

证券 II

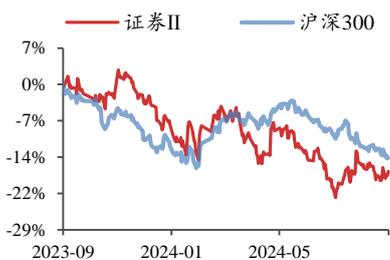
2024 年 09 月 06 日

国泰君安和海通证券筹划合并，催化并购主线机会

——国泰君安和海通证券筹划合并事件点评

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《偏股基金保有同比下降，申购额同比降幅好于新发—2024H1 公募基金市场数据点评》-2024.7.23

《提振投资者信心，供给侧改革提升证券行业集中度—证监会一揽子政策点评》-2024.3.17

《资金增持 ETF 趋势延续，券商偏股和债基共同发力—2023Q4 基金销售渠道和基金市场数据点评》-2024.2.4

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

卢崑（分析师）

lukun@kysec.cn

证书编号：S0790524040002

事件：9月5日晚国泰君安和海通证券公告正在筹划由国泰君安通过向海通证券全体 A 股和 H 股换股股东发行对应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。两家公司将于 2024 年 9 月 6 日（星期五）开市时起开始停牌。

● 停牌不超过 25 个交易日，合并利于打造一流投行，响应监管号召

1、停牌安排：本次重组涉及到 A 股和 H 股，涉及事项较多、涉及流程较为复杂，同时，本次重组有利于打造一流投资银行、促进行业高质量发展，根据上海证券交易所的相关规定，预计停牌时间不超过 25 个交易日。

2、合并背景：（1）监管支持头部券商通过并购整合做优做强，本次合并响应监管号召，通过并购重组提升核心竞争力，打造一流投行。（2）海通证券近年面临经营困境，合并有助于双方优势互补，增强核心功能。（3）本次合并属于上海金融国有资产整合，有助于优化上海金融国资布局，提升效率。

● 预计合并后净资产行业第一，看好合并后的协同效应和规模效应

（1）规模和业务排名跃升。两家券商体量相当，以 2024 年中报数据测算，合并后归母净利润规模达到 3311 亿元，排名行业第一，超过中信证券的 2793 亿元。合并后经纪业务净收入排名维持第 2，资管净收入排名升至第 3 名，业务排名与中信证券明显拉近。（2）提升资金使用效率，国泰君安有场外衍生品一级交易资格，整合后可提升资金使用效率；研发等中后台投入具有规模效应。（3）财富管理业务协同。据上交所，截至 2024 年 8 月末，两家券商合并后营业部数量达到 680 个，超过中国银河的 473 个成为行业第一。客户基数大幅扩张利于财富管理业务协同。（4）业务部门面临牌照和人员整合。国泰君安控股华安基金、国泰君安资管(具有公募牌照)；海通证券控股海富通基金，参股富国基金，全资控股海通资管。整合后需关注“一参一控一牌”要求限制。

● 本次筹划合并为首例头部券商整合，有望催化券商并购主题行情

海通证券近年经营和资产质量均有所承压，关注后续换股对价、整合方案和海通证券资产质量情况，目前国泰君安和海通证券 PB 分别为 0.88/0.70 倍，收购估值或具有一定性价比。本次合并属于同一实控人整合，股东方面效率相对更高，需关注业务、牌照、人员整合等问题。本次交易为头部大型券商整合首例，有望催化券商并购主线行情，属于同一实控人的上市券商市场关注度有望提升。推荐国联证券，东方证券，受益标的：中国银河、中金公司、信达证券、东兴证券、浙商证券、方正证券、中信建投。

● 风险提示：并购事项进展不及预期；行业政策落地不及预期。

附图 1：上市券商实控人梳理

序号	证券代码	证券简称	派系	注册地	实控人属性	实控人
1	601881.SH	中国银河	汇金系	北京	中央国有企业	中央汇金投资有限责任公司
2	601995.SH	中金公司		北京	中央国家机关	
3	000166.SZ	申万宏源		新疆维吾尔自治区	中央国家机关	中央汇金投资有限责任公司
4	601788.SH	光大证券	中央财政部	上海	中央国家机关	中华人民共和国中央人民政府
5	601059.SH	信达证券		北京	中央国家机关	中华人民共和国财政部
6	601198.SH	东兴证券		北京	中央国家机关	中华人民共和国财政部
7	600621.SH	华鑫股份	上海市国资委	上海	地方国资委	上海市国有资产监督管理委员会
8	600958.SH	东方证券		上海		
9	600837.SH	海通证券		上海		
10	601211.SH	国泰君安		上海	地方国资委	上海国际集团有限公司
11	000728.SZ	国元证券	安徽国资委	安徽省	地方国资委	安徽省人民政府国有资产监督管理委员会
12	600909.SH	华安证券		安徽省	地方国资委	安徽省人民政府国有资产监督管理委员会
13	600030.SH	中信证券	央企集团	广东省		无实控人（第一大股东为中信金控）
14	601066.SH	中信建投	其他	北京		无实控人（第一大股东为北京金融控股集团）
15	600999.SH	招商证券	央企集团	广东省	国务院	招商局集团有限公司
16	002500.SZ	山西证券	地方财政厅	山西省	地方政府	山西省财政厅
17	601108.SH	财通证券		浙江省	地方政府	浙江省财政厅
18	601162.SH	天风证券		湖北省	地方政府	湖北省财政厅
19	601375.SH	中原证券		河南省	地方政府	河南省财政厅
20	601377.SH	兴业证券		福建省	地方政府	福建省财政厅
21	601456.SH	国联证券	江苏省地方国资委	江苏省	地方国资委	无锡市人民政府国有资产监督管理委员会
22	601555.SH	东吴证券		江苏省	地方国资委	苏州国际发展集团有限公司
23	601688.SH	华泰证券		江苏省	地方国资委	江苏省政府国有资产监督管理委员会
24	601990.SH	南京证券		江苏省	地方国资委	南京市国有资产管理控股(集团)有限责任公司
25	000750.SZ	国海证券		广西壮族自治区	地方国资委	广西投资集团有限公司
26	002673.SZ	西部证券	其他地方国资委	陕西省	地方国资委	陕西投资集团有限公司
27	002736.SZ	国信证券		深圳	地方国资委	深圳市人民政府国有资产监督管理委员会
28	002926.SZ	华西证券		四川省	地方国资委	泸州市国有资产监督管理委员会
29	600369.SH	西南证券		重庆	地方国资委	重庆市人民政府国有资产监督管理委员会
30	601878.SH	浙商证券		浙江省	地方国资委	浙江省交通投资集团有限公司
31	600906.SH	财达证券		河北省	地方国资委	河北省人民政府国有资产监督管理委员会
32	600918.SH	中泰证券		山东省	地方国资委	山东省人民政府国有资产监督管理委员会
33	601136.SH	首创证券		北京	地方国资委	北京市人民政府国有资产监督管理委员会
34	600864.SH	哈投股份		黑龙江省	地方国资委	哈尔滨市人民政府国有资产监督管理委员会
35	600061.SH	国投资本		国资委	上海	国资委
36	002939.SZ	长城证券	国资委央企集团	广东省	国务院国资委	中国华能集团有限公司
37	601696.SH	中银证券	其他央企	上海	央企	中银国际控股有限公司
38	601236.SH	红塔证券	其他央企	云南省	中央国有企业	中国烟草总公司
39	002670.SZ	国盛金控	地方国有企业	江西省	地方国有企业	江西省交通运输厅
40	000776.SZ	广发证券	民营	广东省		无实控人
41	002945.SZ	华林证券		西藏自治区	个人	林立
42	600109.SH	国金证券		四川省	个人	陈金霞
43	601901.SH	方正证券		湖南省		
44	601099.SH	太平洋		云南省		
45	600155.SH	华创云信		北京		
46	600095.SH	湘财股份		黑龙江省	个人	黄伟
47	002797.SZ	第一创业	其他	广东省		无实控人（第一大股东北京国有资本运营管理有限公司）
48	000783.SZ	长江证券		湖北省		无实控人（湖北国资委拟收购第一大股东股权）
49	000686.SZ	东北证券		吉林省		无实控人

资料来源：Wind、开源证券研究所

附表 1：受益标的估值表

证券代码	证券简称	股票价格（元）		EPS（元）		P/E		评级
		2024/9/5	2023A	2024E	2025E	2024E	2025E	
600958.SH	东方证券	8.64	0.32	0.41	0.47	21.07	18.38	买入
601456.SH	国联证券	9.77	0.24	0.19	0.27	51.42	36.19	买入
601881.SH	中国银河	10.96	0.65	0.73	0.84	14.96	13.08	未评级
601995.SH	中金公司	27.89	1.14	1.07	1.27	25.95	22.00	未评级
601059.SH	信达证券	12.48	0.46	0.38	0.43	32.90	29.35	未评级
601198.SH	东兴证券	8.03	0.25	0.31	0.34	25.60	23.51	未评级
601878.SH	浙商证券	10.93	0.42	0.45	0.51	24.15	21.29	未评级

601901.SH	方正证券	6.87	0.26	0.29	0.33	23.42	21.11	未评级
601066.SH	中信建投	19.10	0.78	0.92	1.10	20.85	17.42	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：东方证券、国联证券盈利预测和估值来自开源证券研究所，其余标的盈利预测和估值来自 Wind 一致预期

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn