

非银金融行业深度报告

风潮又起，并购重组或引领券业破局向上

增持（维持）

2024年04月18日

证券分析师 胡翔

执业证书：S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 葛玉翔

执业证书：S0600522040002

021-60199761

geyx@dwzq.com.cn

研究助理 罗宇康

执业证书：S0600123090002

luoyk@dwzq.com.cn

投资要点

■ **回溯历史：政策驱动叠加市场化需求，券业四轮并购浪潮此起彼伏：**自我国第一家证券公司成立以来35年，政策导向（如“分业经营”、“综合治理”、“一参一控”、“扶优限劣”）和市场环境的变化掀起四波并购重组浪潮，由此推动了证券行业的高速发展和内部整合。许多券商抓住机遇壮大起来，境内通过并购整合以拓展区位以及业务资源；跨境整合布局海外；跨界收购探索互联网券商模式。另外合并容易整合难，在整合过程中券商还会面临人员流失、文化融合等诸多挑战。

■ **效果分析：快速提升规模与竞争力，刺激券业龙头涌现：1) 案例一：中金公司收购中投证券，补足经纪业务短板。**2010年后，国内投行的通道作用逐步退减，叠加公司股权变动带来的人事震荡，中金公司的竞争地位有所动摇。为提升公司的综合竞争实力并增强在证券行业领先地位，中金公司宣布收购中投证券。收购完成后，中金公司总资产排名由2016年的第17位提升至2017年的第9位，规模增长至行业第一梯队。在经纪业务方面，中金公司借由本次收购补充了传统经纪业务方面的短板，2017年经纪业务净收入同比增长82.75%。2019年9月，中投证券更名中金财富，其以买方投顾为代表的创新型财富管理模式下已然成为行业标杆。**2) 案例二：中信证券借由外延并购迅速扩展覆盖版图。**中信证券通过一系列收购外延式扩张，逐步完善业务条线，打开全国以及海外市场，飞速提升盈利能力，从中型券商发展至行业头部。通过收购万通证券和金通证券，中信证券的经纪业务市场份额大幅提升。2004年并购万通证券打开山东市场、2006年并购金通证券打开浙江市场后，中信证券股基成交额市场份额大幅提升67%至4.8%。

■ **趋势判断：新一轮券业并购浪潮落地在即：1) 政策端：监管层明确鼓励培育一流投行及投资机构。**在中央金融工作会议首提“培育一流投资银行和投资机构”的背景下，我国新一轮券商并购潮的推进已经具备了宽松的政策环境。另一方面，2023年自华泰证券280亿配股引监管发声以来，上市券商股权再融资步伐显著放慢，2023年仅有国海证券32亿元定增落地。在监管“走资本集约型的专业化发展道路”的要求下，同业并购成为券商做大做强的较优方式。**2) 供给端：马太效应加剧压力，中小机构或主动寻求被并购。**行业集中度始终维持高位情况下，头部券商盈利能力较之中小券商显著超出。2016年以来，净资产排名行业前15券商的ROE中位数基本领先净资产排名行业后15券商3-4pct。在此背景下，中小券商股东出让股权意愿有所提升，股权转让事件频发，对于部分缺乏鲜明业务特色的中小型券商而言，主动寻求被兼并重组不失为有效的突围路径。**3) 需求端：资本市场对外开放稳步推进，头部券商直面海外挑战。**金融业高水平对外开放稳步推进，外资券商加速布局中国市场，国内券业版图或将重构。与海外头部投行相比，国内券商规模尚难与海外头部投行抗衡。通过并购重组扩充规模是境内头部券商提升国际竞争力的可行途径。

■ **投资建议：证监会对于券商并购重组态度渐暖，近期涉及并购整合的相关标的有望受益。**作为我国金融领域最高规格的会议，中央金融工作会议首提“培育一流投资银行和投资机构”，政策高度可见一斑。2024年3月15日，证监会针对资本市场监管工作“四箭齐发”，在建设一流投行及投行机构方面重申“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”，结合此前“两强两严”表态，政策定力不容置疑。预计后续仍有系统政策出台，支持国有大型金融机构做优做强。我们认为，综合竞争优势显著且涉及并购整合预期的相关标的有望脱颖而出。**建议关注已释放明确并购重组信号的标的，推荐【国联证券】，建议关注【方正证券】。同时建议关注在并购重组方面具备潜在预期的标的，推荐【中金公司（H）】，建议关注【中金公司（A）】、【中国银河】、【信达证券】、【东兴证券】。**

■ **风险提示：1) 政策推进不及预期；2) 实际并购效果不及预期；3) 权益市场大幅波动。**

行业走势



相关研究

《紧抓板块“高股息”+“资本市场高质量发展”双重主线——新“国九条”系列文件解读》

2024-04-14

《核心偿付能力显分化，投资收益率成胜负手——从4Q23偿二代二期工程季报看头部寿险公司经营质效》

2024-04-11

内容目录

1. 回溯历史：政策驱动叠加市场化需求，券业并购浪潮此起彼伏	4
2. 效果分析：快速提升规模与竞争力，刺激券业龙头涌现	10
2.1. 案例一：中金公司收购中投证券，补足经纪业务短板	10
2.2. 案例二：中信证券借由外延并购迅速扩展覆盖版图	12
3. 趋势判断：新一轮券业并购浪潮落地在即	15
3.1. 政策端：监管层明确鼓励培育一流投行及投资机构	15
3.2. 供给端：马太效应加剧压力，中小机构或主动寻求被并购	17
3.3. 需求端：资本市场对外开放稳步推进，头部券商直面海外挑战	19
4. 投资建议	20
5. 风险提示	22

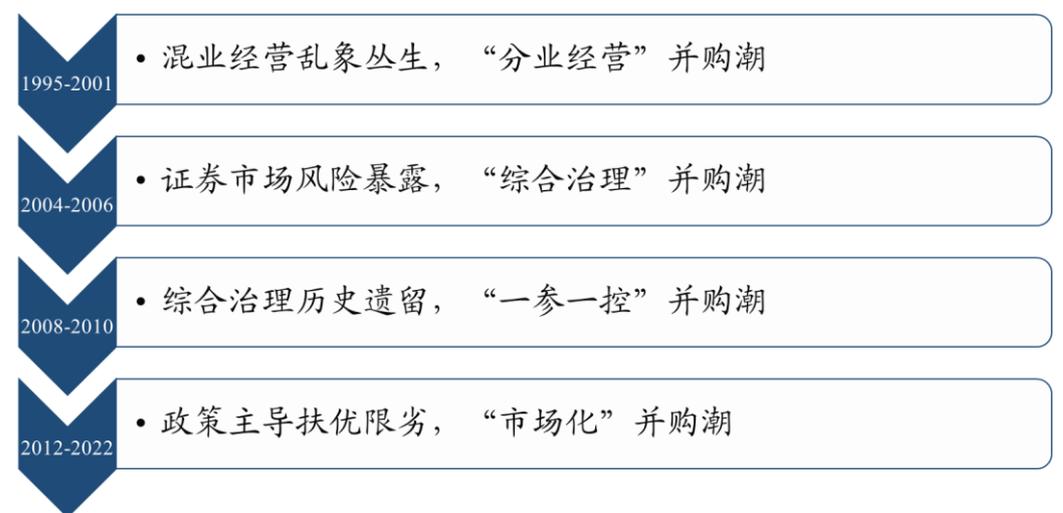
图表目录

图 1: 证券行业历经 4 波并购重组浪潮	4
图 2: 1995-2001 政策导向分业经营	5
图 3: 广发证券借助分业经营契机壮大	6
图 4: 综合治理期间, 部分问题券商及对应托管收购方梳理	7
图 5: 部分一参一控涉及券商及整合结果	8
图 6: 2009-2022 年重大券商并购重组事件整理	9
图 7: 收购中投证券后, 中金公司资产规模跃居第一梯队 (亿元)	10
图 8: 中金公司收购中投证券后总资产规模变化情况	10
图 9: 中金公司并购中投证券后经纪业务表现	11
图 10: 2023 年头部券商财富管理业务收入情况	12
图 11: 中信证券收购历程	13
图 12: 2006 年起中信证券资本实力逐步领先	13
图 13: 2006 年起中信证券营收、归母净利润逐步领先	13
图 14: 并购重组后中信证券股基成交额市场份额提升	14
图 15: 并购重组后中信证券营业部数量提升	14
图 16: 2018 年底中信证券营业部地理分布	14
图 17: 监管多次表态支持优质券商做优做强	16
图 18: 2020-2023 年上市券商股权再融资情况	17
图 19: 2016-2023Q1~3 上市券商营收/总资产/净利润 CR10	17
图 20: 头部上市券商与尾部上市券商盈利能力差距较大	17
图 21: 中小券商股权主动转让事件频发	18
图 22: 合资券商情况梳理 (亿元)	19
图 23: 2023 年中信证券与国际头部投行体量比较 (亿美元)	20
图 24: 推荐标的盈利预测及估值	21
图 25: 标的股东背景梳理	21
图 26: 2022 年至今上市券商同业并购及事件梳理	22

1. 回溯历史：政策驱动叠加市场化需求，券业并购浪潮此起彼伏

证券行业早期整合以监管清理乱象和解除风险为主，后期整合呈现逐步“市场化”趋势。我国证券行业发展历史较短，自1985年1月第一家券商深圳特区证券成立至今尚不足四十年，但是得益于经济增长机遇以及资本市场一系列基础性制度改革落地，我国证券行业发展速度较快。截至2023H1，我国共有141家证券公司，行业总资产11.65万亿元，较之2003年已增长近23倍。在我国证券行业的建设历程中，政策导向和市场环境的变化掀起多起并购重组浪潮，早期（1995~2010）行业乱象丛生，风险暴露较多，监管导向行业整合，后期（2012年后）行业整合呈现“市场化”趋势，券商为了自身发展壮大进行兼并收购。行业多次整合推动了证券行业的高速发展，也造就了一些实力强劲的综合型券商。

图 1：证券行业历经 4 波并购重组浪潮



数据来源：证监会，东吴证券研究所

（1）1995-2001：证券市场初兴，混业经营滋生风险致政策主导规范整合

在1985-1995的最初10年里，各地金融机构纷纷发起组建证券公司，截至1995年底我国的证券公司的数量达到了97家，总资产规模超过832亿元。当时证券公司主要分为三大类：全国性证券公司、各省/市银行或财政部等设立的地方性证券经营机构、信托或租赁等非银金融机构设立的兼营性证券机构。

混业经营形成资金的体外循环，为双重体制并存背景下灰色利润的产生创造了条件。如银行与其关联证券机构私下互为融通款、券的行为时有发生；信托公司挪用证券公司的客户保证金来归还融资款项等。为防范和化解金融风险，阻断混业经营，国家出台了一系列的法律法规来规范证券业的发展，《商业银行法》明确银证分离，《证券法》实施

分类管理引发增资扩股、《信托法》明确信证分离，由此掀起行业第一波并购重组浪潮。

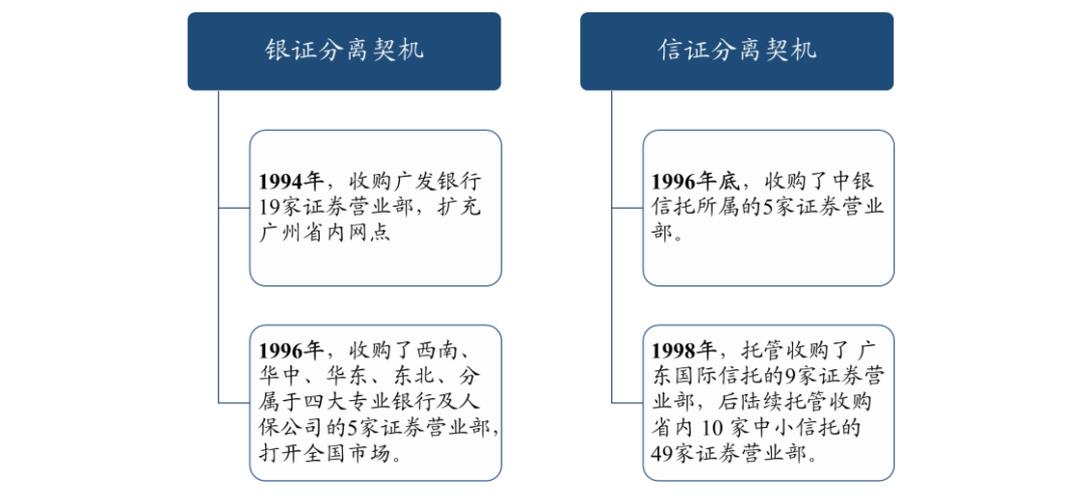
图 2：1995-2001 政策导向分业经营

时间	政策文件	主要内容	结果
1995	《中华人民共和国商业银行法》	商业银行在中华人民共和国境内不得从事信托投资和股票业务，不得投资于非自用不动产。	银证分离、银信分离
1996	《关于人民银行各级分行与所办证券公司脱钩的通知》	进一步推动了银行、证券、保险的分业经营。	银证分离
1999	《中华人民共和国证券法》	对证券公司实行分类管理，将证券公司划分为综合类券商（最低资本为 5 亿元）和经纪类券商；规定了中国金融业分业经营模式，明确证券业务专营。	分业经营；增资扩股
2001	《中华人民共和国信托法》	信托公司停止存款业务、放弃结算业务、剥离证券经纪与承销资产。	银信分离、信证分离
2001	《关于证券公司增资扩股有关问题的通知》	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，中国证监会不再对证券公司增资扩股设置先决条件。	增资扩股

数据来源：证监会，国务院，银保监会，东吴证券研究所

银证、信证分离过程中，部分券商通过并购重组不断壮大。典型代表如广发证券和中国银河证券。广发证券首先借银证分离和信证分离的两次契机，先后收购了近 80 家证券营业部，完成了自身的原始积累，实现了走出珠三角、走向全国的目标，使得广发证券一跃成为我国证券业规模较大的券商，社会影响力也大大增加。中国银河证券成立于华融、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，其注册资本金达 45 亿元，堪称当时我国证券业的巨无霸。**在政策推动及前一阶段证券业的原始积累之后，证券公司开始增资扩股扩大规模。**比如中信证券在 1999 年获准增资 18 亿至 21 亿元；海通证券于 2000 年获准增资 23.6 亿至 33.6 亿元等。

图 3：广发证券借助分业经营契机壮大



数据来源：证监会，东吴证券研究所

（2）2004-2006：证券市场运作不规范的风险暴露，政策引导综合治理

2004年证监会启动了为期3年的证券公司综合治理工作，证券行业第二次并购重组浪潮正式启动。自从2001年开始，我国证券市场持续下跌、交投清淡，直接打击了还处于初步发展阶段的证券行业。2001年，28%的证券公司亏损；2004年全行业亏损103.64亿元。在这过程中，我国证券业长期以来不规范运作的问题彻底暴露，比如公司治理结构薄弱、挪用客户资产、违规高息融资、财报失真等等，为此，监管于2004年8月开始综合治理，行业开启第二次整合。

优质同业托管券商在综合治理中并购问题券商的经营资产，为后期发展取得先发制人的优势地位。在综合治理期间，是券商倒闭或整合的高峰，至少有26家券商被优质同业或国家政策性投资公司托管或整合。例如广发证券先后托管武汉证券、河北证券、第一证券、珠海国投、长财证券等，营业部家数增加了55家，一方面填补了公司在多个省区营业网点的空白，省际覆盖率达87%，另一方面增加了客户59万户，增加客户资产107亿元。另一些“大而不能倒”的问题券商，则通过国家政策性投资公司（中央汇金、建银投资等）以行政注资的方式提供救助。如南方证券在2004年被行政接管，由深圳市政府负责清算，最终被建银投资收购，成为目前的中投证券；2005年中信证券和建银投资共同出资成立中信建投证券，受让曾为我国三大证券公司之一的华夏证券（因挪用客户保证金、违规委托理财造成巨额亏损，资不抵债因而破产重组）的全部资产及业务；中央汇金注资国泰君安和银河证券等。

图 4：综合治理期间，部分问题券商及对应托管收购方梳理

问题券商	国家政策性投资公司托管	问题券商	优质同业托管
南方证券	建银投资（控股）	华夏证券	中信证券、建银投资共同出资
宏源证券	建银投资（控股）	金通证券	中信证券（收购）
齐鲁证券	建银投资（控股）	万通证券	中信证券（收购）
西南证券	建银投资（控股）	锦州证券	广发证券（收购）
中金公司	建银投资（控股）	福建华福	广发证券（收购）
银河证券	中央汇金（控股）	第一证券	广发证券（收购）
申银万国	中央汇金（控股）	河北证券	广发证券（收购）
国泰君安	中央汇金（参股）	武汉证券	广发证券（收购）
广东证券	证券投资者保护基金（托管）	亚洲证券	华泰证券（收购）
中国科技证券	证券投资者保护基金（托管）	联合证券	华泰证券（收购）
中关村证券	证券投资者保护基金（托管）	兴安证券	海通证券（托管）
		甘肃证券	海通证券（托管）
		天一证券	光大证券（收购）
		昆仑证券	光大证券（收购）

数据来源：证监会，东吴证券研究所

综合治理后，整个证券行业朝着规范化运作的方向前进，业绩明显好转。从 2006 年起，我国证券行业整体盈利能力显著提升，行业规模迅速壮大，自身实力不断增强，行业发展出现了质的飞跃。2006 年，我国证券公司累计实现营收 600 亿元，净利润 255 亿元，盈利公司 95 家，扭转了连续四年整体亏损的局面，各项财务指标超历史最好水平。

（3）2008-2010：同业竞争/关联交易等问题暴露，“一参一控”引领整合

在证券公司综合治理实施过程中，为解决部分证券公司长期经营不善造成的较大风险，以汇金公司、建银投资和中信集团为代表的金控平台对这些公司进行了全面的资产重组/注入，造成了同一股东参股或者控股多家证券公司的情况。此种股权结构可能导致同业竞争或者关联交易，监管于 2008 年 8 月规定一家机构或者受同一实际控制人控制的多家公司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（即“一参一控”），再一次吹响行业整合的号角，主要围绕汇金系、建银系、中信系、广发系、明天系等金融控股平台展开，共涉及 20 家左右的证券公司。

图 5: 部分一参一控涉及券商及整合结果

金控平台	证券公司	处理结果
汇金系	申银万国	申万并购宏源
	宏源证券	
	中金公司	中金并购中投
	中投证券	
	国泰君安	转让予上海国际集团
建银系	宏源证券	建银控股
	西南证券	建银参股
	中投证券	转至汇金
	齐鲁证券	转至汇金
	瑞银证券	转至汇金
	中信建投	转至汇金
	中金公司	转至汇金
中信系	中信金通证券	转为区域子公司
	中信万通证券	转为区域子公司
	中信建投证券	转让 53%，保留 7% 股份
明天系	新时代证券	新时代吸收远东，由明天控股
	远东证券	
	恒泰证券	恒泰吸收长财，由明天参股
	长财证券	
	太平洋证券	转让予山东九羊

数据来源：证监会，东吴证券研究所

(4) 2012-2022: 政策扶优限劣, “市场化” 并购重组造就龙头

复苏后的证券行业开始谋划更大的发展空间, 券商做大做强的渴望也变得日益强烈, 在管理层“扶优限劣”, 促进证券公司向规模化、集团化方向发展理念的推动下, 一股旨在壮大自身综合实力的整合浪潮席卷了整个证券行业。**境内方面**, 方正证券并购民族证券以求区位互补、国泰君安收购上海证券实现 IPO、申银万国与宏源证券并购重组整合区位以及业务资源。**跨境方面**, 中信证券于 2012 年收购法国里昂证券, 2014 年国金证券收购中国香港券商粤海证券, 2015 年光大证券收购中国香港最大证券经纪商新鸿基金敲集团有限公司 70% 的股份, 纷纷布局海外。另外, 互联网企业、银行及其他实体企业也开启**跨界收购**, 如东方财富 2014 年收购宝华世纪证券, 涉足中国香港证券业务领域, 2015 年 9 月收购西藏同信证券, 成为首家获得境内证券业务牌照的互联网公司。

图 6: 2009-2022 年重大券商并购重组事件整理

公告时间	事件	金额 (人民币)	并购方式	整合效果
2012/7/20	中信证券并购里昂证券	8.4 亿元	现金合并	实现海外布局
2014/1/10	方正证券重组民族证券	132.02 亿元	换股合并	区位互补, 进一步扩大方正证券的经营网络
2014/1/16	广州证券并购天源证券	6 亿元	现金合并	迅速扩大网点和规模, 实现区位优势互补
2014/4/22	国泰君安收购上海证券	35.71 亿元	现金合并	实现 IPO
2014/7/25	申银万国并购宏源证券	400 亿元左右	换股合并	整合北京、新疆、上海以及中国香港 4 个地区的资源和优势, 吸纳银行、保险、信托和租赁等金融业务资源
2015/4/16	东方财富收购西藏同信证券	44 亿元	现金合并	取得国内市场的证券业务经营资格, 探索互联网券商模式
2016/11/4	中金公司并购中投证券	167 亿元	换股合并	夯实客户基础, 为财富管理转型奠定基础
2018/12/24	中信证券并购广州证券	不超过 134.6 亿元	换股合并	提高经纪业务市场份额, 布局粤港澳大湾区经济圈
2019/5/28	天风证券收购恒泰证券 29.99% 股份	不超过 45 亿元	现金收购	优化资源配置, 对公司资产进行补充调整
2022/5/27	华创证券竞拍获得太平洋证券 10.92% 股份	17.26 亿元	现金收购	区位互补, 形成业务关联

数据来源: 证监会, 公司公告, 东吴证券研究所

券商并购收益与挑战并存, 合并容易整合难。回顾我国券业的四波并购重组浪潮, 从监管引导行业整顿清理, 逐步转向证券公司通过市场化整合做大做强。并购重组过程中, 通过并购, 证券公司能够迅速形成区位互补、扩大业务规模, 提高盈利能力与竞争实力。另外对于注入非上市券商的上市券商股东来说, 还能通过资产注入享受“流动性溢价”带来的资产增值, 获取投资收益。但并不是所有的合并都一帆风顺, 还可能遇到**人员流失、文化融合等诸多问题**。例如中投证券被中金收购后, 投行及债承业务均并入中金, 阵痛期人员大量流失, 2019 年 7 月起改名“中国中金财富证券有限公司”, 成为中金公司零售经纪与财富管理的统一平台, 整合效果仍有待进一步观察。申银万国与宏源证券的合并有特殊的历史背景, 一是申万寻求上市, 二是宏源面临危机, 三是汇金系券商整合问题, 但是合并后两家券商的业务优势和区位优势是否能形成“1+1>2”的整合效应受到市场质疑。

2. 效果分析：快速提升规模与竞争力，刺激券业龙头涌现

2.1. 案例一：中金公司收购中投证券，补足经纪业务短板

2016年11月，中金公司宣布以167亿元收购中投证券。具体方式为，中央汇金持有中投证券100%股权，以协议转让方式注入中金公司，中金公司向中央汇金定向增发股份作为支付对价。2011年以前，中金公司始终稳坐国内投行头把交椅，其优势在于承接了众多大型国有企业的IPO项目。2010年后，随着大型国企完成上市，创业板同步推出，上市主体逐渐转向规模相对较小的民企；注册制推进，国内投行的通道作用逐步递减，头部券商纷纷转向资本中介业务，以谋求新的增长点。中金公司在承接IPO业务量下降的情况下，又较长时间内失去了从资本市场扩充资本规模的机会，制约了资本中介业务的发展。加上公司股权变动带来的人事震荡，中金公司的竞争地位有所动摇。为提升公司的综合竞争实力并增强在证券行业领先地位，中金公司宣布收购中投证券。

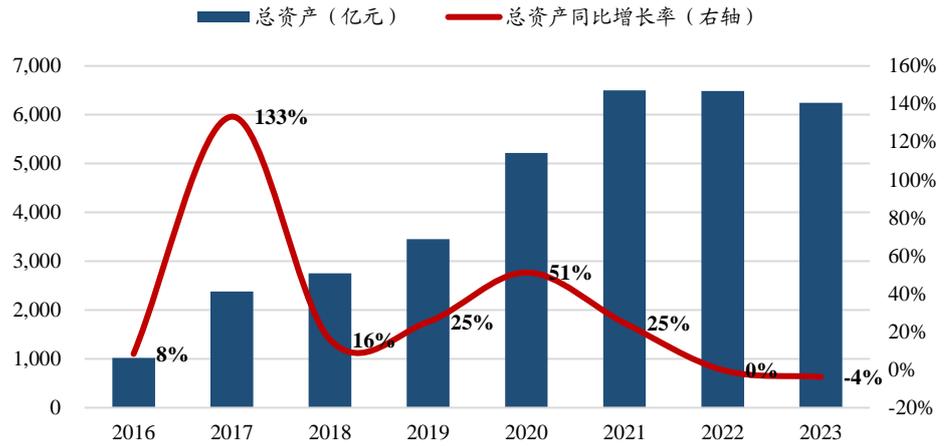
中金公司资产规模增长迅速，正式跻身头部券商行列。经过并购整合后，中金公司整体规模显著扩大，资本实力大幅提升，主要指标跃升至行业第一梯队。总资产从2016年年报披露的1,019.48亿元增长至2017年的2,378.12亿元，净资产从2016年末的184.97亿元增长为2017年末的368.92亿元。同时，中金公司进一步夯实客户基础，实现对大、中、小型企业及机构、个人客户更为深度的覆盖，构建更为均衡的一、二级市场业务结构，大幅提升公司的综合竞争实力。

图 7：收购中投证券后，中金公司资产规模跃居第一梯队（亿元）

	2016 总资产	2016 排名	2017 总资产	2017 排名
中金公司	1,019.48	17	2,378.12	9
中信证券	5,974.39	1	6,255.75	1
国泰君安	4,117.49	3	4,316.48	3
华泰证券	4,014.50	4	3,814.83	4

数据来源：Wind，东吴证券研究所

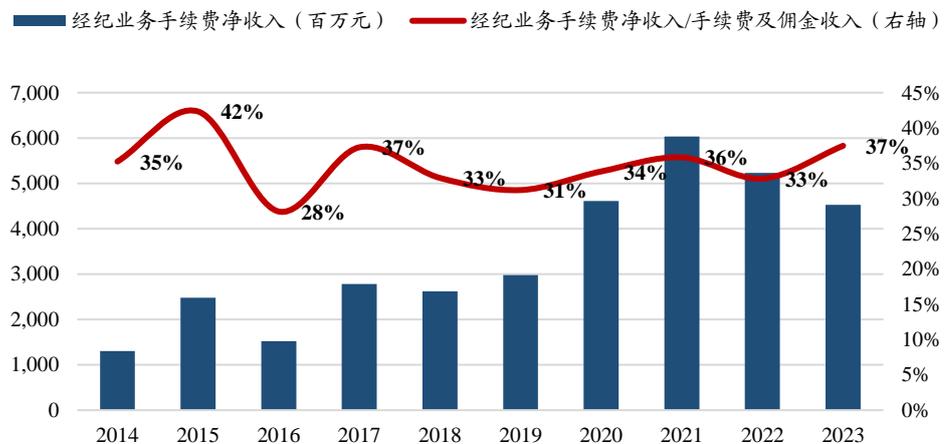
图 8：中金公司收购中投证券后总资产规模变化情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

显著扩大市场份额与业务范围，经纪业务市占率稳定爬升。中金公司于2016年11月以167亿元收购中投证券，这次交易使中投证券成为中金公司的全资子公司。此前中金公司主要专注于投行业务板块，在传统经纪业务方面存在一定的短板，资本金和营业网点相对有限。截至合并前，中投证券在28个省、直辖市和自治区拥有192个营业部，而中金公司仅在18个城市拥有20个营业部。此次并购显著扩大了中金公司的市场份额和业务范围，使得中金公司得以更全面地覆盖各类客户群体。中金公司2016年经济业务手续费净收入为15.21亿元，2017年经纪业务手续费净收入则达到27.79亿元，同比增长82.75%，经纪业务占营收比重由20.77%提升至24.80%。更多元化的业务结构使中金公司在不稳定的市场环境中更具韧性，抵御市场波动和防范风险的能力不断增强。

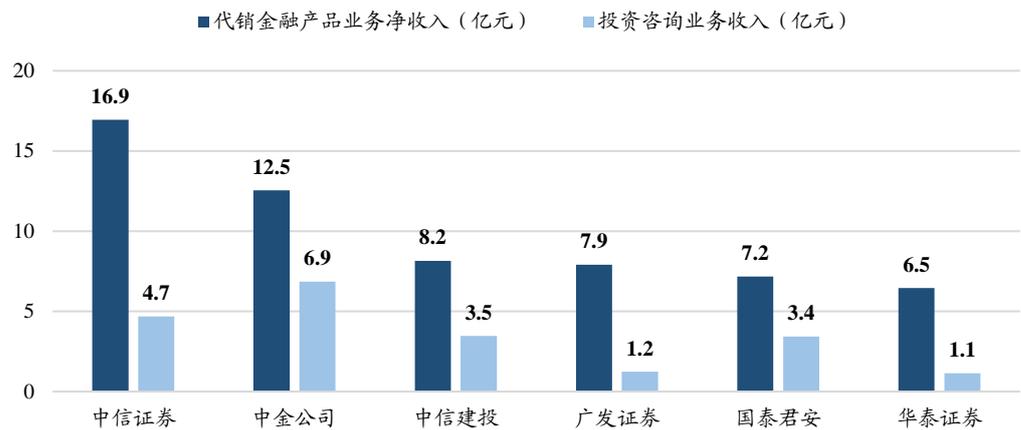
图9：中金公司并购中投证券后经纪业务表现



数据来源：Wind，东吴证券研究所

长期布局财富管理赛道，创新塑造标杆。2019年9月，中投证券更名中金财富，得益于客户数量及资产规模持续积累后的价值兑现，在高端客户服务、买方投顾服务、数字化转型等方面表现出较强的创新能力和市场领先性。经过四年的持续发展，“买方投顾”业务已然成为财富管理行业战略转型的关键词和行业趋势的指标。2023年，虽然市场交投情绪仍相对低迷，中金公司财富管理分部仍实现营收68.75亿元，同比基本持平（-0.87%），其中代销金融产品业务净收入/投资咨询业务净收入分别为12.55/6.85亿元，在已披露2023年年报的上市券商中分别排名第2/1位；用户规模方面，财富管理总客户数680.38万户，较上年增长17.0%，客户账户资产总值人民币2.88万亿元，较上年增长4.3%。这不仅体现了市场对中金公司提出的买方投顾模式的广泛认可，也显现了其在财富管理赛道的领军地位。

图 10：2023 年头部券商财富管理业务收入情况

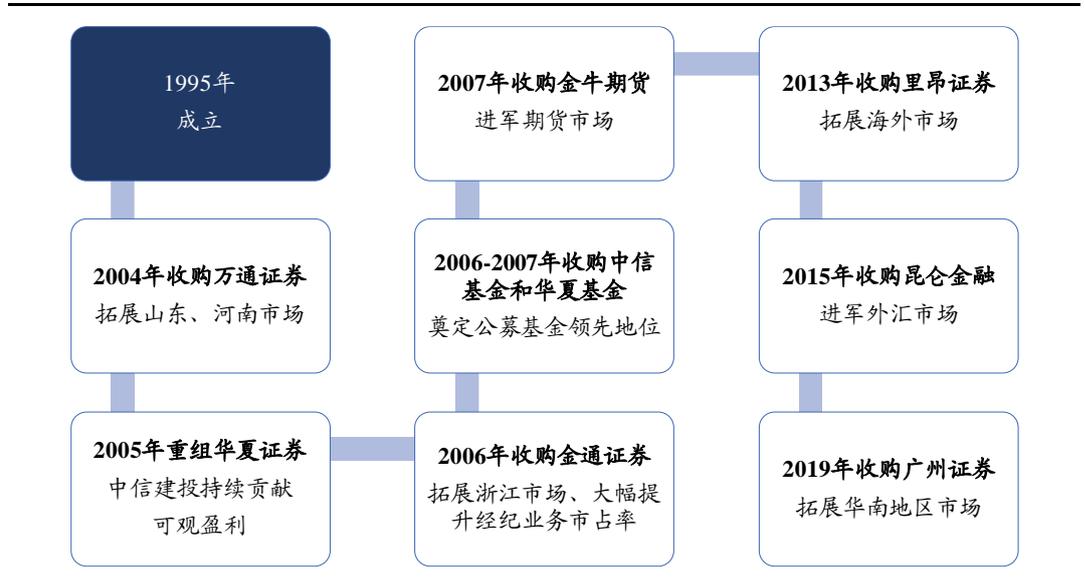


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2. 案例二：中信证券借由外延并购迅速扩展覆盖版图

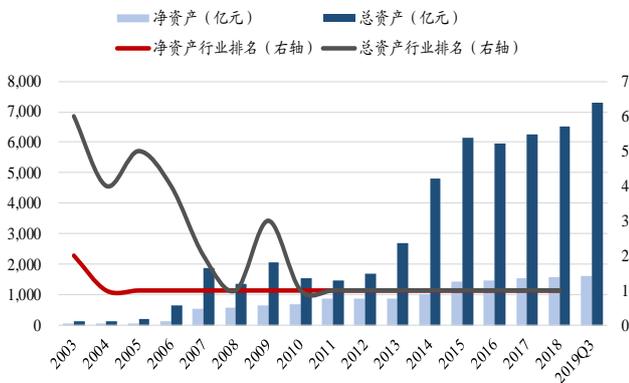
中信证券自2004年起进行兼并收购，成就当前的龙头地位。中信证券起步不算早，在沪深交易所成立约6年后的1995年才得以成立，1999年完成股改，2003年成功上市。至2000年成立之初，中信证券仅为行业内排名较为靠前（15-20名左右）的中型券商。2004年起，中信证券通过一系列收购外延式扩张，逐步完善业务条线，打开全国以及海外市场。再伴随资本扩张（上市之初总资产118亿、净资产55亿；2007年总资产翻16倍、净资产翻10倍；截至2019Q3，总资产达7294亿、净资产1637亿），盈利能力飞速提升，2006年起中信证券营收及净利润上升至行业第一，奠定行业龙头地位。

图 11: 中信证券收购历程



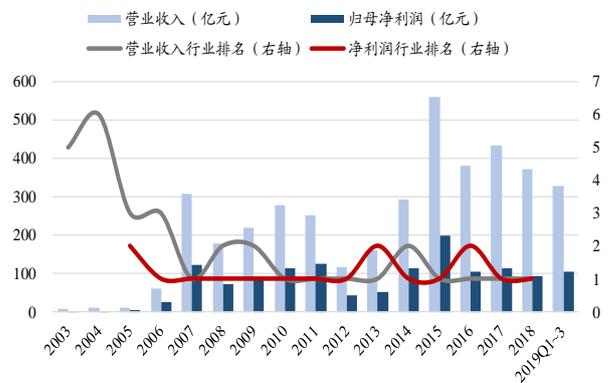
数据来源：证监会，东吴证券研究所

图 12: 2006 年起中信证券资本实力逐步领先



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 13: 2006 年起中信证券营收、归母净利润逐步领先



数据来源：Wind，东吴证券研究所

通过收购万通证券和金通证券，中信证券的经纪业务市场份额大幅提升。2000-2003 年之间，中信证券的股基交易额市场份额不超过 2.5%，行业排名 10 名开外。2004 年并购万通证券打开山东市场、2006 年并购金通证券打开浙江市场后，中信证券股基成交额市场份额（即中信证券+中信证券浙江+中信证券山东）大幅提升 67%至 4.8%，排名行业第 6。在经纪业务收入占比超过 70%（2008 年行业数据）的时代，股基成交额市场份额的大幅提升带动公司整体盈利水平提升。另外在互联网兴起之前，营业部是证券公司最主要的获客来源之一，也是服务客户最主要的窗口。对万通和金通的收购，充实了中

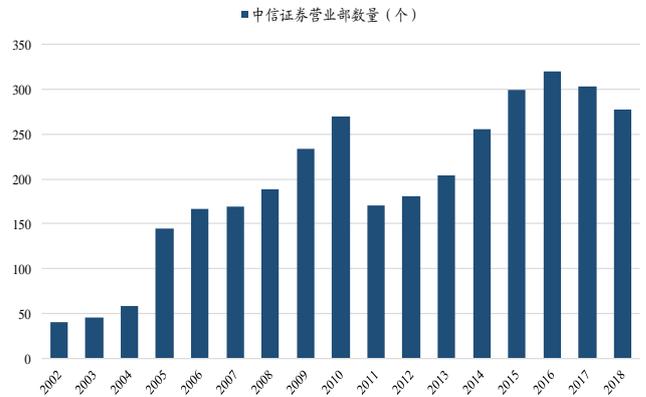
信证券的营业部数量，也为后续的其他业务板块萌芽发展提供了良好的基础。

图 14: 并购重组后中信证券股基成交额市场份额提升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 15: 并购重组后中信证券营业部数量提升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

并购重组为中信打开了全国乃至海外市场，快速增强其综合竞争力。万通证券地处山东、华夏证券覆盖东南沿海各个发达城市、金通证券曾是浙江省内最有影响力的券商之一、近期收购的广州证券拥有粤港澳大湾区的地理优势。里昂证券业务遍及中国香港、纽约、伦敦等国际金融中心，是中信证券参与国际市场竞争的重要窗口。

图 16: 2018 年底中信证券营业部地理分布

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

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

市场化因素及文化差异考验使得中信证券的并购之路并非一帆风顺。2004 年 9 月，中信证券要约收购彼时与自身体量相当的广发证券，但这一举措遭到了广发证券员工的激烈反抗。2000 余名广发证券员工集资成立深圳吉富创业投资股份有限公司实行反收

购计划，合计购入广发证券 17% 股份，成为广发证券第二大股东，至此由辽宁成大、吉林敖东和吉富组成的反收购联盟已经持有广发证券 54.95% 的股份，2004 年 10 月，中信证券收购计划宣告失败。尽管失败，此次收购案例成为我国证券行业并购的典型案列，促进公司并购走向市场，让政府监管、员工智慧、股东意志和规则程序真正得到市场的认可。2007 年中信证券试图收购美国第五大投行贝尔斯登，2008 年贝尔斯登受全球金融危机影响流动性恶化，美联储提供资金给摩根大通使其以每股 2 美元的价格换股收购贝尔斯登，中信的收购计划便到此终止，好在并未遭受损失。而后收购里昂证券也深陷文化差异漩涡，高层人事持续震动不断，董事长、首席运营官、首席执行官接连出走。

纵观中信证券的收购史，中信证券的并购选择基于两种考虑：1) 收益性价比。如万通、金通证券被并购，华夏证券被整合时，均面临破产危机，此时中信证券能够以较低的成本吸纳他们的优质资产。在被中信证券收购后，万通、金通、华夏也分别为中信证券贡献了可观的业绩和区位优势资源。而中信证券 2019 年 1 月宣布收购广州证券的时，券商板块正处于历史估值较低点（券商板块 PB 仅为 1.2X），由此中信又一次以相对较低的价格拓展了华南市场。2) 拓展业务链条、打开区域市场。如收购金牛期货进军期货市场、收购华夏基金奠定公募基金领先地位、收购里昂证券拓展海外市场、收购昆仑金融进军外汇市场等。中信证券的成功、失败经验均值得后续有并购考量的券商借鉴。

3. 趋势判断：新一轮券业并购浪潮落地在即

3.1. 政策端：监管层明确鼓励培育一流投行及投资机构

监管表态推动机构并购整合，头部券商竞争力提升可期。2023 年 10 月，中央金融工作会议首提“培育一流投资银行和投资机构”。2023 年 11 月 3 日，为实现中央金融工作会议所提及的“培育一流投资银行和投资机构”的目标，证监会表态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。2024 年 3 月 15 日，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）》，对头部券商提升杠杆及证券行业并购整合再次表明了支持态度，证券行业集约化经营趋势已不可逆。结合历史经验来看，我国数次券商并购潮大多由政策驱动，在当前宽松政策背景下，新一轮券商并购潮已经具备了较好的推进基础。

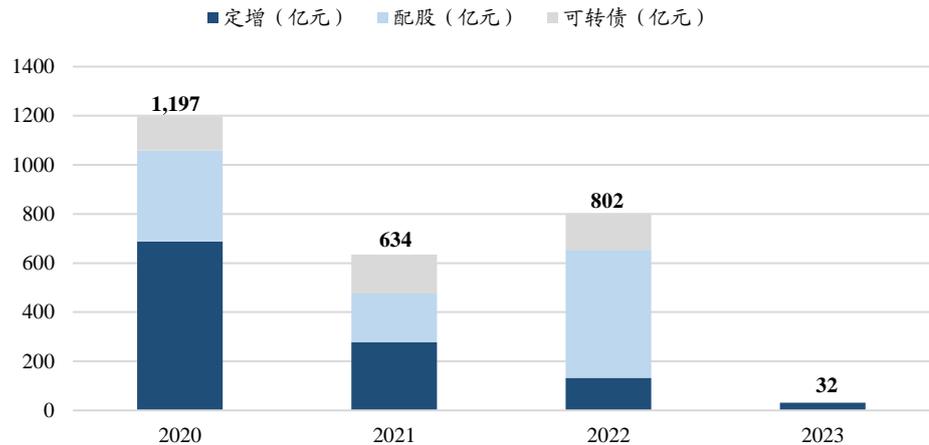
图 17: 监管多次表态支持优质券商做优做强

时间	文件/会议	内容
2023/10/30	中央金融工作会议	优化融资结构，更好发挥资本市场枢纽功能，推动股票发行注册制走深走实，发展多元化股权融资，大力提高上市公司质量， 培育一流投资银行和投资机构 。促进债券市场高质量发展。 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，强化政策性金融机构职能定位，发挥保险业的经济减震器和社会稳定器功能。
2023/11/01	证监会党委（扩大）会议	证监会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 ，发挥服务实体经济主力军和维护金融稳定压舱石的重要作用。
2023/11/03	《证券公司风险控制指标计算标准规定（征求意见稿）》	强化分类监管，拓展优质证券公司资本空间 。适当调整连续三年分类评价居前的证券公司的风险资本准备调整系数和表内外资产总额折算系数，推动试点内部模型法等风险计量高级方法，支持合规稳健的优质证券公司适度拓展资本空间，提升资本使用效率，做优做强。
2024/03/15	《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）》	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。

数据来源：国务院，证监会，东吴证券研究所

券商股权再融资迅速降温，券业发展道路逐渐由资产扩张向集约化发展转变。2023年1月，证监会针对上市证券公司再融资问题作出回应，表示作为已上市的证券公司，应该为市场树立标杆，提高公司治理质效，结合股东回报和价值创造能力、自身经营状况、市场发展战略等合理确定融资计划及方式，切实维护投资者合法权益。基于以上谨慎的政策基调，2023年上市券商股权再融资步伐显著放慢，全年除国海证券32亿元定增落地外，其余上市券商尚未有实施定增、配股或发行可转债。在监管“走资本集约型的专业化发展道路”的要求下，同业并购成为券商做大做强的较优方式。

图 18: 2020-2023 年上市券商股权再融资情况

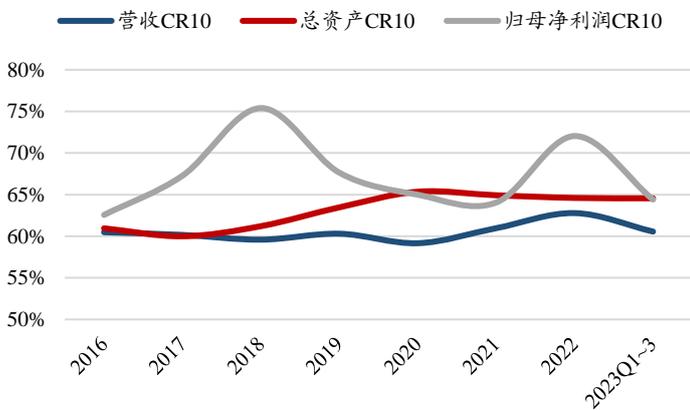


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3.2. 供给端: 马太效应加剧压力, 中小机构或主动寻求被并购

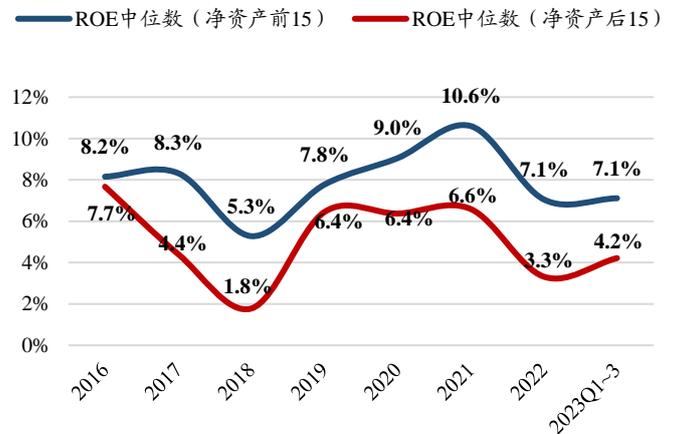
券业马太效应显著, 中小券商经营压力逐步凸显。近年券业集中度始终处于高位。2023 年前三季度, 上市券商营收/总资产/归母净利润 CR10 (占上市券商合计营收/总资产/归母净利润比重) 分别达到 60.6%/64.6%/64.4%, 较 2016 年分别提升 0.1pct/3.6pct/1.8pct, 行业集中度始终维持高位, 头部效应显著。在券业“强者恒强”的竞争环境下, 头部券商与中小券商的业绩表现及盈利能力差距逐渐拉大。2016 年以来, 净资产排名行业前 15 券商的 ROE 中位数基本领先净资产排名行业后 15 券商 3-4pct。

图 19: 2016-2023Q1~3 上市券商营收/总资产/净利润 CR10



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 20: 头部上市券商与尾部上市券商盈利能力差距较大



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

同业竞争趋烈背景下中小券商主动求变，股权加速流转。券业头部效应加剧背景下，中小券商受限于牌照价值下降以及传统业务饱和度提升，盈利能力持续下滑，导致股东主动出售股权的意愿增强，中小券商股权流转事件频现。而对于部分缺乏鲜明业务特色的中小型券商而言，面对马太效应下增长乏力的困境，主动寻求被兼并重组不失为有效的突围路径。

图 21: 中小券商股权主动转让事件频发

时间	事件
2023.03.15	国联证券大股东国联集团通过司法拍卖竞得 民生证券 34.71 亿股股权，占总股本比重约 30.3%，成交价格约 91 亿元。2023 年 12 月 15 日，国联集团获证监会核准正式成为民生证券第一大股东。
2023.04.26	上海兴业将其持有的 德邦证券 5.71 亿股份质押给山东财金，出质股权数占德邦证券股权的 14.39%。此次质押意味着以山东财金集团为首的山东国资有望实现对德邦证券的控股。
2023.09.21	华创云信发布公告，公司子公司华创证券申请 太平洋证券 股东资格相关事宜已被中国证监会依法受理。此前华创证券已竞得太平洋证券 10.92% 的表决权，股东资格尚需取得中国证监会核准。
2023.10.07	北京产权交易所官网显示， 大同证券 0.4645% 股权被挂牌转让，转让底价为 906.93 万元，转让方为国电电力发展股份有限公司。
2023.10.26	本钢集团拟将其所持的 中天证券 21.35% 的股权全部公开挂牌转让。
2023.11.03	锦龙股份公告称，正筹划转让所持有的 东莞证券 部分股份事宜。此次锦龙股份拟转让所持有的东莞证券 3 亿股股份，占自身所持股份的半数，占东莞证券总股本的比例为 20%。2024 年 3 月 29 日，锦龙股份公告称已同东莞金控资本就股份转让事宜达成初步意向。
2023.11.29	深圳联合产权交易所官网显示， 银泰证券 4.99% 股权挂牌拟转让，挂牌价 8670.92 万元，转让方为国银金租，后者系银泰证券第二大股东，持股 4.99%。
2023.12.20	北京产权交易所官网显示，有两笔 国都证券 股权转让事项挂牌，合计涉及国都证券 4.32 亿股股份，占国都证券总股本 7.4159%，转让底价合计为 11.35 亿元。其中嘉融投资拟转让 1.4642% 的股权，同方创投拟转让 5.9517% 的股权。
2023.12.26	东亚前海证券 第二大股东银之杰发布公告称，拟通过公开挂牌、协议转让等方式转让所持有的东亚前海证券 26.1% 股权。

2023.03.26	东北证券第一大股东亚泰集团拟出售持有的公司 29.81% 的股份，其中拟将持有的公司 20.81% 股份出售给长发集团，拟将持有的公司 9% 股份出售给长春市金控或其指定的下属子公司。
2023.03.29	湖北国资旗下长江产业投资集团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%。本次转让完成后，湖北省国资直接和间接持有长江证券股份占比将达到 28.22%，将成为长江证券第一大股东。
2024.04.02	河南省公共资源交易中心发布公告，联储证券约 1.57% 股权将于 4 月拍卖，起拍价合计达 1.47 亿元。

数据来源：北京产权交易所，深圳联合产权交易所，公司公告，东吴证券研究所

3.3. 需求端：资本市场对外开放稳步推进，头部券商直面海外挑战

金融业高水平对外开放稳步推进，外资券商加速布局中国市场，国内券业版图或将重构。2019 年 10 月，证监会明确自 2020 年 12 月 1 日起，取消证券公司外资股比限制，国内券业面临重构新局面。2023 年 10 月，中央金融工作会议提出要着力推进金融高水平开放，确保国家金融和经济安全。坚持“引进来”和“走出去”并重，稳步扩大金融领域制度型开放，提升跨境投融资便利化，吸引更多外资金融机构和长期资本来华展业兴业。2023 年 12 月，首家新设立的外商独资券商渣打证券获得《经营证券期货业务许可证》，并计划于 2024 年上半年正式展业。短期来看，受限于渠道不足以及后发劣势，当前外资券商尚未形成竞争优势，截至 2023 年末，全市场外资参控股券商数量合计达到 17 家，除光大证券、中银国际外，其余外资券商体量尚有待提升。但是从长期来看，外资券商在股东力量加持下往往具备较强的专业性，且在跨境业务方面具备天然优势，伴随资本市场对外开放程度逐渐提升，其有望对于国内券业现有竞争格局造成冲击。

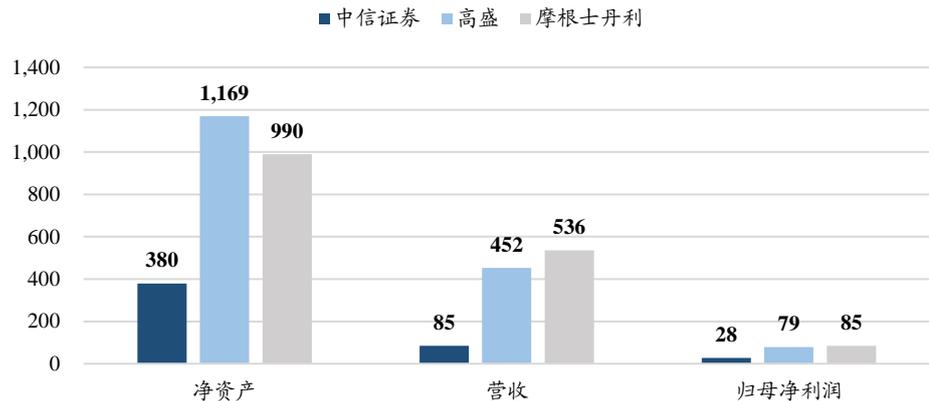
图 22：合资券商情况梳理（亿元）

券商分类	券商名称	成立日期	注册资本	境外股东名称	境外股东持股比例	22营收/排名	22归母净利润/排名	22总资产/排名
外资全资控股券商	高盛（中国）证券	2004.12.13	33.86	高盛集团	100%	5.83 / 89	0.82 / 79	51.43 / 97
	摩根大通证券（中国）	2019.08.22	19.99	摩根大通国际金融有限公司	100%	8.84 / 79	2.63 / 63	24.77 / 106
	渣打证券	2023.05.05	10.50	渣打银行（香港）有限公司	100%	-	-	-
外资控股券商	摩根士丹利证券	2011.05.04	17.18	摩根士丹利（亚洲）有限公司	94.06%	4.29 / 95	0.19 / 91	18.44 / 109
	瑞银证券	2006.12.11	14.90	瑞士银行有限公司	67%	11.79 / 70	2.24 / 66	132.25 / 85
	华兴证券	2016.08.19	30.24	华兴金融服务（香港）有限公司	63.83%	1.88 / 108	-1.52 / 106	33.42 / 101
	汇丰前海证券	2017.08.28	18.00	香港上海汇丰银行有限公司	60%	5.04 / 94	-0.52 / 98	15.24 / 112
	瑞信证券（中国）	2008.10.24	10.89	瑞士信贷银行股份有限公司	51%	2.89 / 102	2.55 / 112	14.99 / 113
	野村东方国际证券	2019.08.20	20.00	野村控股株式会社	51%	1.1 / 112	-2.25 / 111	32.86 / 102
	星展证券	2021.01.14	15.00	星展银行有限公司	51%	0.86 / 113	-0.83 / 101	16.25 / 111
	大和证券（中国）	2020.12.18	10.00	株式会社大和证券集团总公司	51%	0.48 / 115	-0.62 / 99	8.78 / 116
外资参股	东亚前海证券	2017.08.09	15.00	东亚银行有限公司	49%	2.91 / 101	-1.64 / 107	29.84 / 104
	金圆统一证券	2020.06.18	15.00	统一综合证券股份有限公司	49%	0.27 / 116	-1.28 / 104	16.27 / 110
	中银国际	2002.02.28	27.78	中银国际控股有限公司	33.42%	29.59 / 39	8.11 / 31	643.31 / 41
	中德证券	2009.04.10	10.00	德意志银行股份公司	33.30%	2.14 / 107	-0.79 / 100	12.64 / 115
	光大证券	1996.04.23	46.11	中国光大控股有限公司	20.73%	107.8 / 15	32.41 / 15	2583.54 / 14
	中港证券	2016.04.08	43.15	茂宸集团控股有限公司	12.17%	14 / 63	3.15 / 58	142.24 / 84

数据来源：Wind，中证协，东吴证券研究所

国内券商规模尚难与海外头部投行抗衡。当前阶段，国内券商较之海外头部投行在体量上仍存在差距。从中美两国头部券商体量对比来看，截至 2023 年末，中信/高盛/摩根士丹利的净资产分别为 380/1169/990 亿美元，2023 年营收分别为 85/452/536 亿美元，2023 年归母净利润分别为 28/79/85 亿美元，中美两国头部券商规模尚未处于同一量级，通过并购重组扩充规模是境内头部券商提升国际竞争力的可行途径。

图 23：2023 年中信证券与国际头部投行体量比较（亿美元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 投资建议

证监会对于券商并购重组态度渐暖，近期涉及并购整合的相关标的有望受益。作为我国金融领域最高规格的会议，中央金融工作会议首提“培育一流投资银行和投资机构”，政策高度可见一斑。2023 年 4 月 15 日，证监会针对资本市场监管工作“四箭齐发”，在建设一流投行及投行机构方面重申“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”，结合此前“两强两严”表态，政策定力不容置疑。预计后续仍有系统政策出台，支持国有大型金融机构做优做强。我们认为综合竞争优势显著且涉及并购整合预期的相关标的有望脱颖而出。建议关注已释放明确并购重组信号的标的，推荐【国联证券】，建议关注【方正证券】。同时建议关注在并购重组方面具备潜在预期的标的，推荐【中金公司（H）】，建议关注【中金公司（A）】、【中国银河】、【信达证券】、【东兴证券】。

图 24: 推荐标的盈利预测及估值

证券代码	证券名称	营业收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)				归母净利润增速				PB			
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
601456.SH	国联证券	29.55	33.16	39.68	45.86	6.71	7.65	9.12	10.74	-12.51%	13.97%	19.25%	17.75%	1.67	1.63	1.43	1.39
3908.HK	中金公司 (H)	354.46	371.12	403.04	440.63	61.56	62.40	71.29	82.61	-18.97%	1.36%	14.24%	15.89%	0.42	0.38	0.35	0.32

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (截至 2024 年 04 月 15 日)

注: 1) 以上盈利预测均来自东吴证券研究所, 货币单位均为人民币; 2) 估值使用汇率为 1 港元=0.9002 人民币。

图 25: 标的股东背景梳理

证券代码	公司名称	总市值 (亿元)	PB (LF)	第一大股东	第一大股东持股比例	实际控制人
601456.SH	国联证券	312	1.86	无锡市国联发展(集团)有限公司	19.21%	无锡市人民政府国有资产监督管理委员会
601901.SH	方正证券	584	1.34	新方正控股发展有限责任公司	28.71%	无
601995.SH	中金公司	1,948	2.35	中央汇金投资有限责任公司	40.11%	中华人民共和国中央人民政府
601881.SH	中国银河	1,039	1.20	中国银河金融控股有限责任公司	47.43%	中华人民共和国中央人民政府
601059.SH	信达证券	542	3.33	中国信达资产管理股份有限公司	78.67%	中华人民共和国财政部
601198.SH	东兴证券	269	1.03	中国东方资产管理股份有限公司	45.00%	中华人民共和国财政部

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (截至 2024 年 04 月 15 日)

图 26: 2022 年至今上市券商同业并购及事件梳理

公告时间	证券代码	公司名称	自由流通市值 (亿元)	PB (LF)	公告涉及股权转让事件
2022/6/15	600155.SH	华创云信	129	0.78	2022年6月15日, 华创云信公告称子公司华创证券以 17.26 亿元竞得北京嘉裕持有的太平洋证券7.44亿股股份 (占总股本的 10.92%)。2023年9月, 华创云信子公司华创证券收到太平洋证券转发的《中国证监会行政许可申请受理单》, 中国证监会已依法受理太平洋证券变更主要股东或者公司的实际控制人申请。
	601099.SH	太平洋	186	2.21	
2022/9/9	002797.SZ	第一创业	193	1.50	2022年9月9日, 第一创业公告称公司第一大股东首创集团与北京国管签署股份转让协议, 后者以8.08元/股的价格收购前者持有第一创业的11.06%股权, 转让总价37.55亿。此举或是为了扫清首创证券IPO的障碍。目前首创集团控股首创证券, 参股第一创业。
	601136.SH	首创证券	94	4.30	
2022/12/20	601901.SH	方正证券	330	1.45	2022年12月20日, 方正证券发布公告称收到证监会批复, 核准新方正集团成为其主要股东。在相关方股权变更完成后, 中国平安将成为方正证券实际控制人。“一参一控”限制下, 方正证券与平安证券面临整合预期。
2023/3/13	601555.SH	东吴证券	240	0.86	2023年3月13日, 东吴证券发布公告称拟参与竞买泛海控股持有的民生证券34.71亿股股权 (约占总股本的30.30%)。但是最终公司未成为该竞拍项目的最终受让方。
2023/3/13	601878.SH	浙商证券	178	1.49	2023年3月13日, 浙商证券发布公告称拟参与竞买泛海控股持有的民生证券34.71亿股股权 (约占总股本的30.30%)。但是最终公司未成为该竞拍项目的最终受让方。
2023/3/15	601456.SH	国联证券	106	1.67	2023年3月15日, 国联证券控股股东国联集团公告称成功竞得民生证券30.3%股权。若涉及控制权转移, 则在“一参一控”限制下, 国联证券及民生证券将面临整合。2023年12月15日, 证监会核准国联集团成为民生证券主要股东。
2023/11/3	000712.SZ	锦龙股份	47	3.63	2023年11月3日, 锦龙股份公告称, 为降低公司的负债率, 优化财务结构, 改善公司的现金流和经营状况, 公司拟转让所持有的东莞证券3亿股股份 (占东莞证券总股本的20%)。2024年3月29日, 锦龙股份公告称已同东莞金控资本就股份转让事宜达成初步意向。
2023/12/8	601878.SH	浙商证券	178	1.49	2023年12月8日, 浙商证券公告称拟合计受让国都证券19.16%的股权。此次浙商证券受让股权亦是证监会表态“鼓励券商通过并购重组等方式做优做强”后的首单券业并购案。
2024/3/27	000686.SZ	东北证券	91	0.86	2024年3月27日, 东北证券公告称公司第一大股东亚泰集团拟出售持有的公司29.81%的股份, 其中拟将持有的公司20.81%股份出售给广发集团, 拟将持有的公司9%股份出售给长春市金控或其指定的下属子公司。
2024/3/29	000783.SZ	长江证券	186	0.96	2024年3月29日, 湖北国资旗下长江产业投资集团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%。本次转让完成后, 湖北省国资直接和间接持有长江证券股份占比将达到28.22%, 将成为长江证券第一大股东。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (截至 2024 年 04 月 15 日)

5. 风险提示

- 1) 政策推进不及预期:** 后续配套政策落地节奏及效果若不及预期, 对于券业整合节奏将造成负面影响。
- 2) 实际并购效果不及预期:** 证券行业收购事项实际进展具有不确定性, 收购完成后在资源整合方面也可能存在较多问题。
- 3) 权益市场大幅波动:** 市场行情波动加剧情况下, 券商经营基本面直接遭受负面

影响，自营业务面临直接冲击，同时资本市场活跃度下行背景下财富管理条线业务收入亦将下滑。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>