券	广西省国资委	广西投资集团	23.3
西部证券	陕西省国资委	陕西投资集团	35.3
财达证券	河北省国资委	唐山钢铁集团	32.4
南京证券	南京市国资委	南京紫金投资集团	25.0
东吴证券	苏州市国资委	苏州国际发展集团	24.1
华西证券	泸州市国资委	泸州老窖集团	18.1
东北证券	长春市国资委	吉林亚泰集团	30.8
哈投股份	哈尔滨市国资委	哈尔滨投资集团	37.0
财通证券	浙江省财政厅	浙江省金融控股集团	29.2
天风证券	湖北省财政厅	湖北宏泰集团	13.8
兴业证券	福建省财政厅	福建省财政厅	20.4
山西证券	山西省财政厅	山西金融控股集团	31.8
中原证券	河南省财政厅	河南投资集团	17.7
国盛金控	江西省交通运输厅	江西省交通投资集团	25.5

资料来源: wind, 国联证券研究所 注: 持股比例截至 23Q3, 第一大股东为 A 股第一大股东

**图表23: 民营控股或股权分散无实控人上市券商梳理**

上市券商	实控人	第一大股东	第一大股东持股比例 (%)
东方证券	-	中能集团	26.6
中银证券	-	中银国际控股	33.4
广发证券	-	吉林敖东	16.4
方正证券	-	新方正控股	28.7
长江证券	-	新理益集团	14.9
华创云信	-	新希望化工投资	5.3
太平洋	-	北京嘉裕投资	10.9
国金证券	陈金霞	长沙涌金集团	14.7
湘财股份	黄伟	新湖控股	24.1
华林证券	林立	深圳市立业集团	64.5
锦龙股份	杨志茂	东莞市新世纪科教拓展	27.9

资料来源: wind, 国联证券研究所 注: 持股比例截至 23Q3, 第一大股东为 A 股第一大股东

## 4. 风险提示

**1) 经济下行:** 全球经济增速预期下修, 海外主流经济体可能面临滞胀甚至衰退的风险; 随着海外需求的逐步回落, 我国出口增速将边际放缓。叠加海外仍处于货币政策收紧周期, 市场风险偏好降低, 海外股市表现低迷, 中国股市波动也会加大。

**2) 流动性收紧, 居民资金入市进程放缓:** 流动性若快速收缩, 国内投资者市场风险偏好将下降, 从而影响交投活跃度, 并影响行业经纪收入增速; 同时, 新发基金和基金规模增长乏力, 并影响资管业务收入增长和代销金融产品收入增速。

**3) 并购重组推进不及预期:** 并购重组推进过程中可能存在不确定性, 影响券商规模扩张和盈利能力, 公司业绩可能不达预期。

**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。**评级说明**

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上

**一般声明** 除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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。所有本报告中所使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。国联证券的销售人员、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。国联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。国联证券的资产管理部、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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。**版权声明** 未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

#### 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街 208 号中粮置地广场 A 塔 4 楼

**上海：**上海市浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇二座 25 楼

**无锡：**江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 12 楼

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心大厦 45 楼

电话：0510-85187583