

行业并购，大势所趋

——券商并购历史变迁与海外经验分析

核心观点

- **四轮并购浪潮，见证我国证券业兴衰与变迁发展。**自 90 年代以来，我国证券行业在发展的过程中，先后经历了四次并购浪潮：分业经营、综合治理、“一参一控”、市场化并购，整体来看，券商间并购旨在实现扩大版图，提升实力，做大做强的目标，主要有三种并购动因：1) 扩大地区版图，不断提升业务规模与市占率，以中信证券收购万通、金通、广州证券为代表；2) 强强联合，快速提升行业地位，以申银万国收购宏源证券为代表，这类合并方式将成为我国券业未来的主要并购方式，但面临较大整合风险；3) 快速补短板，加强业务联动，提升综合实力，以中金公司收购中投证券为代表。
- **他山之石，海外投行券商并购助推行业发展。**美国与欧洲的投行券商业的发展书写了一部豪迈的投行并购史：经历了百年间的并购历程，美国逐渐形成了五大顶级投行寡头垄断格局，而在欧洲市场中，混业经营的模式下银行收购券商成为主流，并不断打造出全能综合金融集团。海外投行的并购主要有三种动因：1) 海外投行业竞争加剧导致利润率降低，促使投行间并购提升盈利能力；2) 通过不断的外延并购方式，海外顶级投行得以不断补强业务短板，提升综合实力，营业收入与净利润保持整体增长态势，以摩根士丹利为代表；3) 扩展业务板块，拓展变现渠道，业务日趋多元化，以嘉信理财为代表。海外并购潮带动投行与证券业不断走向成熟，集中度保持高位（以美国为例，经纪与交易商营收 CR25 常年稳定在 85%左右）。
- **提升资本市场直接融资功能与打造航母券商的大背景下，我国证券业有望企新一轮并购浪潮。**截至 2020 年 5 月末，我国直接融资存量规模占社会融资存量规模的比重仍然仅为 12.54%，资本市场地位及重要性亟需提升。同时股市对实体经济的作用明显欠缺，截至 2020 年 5 月末，境内股票存量占社融存量的比重仅为 2.71%。我国证券行业起步较晚，仍然处于快速发展时期，集中度较海外成熟市场偏低，不利于资本市场重要性的提升与证券行业做大做强。当前我国监管致力于提升资本市场重要性及直接融资功能，并打造航母级券商，将加速行业并购浪潮，推动集中度快速提升。

投资建议与投资标的

- 通过外生并购、头部券商强强联合的方式是打造航母级券商的捷径，也将助推我国证券行业快速做大做强，快速提升资本市场直融功能与系统重要性。
- 头部券商间并购符合监管引导资本市场支持实体经济发展的整体思路，并有望获监管的鼎力支持，我国证券行业也有望掀起新一轮的强强并购浪潮，加速头部集中化趋势，加剧行业内部分化，强者愈强，重点利好头部券商。
- 券商 II(申万)PB 估值 1.93 倍，略仍低于历史估值中枢，且板块配置比例较低，仍具备向上的空间与能量，维持看好评级。**建议重点关注业绩稳健增长**的龙头**中信证券(600030, 增持)**与高弹性头部券商**中信建投(601066, 增持)**，同时建议关注**华泰证券(601688, 未评级)**、**招商证券(600999, 增持)**与**中泰证券(600918, 增持)**。

风险提示

- 我国券商间尤其是头部券商并购进程不及预期，并购后面临较大的整合风险与融合难度；监管支持打造航母级券商的后续政策力度不及预期。



行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国
行业 证券行业
报告发布日期 2020 年 07 月 08 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 唐子佩
021-63325888*6083
tangzipei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860514060001

联系人 孙嘉庚
021-63325888*6094
sunjiageng@orientsec.com.cn

相关报告

Alpha 与 Beta 因素共振，持续看好券商板块短期超额收益：——证券行业近期投资策略 2020-07-06
基本面与政策红利共振，戴维斯双击下关注券商短期高弹性：——证券行业动态跟踪 2020-07-03
做市交易破冰在即，龙头抢滩自营转型：—— 2020-06-22

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系，因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1. 四轮并购浪潮，见证我国证券业变迁与兴衰.....	5
1.1. 从分业经营到市场化并购，细数券业四次并购浪潮.....	5
1.2. 我国券商并购动因分析：扩大版图，提升实力，做大做强.....	9
2. 他山之石，海外投行券商并购潮助推行业发展	15
2.1. 美国与欧洲市场书写了一部豪迈的投行并购史.....	15
2.2. 海外投行并购动因分析：提升盈利能力与综合竞争力	17
2.3. 美国投行并购提升行业集中度，助推行业做大做强.....	21
3. 投资建议：	22
4. 风险提示.....	24

图表目录

图 1：我国证券行业四次并购浪潮	8
图 2：中信证券三次收购前后营业部数量对比	10
图 3：2003-2006 年中信证券股基成交额及市占率	10
图 4：2000-2019 年中信证券归母净利润（亿元）	10
图 5：2000-2019 年中信证券净资产（亿元）	10
图 6：申万宏源的“投资控股集团 + 证券子公司”组织架构	13
图 7：2013-2017 年中投证券营业部数量	14
图 8：2014-2018Q1 中金与中投股基成交额市占率	14
图 9：美国证券公司的平均利润率呈现明显的下滑态势	18
图 10：摩根士丹利营业收入（百万美元）及同比（%）	18
图 11：摩根士丹利净利润（百万美元）及同比（%）	18
图 12：2005-2019 年摩根士丹利营业收入结构	19
图 13：2006-2019 年嘉信理财营业收入（百万美元）	20
图 14：2006-2019 年嘉信理财营业收入结构	20
图 15：2011-2019 年嘉信理财活跃账户数（万）及同比	20
图 16：2011-2019 年嘉信理财客户资产（亿美元）及同比	20
图 17：2004-2018 年纽交所会员公司营业收入 CR25 与总资本 CR25	21
图 18：2005-2018 年美国证券类公司数量	21
图 19：FINRA 会员经纪及交易商收入及支出（百万美元）	22
图 20：2004-2018 年美国证券从业人员数量（千）及同比	22
图 21：2002-2020/5 我国社会融资规模存量（万亿元）及直接融资占比	22
图 22：2002-2020/5 我国直接融资存量规模（万亿元）及构成变化情况	23
图 23：2006-2019 年中国与美国股票市场总市值/GDP	23
图 24：2013-2018 年美国投行与经纪商净利润集中度 vs. 中国券商利润集中度	24
 表 1：被国家政策性投资公司托管或收购的券商一览（综合治理时期）	5
表 2：被其他券商收购托管的的券商一览（综合治理时期）	6
表 3：“一参一控”实行后券商间掀起并购潮	7
表 4：我国证券行业历史重要券商间并购案例一览	8
表 5：申万宏源合并时间进程表	11
表 6：申万宏源合并前后各项指标对比	12
表 7：中金公司与中投证券在客户结构上存在明显的互补关系（2018 年）	14
表 8：2017-2018 年中投证券经纪客户分布	15

表 9：美国投行并购历程中重要并购事件梳理	16
表 10：欧洲投行并购历程中重要并购事件梳理	17

1. 四轮并购浪潮，见证我国证券业变迁与兴衰

1.1. 从分业经营到市场化并购，细数券业四次并购浪潮

1) 1995-2001：“分业经营”并购潮

从“混业经营”到“分业经营”，引发第一次并购潮。在证券行业发展的初始阶段，采用混业经营的方式，这也使市场乱象丛生。1995 年开始采用分业经营，且政府加大对于证券行业的扶持力度。1995 年，我国颁布《商业银行法》，规定商业银行在境内不得从事信托投资和股票业务；1999 年，我国实行《证券法》，对证券公司实行分类管理，分为综合类证券公司和经纪类证券公司；2001 年，《信托法》中强调信证分离，迫使改制困难的信托公司证券部门与证券公司合并。由此，掀起证券行业并购的第一次浪潮。

多家券商借助分业经营并购拓展。其中典型代表为广发证券，抓住分业经营的契机，通过收购 80 余家营业部，拓展业务范围，成为走出珠三角的综合性券商。东方证券经收购抚顺证券公司并入浦发银行的证券业务后组建。君安证券与国泰证券进行合并，涉及近 300 亿元资金，128 家营业部，成立国泰君安证券。

2) 2004-2006：“综合治理”并购潮

“综合治理”引发证券行业第二次并购潮。随着证券市场的结构性调整和持续低迷，2003 年底至 2004 年上半年，证券行业多年累积的风险呈现集中爆发状态。当时 84 家公司存在 1648 亿元流动性缺口，其中 34 家公司的资金链随时可能断裂，证券公司面临行业建立以来第一次行业性危机。2004 年 8 月，证监会召开专题性的全国证券监管工作座谈会，在证券监管系统内全面部署和启动了综合治理工作。2004 年 9 月，券商开始清理整顿，南方证券、汉唐证券、闽发证券、大鹏证券等相继被托管或被清盘。

1) 部分优质券商被国家政策性投资公司托管，建银投资控股南方证券、宏源证券、齐鲁证券、西南证券。中央汇金开始控股申银万国、银河证券，参股国泰君安。证券投资者保护基金托管广东证券、中国科技证券、中关村证券。

表 1：被国家政策性投资公司托管或收购的券商一览（综合治理时期）

序号	被收购或托管方	托管或收购方	参与方式
1	南方证券	建银投资	控股
2	宏源证券	建银投资	控股
3	齐鲁证券	建银投资	控股
4	西南证券	建银投资	控股
5	中金公司	建银投资	控股
6	银河证券	中央汇金	控股
7	申银万国	中央汇金	控股
8	国泰君安	中央汇金	参股
9	广东证券	证券投资者保护基金	托管
10	中国科技证券	证券投资者保护基金	托管

11 中关村证券 证券投资基金 托管

数据来源：证监会、东方证券研究所

II) 部分优质券商被其他优质券商托管。广发证券先后托管武汉证券、河北证券、第一证券、珠海国投、长财证券等；华泰证券收购亚洲证券、联合证券；光大证券收购天一证券、昆仑证券。经过三年的综合治理，2007 年底全国券商数量大幅缩减到 106 家，行业财务状况得到改善。

表 2：被其他券商收购托管的的券商一览（综合治理时期）

序号	被收购或托管方	托管或收购方	参与方式
1	华夏证券	中信证券、建银投资	共同出资
2	金通证券	中信证券	收购
3	万通证券	中信证券	收购
4	锦州证券	广发证券	收购
5	福建华福	广发证券	收购
6	第一证券	广发证券	收购
7	河北证券	广发证券	收购
8	武汉证券	广发证券	收购
9	亚洲证券	华泰证券	收购
10	联合证券	华泰证券	收购
11	兴安证券	海通证券	托管
12	甘肃证券	海通证券	托管
13	天一证券	光大证券	收购
14	昆仑证券	光大证券	收购

数据来源：证监会、东方证券研究所

3) 2008-2010：“一参一控”并购潮

“一参一控”引发第三次并购潮。为避免同一股东旗下的证券公司间的关联交易与同业竞争，2008 年 4 月底，国务院正式颁布《证券公司监督管理条例》。证监会对证券行业提出了“一参一控”的要求，即“一家机构或者受同一实际控制人控制的多家机构参股证券公司的数量不得超过两家，其中控股证券公司的数量不得超过一家”。

大型券商控股多家公司情况较常见，“一参一控”使其格局发生较大变化。大的企业作为控股方同时控股或参股多家证券公司的情况在我国比较常见，仅是汇金公司及其全资子公司建银投资就掌握 10 家券商。汇金公司间接控股银河证券、直接控股申银万国证券，并参股国泰君安证券；而建银投资则全资拥有中投证券，控股了宏源证券、中金公司，并参股中信建投、西南证券、齐鲁证券和瑞银证券。I) 汇金系：申银万国证券并购宏源证券，中金公司并购中投证券。II) 建银系：将国泰君安证券转让予上海国际集团；将中投证券、齐鲁证券、瑞银证券、中信建投、中金公司转至汇金公司；此外，建银控股宏源证券并参股西南证券。III) 中信系：将金通证券、万通证券转为区域子公司，将中信建投 53% 的股份转让，仅保留 7%。

规模较小、业务相对单一的中小券商系，主动向“一参一控”标准迈进。拥有恒泰证券、新时代证券、长财证券、太平洋证券和远东证券五张券商牌照的“明天系”，是国内最大民营背景的券商方阵。在“一参一控”的政策下，“明天系”也进行了整合：由新时代证券吸收合并上海远东证券，将长财证券正式并入恒泰证券，同时将太平洋证券转让予山东九羊。同时控股金元证券和民族证券的首都机场，也将旗下两家券商合二为一。

表 3：“一参一控”实行后券商间掀起并购潮

金控平台	并购方	处理方式	持有关系
中央汇金	申银万国	合并且实际控制	参股
	中金公司	转入后控股	控股
	中投证券	转入后合并	吸收合并
	中信建投	转入后参股	无股权从属关系
	瑞银证券	转入后转让	无股权从属关系
	国泰君安	转让	无股权从属关系
建银投资	宏源证券	换股后控股申万宏源	控股
	西南证券	参股	参股
	中投证券	转让	无股权从属关系
	齐鲁证券	转让	无股权从属关系
	瑞银证券	转让	无股权从属关系
	中信建投	转让	无股权从属关系
	中金公司	转让	无股权从属关系
中信集团	中信建投	转让	参股
	中信金通	合并	吸收合并
	中信万通	合并	吸收合并
明天控股	新时代证券	控股	控股
	恒泰证券	参股	参股
	远东证券	合并	吸收合并
	长财证券	合并	吸收合并
	太平洋证券	转让	无股权从属关系

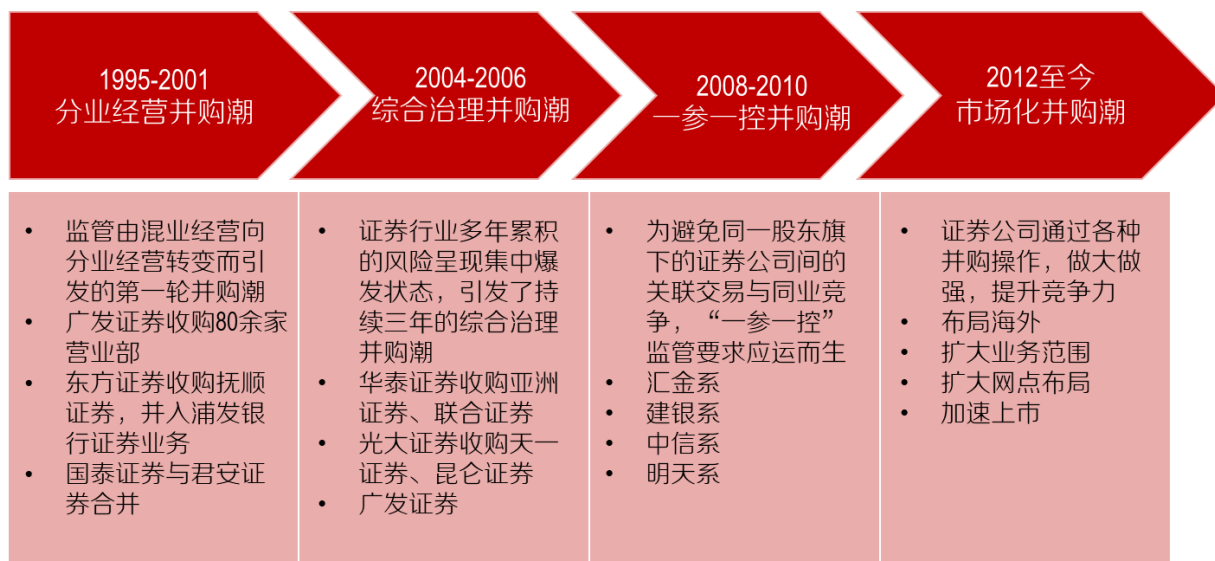
数据来源：证监会、东方证券研究所

4) 2012 至今：“市场化”并购潮掀起，“八仙过海各显神通”

“市场化”浪潮下，证券公司通过并购提升自身综合实力。经纪与行业复苏后，证券公司纷纷想要做大做强，因此通过并购提升自身实力。I) 布局海外：2012 年 7 月，中信证券通过收购里昂实现海外业务布局。2014 年 12 月，东方财富收购宝华世纪证券以拓展海外业务。2014 年国金证券收购香港券商粤海证券。2015 年 2 月，光大证券收购香港最大证券经纪商新鸿基金融集团 70% 的股份，促进公司发展及实现国际化布局。II) 扩大业务范围：2015 年 4 月，东方财富收购西藏同信证券，取得证券业务从业资格，实现从互联网公司向证券公司的转型。III) 扩大网点：2014 年年 1 月，广州证券并购天源证券以扩大业务经营范围，实现区位优势。IV) 加速上市：2014 年 4 月，

国泰君安收购上海证券，扫除困扰其多年的上市障碍。

图 1：我国证券行业四次并购浪潮



数据来源：证监会、东方证券研究所

表 4：我国证券行业历史重要券商间并购案例一览

序号	合并方	被合并方	完成时间	方式
1	申银万国	申银证券、万国证券	1996 年 1 月 1 日	新设合并
2	国泰君安	国泰证券、君安证券	1999 年 8 月 18 日	新设合并
3	中信证券	万通证券	2004 年 4 月 29 日	控股合并
4	中信证券	华夏证券	2005 年 12 月 15 日	新设合并
5	中信证券	金通证券	2006 年 7 月 27 日	吸收合并
6	长江证券	大鹏证券	2005 年 11 月 28 日	吸收合并
7	南京证券	西北证券	2005 年 12 月 9 日	吸收合并
8	安信证券	广东证券、中国科技证券、中关村证券	2006 年 9 月 28 日	吸收合并
9	方正证券	泰阳证券	2008 年 5 月 12 日	吸收合并
10	国泰君安	上海证券	2014 年 7 月 1 日	控股合并
11	申万宏源	申银万国、宏源证券	2015 年 1 月 26 日	新设合并
12	东方财富	西藏同信证券	2015 年 12 月 8 日	吸收合并
13	方正证券	民族证券	2014 年 8 月 8 日	吸收合并
14	中金公司	中投证券	2019 年 7 月 26 日	吸收合并
15	中信证券	广州证券	2020 年 1 月 10 日	吸收合并
16	天风证券	恒泰证券	尚未完成	未构成控股

数据来源：证监会、东方证券研究所

1.2. 我国券商并购动因分析：扩大版图，提升实力，做大做强

1.2.1. 动因分析一：扩大地区版图，不断提升规模与市占率

1) 中信证券收购万通证券，扩充山东版图，提升经纪业务市占率。2001 年下半年后，中国证券业在漫长熊市中连年亏损，中信证券战略性趁着行业低迷进行扩张。2002 年，中信证券启动大网络战略，以沿海为核心，重点增加东南沿海北京-山东-江苏-上海-浙江-福建-广东一线营业网点。山东成为收购的第一站，标的是万通证券。2003 年，中信证券召开股东大会，审议通过收购万通证券公司方式变更议案。将原定的以首发募集资金参与增资扩股方式入主万通证券，改为收购青岛市财政局及其他万通股东持有的证券股份。中信收购了青岛市财政局、青岛市弘诚信托投资有限公司持有的万通证券 30.78% 和 1.36% 的股权，收购后共计持有万通证券 32.14% 的股权。

2004 年，中信万通证券在青岛正式揭牌，截至当时中信证券通过收购存量股获得了 40.29% 的股权，通过增发方式获得了 26.75% 的股权，共持有万通证券 67.04% 的股份。

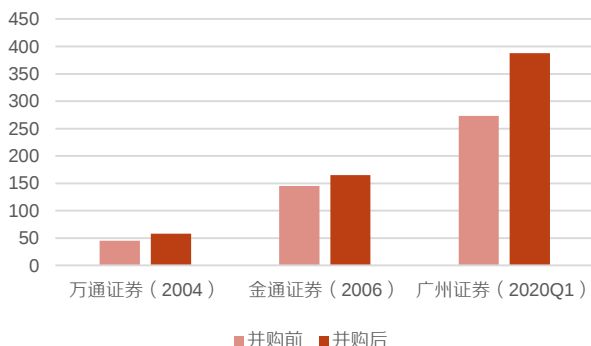
通过收购万通证券，中信证券扩大了自己的营业网络。2003 年，中信证券在山东地区还只有 4 家营业部，到 2004 年就跃升到 18 家，这都是万通的贡献。而在山东省外，中信万通将上海、北京、深圳三家营业部划归中信证券母公司。

2) 中信证券收购金通证券，加码布局浙江市场，进一步扩大经纪市占率。2005 年 11 月，中信证券受让浙江省国际信托投资公司等九家持有的金融证券股权，中信证券董事会通过《关于收购金通证券股份有限公司的议案》，决定收购金通证券股份有限公司的所有股权，收购总金额近 8 亿元，主要由债务清偿价款和股份转让价款构成。2006 年，中国证监会批准中信证券受让海南养生堂所持有的金通证券股权，至此，中信证券持有金通证券股份有限公司 88500 万股，也就是占 100% 的股份，金通证券成为中信证券下属的全资子公司。

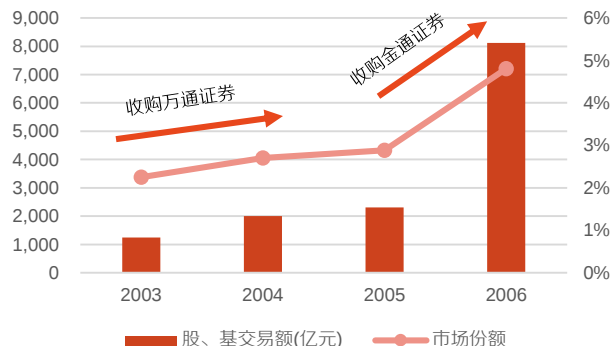
通过收购金通证券，中信证券再次扩大了自己的营业版图。金通的资产质量非常不错，是浙江省规模最大的券商，依托浙江省的经济背景，有望成为中信在长三角的重要平台。在收购了金通证券后，中信证券实际拥有的营业网点已经超过 200 个，大网络战略、沿海战略进一步推进，这将其经纪业务打下良好的基础。

3) 中信证券收购广州证券，进军华南市场，旨在分享粤港澳大湾区发展红利。2018 年 12 月，中信证券宣布拟筹划发行股份购买广州证券股份有限公司 100% 股权，并于 2020 年初顺利完成收购并表。

中信证券收购广州证券有着两点重要的现实意义。一是营业版图的大幅扩大。广州证券共有 136 家营业部，多分布在华南地区，从营业部数量上看，广东省有 32 家，其中广州市有 17 家。中信证券有 218 家营业部，广东省有 26 家，广州市仅 6 家。本次交易可一次性取得广州证券的营业网点，可大幅减少时间成本和运营成本，快速提升中信证券在广东省的营业网点数量、客户渠道，有助于提升公司在广东省的市场份额。二是客户资源的优势互补。广州证券扎根于广东省，有着明显的区域客户资源。在此次交易之后，中信证券可以获取广州证券的在广东省的全量客户资源，并可以充分利用广东省在华南地区的核心经济地位而向周边辐射。

图 2：中信证券三次收购前后营业部数量对比


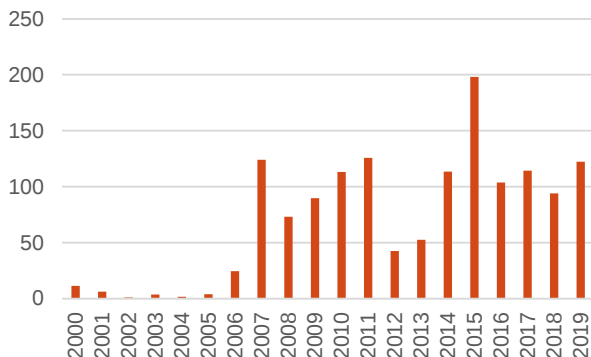
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 3：2003-2006 年中信证券股基成交额及市占率


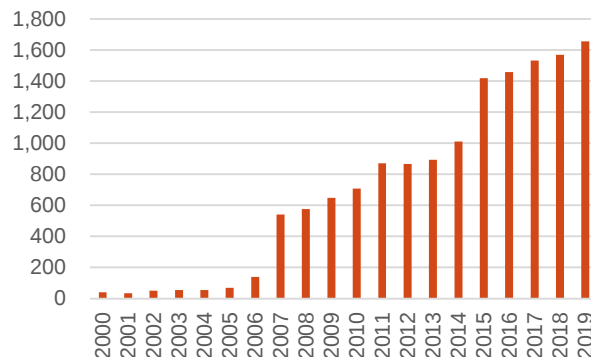
数据来源：WIND、东方证券研究所

4) 中信证券设立中信建投，重组华夏证券，获取持续业绩贡献。2004 年 6 月，华夏证券由于违规操作而陷入破产危机。为了挽救华夏证券，处于行业领先的中信证券受到了北京政府的青睐。2005 年 8 月，根据政府中信证券联手建银投资组建中信建投证券和建设中信资产管理公司。中信建投证券注册资本为 27 亿元，中信证券占其 60% 股份，出资额 16.2 亿元，受让华夏证券现有的全部证券业务及相关资产。建投中信注册资本 19 亿元，中信出资 5.7 亿元持股 30%，受让华夏证券现有的非证券类资产；建银投资出资 24.1 亿元，接手华夏证券 41.6 亿元的不良资产。

“一参一控”政策新规致使中信证券与中信建投分家。2010 年，由于“一参一控”的政策规定限制，中信证券无法继续控股中信建投，中信证券挂牌转让其持有的中信建投股权。其中，北京国有资本经营管理中心（北京国管中心）摘牌受让中信建投 45% 的股权，世纪金源摘牌受让 8% 的股权。此外，中国建银则以无偿划转方式向中央汇金转让其所持中信建投 40% 的股权。自此，中信建投首次易主，并正式与中信证券分家，成为了一家独立运作的大中型券商。多次减持中信建投的股份，使得公司获得了巨大的资本投资利得，同时值得注意的是中信证券的全资子公司镜湖控股出资 24.19 亿港元，作为最大的基石投资者认购了 4.85% 股权，占 H 股发行规模的 28%，使得中信证券一直居于持股 5% 以上股东的行列，能够持续分享中信建投快速成长的红利。

图 4：2000-2019 年中信证券归母净利润（亿元）


数据来源：WIND、东方证券研究所

图 5：2000-2019 年中信证券净资产（亿元）


数据来源：WIND、东方证券研究所

1.2.2. 动因分析二：强强联合，快速提升行业地位，但面临较大整合风险

“一参一控”新政下诞生的券商间强强联合-申万宏源。作为中央汇金投资有限责任公司旗下的老牌券商，申银万国在 IPO 的道路上并不顺利。由于中央汇金旗下持股多家券商，受困于“一参一控”政策，申银万国迟迟未能在 A 股上市。因此，通过并购一家上市公司实现买壳上市成为申银万国上市的一种思路。而同为“汇金系”的宏源证券则成为了申银万国的最佳选择。2013 年 10 月 30 日，宏源证券发布临时公告称因接获控股股东中国建银投资有限责任公司通知，筹划公司重大资产重组事项而停牌。15 个月后，2015 年 1 月 26 日，申银万国与宏源证券合并后的申万宏源在深圳证券交易所正式挂牌上市。合并后的申银万国证券股份有限公司注册资本 13.2 亿元人民币，总资产 130 亿，员工 3000 余人，设有分支机构 100 多家。

表 5：申万宏源合并时间进程表

时间	事件
2013 年 10 月 30 日	宏源证券发布临时公告称因接获控股股东中国建银投资有限责任公司通知，因筹划公司重大资产重组事项而停牌。
2013 年 11 月 8 日	宏源证券第七届董事会第十四次会议审议通过了《关于筹划重大资产重组事项的议案》。
2013 年 11 月 18 日	宏源证券与申银万国签署了《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》，双方约定了保密义务并同意共同推进重大资产重组。公司股票继续停牌。
2014 年 4 月 16 日	中投公司召开执行委员会 2014 年度第 5 次会议，原则同意申银万国和宏源证券的重组方案。
2014 年 7 月 16 日	获得财政部关于申银万国资产评估结果的核准批复
2014 年 7 月 23 日	中投公司召开执行委员会 2014 年度第 16 次会议，审议通过申银万国和宏源证券制定的拟向公开市场披露的重组具体方案，包括但不限于换股吸收合并方案概要、换股价格（申银万国发行价格、宏源证券换股溢价率、宏源证券换股价格等）、现金选择权价格等重大事项。
2014 年 7 月 25 日	申银万国召开第三届董事会第十八次会议，审议通过了本次换股吸收合并相关事项；宏源证券第七届董事会第二十一次会议审议通过了申银万国换股吸收合并宏源证券的方案及相关议案，并公告了本次换股吸收合并报告书（草案）及其摘要、董事会决议、独立董事意见等相关文件。
2014 年 7 月 28 日	宏源证券发布复牌公告及《关于控股股东拟增持公司股份的公告》，中国建投计划自宏源证券重组董事会召开后第 3 个交易日起的未来六个月内，增持宏源证券不超过 5% 的股份。
2014 年 8 月 11 日	宏源证券召开 2014 年第一次临时股东大会，审议通过了《关于本次吸收合并符合相关法定条件的议案》、《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》、《关于签署〈申银万国证券股份有限公司与宏源证券股份有限公司换股吸收合并协议〉的议案》等议案。
2014 年 10 月 29 日	宏源证券收到中国证券监督管理委员会通知，中国证券监督管理委员会上市公司并购重组审核委员会将于近日召开工作会议，审核公司重大资产重组事项。根据相关规定，公司股票于 2014 年 10 月 30 日开市起开始停牌，待公司公告并购重组委关于本次重大资产重组的审核结果后复牌。

2014 年 12 月 1 日	宏源证券收到中国证券监督管理委员会《关于核准申银万国证券股份有限公司发行股票吸收合并宏源证券股份有限公司的批复》（证监许可[2014]1279 号）。
2014 年 12 月 2 日	宏源证券公告换股吸收合并报告书及摘要、换股吸收合并报告书修订说明 等信息披露文件
2015 年 1 月 22 日	宏源证券公告换股与现金选择权实施公告
2015 年 1 月 26 日	宏源证券摘牌并终止上市，申万宏源正式挂牌上市

数据来源：WIND、东方证券研究所

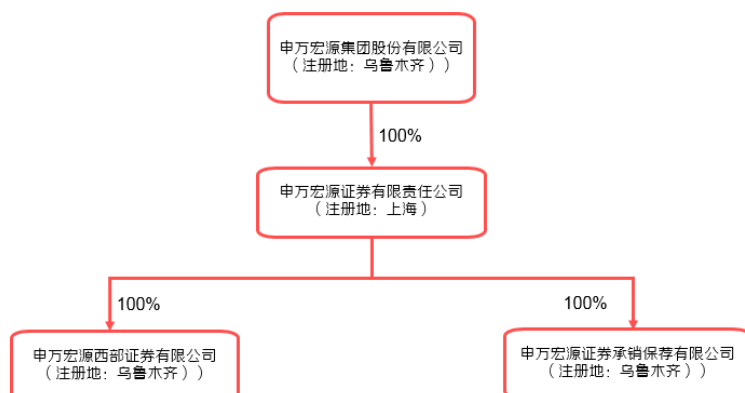
优势及地域互补，强强联合下行业地位快速提升。本次交易前，申银万国和宏源证券资产规模指标和营业规模指标均位于行业前 15%，均位居证券公司第一梯队。申银万国在经纪、资产管理和投资咨询业务方面位居行业前列；而宏源证券则在承销保荐、并购重组和资产管理业务方面位居行业前列。由于申银万国和宏源证券在业务优劣势上具有很强的互补性，本次交易是一次我国证券行业内强强联合。合并前后，总资产、净资产、净资本等资产规模指标以及营业收入、归母净利润等盈利指标均出现了较大的提升。

表 6：申万宏源合并前后各项指标对比

主要指标	合并前（2013 年末数据）				合并后（2015 年末数据）	
	申银万国	行业排名	宏源证券	行业排名	申万宏源	行业排名
总资产	5,978,954	10	3,211,771	16	27,679,331	7
净资产	1,786,417	10	1,447,969	14	4,679,015	8
净资本	1,241,180	10	1,034,002	12	3,300,001	10
营业收入	512,638	10	366,908	11	2,333,896	7
净利润	171,722	10	104,801	12	1,004,615	7
经纪业务收入	303,343	8	128,604	17	1,371,132	4
承销保荐收入	未进入前 42 名	-	41,666	7	106,948	9
财务顾问收入	5,423	21	7,837	16	47,936	7
资产管理收入	35,483	4	36,349	3	195,597	1
融资融券收入	94,906	7	37,086	16	685,404	6

数据来源：WIND、东方证券研究所

强强联合下，平衡股东间利益与设定合理组织架构至关重要。在申银万国吸收合并宏源证券交易中，虽然申银万国和宏源证券同属于汇金系的上市公司，在设计交易方案时可以统筹安排，但是由于两家证券公司的发展历程不同、注册地的差异，也导致本次交易需要平衡的利益主体较多，主要体现为：上海市和新疆自治区两地政府的利益如何平衡，两家证券公司现有核心管理层如何安排等。

图 6：申万宏源的“投资控股集团 + 证券子公司”组织架构


数据来源：WIND、东方证券研究所

本次交易方案中设计的“投资控股集团 + 证券子公司”的母子公司双层架构有效的平衡了交易各方的利益，最大限度争取到了上海市和新疆自治区两地政府的大力支持是本次交易方案的最大亮点之一：1）投资控股集团与证券子公司注册地分别设在乌鲁木齐和上海是新疆自治区和上海市两地政府可以接受的状态，同时也能充分利用上海和新疆两地的资源优势；2）增加投资控股集团的设置也为两家证券公司高级核心管理层的人事安排提供了更多的空间；3）证券子公司与旗下区域经纪子公司和证券承销保荐子公司的设置和注册地的安排是符合交易前申银万国与宏源证券业务发展现状的，具体形式为：集团一级证券子公司申万宏源证券注册地在上海，二级区域经纪子公司申万宏源西部以及投行子公司申万宏源承销保荐注册地在新疆。

大券商间合并之后面临阵痛期，文化、架构及业务磨合需时。申万与宏源的合并，并不是纯市场化的运作，而是为了满足“一参一控”新政与申银万国上市的初衷，二者之间的适配程度缺乏市场化的论证与支持，因此合并后申万宏源经历了较长时间的阵痛期与整合期：1）组织架构与人力资源的整合面临较大阻力；2）申银万国是聚焦于一线城市的头部券商，而宏源证券则是长期深耕新疆地区的“小而精”投行，企业间文化的融合需要较长时间；3）业务优势短时间内难以形成合力，区域资源共享存在一定障碍。经过了五年的发展之后，如今的申万宏源已经逐渐度过了阵痛期，组织架构、人力资源以及各业务条线融合日趋完善。

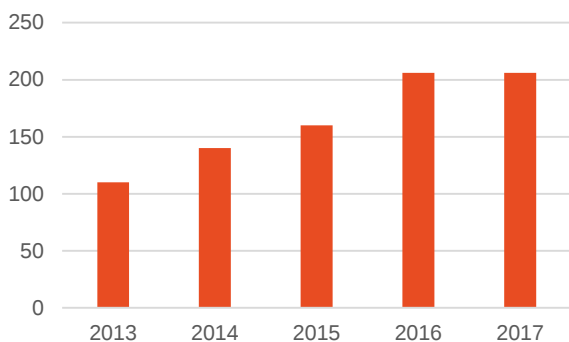
1.2.3. 动因分析三：快速补强短板，加强业务联动，提升综合实力

2016 年 11 月 4 日晚，中金公司公告称中金公司与公司的主要股东中央汇金投资有限责任公司（“汇金公司”）订立股权转让协议，将从汇金公司收购中国中投证券有限责任公司（“中投证券”）的全部股权。交易完成后，中金公司注册资本由 23.07 亿元变更为 39.85 亿元，中投证券将成为中金公司的全资子公司。

收购中投证券，中金公司资产规模与资本实力获得明显补强。一是规模的急速扩大。总资产从 2016 年末的 687.34 亿元增长至 2017 年末的 1,819.04 亿元，净资产从 2016 年末的 168.50 亿元

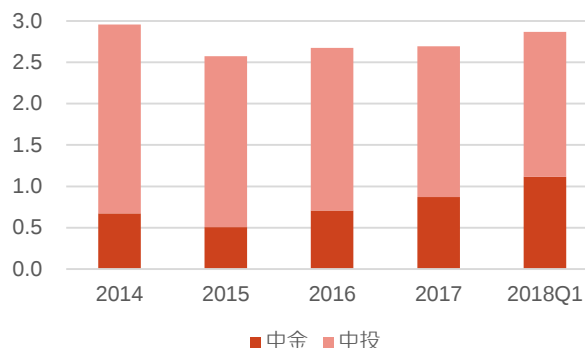
增长至 338.64 亿元，均实现行业排名的跃升。二是业务板块的扩张。中金公司的优势在于机构业务，比如投行、研究及高端客户，但欠缺营业部网络；而中投证券在全国有 200 余家营业部，经纪业务较强，将显著提升中金公司的股基成交额市场份额。三是中金公司加速财富管理的转型与布局。随着中投证券正式变更为中金财富，中金公司与中投证券结合的协同效应将进一步展现。

图 7：2013-2017 年中投证券营业部数量



数据来源：WIND、东方证券研究所

图 8：2014-2018Q1 中金与中投股基成交额市占率



数据来源：WIND、东方证券研究所

对于中金公司而言，收购中投证券的意义主要在于弥补了公司在零售客户方面的短板。

1) 从中金公司原本的业务布局来看，客户基础以高净值客户与机构客户为主，户均客户资产远远高于其他内资券商。此处我们选取经纪业务具备传统优势的华泰证券与中信证券作为参照项，我们根据各家公司 2018 年报披露数据测算，中信证券、华泰证券的户均资产规模分别为 50 万元和 17 万元，中投客户户均资产与之保持同一数量级，为 44 万元，而中金客户户均资产高达 1505 万元。其中，18 年末公司财富管理的客户数量达到 47161 户，同比增长 22%；客户账户资产总额达到 7096 亿元，同比略减 3.7%。

表 7：中金公司与中投证券在客户结构上存在明显的互补关系（2018 年）

	中信证券	华泰证券	中金公司	中投证券
客户数	8,234,000	13,000,000	47,161	2,871,344
客户资产（百万）	4,100,000	2,400,000	709,554	1,274,078
户均资产（百万）	0.50	0.18	15.05	0.44

数据来源：WIND、东方证券研究所

2) 中投证券的客户基础与其他内资券商类似，并购后有助于补足中金短板。截止 2018 年末，中投证券有 5417 名机构客户，35 万名富裕客户，以及 251 万名零售客户，平均客户资产 44 元，客群结构与资产分布均与内地同业类似，以散户为主，户均资产规模与中信、华泰处于同一水平线。2017 年收购中投后，为配合中金整体的战略部署，财富管理作为融合工作重心，致力于促进两块

业务的融合。公司积极推进中投证券在分公司与营业部层面与中金的融合，在资本市场和产品研究服务、营销活动、培训等支持资源方面，总部协调全面与中投共享，二者联合有望推动中金大经纪业务补足短板，发挥协同。

表 8：2017-2018 年中投证券经纪客户分布

		机构客户	富裕客户	零售客户
2017	客户数	5157	340076	2451757
	客户账户资产总值（百万元）	1182295	277864	53095
2018	客户数	5417	351953	2513974
	客户账户资产总值（百万元）	1028505	204875	40698

数据来源：WIND、东方证券研究所

3) 公司设立财富管理一级部门，目标客群主要定位于机构客户与高净值客户，体现出公司清晰的财富管理发展方向与目标。截至 2019 年上年末，中金公司财富管理的客户数量达到 60,196 户，较 2018 年末增加 27.6%。客户账户资产总值达到 8,265.32 亿元，较 2018 年末增加 16.5%；户均资产超过 1300 万元。中金财富拥有 5,762 名机构客户、36.77 万名富裕客户及 266.66 万名零售客户，对应的客户资产总值分别为 1.18 万亿元、2549 亿元、468 亿元。截至 2019 年末，中金公司财富管理客户数量达到 327 万户，较 2018 年末增加 8.6%。客户账户资产总值达到 18391 亿元，较 2018 年末增加 42.5%。其中，高净值个人客户数量 19395 户，同比增长 33.5%，高净值个人客户账户资产达到 4603 亿元，同比增长 34.6%，户均资产达 2373 万元。

2. 他山之石，海外投行券商并购助推行业发展

2.1. 美国与欧洲市场书写了一部豪迈的投行并购史

2.1.1. 美国投行并购史：兴衰更替，成就五大投行寡头垄断格局

金融危机促使“混业”转向“分业”。在美国第一次金融危机暴发之前，美国的商业银行是不能直接从事证券发行与承销业务的，但是美国的商业银行为了进入投资银行业务领域，纷纷设立控股的证券经营机构。在这段时期，几乎所有的商业银行和投资银行都从事证券（主要是公司债券）业务，而商业银行与投资银行已形成了实质上的混业经营。二十世纪 20 年代末 30 年代初，美国爆发了严重的金融危机，美国金融业受到了巨大冲击。在金融危机期间，美国出现了大量金融机构倒闭的情况。为控制金融风险，美国国会于年通过了《格林斯—斯蒂格勒法》，以法律条文的方式明确规定美国金融业实施分业经营模式。从此，美国投资银行和商业银行真正开始分业经营，而大型的专业化的投资银行由此真正诞生，如著名的美林证券、高盛证券、摩根·斯坦利、雷曼兄弟公司、贝尔斯登等美国五大投资银行就是在这时期发展壮大起来的。

分业经营时代，美国投行并购分为横向并购与混合并购两个阶段。在长期分业经营的监管政策下，美国投资银行的并购重组发展过程主要可分为两个阶段：以花旗银行和旅行者集团的合并为分界点，前一个阶段主要是证券业内的横向并购为主，后一个阶段则以混合并购、形成大型金融集

团为主。在经过多年发展和多次的并购重组后，美国部分大型投资银行的实力得到极大的增强，逐步形成了寡头垄断的格局，以美林、摩根、高盛等三大巨头为代表的美国投资银行在全球证券市场具有举足轻重的影响力，美国前十大证券公司资本总额占全行业资本总额的比例由 20 世纪 70 年代初的三分之一，上升到 21 世纪初的四分之三。

混业经营的回归催生了曾经的旧“五大投行”的垄断格局。1999 年 11 月 4 日，美国通过了《金融服务现代化法案》，取消 30 年代以来实行的限制商业银行、证券公司和保险公司跨界经营的法律，分业经营的壁垒终于被打破，为出现更多的大型金融控股集团扫清了障碍，因此也形成了高盛集团、摩根士丹利、贝尔斯登、美林证券、雷曼兄弟的旧“五大投行”垄断格局。美国大型证券公司发展历程表明，并购重组对证券公司业务多元化以及竞争实力的增强，起着决定性的作用。

五大银行控股公司诞生，集中度达到历史高位。次贷危机次贷危机始于 2007 年下半年的次贷危机，至 2008 年下半年发展成为席卷全球的金融危机，众多大型金融机构在美国“百年一遇”的金融危机中倒下。2008 年 9 月 14 日，美国原五大投行中，雷曼兄弟宣布申请破产；美林证券也同意以约 440 亿美元的价格出售给美国银行。投行危机使得美国独立投行模式难以为继，危机发生后，贝尔斯登、雷曼、美林被银行控股公司兼并，高盛和摩根士丹利转为银行控股公司，进而形成了摩根大通、美国银行、花旗集团、高盛集团、摩根士丹利五大银行控股公司割据的新局面（新“五大投行”），金融行业集中度进一步提升。

表 9：美国投行并购历程中重要并购事件梳理

时间	并购方	被并购方
19 世纪 60 年代	美林证券	德旺证券、埃迪证券
19 世纪 70 年代初	美林证券	固德波帝证券公司、一家加拿大投资银行
19 世纪 70 年代中期	美林证券	家庭生命保险公司
19 世纪 90 年代中叶	美林证券	Smith New Cort
1997 年及之后	美林证券	英国水星资产管理公司、澳大利亚券商麦锦都、日本山一证券的多家分公司
1997 年	摩根士丹利	迪恩·威特
1998 年	花旗银行	旅行者集团
2008 年 3 月 1 日	摩根大通	贝尔斯登
2008 年 9 月 7 日	美国政府	房利美、房地美
2008 年 9 月 16 日	美国银行	美林证券

数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

2.1.2. 欧洲投行并购史：银行收购券商成主流，打造全能综合金融集团

混业经营模式下，银行收购券商成为重要的并购方式，实现优势互补、资源共享。欧洲大多数国家采取的金融监管政策主要是实施混业经营，金融监管部门允许成立集银行、证券、保险为一体的金融控股公司，即全能银行制度，这与 1999 年前的美国有很大不同。在上世纪 90 年代，欧洲的商业银行集团为了扩充其业务范围特别是证券业务实力，大量并购重组专业证券公司。三大著名证券公司霸菱、华宝、摩根建富等都在这一时期被大型商业银行集团并购重组。通过并购重组，银

行方通过收购证券公司而扩大了业务范围，进入投资银行业务领域，而证券公司也能得到银行资本的支持和获得跨国银行的全球网络和客户基础，并购重组的结果使原来的银行和证券公司能够实现资本、网络 and 客户的共享。

欧洲的跨国金融并购重组造就了很多大型的综合性金融集团，一般都是集商业银行、证券、保险等业务于一体。瑞士联合银行收购美国第四大证券经纪公司普惠集团；瑞士苏黎士信贷集团收购美国帝杰证券公司，交易额达到了 134 亿美元；德累斯顿银行在 1995 年以 10 亿英镑收购了英国的克伦威特·本森公司，后者专长于国际企业民营化、国际并购重组中介及国际股权融资业务。德累斯顿银行在 1999 年 6 月还以 92 亿美元的代价收购了美国信孚银行，目的是为了取得美国信孚银行的投资银行业务及其营销能力。通过一系列并购重组，德累斯顿银行在世界 70 多个国家和地区拥有 1500 多家分支机构。但 2000 年，已成为德国第三大银行的德累斯顿银行又被德国保险业巨头安联保险公司收购，其交易金额高达 230 亿欧元，合并后的新公司成为全球第四大金融集团。正是这种强强联合的并购重组造就了欧洲乃至全球超大型的金融集团。

表 10：欧洲投行并购历程中重要并购事件梳理

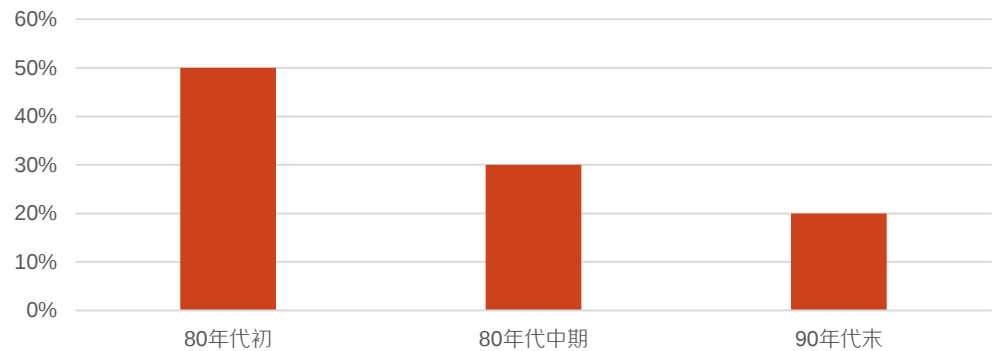
时间	并购方	被并购方
1995 年	瑞士银行公司	华宝公司
1997 年	瑞士银行公司	与瑞士联合银行合并组成瑞士银行集团和瑞银华宝
1998 年	瑞士银行公司	德威的公司
2000 年	瑞士联合银行	内部重组和整合为三大业务子公司：瑞士银行公司、瑞银资产管理公司、瑞银华宝德威公司
2001 年	瑞士联合银行	普惠集团
2000 年	瑞士苏黎士信贷集团	美国帝杰证券公司
1995 年	德累斯顿银行	英国克伦威特·本森公司
1996 年	德累斯顿银行	美国信孚银行
2000 年	德国安联保险公司	德累斯顿银行

数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

2.2. 海外投行并购动因分析：提升盈利能力与综合竞争力

2.2.1. 竞争加剧与利润率降低，促使投行间并购提升盈利能力

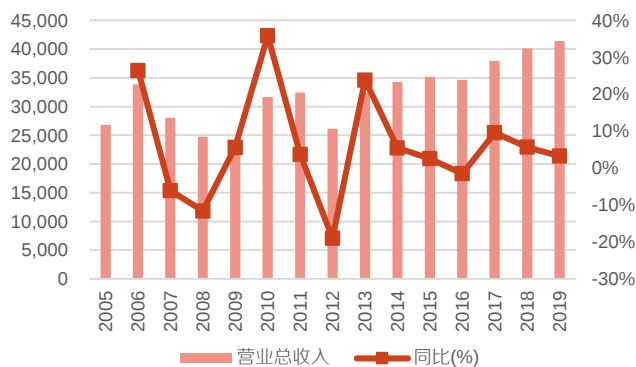
竞争加剧和利润率快速下降是导致证券公司出现大量并购重组行为的重要原因。据美国证券业协会的统计，尽管历年来证券公司的总收入在不断增长，但大型证券公司的权益回报率却逐步呈现不断下降的趋势，证券公司的平均利润率从 1980 年的大约 50% 下滑到 80 年代中期的 30%，再下降到 90 年代末的 20%。2000 年网络泡沫破灭后，股市出现暴跌，股票交易量快速萎缩，且《金融服务现代化法案》的颁布，使证券行业进入壁垒降低，大量竞争者涉足证券业，客户讨价还价的能力逐渐增强，使整个行业利润率再进一步下降。这样的格局，导致部分资本实力不强、业务范围不宽的证券公司生存压力大增，从而促使这些证券公司寻求并购重组机会以增强资本规模、扩大业务领域，应对日益激烈的市场竞争。

图 9：美国证券公司的平均利润率呈现明显的下滑态势


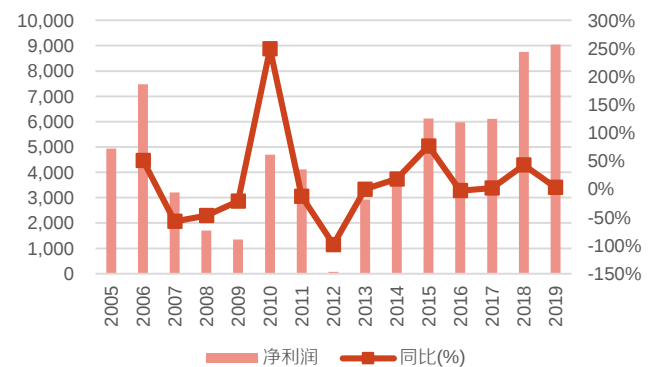
数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

2.2.2. 补强业务短板，提升业务综合实力

回顾摩根士丹利的发展历程，是不断补短板式的并购。从 1967 年收购 Brooks Harvey 公司建立房地产业务后，摩根士丹利通过不断并购扩充业务，发展多元化经营。上世纪八九十年代，公司通过收购增加机构投资、衍生品业务，扩展资产管理业务。1997 年，摩根士丹利和迪恩·威特合并，使摩根士丹利的并购重组中介、证券发行与承销业务和迪恩·威特的证券经纪业务形成优势互补和有机结合。1999 年，摩根士丹利并购 AB Asesores 以拓宽渠道、开拓市场。2009 年，摩根士丹利将旗下财富管理业务与花旗集团旗下的 Smith Barney 合并，成为美国资产规模最大的券商；进入 2019 年后，大摩收购加拿大公司 Solium Capital，搭建股票平台。2020 年 2 月，摩根士丹利宣布将以 130 亿美元收购折扣经纪商 E-Trade。通过不断的外延并购方式，公司得以不断补强业务短板，提升综合实力，营业收入与净利润保持整体增长态势。

图 10：摩根士丹利营业收入（百万美元）及同比（%）


数据来源：WIND、东方证券研究所

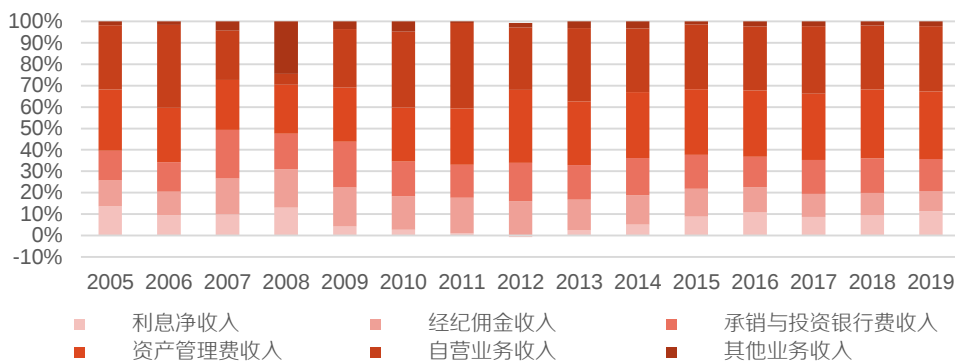
图 11：摩根士丹利净利润（百万美元）及同比（%）


数据来源：WIND、东方证券研究所

此次收购，每股 E-Trade 股份可置换 1.0432 股摩根士丹利股份，大摩拟以每股约 59 美元的价格进行收购，较日前 E-Trade 收盘价溢价约 30%。此次并购是美国自 08 年金融危机以来最大规模的交易，也是摩根士丹利历史上第二大交易，预计于 2020 年末完成。

收购 E-Trade 旨在加速财富管理转型，实现优势互补、资源共享。多家美国证券公司自 2019 年 10 月以来先后宣布零佣金政策，免佣趋势仍在继续。大摩宣布收购 E-Trade，是看重切入零售经纪商的契机。摩根士丹利各项业务的收入占比中，资产管理业务收入占比常年保持在 30% 以上，自营业务收入占比在 30% 上下浮动，佣金费用所占比例逐年缩减。根据摩根士丹利董事会主席兼首席执行官 James Gorman 的发言，此次收购是公司发展的良机，也是财富管理策略的重大进步，是摩根士丹利与 E-Trade 的强强联合。此次并购使投资顾问驱动的业务模型获得了与消费者直接接触的标志性品牌，为摩根士丹利的客户带来数字银行服务，为 E-Trade 客户带去财富管理建议。

图 12：2005-2019 年摩根士丹利营业收入结构



数据来源：WIND、东方证券研究所

2.2.3. 扩展业务板块，拓展变现渠道，业务日趋多元化

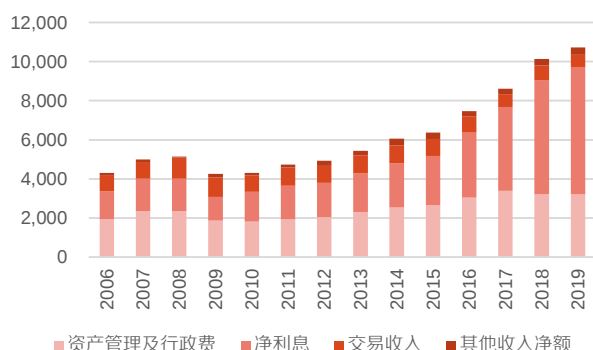
嘉信理财的成长离不开多次的并购重组。1971 年成立的嘉信理财最初是一家传统的折扣经纪券商，于 1987 年上市，当前市值已超过 600 亿美元，成为美国第三大的财富管理公司（在美股证券公司中仅次于大摩和高盛）。嘉信理财发展阶段可归纳三个阶段：折扣经纪商、互联网券商和财富管理全服务型券商。嘉信理财首先通过并购重组顺利战略转型综合财富管理平台后，然后兼并亚美利证券进一步发展规模优势，成为当前全球市场的龙头券商。

并购带来的蜕变之路：从折扣经纪商向综合财富管理平台。20 世纪初，互联网泡沫破灭，美国证券行业平均佣金率从八十年代的 1% 下滑到约 0.06%，同质化的券商经纪业务竞争促使嘉信理财开始转型。1999 年，美国《金融服务现代化法案》发布，推动了金融行业的混业发展。2000 年起，嘉信理财开启了积极的并购扩张之路。2000 年嘉信理财以 27.3 亿美金收购美国信托公司 U.S. Trust Corporation，成功进入信托领域以满足高层次客户需求；同年，又收购了咨询公司 Chicago Investment Analytics，以满足客户对投资咨询的需求。2003 年收购研究型券商 Sound View。2010 年收购咨询公司 Windward 增强其在 ETF 业务方面的实力。2011 年收购在线零售公司 Option Xpress，拓展期权和期货业务；同年，收购了资产管理公司 Thomas Partners Inc 和 Compliance

11 Inc，以满足对企业客户的合规监控要求及申报工具的供应。通过这一系列并购，嘉信理财形成了以传统的经纪业务作为流量入口，通过低佣乃至零佣政策吸引海量客户，再以多元化服务增强客户粘性，形成金融业务的横向闭环，成功转型为综合型财富管理平台。

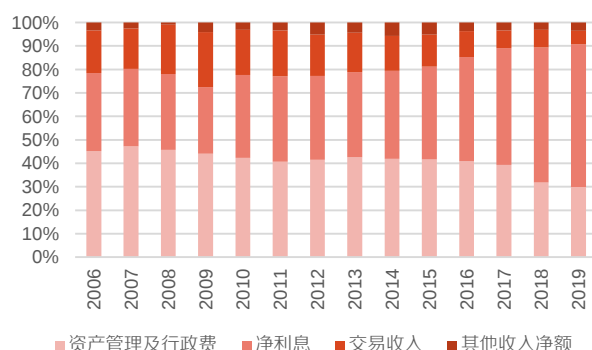
佣金收入占比降低，通过零佣金政策巩固流量优势拓展新的盈利模式。转型以来，嘉信理财已摆脱对佣金收入的依赖，营收结构中佣金率占比由 2000 年的 39.6% 降低至 2008 年的 6.8%。取代佣金的是利息净收入和资管业务，此两项业务 2019 收入占比合计超过 90%。与此同时业绩仍保持稳定正向增长。2019 年 10 月嘉信理财发布公告称，将取消所有移动和网络交易渠道在美国或加拿大交易所上市的股票、ETF 和期权的佣金。考虑佣金收入占比逐年递减，零佣金策略未来对嘉信理财的盈利影响有限，但能通过零佣金将进一步吸引用户扩大规模，为继续提升利息净收入和资产管理费收入奠定基础。截至 2019 年年底，嘉信理财拥有 1233 万活跃账户、4 万亿美元客户资产。在市场竞争日益激烈的背景下，嘉信理财通过并购进一步扩大市场规模。2019 年 11 月，嘉信宣布以 260 亿美金收购美国仅次于嘉信的另一折扣券商巨头亚美利（截至 2019 年 12 月末市值达 275 亿美元）。

图 13：2006-2019 年嘉信理财营业收入（百万美元）



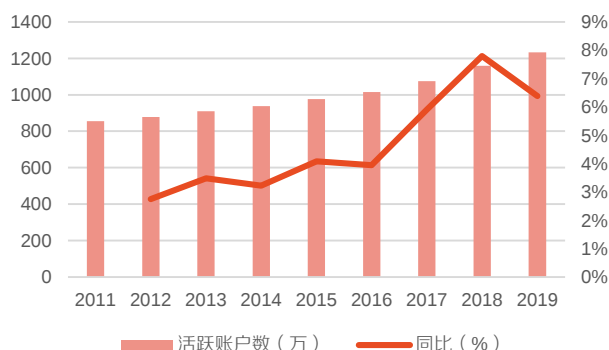
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 14：2006-2019 年嘉信理财营业收入结构



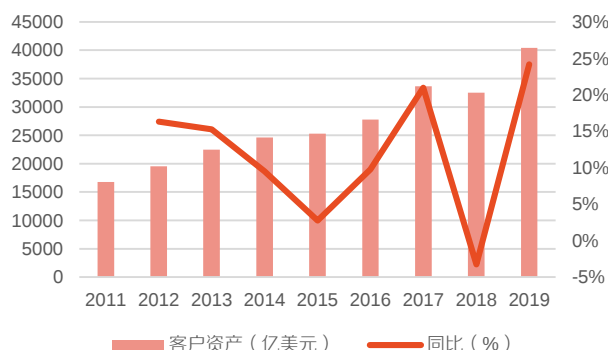
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 15：2011-2019 年嘉信理财活跃账户数（万）及同比



数据来源：WIND、东方证券研究所

图 16：2011-2019 年嘉信理财客户资产（亿美元）及同比

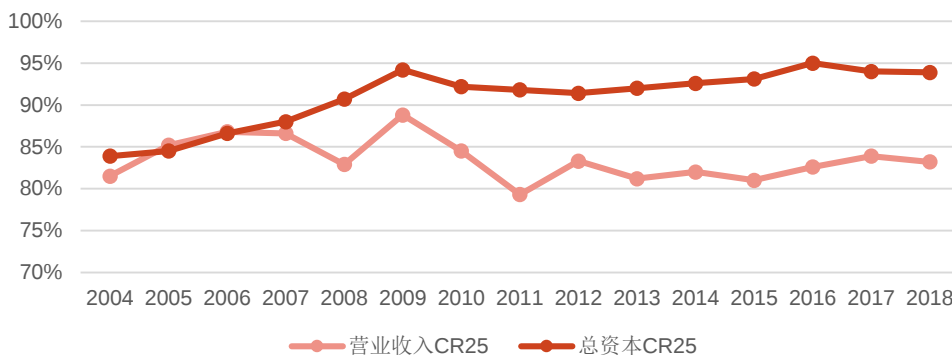


数据来源：WIND、东方证券研究所

2.3. 美国投行并购提升行业集中度，助推行业做大做强

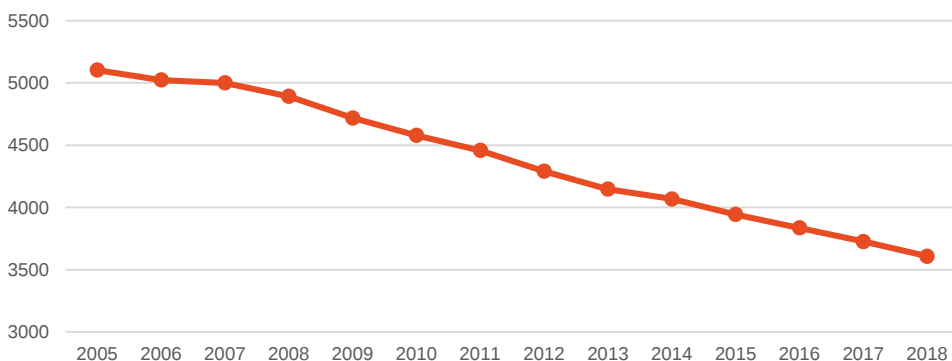
并购潮带动投行业不断走向成熟，集中度保持高位。据 SIMFA，2004 年起纽交所会员公司收入 CR25 持续提高，2007 年达 87%，2008 年次贷危机后，大型投行交易与投资业务收入受到一定冲击，CR25 有所下滑。此后，CR25 常年稳定在 85% 左右，最高峰达 89%。相较之下，2004 年起纽交所会员公司总资本 CR25 表现出更加明显的提升趋势，由 84% 提升至 2019 年的 94%。此外，在并购潮之下美国证券类公司数量也逐年减少，由 2004 年的 5187 家下滑至 2018 年底的 3607 家，年均减少 112 家，整合趋势明显。

图 17：2004-2018 年纽交所会员公司营业收入 CR25 与总资本 CR25



数据来源：SIMFA、东方证券研究所

图 18：2005-2018 年美国证券类公司数量

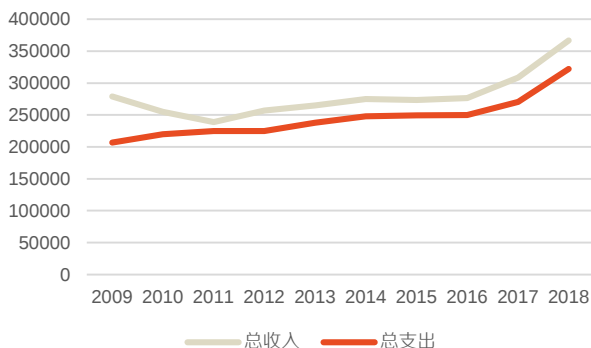


数据来源：SIMFA、东方证券研究所

投行间并购带动了行业快速发展，从业人员数量稳步提升。受益于从 20 世纪 80 年代开始的资本市场的迅速崛起与行业内并购的持续推荐，海外证券业整体规模获得了持续较快发展。以美国为例，1998-2018 年，美国证券业的税前利润和营业收入均呈现了稳步增长。19 年里美国证券业的国内营业收入增长幅度超过 296 %。此外，证券业从业人数也稳步攀升。从 1990-2018 年，

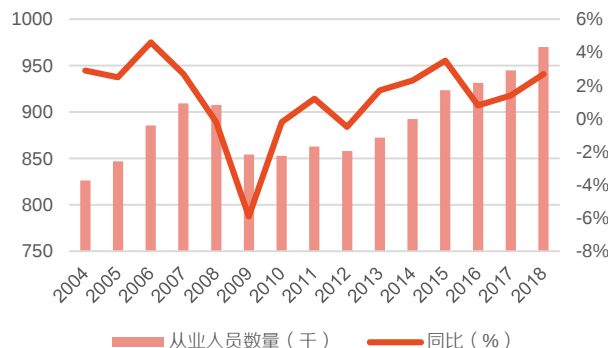
美国证券业的就业人数年均复合增长率（CAGR）约为 2%。

图 19: FINRA 会员经纪及交易商收入及支出（百万美元）



数据来源: SIMFA、东方证券研究所

图 20: 2004-2018 年美国证券从业人员数量（千）及同比

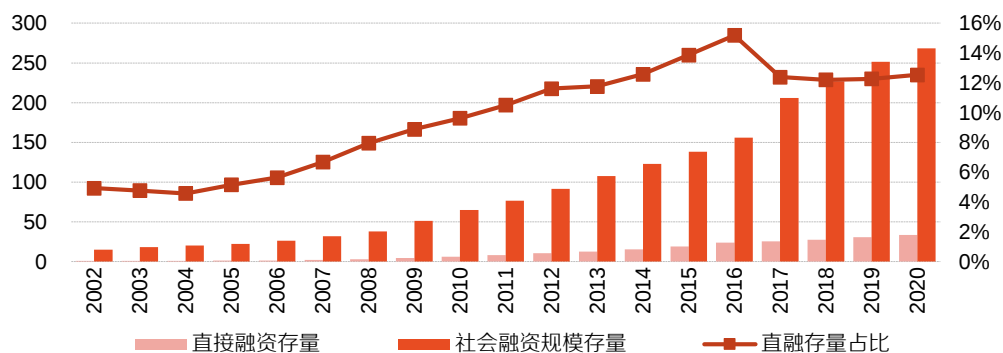


数据来源: SIMFA、东方证券研究所

3. 投资建议:

中国直接融资在社融规模中占比较小。以银行贷款为主的间接融资的比例过大，直接融资比例相对较低，构成了中国面临的长期结构性失衡问题。尽管直接融资近年来一直在增加，但它占整个融资市场的比例仍然远低于成熟市场的水平。截至 2020 年 5 月末，直接融资存量规模占社会融资存量规模的比重仍然仅为 12.54%，资本市场在社融中的地位也远低于银行信贷市场。据证监会统计，G20 国家直接融资比重总体呈上升态势，大多集中在 65-75% 区间内，美国显著高于其他国家，超过 80%。高上市门槛和低上市效率问题，阻碍了中国企业的直接融资渠道。为了满足融资需求，企业寻求银行贷款等间接融资渠道。因此，高昂的资本成本提高了社会的总体负债，融资难，融资贵已经成为中国实体经济向前发展面临的主要障碍。

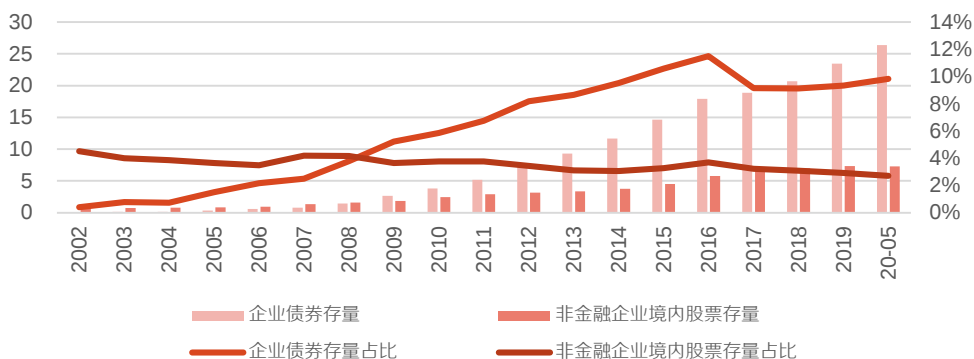
图 21: 2002-2020/5 我国社会融资规模存量（万亿元）及直接融资占比



数据来源: WIND、东方证券研究所

股市对实体经济的作用明显欠缺。直接融资的内部构成在不断发生变化，2002 年企业债券占社融存量的比重仅为 0.41%，境内股票存量的占比为 4.52%，截至 2020 年 5 月末，企业债券占社融存量的比重大幅提升至 9.34%，境内股票存量的占比下降至 2.71%，有逐步边缘化的趋势。显然当前我国股市对于实体经济的融资功能是明显欠缺的，改革势在必行。

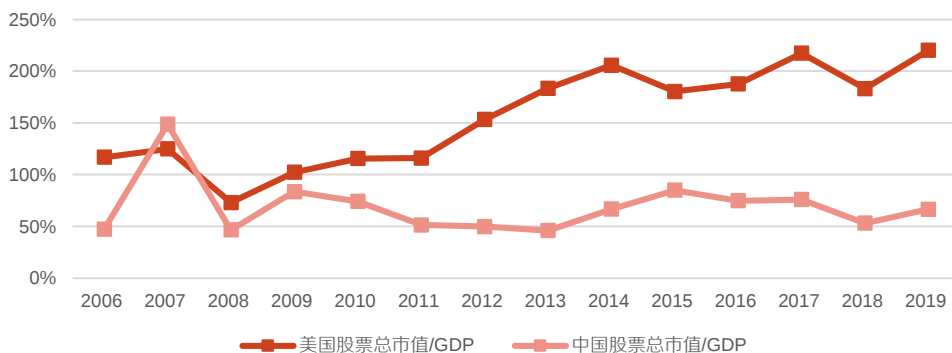
图 22：2002-2020/5 我国直接融资存量规模（万亿元）及构成变化情况



数据来源：WIND、东方证券研究所

从股票市场总市值/GDP 的角度来看，我国股票市场的发展程度明显滞后。股票市场的发展速度远远无法匹配我国实体经济的发展速度，2006 年至今，我国股票市场总市值/GDP 长期处于 1 之下；相较而言，美国股票市场总市值则保持在 1 以上，并呈现快速上升的态势，2019 年，我国与美国的这一比值分别为 0.66 与 2.20。

图 23：2006-2019 年中国与美国股票市场总市值/GDP



数据来源：WIND、东方证券研究所

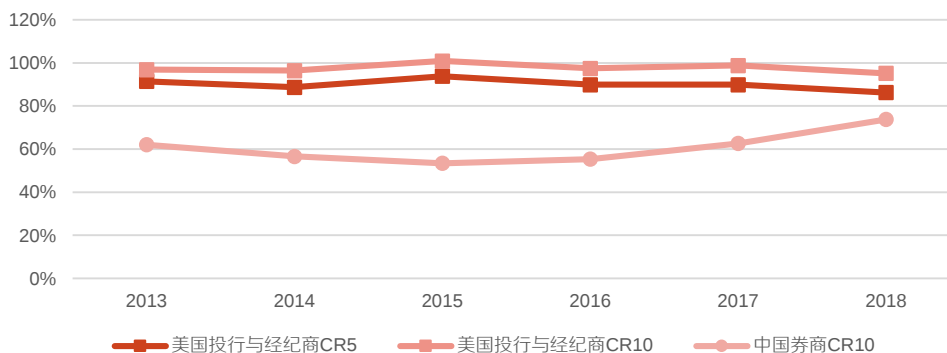
监管致力于提升资本市场重要性及直接融资功能，打造航母级券商。近年来，监管层十分重视资本市场的改革，直接融资对于实体经济的支持力度也在不断加大。为了降低改革过程中资本市场

与金融系统受到的不利影响，采用增量市场改革先行、待制度成熟后再逐渐推广至整个资本市场是更加稳妥的方法。随着科创板设立与注册制试点的初步成功，注册制改革的触角延伸到了创业板，正式开启了 A 股市场全面注册制改革的序幕，资本市场的系统重要性有望逐步提高，并持续加大对实体经济的直接融资支持力度。在这一背景下，证监会积极致力于做强做优做大证券行业，打造航母级头部券商，以更好地实现这一目标。

券商并购符合证券行业做大做强以更好支持经济发展的监管思路，加速行业航母券商的打造。相较于美国，我国证券行业集中度远远落后。经历了几十年的发展，美国投行业在尝尽兴衰更替与跌宕起伏之后，行业已步入成熟期，各类投行与经纪商阶层已经固化；而我国证券行业起步较晚，当前仍然处于快速发展的时期，面临转型升级带来的极大不确定性，行业格局未来仍有可能经历新一轮的洗牌与重塑，集中度有较大的上升空间。虽然行业集中度的提升是大势所趋，但是通过券商内生的发展这一实现途径将会是漫长的过程，因此通过外生并购、头部券商强强联合的方式将提供打造航母级券商、提升行业集中度的捷径，也将助推我国证券行业快速做大做强，快速提升资本市场直融功能与系统重要性。头部券商间并购符合监管引导资本市场支持实体经济发展的整体思路，并将获得监管层面的鼎力支持，我国证券行业也有望掀起新一轮的强强并购浪潮，加速头部集中化趋势，加剧行业内部分化，强者愈强，重点利好头部券商。

券商 II(申万)PB 估值 1.79 倍，略仍低于历史估值中枢，且板块配置比例较低，仍具备向上的空间与能量，维持看好评级。建议重点关注业绩稳健增长的龙头**中信证券(600030, 增持)**与高弹性头部券商**中信建投(601066, 增持)**，建议关注科技赋能双轮驱动的创新成长性龙头**华泰证券(601688, 未评级)**、经纪市占率快速提升的头部券商**招商证券(600999, 增持)**与地缘优势显著的高弹性次新股券商**中泰证券(600918, 增持)**。

图 24：2013-2018 年美国投行与经纪商净利润集中度 vs. 中国券商利润集中度



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

4. 风险提示

1) 受股东利益难以调和等因素的影响，我国券商间尤其是头部券商并购进程不及预期，或并购后由于企业文化、盈利模式等差异较大，券商间合并面临较大的整合风险与融合难度；

2) 监管支持打造航母级券商的后续政策力度不及预期，缺乏直接支持头部券商间并购的具体政策措施。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告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的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

