

2024年09月06日

超配

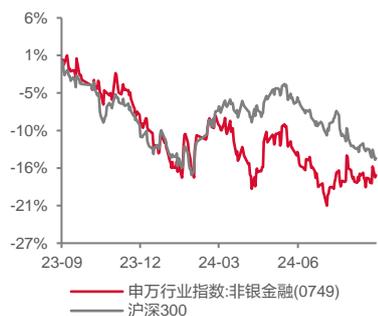
# 从国君合并海通，看头部整合示范效应下的航母级券商启航

——非银金融行业简评

证券分析师

陶圣禹 S0630523100002

tsy@longone.com.cn



相关研究

- 1.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
- 2.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
- 3.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）

投资要点:

- **事件:** 国泰君安和海通证券于9月5日晚同时公告重大资产重组事宜，国泰君安拟向海通证券全体A股/H股股东分别发行A股/H股股票的方式换股吸收合并海通证券，同时发行A股股票募集配套资金，两家将于9月6日起停牌，预计停牌不超过25个交易日。
- **关注点一: 合并后资产指标绝对领先，业务指标稳定前三。**以2024H1数据来看，国泰君安和海通证券的总资产、净资产、营业收入、归母净利润行业排名分别为2/3/4/3和5/4/10/16；其中海通证券由于受境外业务与投资业务拖累，业绩指标与自身定位严重不匹配。此次合并后，静态测算下（不含配套募资）整体总资产和归母净资产分别为1.6万亿元和3311亿元，资产指标均一跃成为内资券商第一；营业收入与归母净利润位列行业第二。从具体业务线来看，国泰君安和海通证券2024H1的经纪、投行、资管、自营、两融业务行业排名分别为2/3/4/2/4和11/6/6/12/2，合并后上述指标分别提升至2/1/3/2/1位，且轻资产业务资源有望实现强势整合，例如国泰君安和海通证券营业部分别为345家和311家、资产管理规模分别为5870亿元和782亿元等，助力业务指标稳定行业前三水平。
- **关注点二: 合并有利于竞争力提升与风险释放，推动业务高质量发展。**国泰君安与海通证券均为大型头部券商，我们认为合并一方面可以集中资源进行业务赋能，推动客户资源与业务能力的相互协同，提升资本运营效率和牌照价值，例如经纪业务的布局与运营上将更加高效、在自营和衍生品等资本消耗型业务的开展上将更大的发力空间。此外，在一二级市场逆周期调节的大背景下，可集中力量推动新质生产力发展与上海国际金融中心建设，提升整体竞争力。另一方面，合并也能加速推动风险释放。去年境外业务巨亏与近期投行事件风波表明海通证券内控体系尚不完善，资产质量有所质疑，在上市同业中的极低估值也暗示了市场的担忧。此次合并有望夯实整体资本实力，加速风险梳理与出清，推动业务高质量发展。
- **关注点三: 头部券商整合有望产生示范效应，一流投行建设提上日程。**我们之前提到，早期券商合并主要是以业务或区域互补的目的推动版图完善，以实现更广阔的市场覆盖，扩大市场份额，增强整体竞争力，例如国联+民生、浙商+国都、西部+国融等；近期国信收购万和、锦龙股份转让东莞证券股权，表明国资体系内的股权整合已开始启动，不过之前的案例更多的都是聚焦在新“国九条”中提到的中小券商的差异化发展框架下。而此次国君合并海通，则表明建设世界一流投资银行正式提上日程。在现阶段创新业务发展较为谨慎，杠杆率整体较低背景下，内资券商ROE显著低于国际投行，例如2024年中报高盛和摩根士丹利ROE分别为6.07%和6.50%，而国泰君安和海通证券分别为3.11%和0.58%、整体盈利能力偏弱。虽然合并后营收与净利润指标与高盛、大摩相比仅为其12%-14%，但合并后净资产已达到39%-46%的水平。若后续资本约束空间进一步松绑，杠杆率有所提升，与国际一流投行同台竞争将更有底气与实力。在央企整合提速、头部券商合并试点的背景下，示范效应有望逐步显现，切实推进2-3家国际一流投行的成熟落地值得期待。
- **投资建议:** 中央金融工作会议和新“国九条”对于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。

表1 静态测算国泰君安合并海通证券相关指标变化（2024H1 数据）

(亿元)	国泰君安		海通证券		合并后静态测算	
	金额	排名	金额	排名	金额	排名
总资产	8981	2	7214	5	16195	1
归母净资产	1681	3	1801	4	3311	1
归母净利润	50	3	10	16	60	2
营业收入	171	4	89	10	259	2
-经纪	31	2	17	11	48	2
-投行	12	3	9	6	20	1
-资管	19	4	8	6	28	3
-自营	49	2	18	12	67	2
-两融	10	4	18	2	28	1

资料来源：公司公告，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