

2025 年 11 月 22 日

券商行业并购整合新一步，未来具备稳定的高 ROE 是核心

投资评级：看好（首次）

——对中金公司筹划吸收合并信达证券和东兴证券的点评

证券分析师

陆韵婷
SAC: S1350525050002
luyunting@huayuanstock.com
沈晨
SAC: S1350525090002
shench@huayuanstock.com

联系人

板块表现：



投资要点：

事件：11 月 19 日中金公司发布《关于筹划重大资产重组的停牌公告》，内容为公司与东兴证券、信达证券正在筹划由中金公司向东兴证券全体 A 股换股股东发行 A 股股票、向信达证券全体 A 股换股股东发行 A 股股票的方式换股吸收合并东兴证券、信达证券，本次重组涉及到 A+ H 股两地上市公司同时吸收合并两家 A 股上市公司，涉及事项较多、流程较为复杂，预计停牌时间不超过 25 个交易日。本次中金公司拟同时合并两家券商超出市场预期。

点评：

- 我们认为本次筹划重大资产重组是基于《国务院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）中提出的“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”和证监会《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）》中提出的“推动形成 10 家左右优质头部机构引领行业高质量发展的态势；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”定调的落实。当前中央汇金投资旗下持有中金公司、申万宏源、银河证券、信达证券、东兴证券和长城国瑞等多券商牌照，具备牌照整合和打造龙头券商的基础。
- 若顺利整合，中金在经营指标、营业部数量和资产负债表使用空间上会有明显提升：
 - 以 25 年中报披露数据计算，若顺利整合，中金公司的归母净资产将由 1188 亿元增加至 1727 亿元，行业排名提升 4 名至第 4 名，归母净利润也将由 43 亿元增加至 62 亿元，行业排名提升 4 位至第 6 名；
 - 截至 24 年末，中金公司、信达证券和东兴证券的营业部数量分别为 216 家、82 家和 77 家，且信达证券和东兴证券的营业部地理位置集中于辽宁和福建，和中金公司营业部集中在广东、江苏和四川形成了地理位置的互补；
 - 资产负债表的使用方面，25 年良好的市场环境下，雪球产品、跨境收益互换、个股期权等金融衍生产品的需求旺盛，对指标的占用明显，截至 25 年中报，中金公司 25H1 的自营权益类证券和证券衍生品/净资本的比例为 38.98%，高于信达证券的 31.20%和东兴证券的 24.53%，若顺利整合，中金公司将会有更厚实的资本实力开展业务；
- 我们认为具有国际竞争力的头部券商需要同时满足业务体量大，且具有稳定的较高 ROE 的特点，以高盛集团为例，其近年来 ROE 稳定在 10-12%，当前的 PB 估值（基于最近披露的净资产）为 2.16 倍，若我国资本市场慢牛格局持续，我们认为部分头部券商将具备类似的 ROE 水平，从而在估值水平上有系统性提升。

投资分析意见。我们看好在监管支持，市场慢牛环境下，证券行业的营收体量和质量有较大改善，给与行业“看好”评级，建议关注 ROE 稳定的中信证券、海外业务发展较好的华泰证券和资管业务有优势的广发证券。

风险提示。市场股票基金交易额大幅下降；权益资产价格大幅下降；监管大规模收紧。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数。