

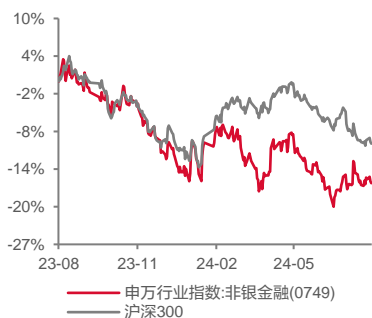
2024年08月26日

超配

证券分析师

陶圣禹 S0630523100002

tsy@longone.com.cn



相关研究

- 1.高基数压力逐渐缓释,关注产品与渠道优化后的价值提升——上市险企2024年7月保费点评
- 2.市场活跃度再触低位,关注保险负债端需求释放——非银金融行业周报(20240812-20240818)
- 3.券商分类评价结果出炉,互联网财险监管升级——非银金融行业周报(20240805-20240811)

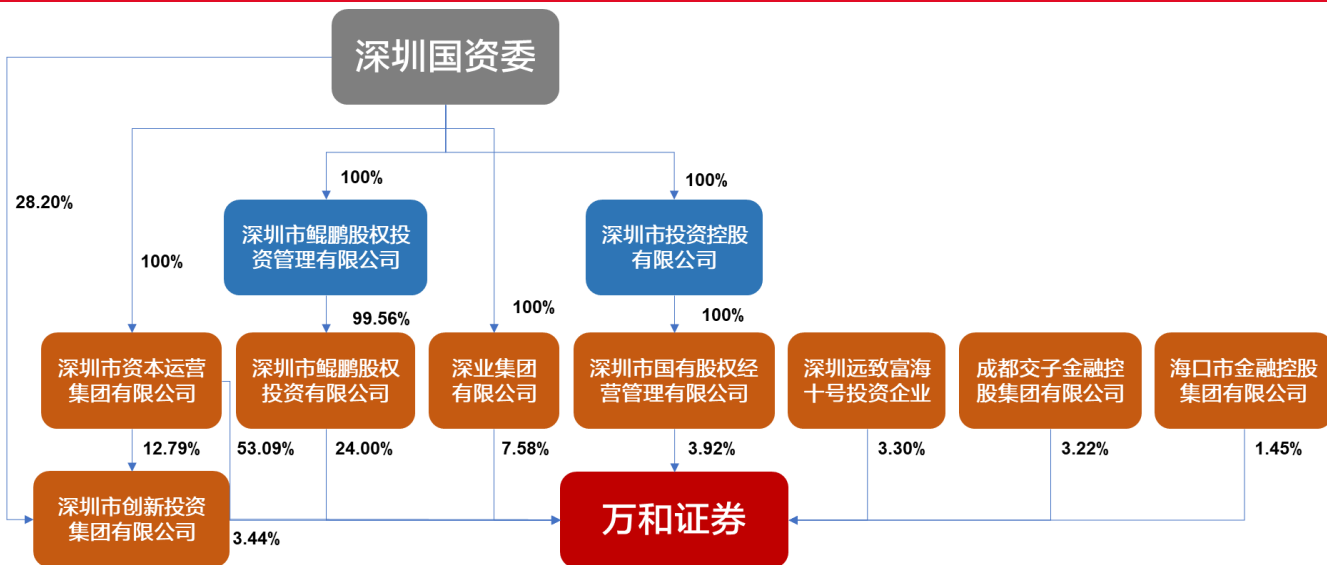
# 从国信收购万和,看券商并购趋势从业务互补迈向国资整合

——非银金融行业简评

投资要点:

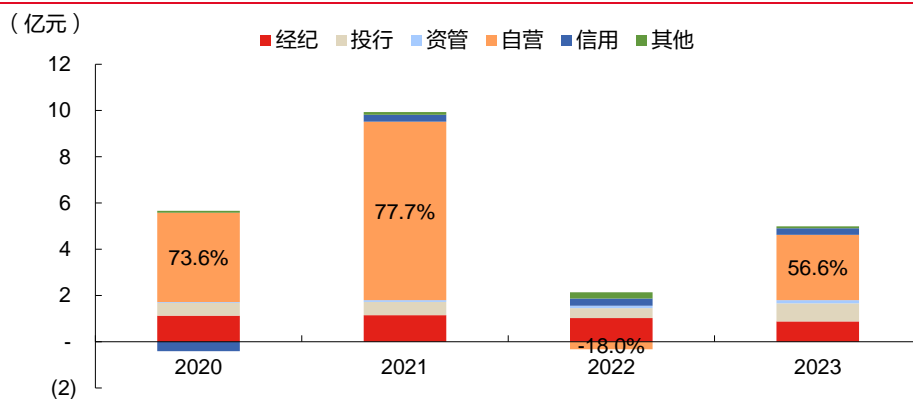
- **事件:** 国信证券于8月21日公告称正筹划发行股份购买深圳市资本运营集团持有的万和证券53.0892%股份,预示着券商行业并购重组正从早期的业务/区域互补迈向国资体系内部整合。
- **标的分析: 实控人一致, 自营占比高导致利润波动显著。**
  - 1) **股东层面:** 本次被并购标的万和证券第一大股东为深圳市资本运营集团(持股53.09%),实控人为深圳市国资委(合并穿透持股92.03%),现拥有27家分公司、25家营业部;而并购方国信证券第一大股东为深圳市投资控股有限公司(持股33.53%),实控人也为深圳市国资委(与一致行动人合计持股55.76%),重组双方实控人一致,预计重组事项后续推进阻力较小;
  - 2) **资本有所增厚:** 万和证券2023年末总资产、归母净资产分别为132亿元和54亿元,而国信证券同期相应指标分别为4630亿元和1105亿元,静态测算对国信证券资本规模分别增厚2.8%和4.9%,在券商行业再融资受限的背景下,可有效提升公司资本实力,给予业务开展更大的灵活性;
  - 3) **业绩提振有限:** 万和证券2023年营业收入和归母净利润分别为5亿元和5875万元,而国信证券同期相应指标分别为173亿元和64亿元,静态测算对国信证券2.9%和0.9%,利润层面贡献有限。此外,我们观察到万和证券近年来净利润波动较大,2021-2023年分别为盈利3.4亿元、亏损2.1亿元和小幅盈利5875万元,我们判断主要受自营业务波动影响,2021-2023年自营收入占比(以投资收益和公允价值变动损益之和/营业收入)分别为78%、-18%、57%,市场震荡对公司业绩影响较为显著。
- **趋势判断: 供给侧改革持续加速, 业务/区域互补与国资体系整合多轮驱动。** 自中央金融工作会议提出建设一流投行开始,市场化并购重组浪潮持续涌现。
  - 1) **早期以业务/区域互补为出发点:** 并购初期,市场大多以业务或区域互补的目的推动版图完善,致力于补足投行、资管、经纪网点等业务短板,例如国联证券收购民生证券、浙商证券收购国都证券、西部证券收购国融证券等,业务与区域的整合有利于实现更广阔的市场覆盖,扩大市场份额,增强整体竞争力;
  - 2) **现阶段国资体系整合提上日程:** 除了前文分析的国信证券收购万和证券外,上周锦龙股份公告称将持有的东莞证券20%股权转让给东莞联合体,完成后东莞国资委系统将成为第一大股东并控股近80%。我们认为上述两例已表明国资体系内的股权整合已提上日程,通过对体系内牌照的整合,可以集中资源进行业务赋能,提升资本运营效率和牌照价值,同时整合后净资产更为充实,在分类评价监管体系下的业务开展有望打开新格局。
- **投资建议:** 在资本市场新“国九条”顶层设计指引下,证券行业政策催化逐步落地,监管的逐步规范也有利于行业长期稳健发展。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。

图1 万和证券股权结构图



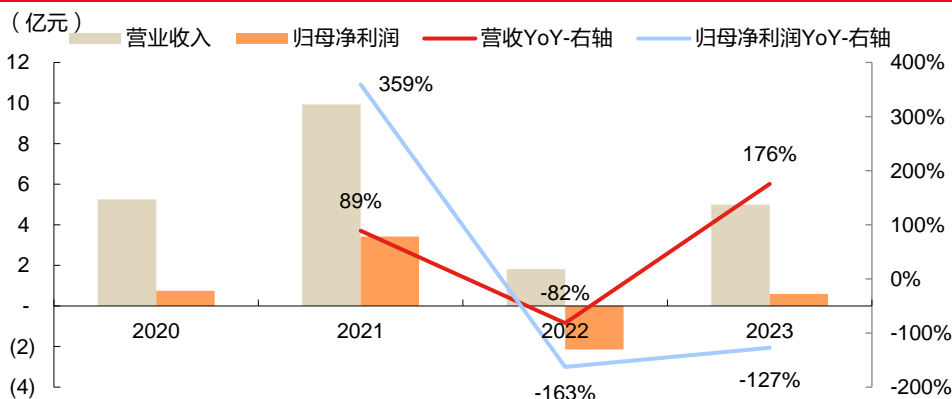
资料来源：公司官网，东海证券研究所

图2 万和证券营业收入中自营业务占主导



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图3 万和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

表1 近年来关于券商并购重组相关政策梳理

事件	机构/政策/事件	主要内容
2019/11/29	关于政协十三届全国委员会第二次会议第 3353 号( 财税金融类 280 号)提案答复的函	为推动打造航母级证券公司，将鼓励和引导证券公司充实资本、丰富服务功能、优化激励约束机制、加大技术和创新投入、完善国际化布局、加强合规风险管控，积极支持各类国有资本通过认购优先股、普通股、可转债、次级债等方式注资证券公司，推动证券行业做大做强。
2020/07/17	《支持证券基金行业实施组织管理创新》	提出为推动行业做大做强，证监会鼓励有条件的行业机构实施市场化并购重组，在资本实力、管理水平、信息技术等方面实现快速发展。
2023/10/30	中央金融工作会议	提出“培育一流投资银行和投资机构”、“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”。
2023/11/01	证监会党委（扩大）会议	表示要加强行业机构内部治理，回归本源，稳健发展，加快培育一流投资银行和投资机构。
2023/11/03	证监会答记者问	表示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；引导中小机构结合股东背景、区域优势等资源禀赋和专业能力做精做细，实现特色化、差异化发展。
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）》	集中发布四项政策文件，提及“力争通过 5 年左右时间，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”、“到 2035 年，形成 2 至 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”。
2024/04/12	《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》	新“国九条”提及“支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式提升核心竞争力”。
2024/04/26	《国务院关于金融企业国有资产管理情况专项报告审议意见的研究处理和整改问责情况的报告》	提及“推进国有大型金融企业对标世界一流金融企业，突出主业、做精专业，不断提升竞争力和国际影响力”。

资料来源：国务院，证监会，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