

证券研究报告

2024年09月09日

行业报告 | 行业深度研究

证券

复盘：申银万国吸收合并宏源证券始末

——“拥抱新时代、回首见真章” 券商系列报告之一

作者：

分析师 杜鹏辉 SAC执业证书编号：S1110523100001



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

投资建议：国泰君安吸并海通证券将打造新龙头券商，推荐券商板块投资机会

本次合并重组将对券商行业带来积极示范意义，更应洞悉发展高质量资本市场的决心：本次合并重组示范意义积极、导向明确，为后续打造更多优质头部机构打开空间。以此同时，**更应洞悉通过打造高质量资本市场，服务好“助力更好满足人民群众日益增长的财富管理需求”目标的决心。**

推荐券商板块中符合打造优质竞争力导向的**国泰君安/中信证券/中金公司**，建议关注**海通证券/中国银河/方正证券/国联证券**；受益于资本市场深化改革的互联网券商及券商IT服务机构，建议关注**指南针/银之杰/安硕信息/恒生电子**（计算机组覆盖）。

历史复盘：申银万国以换股方式吸收合并宏源证券，新主体申万宏源通过IPO上市

本次吸并交易结构：申银万国向宏源证券全体股东发行81.41亿股，换股比例每1股宏源证券股票换取2.049股申万宏源；宏源证券终止上市，申万宏源作为合并后存续主体享有申银万国及宏源证券一切权利义务。

本次吸并交易对价：宏源证券的换股价确定方式在定价基准日前20个交易日交易均价8.30元的基础上，给予20%的换股溢价率，最终换股价格为9.96元。申银万国以1xPB进行换股股份的发行，2013年末申银万国每股净资产4.96元，扣除13年度利润分配方案后（每10股派发现金红利1元），申银万国本次发行价确定为4.86元。换股比例=宏源证券的换股价格/申银万国的发行价格，即换股比例=9.96/4.86=2.049，每股宏源证券股票可以换得2.049股申银万国本次发行的股票。

行情复盘：宏源证券复牌后股价大幅上涨，最后交易日收盘价较换股价大幅溢价

宏源证券：于2013年10月30日因筹划重大资产重组盘中临时停牌，停牌价8.22元。后于2014年7月25日公布重组预案，确定换股价为9.96元，股票于14年7月28日起复盘交易。截至2014年12月9日（最后交易日），公司股价较复牌日上涨276%，较换股价溢价206%。

重组进程推进持续催化行情，券商指数亦共振上涨：在重组预案公布、证监会发审委通过和发审委正式批复并确定最后交易日后，T+5日宏源证券股价表现分别为+43.2%/+5.2%/+61.1%；券商指数表现分别为+4.5%/+11.0%/+45.0%，重大事项催化效应明显。

风险提示：兼并重组存在不确定性、资本市场大幅震荡、政策效果不及预期。

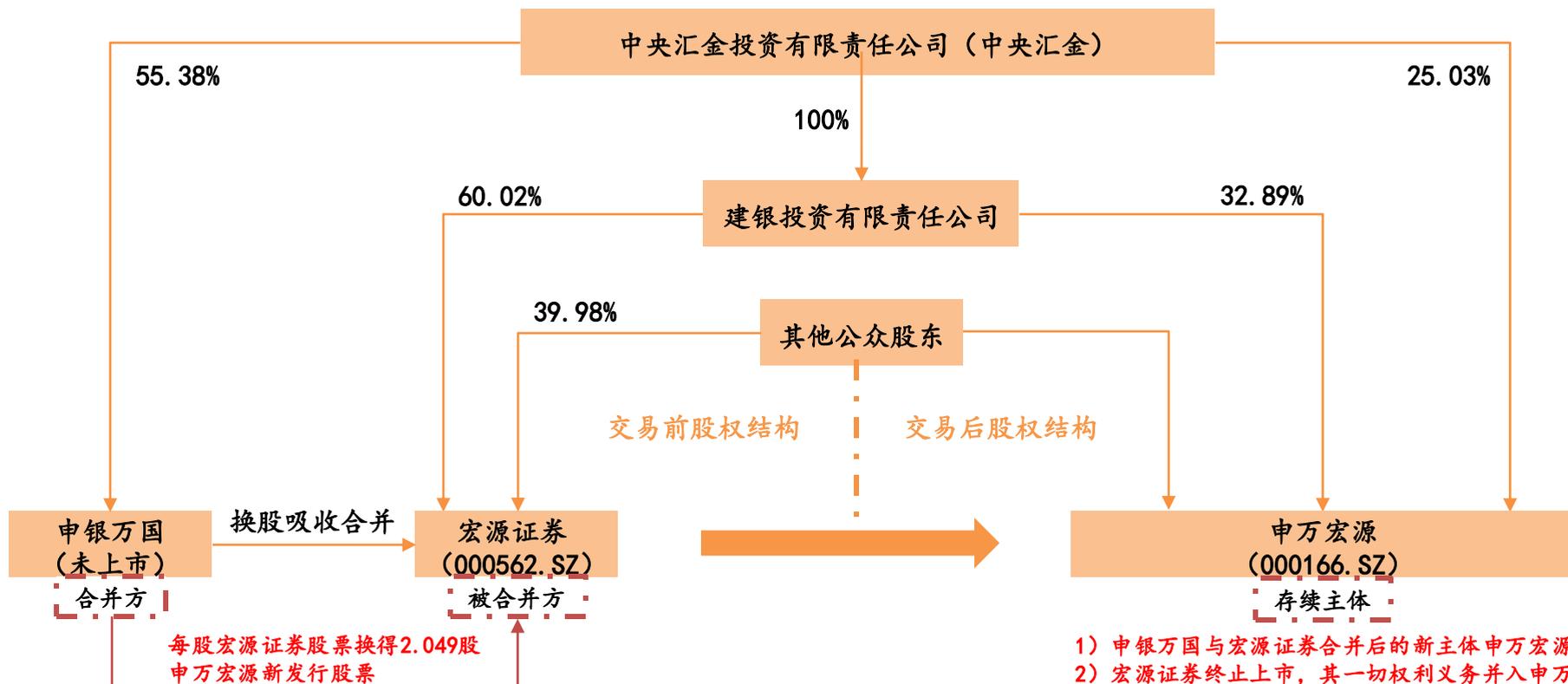
1 申银万国吸收合并宏源证券：重要时间节点复盘

- ❑ **筹划重大资产重组公告：**2013年10月30日，宏源证券接控股股东—中国建银投资有限责任公司通知，拟披露重大事项，公司股票与下午13时起临时停牌；
- ❑ **公布申银万国为交易对手方：**公司于2013年11月19日公告称，2013年11月18日公司与申银万国证券股份有限公司签署了《宏源证券股份有限公司与申银万国证券股份有限公司资产重组之意向书》；
- ❑ **重大资产重组预案公告：**2014年7月25日，公司董事会审议通过了《关于申银万国证券股份有限公司换股吸收合并宏源证券股份有限公司方案的议案》，并对外公布预案细节；
- ❑ **股东大会结果与发审委审核结果：**2014年8月11日公告，预案经股东大会审议通过；2014年11月4日公告，预案经证监会发审委审议通过；
- ❑ **换股实施前最后交易日：**2014年12月9日，公司股票收盘价30.5元，较交易对价9.96元溢价206%。

事件	时间	宏源证券股价（元）
筹划重大资产重组停牌日	2013/10/30	8.22
公布申银万国为交易对手方	2013/11/19	停牌
董事会审议通过预案，并公告	2014/7/25	停牌
预案公告后复牌日	2014/7/28	8.93
股东大会结果公告日	2014/8/11	12.2
发审委通过公告日	2014/11/4	14.15
公布最后交易日	2014/12/2	19.15
换股实施前最后交易日	2014/12/9	30.5
换股后“申万宏源”上市日	2015/1/26	19.65（申万宏源） 40.26（折算为换股前宏源证券）

2.1 申银万国吸收合并宏源证券：本次吸并重组交易结构

- **本次吸并交易结构：**申银万国向宏源证券全体股东发行81.41亿股，换股比例每1股宏源证券股票换取2.049股申万宏源，宏源证券终止上市，申银宏源作为合并后存续主体享有申银万国及宏源证券一切权利义务。
- **交易前股权结构：**中央汇金直接控股申银万国（55.38%），通过全资子公司中国建投控股宏源证券（60.02%）；
- **交易后股权结构：**中央汇金控股申万宏源，其中25.03%股份直接持有，并通过全资子公司中国建投持有申万宏源32.89%的股份；



数据来源：公司公告、天风证券研究所

2.2 申银万国吸收合并宏源证券：本次吸并重组交易对价方案

- **宏源证券换股价格的确定：**宏源证券的换股价为9.96元。确定方式以定价基准日（董事会决议通过日，2014年7月25日）前20个交易日交易均价（2013年9月26日至10月30日，价格区间范围8.05元至9.22元）8.30元的基础上，给予20%的换股溢价率，最终换股价格为9.96元。
- **申银万国的发行价格确定：**2013年末申银万国每股净资产4.96元，扣除13年度利润分配方案后（每10股派发现金红利1元），申银万国本次发行价确定为4.86元，经计算该次发行是以1xPB进行换股股份的发行。
- **换股比例的确定：**换股比例=宏源证券的换股价格/申银万国的发行价格，即换股比例=9.96/4.86=2.049，每股宏源证券股票可以换得2.049股申银万国本次发行的股票。

3.1 宏源证券股价持续上涨，最终交易日较换股价大幅溢价

- 宏源证券复牌后股价大幅上涨，最后交易日收盘价较换股价大幅溢价：宏源证券于2013年10月30日因筹划重大资产重组盘中临时停牌，停牌价8.22元。后于14年7月25日公布重组预案，确定换股价为9.96元，股票于14年7月28日起复盘交易。截至2014年12月9日（最后交易日），公司股价较复牌日上涨276%，较换股价溢价206%。

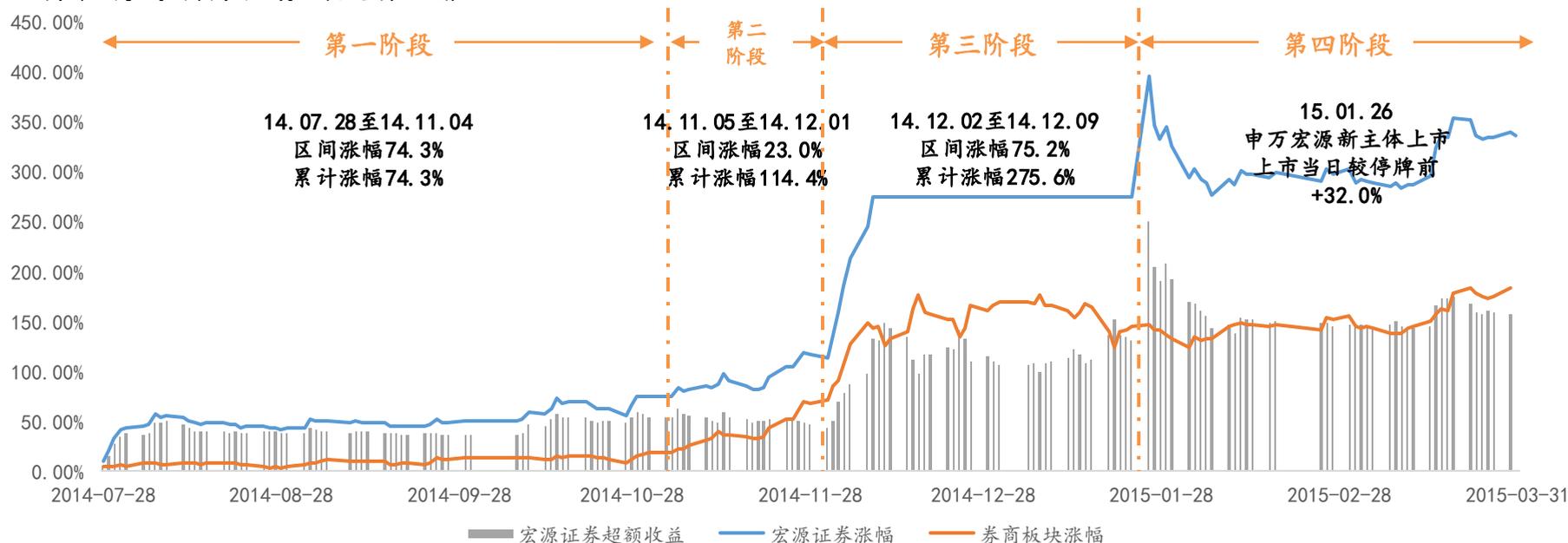
申银万国吸并宏源证券过程中，宏源证券与新主体申万宏源股价表现（单位：元）



数据来源：Wind、天风证券研究所；注：15年1月26日之后的股价采用申万宏源股价折算为宏源证券换股前股价；折算方式为申万宏源股价×换股比例（2.049）

3.2 吸并重组进程中，宏源证券的股价表现可以分为四个阶段

- **第一阶段（2014年7月28日至2014年11月4日）** 自重大资产重组预案公布之日起：期间股价经历快速上涨后维持震荡向上，区间涨幅74.3%；
- **第二阶段（2014年11月5日至2014年12月1日）** 自重组预案经证监会发审委同意起：期间股价震荡向上，区间涨幅23.0%；
- **第三阶段（2014年12月2日至最后交易日2014年12月9日）** 自证监会正式批复重组预案并确定最后交易日起：股价快速上涨，区间涨幅达75.2%；
- **第四阶段（2015年1月26日新主体“申万宏源”上市以后）**：上市当日申万宏源股价上涨304%，按换股前比例折算，持有宏源证券的股份上涨32.0%。



数据来源：Wind、天风证券研究所；注：15年1月26日之后的股价采用申万宏源股价折算为宏源证券换股前股价；折算方式为申万宏源股价×换股比例（2.049）

3.3 吸并重组进程推进过程中，重大事件公告催化效应明显

- 重组进程中，重大事件公告对于宏源证券和券商指数表现边际影响明显：在重组预案公布、证监会发审委通过和发审委正式批复并确定最后交易日后，T+5日宏源证券股价表现分别为+43.2%/+5.2%/+61.1%；券商指数表现分别为+4.5%/+11.0%/+45.0%，重大事项催化效应明显。

重大事件公告对于宏源证券及券商指数表现的边际影响

宏源证券表现	日期	T+3	T+5	T+10
重组预案公布并复牌	2014/7/25	33.0%	43.2%	55.8%
证监会发审委通过	2014/11/4	4.7%	5.2%	4.0%
发审委正式批复并确定最后交易日	2014/12/1	33.1%	61.1%	75.2%
券商指数表现	日期	T+3	T+5	T+10
重组预案公布并复牌	2014/7/25	5.5%	4.5%	6.1%
证监会发审委通过	2014/11/4	5.6%	11.0%	11.0%
发审委正式批复并确定最后交易日	2014/12/1	20.6%	45.0%	40.3%

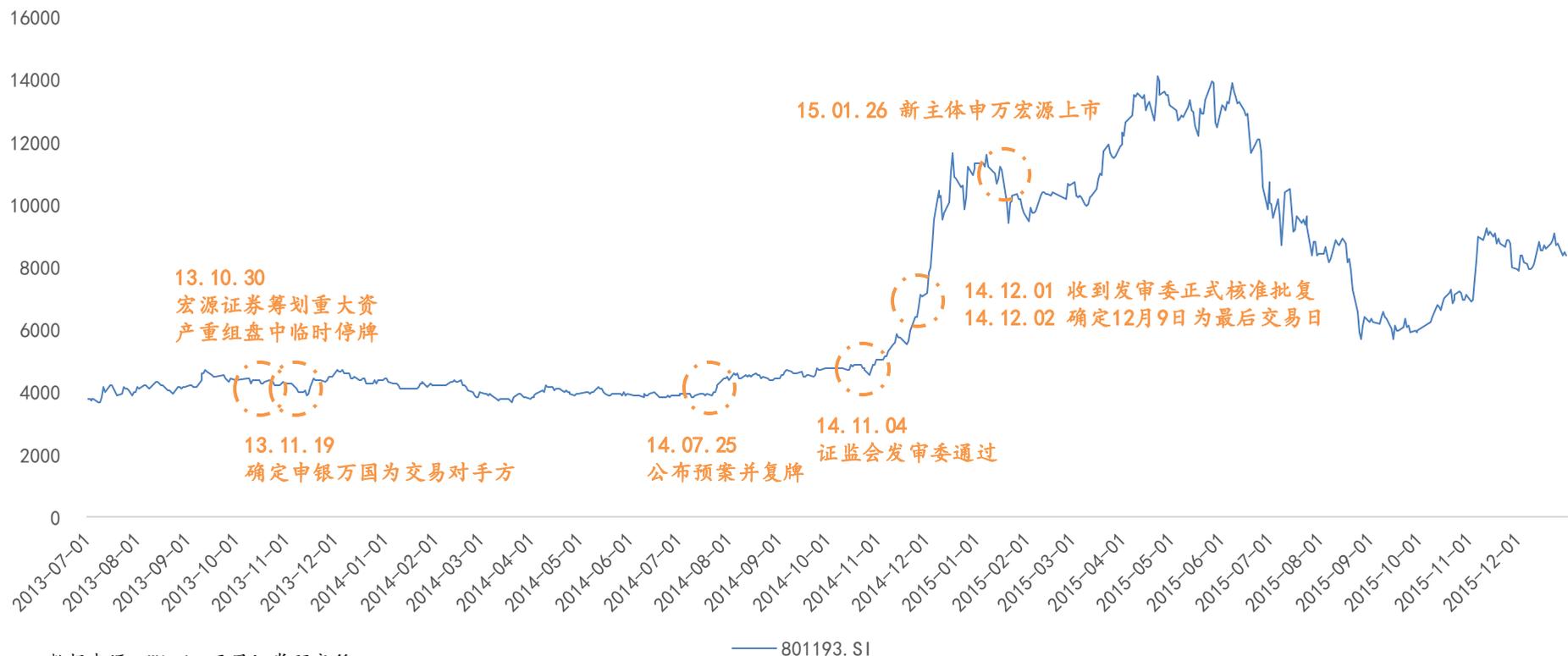
数据来源：Wind、天风证券研究所

注：券商指数采用申万券商二级指数801193.SI；T日为公告发布日

3.4 申银万国吸并宏源证券对于券商指数的带动作用明显

- 申银万国吸收合并宏源证券对于券商指数（801193.SI）表现的带动效应明显：在申银万国吸收合并宏源证券的过程中，随着重组事宜的持续推进，其对于券商指数表现的带动效应明显。在确定申银万国为交易对手方、重组预案公布并复牌、发审委通过和发审委正式批复并确定最后交易日后，券商指数均出现明显上涨。

申银万国吸并宏源证券过程中，券商指数801193.SI表现



数据来源：Wind、天风证券研究所

4 投资建议：国泰君安吸并海通证券，将打造新龙头券商；推荐券商板块投资机会

- 2024年9月5日，国泰君安与海通证券发布公告称，国泰君安正在筹划向海通证券全体A+H股换股股东发行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（下称“本次合并重组”）。
- 本次合并重组采用换股吸并方式进行，是大体量公司合并重组常用手段：本次重组兼并采取国泰君安向海通证券全体股东发行股份，换股吸并海通证券的方式进行，是大体量公司兼并重组的常用手段。预计本次吸并形式与如前文所述的2015年申银万国吸并宏源证券相似，类似案例还有2021年中国能建吸并葛洲坝等。
- 本次合并重组将对券商行业带来积极示范意义，更应重视全面深化资本市场改革、推动资本市场高质量发展的导向意义。本次合并重组后，新主体“国君+海通”的净资产/营业收入/归母净利润在行业中排名将位列第1/第2/第2位（以24H1数据简单相加）。
- 1) 新主体有望实现强强联合，实现“1+1>2”的效果。大体量券商竞争力更强，更能获取竞争优势，更符合当前政策导向。 2) 对券商行业后续发展带来积极示范意义，为后续打造更多优质头部机构打开空间；行业同业竞争减少，利润边际有望改善。 3) 优质头部机构的打造助力全面深化资本市场改革，通过高质量资本市场“助力更好满足人民群众日益增长的财富管理需求”的目标。
- 投资建议：推荐券商板块中符合打造优质竞争力导向的国泰君安/中信证券/中金公司，建议关注海通证券/中国银河/方正证券/国联证券/国信证券；受益于资本市场深化改革的互联网券商及券商IT服务机构，建议关注指南针/安硕信息/恒生电子（计算机组覆盖）。

风险提示

- **兼并重组存在不确定性：**兼并重组存在不确定性，若后续兼并重组失败或进度不及预期，可能会放大风险。
- **资本市场大幅震荡：**资本市场受到宏观环境等多种因素影响，若在未来出现大幅动荡恐释放一定的风险。
- **政策效果不及预期：**一揽子活跃资本市场的措施落地后，若并未起到活跃资本市场，提振投资者信心的效果，会导致投资者缺乏对资本市场的信心，不确定性将放大。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS