

2024 年 09 月 06 日

证券 II

SDIC

行业动态分析

证券研究报告

头部券商并购重组，打造航母级券商更进一步

事件：

9月5日，国泰君安、海通证券发布公告称，双方正在筹划由国泰君安通过向海通证券全体A股换股股东发行A股股票、向海通证券全体H股换股股东发行H股股票的方式换股吸收合并海通证券并发行A股股票募集配套资金，国泰君安、海通证券A股股票将于9月6日开市时起开始停牌。

点评：

此次国泰君安、海通证券的合并，是新“国九条”实施以来，大型头部券商合并重组的首例。由于国泰君安和海通证券合计归母净资产高达3302亿元（基于2023年末数据），此次合并将成为中国资本市场史上规模最大的A+H双边市场吸收合并案例，以及史上规模最大的上市券商A+H整合案例。

从财务指标来看：

根据2023年数据，国泰君安的营业总收入、归母净利润、归母净资产分别位列行业第3名、第3名、第3名，海通证券的营业总收入、归母净利润、归母净资产分别位列行业第8名、第26名、第4名；两者合并之后的营业总收入、归母净利润、归母净资产分别将达到行业第2名、第3名、第1名（详见文后图表）。

从资本市场来看：

截至2024年9月5日，国泰君安A股、H股、A+H总市值分别为1104亿元、102亿元、1207亿元，海通证券A股、H股、A+H总市值分别为847亿元、114亿元、960亿元，二者合计A股、H股、A+H总市值分别为1951亿元、216亿元、2167亿元。

从业务结构来看：

- 1) 国泰君安资产、营收、利润等多项指标均位列行业前5，2023年经纪、投行、资管、自营、信用业务净收入分别排名行业第2名、第4名、第4名、第4名、第5名，各项业务齐头并进，综合实力稳居前列，风控水平扎实优异，公司治理长期稳健，已连续17年获得中国证监会A类AA级分类评价。
- 2) 海通证券资产规模同样位列行业前5，但业绩表现受境外投资、投行执业等因素拖累。境外业务方面，在地产债暴雷、贷款违约、投行业务萎缩等冲击影响之下，海通国际控股2022年、2023年分别巨亏53亿港元、82亿港元，且海通国际已于2024年1月从

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

首选股票	目标价（元）	评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.6	6.5	-1.2
绝对收益	-1.0	-2.8	-15.9

张经纬

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518060002

zhangjw1@essence.com.cn

哈滢

联系人

SAC 执业证书编号：S1450123060044

haying@essence.com.cn

相关报告

监管趋严业绩承压，市场转暖提振全年预期	2024-05-06
公募降佣新规出台，卖方行业迎变革	2024-04-22
强监管防风险，“1+N”政策体系促高质量发展	2024-04-14
监管政策重磅出台，严监管提升质量	2024-03-18
第二轮公募费改开启，行业变革回归本源	2023-12-11

港交所私有化退市；投行业务方面，海通证券近年来频因执业质量问题遭受监管处罚，叠加近期 IPO 收紧，进一步制约业绩表现。海通证券 2023 年经纪、投行、资管、自营、信用业务净收入分别排名行业第 11 名、第 5 名、第 7 名、第 36 名、第 2 名；2024H1 营收、净利润分别同比-48%、-75%，其中投行净收入同比-56%、自营净收入同比-46%、海通国际控股净利润为-29 亿港元。

- 3) 本次国君和海通合并，就业务层面而言，将有望进一步提升各条线排名水平(二者合计 2023 年经纪、投行、资管、自营、信用业务净收入分别排名行业第 1 名、第 1 名、第 3 名、第 4 名、第 1 名)，强化风控体系建设，提升公司治理水平，加速打造头部券商。

目 从监管层面来看：

近一年来，证券业并购整合政策暖风频吹，有关部门多次强调推动头部券商做优做强。2023 年 10 月，中央金融工作会议提出“培育一流投资银行和投资机构”；2024 年 3 月，中国证监会明确“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”的目标；2024 年 4 月，国务院新“国九条”提出“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”。从规模上来看，截至 2023 年末，国君、海通归母净资产分别为 1670 亿元、1632 亿元，若合并落地则二者合计达 3302 亿元，将有望在一定程度上拉近与海外一流投行摩根士丹利（8280 亿元）、高盛（7015 亿元）之间的体量差距。此外，国君、海通均属上海国资委旗下券商，二者并购重组的快速进展亦将推进上海国际金融中心建设。

目 从行业层面来看：

此次国君、海通合并，将有望成为头部券商并购重组的标志性事件，进一步推动行业并购重组加速。我们认为，一方面，在监管趋严态势及今年中报显现的经营压力之下，中小券商整体出售转让动力将显著增强；另一方面，在监管积极鼓励并购重组的背景之下，部分中大型券商将积极寻求通过外延并购提升业务规模、优化业务结构、增强长期竞争力。此前，浙商+国都、国联+民生、平安+方正、国信+万和、西部+国融等券商并购事件已相继涌现。着眼后续，我们预计，此次国君和海通的合并事件将推动行业并购重组进一步加速，为头部券商并购提供重要参考依据。

目 投资建议：

我们认为，重点关注控股股东一致、具备并购重组可行性的大型券商以及经营体制灵活的中小型券商，建议关注标的包括：首创证券、第一创业、兴业证券、浙商证券、财通证券、国联证券、东吴证券等。

目 风险提示：相关政策调整、并购重组不及预期等。

图表附录：

我们计算国泰君安、海通证券 10 项关键指标（总市值、总资产、归母净资产、营业总收入、归母净利润、经纪净收入、投行净收入、资管净收入、自营净收入、信用净收入）在 43 家上市券商中的排名及占比情况，并计算其合计值的排名、占比情况及相较二者中较优水平或平均水平的提升幅度，如下方表 1 所示：

表1：国君、海通合计指标将显著位列行业领先水平

排名	总市值	总资产	归母净资产	营业总收入	归母净利润	经纪净收入	投行净收入	资管净收入	自营净收入	信用净收入
国君	3	2	3	3	3	2	4	4	4	5
海通	7	4	4	8	26	11	5	7	36	2
国君+海通	2	1	1	2	3	1	1	3	4	1
提升（较优值）	1	1	2	1	0	1	3	1	0	1
提升（较均值）	3.0	2.0	2.5	3.5	11.5	5.5	3.5	2.5	16.0	2.5

占比	总市值	总资产	归母净资产	营业总收入	归母净利润	经纪净收入	投行净收入	资管净收入	自营净收入	信用净收入
国君	5%	8%	7%	7%	7%	7%	8%	9%	7%	6%
海通	4%	6%	7%	5%	1%	4%	8%	4%	0.4%	9%
国君+海通	10%	14%	13%	12%	8%	11%	16%	13%	7%	16%
提升（较优值）	4pct	6pct	7pct	5pct	1pct	4pct	8pct	4pct	0pct	6pct
提升（较均值）	5pct	7pct	7pct	6pct	4pct	5pct	8pct	7pct	4pct	8pct

资料来源：Wind，国投证券研究中心

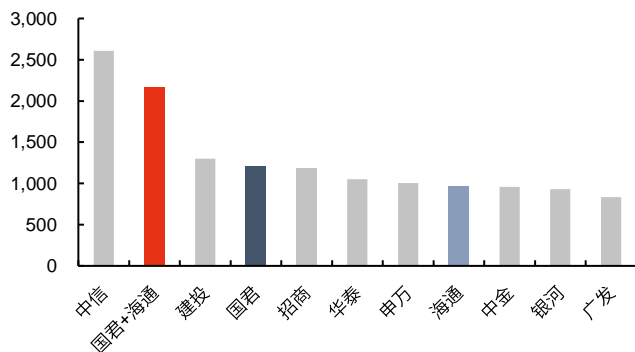
注 1：除总市值为截至 2024/9/5 数据外，其余指标均为 2023 年（末）数据

注 2：“排名”为基于 43 家上市券商数据排序，“占比”为基于 43 家上市券商合计值计算

注 3：“提升（较优值）”取合计值与国君、海通二者的较优值（即较高排名或占比）加以比较，“提升（较均值）”取合计值与国君、海通二者的平均值（即平均排名或占比）加以比较

我们分别列示 10 项关键指标的行业前 10 券商（基于 43 家上市券商数据排序），并列示国泰君安、海通证券的指标合计值将在行业排名序列中处于何种位置，如下方图 1-图 10 所示：

图1. 总市值视角下，国君+海通位列行业第 2 位

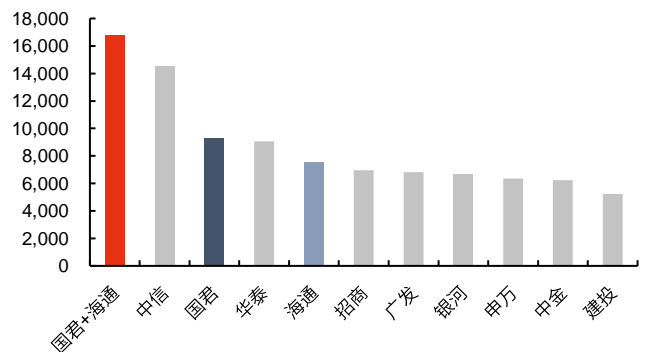


资料来源：Wind，国投证券研究中心

注 1：除总市值为截至 2024/9/5 数据外，其余指标均为 2023 年（末）数据

注 2：单位均为亿元

图2. 总资产视角下，国君+海通位列行业第 1 位

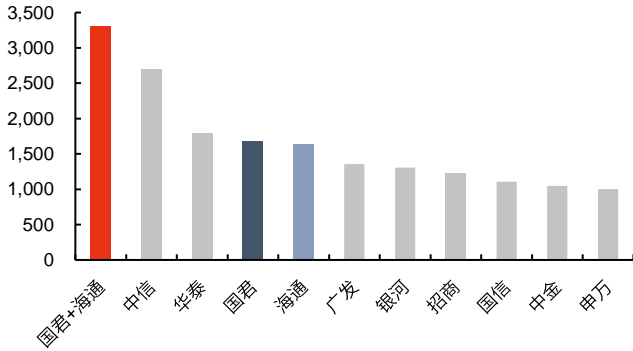


资料来源：Wind，国投证券研究中心

注 1：除总市值为截至 2024/9/5 数据外，其余指标均为 2023 年（末）数据

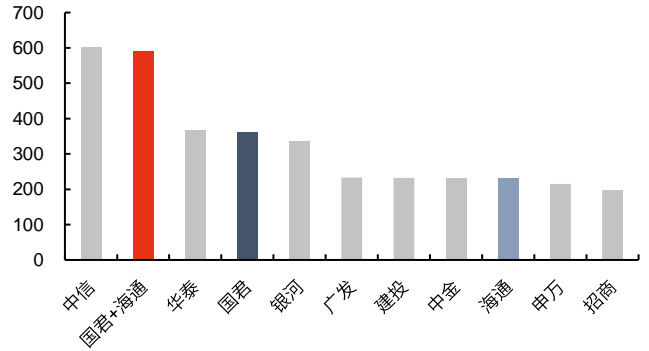
注 2：单位均为亿元

图3. 归母净资产视角下，国君+海通位列行业第 1 位



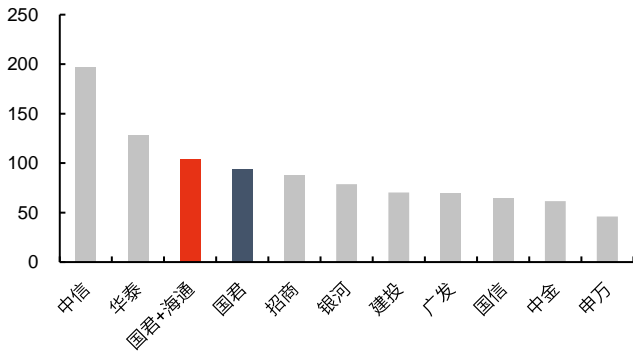
资料来源: Wind, 国投证券研究中心
注 1: 除总市值为截至 2024/9/5 数据外, 其余指标均为 2023 年 (末) 数据
注 2: 单位均为亿元

图4. 营业总收入视角下，国君+海通位列行业第 2 位



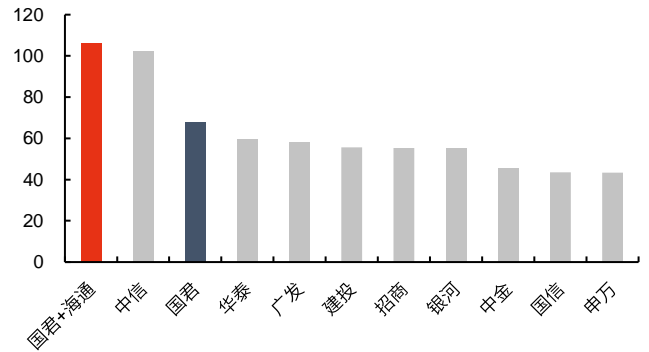
资料来源: Wind, 国投证券研究中心
注 1: 除总市值为截至 2024/9/5 数据外, 其余指标均为 2023 年 (末) 数据
注 2: 单位均为亿元

图5. 归母净利润视角下，国君+海通位列行业第 3 位



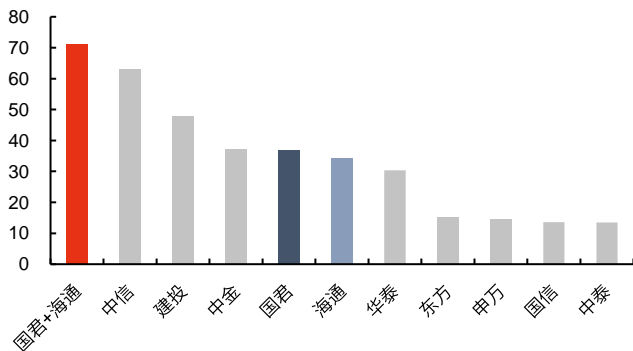
资料来源: Wind, 国投证券研究中心
注 1: 除总市值为截至 2024/9/5 数据外, 其余指标均为 2023 年 (末) 数据
注 2: 单位均为亿元

图6. 经纪净收入视角下，国君+海通位列行业第 1 位



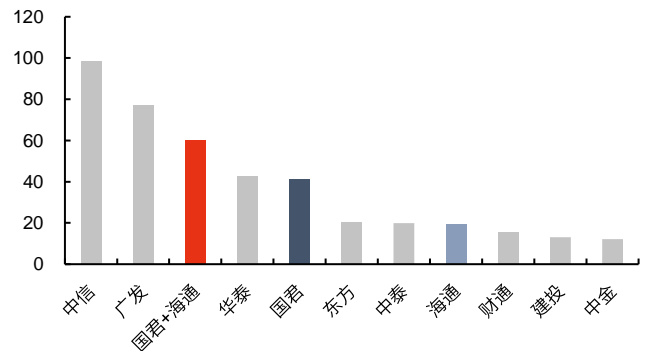
资料来源: Wind, 国投证券研究中心
注 1: 除总市值为截至 2024/9/5 数据外, 其余指标均为 2023 年 (末) 数据
注 2: 单位均为亿元

图7. 投行净收入视角下，国君+海通位列行业第 1 位



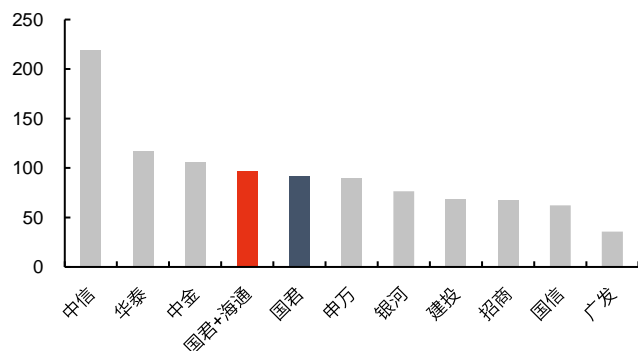
资料来源: Wind, 国投证券研究中心
注 1: 除总市值为截至 2024/9/5 数据外, 其余指标均为 2023 年 (末) 数据
注 2: 单位均为亿元

图8. 资管净收入视角下，国君+海通位列行业第 3 位



资料来源: Wind, 国投证券研究中心
注 1: 除总市值为截至 2024/9/5 数据外, 其余指标均为 2023 年 (末) 数据
注 2: 单位均为亿元

图9. 自营净收入视角下，国君+海通位列行业第 4 位

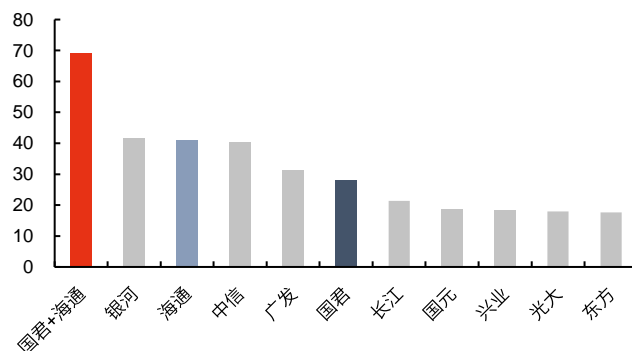


资料来源: Wind, 国投证券研究中心

注 1: 除总市值为截至 2024/9/5 数据外, 其余指标均为 2023 年 (末) 数据

注 2: 单位均为亿元

图10. 信用净收入视角下，国君+海通位列行业第 1 位



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

注 1: 除总市值为截至 2024/9/5 数据外, 其余指标均为 2023 年 (末) 数据

注 2: 单位均为亿元

此外，我们对比国际顶尖投行（高盛、摩根士丹利）与我国排名前列上市券商的 2023 年主要指标，如下方表 2 所示：

表2: 我国券商相较国际顶尖投行仍有体量差距

排序	总资产		归母净资产		营业总收入		归母净利润	
1	高盛	116,269	高盛	8,280	摩根士丹利	3,797	摩根士丹利	604
2	摩根士丹利	84,546	摩根士丹利	7,015	高盛	3,203	高盛	560
3	国君+海通	16,800	国君+海通	3,302	中信	601	中信	197
4	中信	14,534	中信	2,688	国君+海通	591	华泰	128
5	国君	9,254	华泰	1,791	华泰	366	国君+海通	104
6	华泰	9,055	国君	1,670	国君	361	国君	94
7	海通	7,546	海通	1,632	银河	336	招商	88
8	招商	6,959	广发	1,357	广发	233	银河	79
9	广发	6,822	银河	1,305	建投	232	建投	70
10	银河	6,632	招商	1,220	中金	230	广发	70
11	申万	6,354	国信	1,105	海通	230	国信	64
12	中金	6,243	中金	1,046	申万	215	中金	62
13	建投	5,228	申万	1,001	招商	198	申万	46

资料来源: Wind, 国投证券研究中心

注 1: 均为 2023 年 (末) 数据, 单位为人民币亿元

注 2: 仅列示高盛、摩根士丹利、我国上市券商排名前 10 位数据, 以及国君+海通合计值

目 行业评级体系

收益评级:

领先大市 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%及以上;

同步大市 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%及以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

目 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034