

行业投资评级

中性 | 维持

行业基本情况

|        |         |
|--------|---------|
| 收盘点位   | 6426.53 |
| 52 周最高 | 7730.11 |
| 52 周最低 | 5708.83 |

行业相对指数表现（相对值）



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师: 王泽军  
SAC 登记编号: S1340525110003  
Email: wangzejun@cnpsec.com

近期研究报告

《20260713-业绩预告验证行业高景气》 - 2026.07.13

中金三券商合并点评：审核变量与结构性机会

● 事件回顾

7 月 14 日晚间中金公司公告，证监会已正式受理其换股吸收合并东兴证券、信达证券的行政许可申请，项目进入核心审核阶段，推进节奏远超行业常规水平。

● 投资要点

当前市场主流解读多聚焦规模效应与政策支持，有三个关键判断尚未被充分定价：

1、同业竞争是最可能拖慢审批的隐性变量

三家在投行、资管、财富管理等核心业务线存在深度重叠，绝非简单合并就能消弭内部竞争。过往券商并购常用的“核心业务剥离”“经营区域划分”方案，完全不适用于本次打造航母级头部券商的目标——剥离任何一方的核心业务都直接违背做大做强初衷，而投行、资管这类全国性展业的业务，根本无法按地域切割隔离。

当前唯一可行的落地路径，只能是对现有组织架构、客户体系进行彻底重构，把中金定位为服务大型央企、头部机构的高端品牌，将东兴、信达的相关业务整合为服务中小企业与下沉零售市场的专属平台，这套涉及数万人业务条线调整的方案，落地复杂度远超市场普遍预期。参考 A 股同类复杂金融并购案例，若监管对整合方案提出多轮反馈问询，整体审批周期很可能拉长至 1 年以上，远高于当前市场主流预期的 3-6 个月。

2、信达背后的 AMC 资源是被低估的长期价值点

市场当前仅聚焦三家券商之间的牌照互补，却普遍忽略了信达母公司中国信达作为不良资产处置“国家队”的独特资源价值。合并完成后，中金多年积累的专业投行能力，能直接对接信达覆盖全国的万亿级不良资产获取、估值定价与全周期处置网络，快速打通“资产包收购-债务重组方案设计-配套融资-最终退出”的全链条特殊资产业务，在当前企业纾困、破产重整的高速增长蓝海市场里，构筑起其他券商很难复制的差异化竞争壁垒。

更关键的是，这类深度服务金融风险化解的业务能力，天然契合当前政策导向，能显著提升合并主体在监管维度的正面评价，未来 3-5 年该业务有望成为独立于传统经纪、投行业务的高盈利增长极，保守测算可拉动合并后平台整体 ROE 提升 1-2 个百分点，这是单纯依靠规模扩张、成本削减完全无法实现的业绩增量。

3、短期交易窗口里，被合并方股价弹性明显更强

截至 2026 年 7 月 16 日，中金公司的 PB 为 1.80 倍，东兴证券的 PB 仅 1.50 倍，估值显著低于中金，叠加 16.05 元/股、19.11 元/股（数据来源：公司公告）的明确换股价锚，两家被合并方的股价向既定对价收敛的动力更强，安全边际也更清晰。

从近期市场表现看，三者 7 月以来的涨幅基本接近，但东兴、信达的市值规模更小，事件驱动资金、换股套利资金会更倾向这类“定价逻辑更纯粹”的标的——它们的走势几乎完全围绕换股对价展开，不像中金作为存续主体，股价还会受大盘波动、券商板块行情、自身月度业绩变化等多重因素干扰。回顾 A 股历史上的头部企业吸收合并案例，从重组获批到最终完成换股的完整窗口内，被合并方的超额收益通常会显著高于存续主体。

### ● 投资建议

建议优先关注东兴证券，其 PB 仅 1.50 倍，估值显著低于中金，叠加 16.05 元/股的明确换股价锚，向下安全边际更充足，换股套利的确定性更高，适合追求低波动、稳收益的资金。但需注意控制仓位，规避审批周期拉长带来的波动风险。亦可适当关注信达证券，信达证券 19.11 元/股的换股价锚清晰，同时能充分受益于中国信达 AMC 资源的长期协同价值，兼顾短期换股弹性与长期业绩增量，收益风险比更均衡。

### ● 风险提示：

后续成交无法持续维持高位，市场回调超预期。

## 中邮证券投资评级说明

| 投资评级标准                                                                                                                                                                                                            | 类型    | 评级   | 说明                         |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|------|----------------------------|
| <p>报告中投资建议的评级标准：<br/>报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。</p> <p>市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。</p> | 股票评级  | 买入   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上      |
|                                                                                                                                                                                                                   |       | 增持   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间 |
|                                                                                                                                                                                                                   |       | 中性   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间 |
|                                                                                                                                                                                                                   |       | 回避   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下      |
|                                                                                                                                                                                                                   | 行业评级  | 强于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上      |
|                                                                                                                                                                                                                   |       | 中性   | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间 |
|                                                                                                                                                                                                                   |       | 弱于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下      |
|                                                                                                                                                                                                                   | 可转债评级 | 推荐   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上     |
|                                                                                                                                                                                                                   |       | 谨慎推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间 |
|                                                                                                                                                                                                                   |       | 中性   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间  |
|                                                                                                                                                                                                                   |       | 回避   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下      |

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

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，中邮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。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司于 2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立,公司注册资本 61.68 亿元人民币,是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司,公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括:证券经纪,证券自营,证券投资咨询,证券资产管理,融资融券,证券投资基金销售,证券承销与保荐,代理销售金融产品,与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问,具备展业的各项资格。截至 2025 年 10 月底,公司在全国设有 58 家分支机构(含 29 家分公司、29 家营业部),1 家资产管理分公司和 1 家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力,通过强化“自营+协同”发展模式,实现快速发展,当前服务的经纪客户已超过 260 万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民,为社会大众提供全方位专业化的证券投融资服务,努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业,打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市丰台区北甲地路 2 号院 6 甲 1 号, 玺萌大厦南塔

邮编: 100050

### 上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编: 200000

### 深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编: 518048