



非银行金融行业研究

增持（维持评级）
行业点评
 证券研究报告

非银组

分析师：舒思勤（执业 S1130524040001） 分析师：胡江（执业 S1130524040004）

shusiqin@gjzq.com.cn

hujiang@gjzq.com.cn

国泰君安并购海通证券事件点评：示范效应显著，或推动上市券商加快整合

事件

9月5日晚间，国泰君安公告拟分别向海通证券A、H股换股股东发行股份，以换股吸收方式合并海通证券。

核心观点

响应监管号召，头部券商合并进度超预期。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》，提出了行业机构建设目标——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，力争在战略能力、专业水平、公司治理、合规风控、人才队伍、行业文化等方面居于国际前列。4月新国九条出炉，在第五条“加强证券基金机构监管，推动行业回归本源、做优做强”中明确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。6月上海市委书记调研国泰君安，提出加快向具备国际竞争力和市场影响力的投资银行迈进。国泰君安作为监管推进建设国际一流投行的潜在标的已有一定预期，但从监管提出目标后不到半年时间出现头部券商合并，进度超预期，体现出监管和地方在推进证券业机构整合方面意志坚决。

合并后国泰君安资产体量超中信成为行业第一。截至6月末，国泰君安/海通证券总资产分别为8981/7214亿元，净资产分别为1748/1712亿元，简单加总后合并后的国泰君安总资产/净资产分别16195/3460亿元，双双超过中信证券，成为行业资产体量最大的券商。业绩层面，国泰君安/海通证券24H1加总后的营业收入/归母净利分别为259/60亿元，分别排名行业第二，离中信证券营业收入（302亿元）/归母净利（106亿元）仍有一定差距。合并后资本金的提升一方面有助于提高券商整体抗风险能力，特别是有望降低海通证券的经营风险压力，公司估值有望得到修复；另一方面，资产规模的提升有助于做大包括投资、机构交易、资本中介等重资本业务，目前券商风控指标仍偏紧张且再融资受限，合并有望进一步打开重资本业务空间。

两家均为上市券商，行业示范效应显著。目前正在推进中各组券商并购事件（国联+民生，国信+万和，浙商+国都，西部+国融，华创+太平洋，方正+平安）主要涉及上市券商和非上市券商之间，且均为中小券商，推进相对容易，国泰君安和海通证券的合并头部券商、上市券商并购两个维度实现突破，相比之下合并难度更大，在涉及A/H估值差异、换股比例、国资破净股交易、公募基金一参一控、组织架构调整等安排上有望为行业做出示范，并加速推动行业并购进程，特别是其他头部上市券商之间的合并。

投资建议：建议关注尚未完全落地的并购标的组合和相同股东背景的券商组合。

风险提示

券商合并事项推进不及预期；权益市场极端波动风险；机构化进程不及预期；宏观经济复苏不及预期。


图表1：正在推进中的券商并购事件

并购相关方	日期	最新进展
国联证券/民生证券	2024年9月	江苏省政府国资委批复原则同意公司本次资产重组和配套融资的方案。
方正证券/平安证券	2024年3月	中国平安和方正证券分别在2023年度业绩说明会上表述，相关工作正在推进中，将及时按照监管要求履行信息披露义务。
浙商证券/国都证券	2024年7月	中国证监会已依法受理国都证券变更主要股东、实际控制人的申请。
华创证券/太平洋证券	2023年12月	证监会披露太平洋证券股份有限公司变更主要股东反馈意见。
西部证券/国融证券	2024年6月	西部证券发布公告，正在筹划以支付现金方式收购国融证券股份有限公司控股权事项，具体收购股份比例以最终签订的股份转让协议为准。
国信证券/万和证券	2024年9月	公司拟通过发行A股股份的方式向深圳资本、鲲鹏投资等7名交易对方购买其合计持有的万和证券96.08%股份。
国泰君安/海通证券	2024年9月	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。

来源：Wind，国金证券研究所，

图表2：同一股东背景券商组合

汇金系	中金公司、中国银河、申万宏源
国务院央企券商	长城证券、英大证券、五矿证券
财政部央企券商	东兴证券、信达证券、长城国瑞证券
地方国资	安徽省国资委：华安证券/国元证券；陕西省国资委：西部证券、开源证券；福建省财政厅：兴业证券、华福证券。

来源：Wind，国金证券研究所，



行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究