

# 国泰君安+海通证券，“航母级”券商启航

非银金融

评级：看好

日期：2024.09.07

分析师 徐丰羽

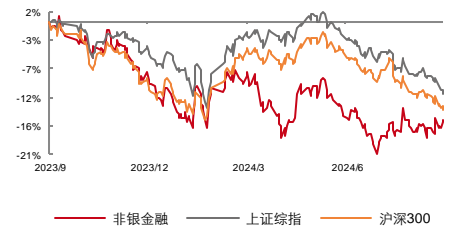
登记编码：S0950524020001

☎：15026638387

✉：xufy@wkzq.com.cn

行业表现

2024/9/6



资料来源：Wind，聚源

相关研究

- 《海晏河清，严监管与高质量发展并举——二季度金融行业政策报告》(2024/7/10)
- 《解读证监会主席吴清在陆家嘴论坛的主旨演讲》(2024/6/21)
- 《基金互认制度优化，两地互联互通推动金融高水平开放》(2024/6/18)
- 《强化“功能性”定位，上市券商监管新规助力一流投行建设》(2024/5/16)

## 事件描述

9月5日晚，国泰君安和海通证券双双发布停牌公告，拟筹划重大资产重组。国泰君安公告称，正在筹划由公司通过向海通证券全体A+H股股东发行股票，换股吸收合并海通证券。

## 事件点评

**券商并购政策脉络：政策端鼓励打造航母级券商，助力金融强国建设。**金融是国民经济的血脉，建设金融强国，以金融高质量发展推动经济高质量发展，是全面深化改革、服务中国式现代化的关键环节。当前我国已成为全球第二大资本市场，但仍缺乏能与海外顶级投行相抗衡的金融机构，头部券商之间的并购重组为打造具备国际竞争力的航母级券商、提升中国金融市场全球影响力提供了切实可行的路径。政策端看，2019年以来，监管层多次公开发声，鼓励打造航母级券商。

**国泰君安+海通证券：能否打造旗舰券商？**合并后，“国君+海通”在总资产和净资产规模、营业部数量、投行业务净收入、利息净收入上均位列第一。国君合并海通后不仅有利于增强自身在全国范围内、尤其是长三角领域的营业部布局，股基交易量也能快速得到提升。海通证券在投行业务上具备较强的竞争优势，合并后双方强强联合，投行业务有望成为第一。自营业务方面，由于2023年公允价值变动损益亏损较多，海通证券自营业务收入拖累导致合并后收入大幅低于中信证券。资管业务方面，合并一定程度上提升了国泰君安资管业务的规模和收入，但距离中信证券还有一定差距；由于国泰君安持有公募基金牌照、控股华安基金，海通证券控股海富通基金，“一参一控一牌”下还需观察公募牌照的流转情况。利息净收入方面，虽然合并后国君利息净收入成为行业第一，但海通证券信用减值损失率高于同类券商，因此还需进一步观察资产质量。综上，“国君+海通”合并有利于双方进行优势互补，发挥协同效应，但近年海通证券面临经营及业绩压力，合并后能否成为旗舰券商仍需拭目以待。

**加速地方国资资源整合，鼓励国有企业做优做强。**当前，证券行业已掀起市场化并购重组浪潮，头部券商通过外延式扩张打造国际一流投行，中小型券商通过并购重组提升资本金实力、实现业务资源优势互补、发挥协同效应提升市场竞争力和客户综合服务能力。2024年9月，国信证券发布公告，拟发行A股购买万和证券96.08%的股份。国信证券和万和证券实际控制人均为深圳市国资委，本次合并为国资间券商并购提供了参照。国泰君安实际控制人为上海市国资委，海通证券前十大股东以上海市国企为主，“国泰君安+海通证券”合并有利于加速地方国资资源整合、进一步推动资源优化配置，也是集中力量打造金融“国家队”，推进国有大型金融企业对标世界一流金融企业，推动头部证券公司做优做强的范例。我们认为，在股东诉求、政策导向明确、对外开放程度加大等多重因素影响下，证券行业供给侧改革将持续推进，并购重组或将提速，行业集中度有望进一步提升。未来建议关注同一实控人间的券商并购、回归主责主业背景下央企国企间的券商股权转让以及业务、区域优势互补的券商间的整合。

**风险提示：** 1、权益市场大幅波动风险 2、并购重组政策不及预期风险 3、大幅计提资产减值准备风险

## 事件

9月5日晚，国泰君安和海通证券双双发布停牌公告，拟筹划重大资产重组。国泰君安公告称，正在筹划由公司通过向海通证券全体A+H股股东发行股票，换股吸收合并海通证券。

## 点评

本次国泰君安吸收合并海通证券，是我国资本市场史上最大规模的证券公司A+H双边市场吸收合并案例，也是新“国九条”后首起头部券商并购案例，为后续证券行业并购重组打开了想象空间。

### 券商并购政策脉络：政策端鼓励打造航母级券商，助力金融强国建设

金融是国民经济的血脉，建设金融强国，以金融高质量发展推动经济高质量发展，是全面深化改革、服务中国式现代化的关键环节。中央金融工作会议明确了不同规模金融机构的定位，从金融工作的政治性、人民性出发，支持国有大型金融机构做优做强，当好服务实体经济的主力军和维护金融稳定的压舱石。作为直接融资市场的中流砥柱，证券行业应该以服务实体经济为根本使命，找准自身定位，在培育能与顶级国际金融机构竞争的旗舰券商的同时，推动中小券商进行专业化、特色化发展，为国家产业结构升级和建设多层次资本市场贡献力量。

伴随着我国经济和资本市场的快速发展，以及对外开放程度的不断提升，规模化、集团化、专业化是证券公司的发展方向，市场化并购重组是证券公司改善同质化严重现状、做优做强的重要路径。当前我国已成为全球第二大资本市场，但仍缺乏能与海外顶级投行相抗衡的金融机构，头部券商之间的并购重组为打造具备国际竞争力的航母级券商、提升中国金融市场全球影响力提供了切实可行的路径。

2019年，证监会首次提出“积极推动打造航母级证券公司”，并提出了“支持行业内市场化并购重组”等六条相关举措。2020年7月，证监会发布通知，鼓励有条件的券商、基金公司开展市场化并购重组。2023年10月，中央金融工作会议中提出，“要着力打造现代金融机构和市场体系，培育一流投资银行和投资机构”；11月，证监会再次发声，支持头部证券公司通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做优做强，打造一流的投资银行，发挥服务实体经济主力军和维护金融稳定压舱石的重要作用。2024年3月，证监会《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（试行）》中提出“支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式做优做强”“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”；4月，《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（新“国九条”）中强调“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”“加大并购重组改革力度，多措并举活跃并购重组市场”。党的二十届三中全会将“深化金融体制改革”提升至重要高度，本次“国泰君安+海通证券”合并不仅是我国打造一流投行、助力金融强国建设的关键环节，也与三中全会“以金融高质量发展服务中国式现代化”的精神相契合。

### 国泰君安+海通证券：能否打造出旗舰券商？

根据2024年中报，国泰君安实际控制人为上海国际集团，第一大股东为上海国有资产经营有限公司，持股比例21.35%；海通证券股东持股比例分散，无控股股东且无实际控制人，公司第一大股东为上海国盛集团及其全资子公司上海国盛集团资产管理有限公司，持股比例为10.38%。中信证券盈利能力稳定，资产规模和营业收入多年位居行业第一，此处选取中信证券作为比较样本进行分析。根据2023年年报，我们对中信证券、国泰君安以及海通证券的业务情况进行梳理：

**图表 1：2023 年中信证券、国泰君安、海通证券基本情况（单位：亿元）**

		国泰君安	海通证券	中信证券
公司总体情况	总资产	9254.02	7545.87	14533.59
	净资产	1733.78	1748.00	2741.99
	营业收入	361.41	229.53	600.68
	净利润	98.85	-3.11	205.39
	员工总数（人）	15086	13637	26822
经纪业务	经纪业务手续费净收入	67.90	38.30	102.23
	股基交易金额	207,890.00	170,629.00	362,000.00
	代销金融产品收入	7.18	2.45	16.94
	营业部数量及分布情况	344（广东、浙江、上海）	307（上海、江苏、浙江）	313（浙江、山东、广东）
投行业务	投行业务净收入	36.88	34.21	62.93
	IPO 融资规模	317.14	466.15	500.33
	再融资规模	249.26	170.84	2,278.80
	债券融资规模	8207.35	4847.00	19,099.92
自营业务	自营业务净收入	91.25	4.81	218.46
资管业务	资管业务净收入	40.97	19.14	98.49
	资管业务规模	5,430.92	707.00	13,884.61
	其中：公募资管业务规模	537.48	—	—
	参/控股公募基金	控股华安基金（51%）	控股海富通基金（51%） 参股富国基金（27.775%）	控股华夏基金（62.20%）
	其中：公募基金管理规模	5889.76（非货：3369.17）	海富通：1509.59（非货：1025.96） 富国：8840.46（非货：5710.25）	12584.27（非货：8178.11）
信用业务	利息净收入	28.03	40.89	40.29
	信用减值损失率	0.73%	13.89%	-0.61%

资料来源：Wind，公司年报，五矿证券研究所

注：1. 参/股公募基金公司管理规模按 2023 年年末计算。2. 信用减值损失率=信用减值损失/营业收入 3. 由于中信证券未披露 2023 年股基交易金额，因此我们选取 2022 年数据进行列示。

合并后资产规模跃居行业第一，能否成为旗舰券商仍需拭目以待。根据 2023 年年报数据，国泰君安吸收合并海通证券后，总资产/净资产规模分别达到 16799.89/3481.78 亿元，成为行业第一。此外，合并后“国君+海通”在营业部数量、投行业务净收入、利息净收入上均位列第一。财富管理业务方面，参照中信证券收购广州证券的案例，国君合并海通后不仅有利于增强自身在全国范围内、尤其是长三角领域的营业部布局，股基交易量也能快速得到提升。海通证券在投行业务上具备较强的竞争优势，合并后双方强强联合，投行业务有望成为第一。自营业务方面，由于 2023 年公允价值变动损益亏损较多，海通证券自营业务收入拖累导致合并后收入大幅低于中信证券。资管业务方面，合并在一定程度上提升了国泰君安资管业务的规模和收入，但距离中信证券还有一定差距；由于国泰君安持有公募基金牌照、控股华安基金，海通证券控股海富通基金，“一参一控一牌”下还需观察公募牌照的流转情况。利息净收入方面，虽然合并后国君利息净收入成为行业第一，但海通证券信用减值损失率高于同类券商，因此还需进一步观察资产质量。综上，“国君+海通”合并有利于双方进行优势互补，

发挥协同效应，但近年海通证券面临经营及业绩压力，合并后能否成为旗舰券商仍需拭目以待。

## 加速地方国资资源整合，鼓励国有企业做优做强

当前，证券行业已掀起市场化并购重组浪潮，头部券商通过外延式扩张打造国际一流投行，中小型券商通过并购重组提升资本金实力、实现业务资源优势互补、发挥协同效应提升市场竞争力和客户综合服务能力。2024年9月，国信证券发布公告，拟发行A股购买万和证券96.08%的股份。国信证券和万和证券实际控制人均为深圳市国资委，本次合并为国资间券商并购提供了参照。国泰君安实际控制人为上海市国资委，海通证券前十大股东以上海市国企为主，“国泰君安+海通证券”合并有利于加速上海国资资源整合、进一步推动资源优化配置，也是集中力量打造金融“国家队”，推进国有大型金融企业对标世界一流金融企业，推动头部证券公司做优做强的范例。我们认为，在股东诉求、政策导向明确、对外开放程度加大等多重因素影响下，证券行业供给侧改革将持续推进，并购重组或将提速，行业集中度有望进一步提升。未来建议关注同一实控人间的券商并购、回归主责主业背景下央国企间的券商股权流转以及业务、区域优势互补的券商间的整合。

## 风险提示

1. 权益市场大幅波动风险。
2. 并购重组政策不及预期风险。
3. 大幅计提资产减值准备风险



## 分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师),以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。作者保证:(i)本报告所采用的数据均来自合规渠道;(ii)本报告分析逻辑基于作者的职业理解,并清晰准确地反映了作者的研究观点;(iii)本报告结论不受任何第三方的授意或影响;(iv)不存在任何利益冲突;(v)英文版翻译与中文版有所歧义,以中文版报告为准;特此声明。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现,也即以报告发布日后的6到12个月内的公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中:A股市场以沪深300指数为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在20%及以上;
	增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于5%~20%之间;
	持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间;
	卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下;
	无评级	预期对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间;
	看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

## 一般声明

五矿证券有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户,本报告仅在相关法律许可的情况下发放,并仅为提供信息而发放,概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有,未经本公司书面许可,任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后,再注明出处为五矿证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时,也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构(以下简称“该机构”)发送本报告,则由该机构独自为此发送行为负责。

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、价值及投资收入或将产生波动;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可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。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下,报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下,本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利,不与投资者分享投资收益,也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。本公司及作者在自身所知范围内,与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

## 特别声明

在法律许可的情况下,五矿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,投资者应当考虑到五矿证券及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。

## 联系我们

上海	深圳	北京
地址:上海市浦东新区陆家嘴街道富城路99号震旦国际大厦30楼 邮编:200120	地址:深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦23层 邮编:518035	地址:北京市海淀区首体南路9号4楼603室 邮编:100037

## Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

## Investment Rating Definitions

The rating criteria of investment recommendations		Ratings	Definitions
The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
		CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

## General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

## Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

## Contact us

### Shanghai

Address: 30/F, Zhendan International Building, No.99 Fucheng Road, Lujiazui Street, Pudong New District, Shanghai  
Postcode: 200120

### Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen  
Postcode: 518035

### Beijing

Address: Room 603, 4F, No.9 Shoutinan Road, Haidian District, Beijing  
Postcode: 100037