

过去 20 年券商并购重组剖析

报告摘要：

从时间节点上来看，历史上券商并购重组主要发生在熊市。被收购方以中小券商为主，主要由于弱市环境下，市场情绪低迷，中小券商业务单一、竞争力差、经营压力大，易出现亏损，急于转移风险，寻求变现途径。对于收购方而言，熊市资产价格易被低估，是通过并购方式迅速扩张规模、补强实力的恰当时机。

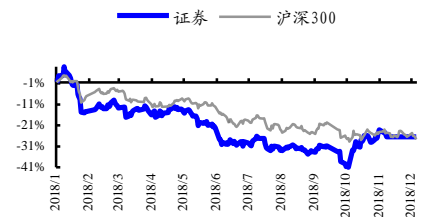
在经济增速换挡期，行业竞争加剧、优胜劣汰明显，单纯靠内生增长难以跨越增长瓶颈，大型券商此时通过高性价比的横向并购进一步扩大市场份额，实现规模效应，是对未来发展的重大利好，因此券商弱市中的并购多数情况下会带来收购方股价不同幅度的抬升。证券行业的并购整合中，现金收购比较受青睐，主要由于现金收购不会摊薄上市公司股东权益，影响股东分红，且不存在解禁压力。但被收购券商净资产较大的情况下一般采用发行股份的方式，现金收购适用于并购净资产较小的券商。

证券公司的并购主要由龙头券商主导，头部券商综合实力强，在外部竞争压力不断加大的背景下，依然维持较高的业绩增速，优于行业整体水平。根据业务布局情况来看，并购双方区域布局存在较大差异，收购完成后可加强收购方的区域协同效应与规模效应。除了零售网络的扩张，外延并购有利于龙头券商整合客户资源，进一步抢占市场份额，产生规模效应，促进基本面的积极改善。横向对比并购双方收购当年的业绩情况，两者营收和净利润的差距悬殊，收购方具有压倒式优势，这也是证券行业并购中一般由龙头券商主导的原因之一。被收购方的估值普遍低于整体板块估值，对于已上市券商，大部分以低于自身估值的价格收购中小券商，在弱市以最低成本扩大规模。

投资建议： 中信收购广州证券意味着券商行业洗牌时代再度到来，龙头券商凭借较强的综合实力和抗风险能力，在行业集中化程度不断提升的过程中有望充分受益。推荐业绩稳健的头部券商中信证券和华泰证券。

风险提示： 市场持续低迷；证券行业相关政策出现重大调整变化；国内外证券市场系统性风险

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-3.02%	5.64%	-21.91%
相对收益	-1.82%	5.59%	4.06%

行业数据

成分股数量 (只)	41
总市值 (亿)	19776
流通市值 (亿)	14173
市盈率 (倍)	13.81
市净率 (倍)	1.01
成分股总营收 (亿)	3246
成分股总净利润 (亿)	1026
成分股资产负债率 (%)	74.05

相关报告

《【东北非银】科创板将至，头部券商将最先获利》

2018-12-28

《【东北非银】2018年11月上市券商月报点评：单月业绩实现同环比增长，各业务均有改善》

2018-12-11

《【东北非银】2018年10月上市券商月报点评：经纪业务环比改善，投行业务全面承压，龙头券商表现稳定》

2018-11-02

证券分析师：戴绍文

执业证书编号：S0550517050002

18209145152

daisw@nescn

联系人：李森董

执业证书编号：S0550118030026

18521953685

lism@nescn

重点公司主要财务数据

重点公司	现价	EPS			PE			评级
		2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
中信证券	17.64	0.94	1.04	1.19	18.77	16.96	14.82	增持
华泰证券	18.33	1.30	1.13	1.27	14.10	16.22	14.43	增持

目 录

1. 熊市券商资产价格缩水，成为行业并购多发时点	4
2. 历史上券商并购方案的特征	4
2.1. 并购事件抬升收购方股价	4
2.2. 现金收购为并购主要方式	5
3. 券商并购中的买卖理由	5
3.1. 龙头券商为收购主导方，区域扩张为主要目的	5
3.2. 被收购方多为小型券商，业绩拖累寻求变现	7
4. 低估值对价为券商并购主旋律	8
4.1. 被收购方券商估值普遍低于板块估值	8
4.2. 上市券商并购价格低于自身估值	9
5. 行业集中化程度提升，券商并购或将更为频繁	10
6. 投资建议	10

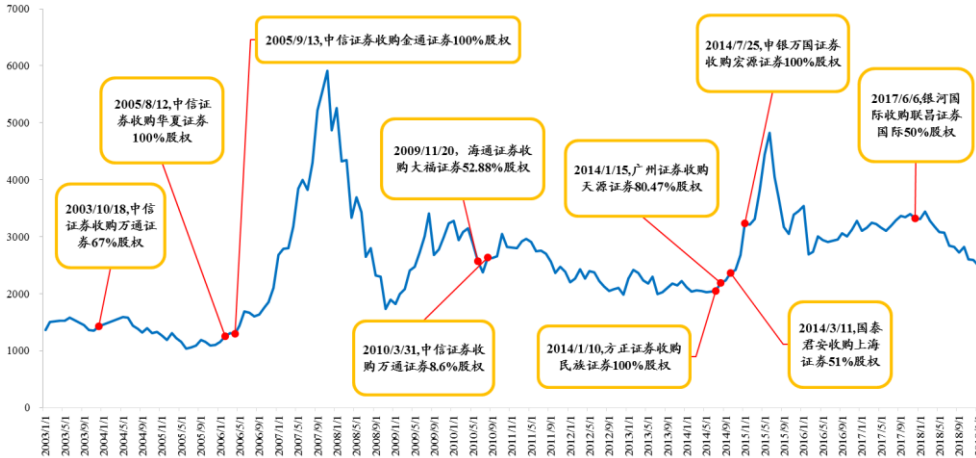
图表目录

图 1: 熊市为券商并购多发期.....	4
图 2: 收购双方营业部区域分布(家).....	6
图 3: 收购双方营收差距悬殊(亿元).....	8
图 4: 被收购方净利润微薄(亿元).....	8
图 5: 被收购方与板块估值情况.....	9
图 6: 并购双方估值情况.....	9
表 1: 收购公告发布后一交易日收购方股价涨跌幅.....	4
表 2: 历史上券商并购方式.....	5
表 3: 收购方经营情况(亿元).....	6
表 4: 各券商收购原因.....	7
表 5: 被收购方经营情况(亿元).....	7

1. 熊市券商资产价格缩水，成为行业并购多发时点

从时间节点上来看，历史上券商并购重组主要发生在熊市。被收购方以中小券商为主，主要由于弱市环境下，市场情绪低迷，中小券商业务单一、竞争力差、经营压力大，易出现亏损，急于转移风险，寻求变现途径。对于收购方而言，熊市资产价格易被低估，是通过并购方式迅速扩张规模、补强实力的恰当时机。

图 1: 熊市为券商并购多发期



数据来源：Wind，东北证券

2. 历史上券商并购方案的特征

2.1. 并购事件抬升收购方股价

国内券商收购消息普遍引起收购方股价上涨，其中申银万国证券和中信证券分别在公告并购消息的后一个交易日股价上涨 9.98% 和 4.93%。在经济增速换挡期，行业发展动能不足，竞争加剧、优胜劣汰明显，单纯靠内生增长难以跨越增长瓶颈，大型券商此时通过高性价比的横向并购进一步扩大市场份额，实现规模效应，是对未来发展的重大利好，因此券商弱市中的并购多数情况下会带来收购方股价不同幅度的抬升。

表 1: 收购公告发布后一交易日收购方股价涨跌幅

收购方	被收购方	收购股权比例	发布通告时间	后一交易日股价涨跌幅
中信证券	万通证券	67.04%	2002/2/1	未上市
中信证券	金通证券	100%	2005/9/13	2.61%
海通证券	大福证券	52.86%	2009/11/20	3.40%
中信证券	万通证券	8.60%	2010/3/31	1.30%
方正证券	民族证券	100%	2014/1/10	1.69%
广州证券	天源证券	80.47%	2014/1/15	未上市
国泰君安	上海证券	51%	2014/3/11	未上市
申银万国	宏源证券	100%	2014/7/25	9.98%
中信证券	广州证券	100%	2018/12/24	4.93%
东方证券	东方花旗	33.33%	2019/1/8	0.71%

数据来源：Wind，东北证券

2.2. 现金收购为并购主要方式

证券行业的并购整合中，被收购券商净资产较大的情况下一般采用发行股份的方式，而净资产较小的券商直接以现金收购。现金收购在并购整合中比较受青睐，主要由于现金收购不会扩大股本，摊薄上市公司股东权益，影响股东分红，未来不会存在解禁压力。另外现金收购可简化收购流程、提高收购效率和并购重组成功概率。但也有不少券商选择发行股份的方式进行收购，如民族证券、宏源证券和广州证券被收购时的净资产分别为 75 亿元、169 亿元和 109 亿元，均属于净资产相对较大的券商，若以现金收购将给收购方带来较大的现金流压力。

表 2: 历史上券商并购方式

收购方	被收购方	收购方净资产	被收购方净资产	收购前持股比例	收购股权比例	收购方式
中信证券	万通证券	54.81	3.14	0.0%	67.0%	现金收购及增发股份
中信证券	金通证券	68.43	5.22	0.0%	100.0%	现金收购
海通证券	大福证券	434.13	17.35	0.0%	52.9%	现金收购
中信证券	万通证券	708.48	26.10	91.4%	8.6%	现金收购
方正证券	民族证券	308.05	75.37	0.0%	100.0%	发行股份
广州证券	天源证券	57.60	2.83	0.0%	80.5%	现金收购
国泰君安	上海证券	472.99	49.83	0.0%	51.0%	现金收购
申银万国	宏源证券	215.26	169.33	0.0%	100.0%	发行股份
中信证券	广州证券	1563.00	109.00	0.0%	100.0%	发行股份
东方证券	东方花旗	519.87	12.95	66.7%	33.3%	现金收购

数据来源：公开资料，东北证券

3. 券商并购中的买卖理由

3.1. 龙头券商为收购主导方，区域扩张为主要目的

从历史上已发生案例来看，证券公司的并购主要由龙头券商主导，头部券商综合实力强，在外部竞争压力不断加大的背景下，依然维持较高的业绩增速，优于行业整体水平。虽然中信证券和东方证券在 2018 年的收购中业绩出现负增长，但相较于行业整体-12%的营收增速，业绩排名仍然靠前，可见收购方券商均有稳健的业绩支撑。

表 3: 收购方经营情况(亿元)

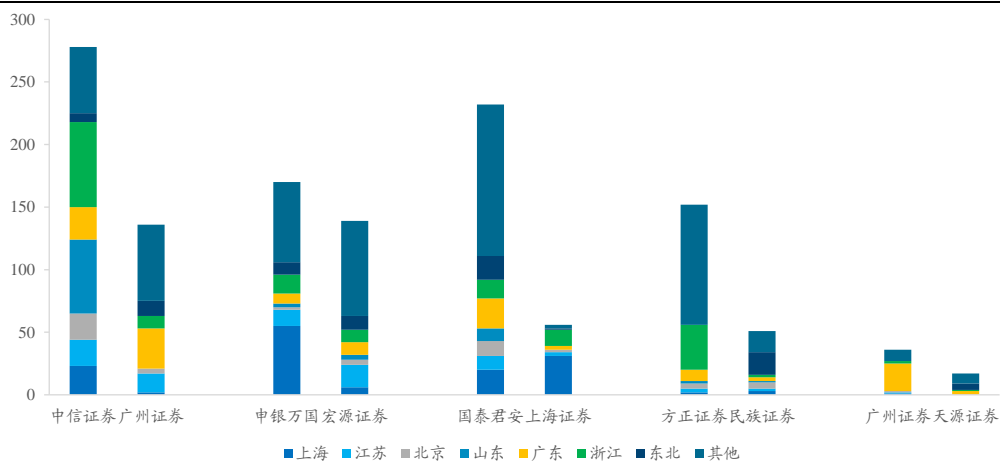
收购方	被收购方	前一年营收	收购年营收	营收同比	前一年净利润	收购年净利润	净利润同比
中信证券	万通证券	8.26	8.44	2.18%	1.10	3.65	231.82%
中信证券	华夏证券	9.66	10.27	6.31%	1.73	3.29	90.17%
中信证券	金通证券	9.66	10.27	6.31%	1.73	3.29	90.17%
海通证券	大福证券	75.50	109.08	44.48%	33.02	45.48	37.73%
中信证券	万通证券	220.60	277.95	26.00%	100.88	121.36	20.30%
方正证券	民族证券	34.41	48.99	42.37%	10.99	18.00	63.79%
广州证券	天源证券	9.07	16.82	85.45%	1.10	5.36	387.27%
国泰君安	上海证券	90.09	178.80	98.47%	30.28	71.71	136.82%
申银万国	宏源证券	59.73	86.57	44.92%	19.15	35.04	82.96%
银河国际	联昌证券国际	3.50	3.46	-1.14%	1.27	1.19	-6.30%
中信证券*	广州证券*	284.99	272.09	-4.53%	83.38	76.82	-7.87%
东方证券*	东方花旗*	70.59	65.66	-6.98%	26.98	9.52	-64.71%

数据来源: Wind, 东北证券

注: 中信证券与东方证券统计的为前三季度累计营收与净利润

根据业务布局情况来看, 并购双方区域布局存在较大差异, 收购完成后可加强收购方的区域协同效应与规模效应。如广州证券位于粤港澳大湾区核心地带, 深耕珠三角地区, 拥有营业部 154 家, 其中华南地区营业部有 42 家。而中信证券在山东、浙江等地有较强布局, 但在广东省的营业部只有 26 家, 仅占营业部总数的 9.35%, 收购完成后中信证券在华南地区的营业部将增加至 76 家, 这便弥补了中信证券在华南地区薄弱布局的劣势, 有利于公司自身在华南地区的业务拓展。民族证券营业部主要分布于东北、西南地区, 与方正证券主要分布于中部、东部地区的营业部形成区域互补。另外申银万国、国泰君安、广州证券分别在并购后加强自身在中西部、上海、西北部的布局。除了零售网络的扩张, 外延并购有利于龙头券商整合客户资源, 进一步抢占市场份额, 产生规模效应, 促进基本面的积极改善。

图 2: 收购双方营业部区域分布(家)



数据来源: 公司公告, 东北证券

表 4: 各券商收购原因

收购方	被收购方	收购原因
中信证券	万通证券	弥补零售网络资源, 实现低成本扩张
中信证券	华夏证券	快速增加营业部数量, 加速拓展销售渠道
中信证券	金通证券	加速实施沿海战略
海通证券	大福证券	提升公司国际业务实力
中信证券	万通证券	公司变更业务范围, 证券经纪范围限山东省、河南省、浙江省、福建省、江西省以外区域, 万通证券经纪业务范围限山东省、河南省以内
方正证券	民族证券	实现两家券商的资源整合、营业区域优势互补以及客户资源的极大丰富, 进一步扩大市场份额, 实现营业部全范围布局
广州证券	天源证券	并购成功将进一步增强企业整体实力, 为上市加码, 有望加速上市进程。
国泰君安	上海证券	清除了国泰君安上市的障碍, 意味着在新一轮上海国资国企改革中, 国泰君安将以"内涵式发展+外延式扩张"方式, 提速其金融集团的步伐, "综合金融"的发展脉络越发清晰
中银万国	宏源证券	强强联合, 存续公司的多项经营指标都将跻身于行业前列。同时, 其证券业务、客户资源、营业网络和人力资源将实现有效的融合, 存续公司的整体资本实力和抗风险能力将进一步加强, 综合竞争力实现大幅度提升
中信证券	广州证券	促进中信证券在广东地区的业务发展; 通过本次交易, 中信证券位于广东省及周边区域的客户数量将获得显著提升, 通过充分利用广州证券已有经营网点布局及客户资源实现中信证券在广东省乃至整个华南地区业务的跨越式发展, 有助于增强上市公司的盈利能力和核心竞争力。
东方证券	东方花旗	为提升东方花旗未来与公司整体发展战略的有效协同、提升东方花旗整体经营的持续性和稳定性, 同时考虑花旗亚洲对中国境内投资战略和业务布局作出调整之目的

数据来源: 公开资料, 东北证券

3.2. 被收购方多为小型券商, 业绩拖累寻求变现

从被收购券商的经营业绩来看, 发布收购公告前一年的业绩均表现欠佳, 收购当年营收及净利润同比增速较大的也都是由于低基数造成, 可见市场低迷, 经营压力持续加大, 业绩拖累是小券商出售资产的直接原因。横向对比并购双方收购当年的业绩情况, 两者营收和净利润的差距悬殊, 收购方具有压倒式优势, 这也是证券行业并购中一般由龙头券商主导的原因之一。

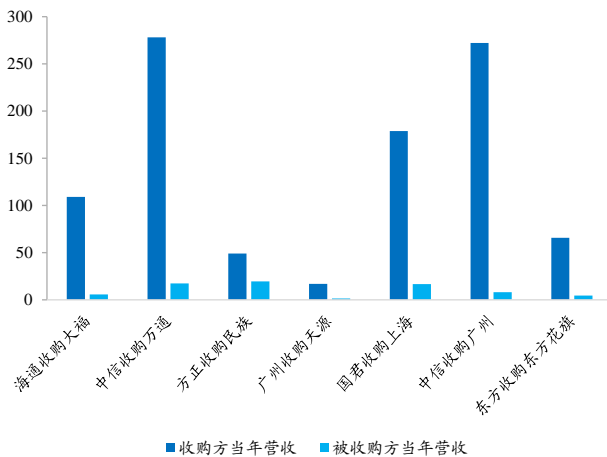
表 5: 被收购方经营情况(亿元)

收购方	被收购方	前一年营收	收购年营收	营收同比	前一年净利润	收购年净利润	净利润同比
海通证券	大福证券	6.73	5.78	-14.12%	0.99	0.75	-24.24%
中信证券	万通证券	12.65	17.37	37.31%	5.24	8.59	63.93%
方正证券	民族证券	10.45	19.40	85.70%	1.55	5.82	275.00%
广州证券	天源证券	1.10	1.37	24.55%	0.01	0.26	1893.80%
国泰君安	上海证券	11.12	16.67	49.91%	0.85	5.14	504.71%
中银万国	宏源证券	41.19	35.66	-13.43%	12.28	12.48	1.63%
中信证券*	广州证券*	17.43	8.01	-54.04%	2.39	(0.29)	-112.13%
东方证券*	东方花旗*	10.39	4.53	-56.40%	1.88	1.30	-30.85%

数据来源: Wind, 东北证券

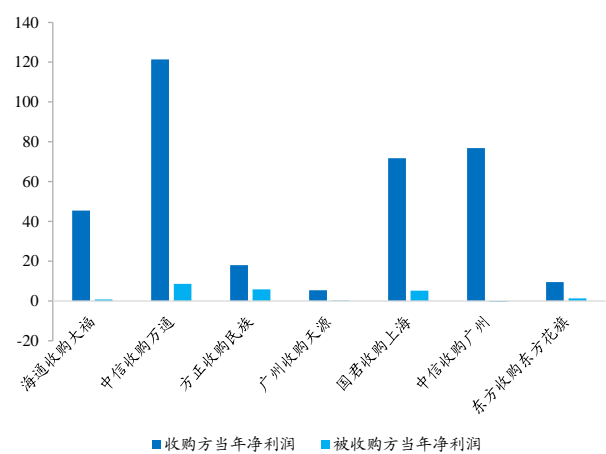
注: 广州证券与东方花旗统计的为前三季度累计营收与净利润

图 3: 收购双方营收差距悬殊(亿元)



数据来源: Wind, 东北证券

图 4: 被收购方净利润微薄(亿元)



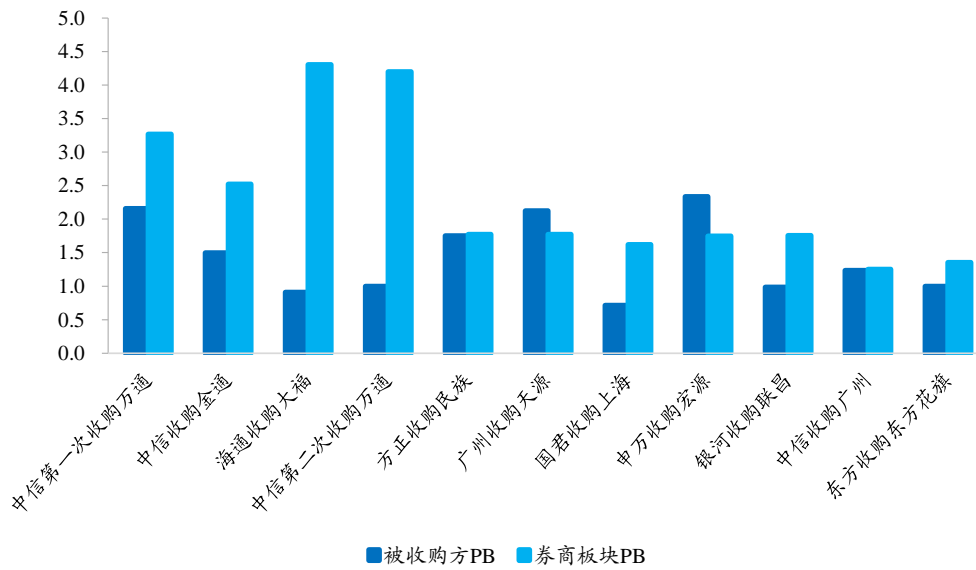
数据来源: Wind, 东北证券

4. 低估值对价为券商并购主旋律

4.1. 被收购方券商估值普遍低于板块估值

历史上被收购券商的估值在 0.7-2.5xPB 之间, 收购期券商板块的估值范围在 1.3-3.3xPB, 被收购方的估值普遍低于整体板块估值。而宏源证券和天源证券分别以 2.12xPB 和 2.34xPB 被收购, 高于当时行业估值。宏源证券由于债市交易问题且公司内部动荡, 2013 年 7-9 月股价逆市而下, 急需强强联合度过难关。当时申万作为老牌券商因多重因素未能上市, 而宏源证券领先的投行业务能力是申万所欠缺的, 所以收购宏源证券是借壳上市和补强实力的综合考量, 溢价收购也算合理。天源证券多年来业务范围仅限于经纪业务, 广州证券收购天源证券可直接获取天源证券 16 家营业部带来的超过 16 万户的客户数量和 600 亿元的客户总资产, 是迅速扩大网点和规模的有效途径。对于当时积极筹备上市的广州证券来说, 尽快做大做强是首要目的, 所以以较高估值收购天源证券情理之中。

图 5: 被收购方与板块估值情况

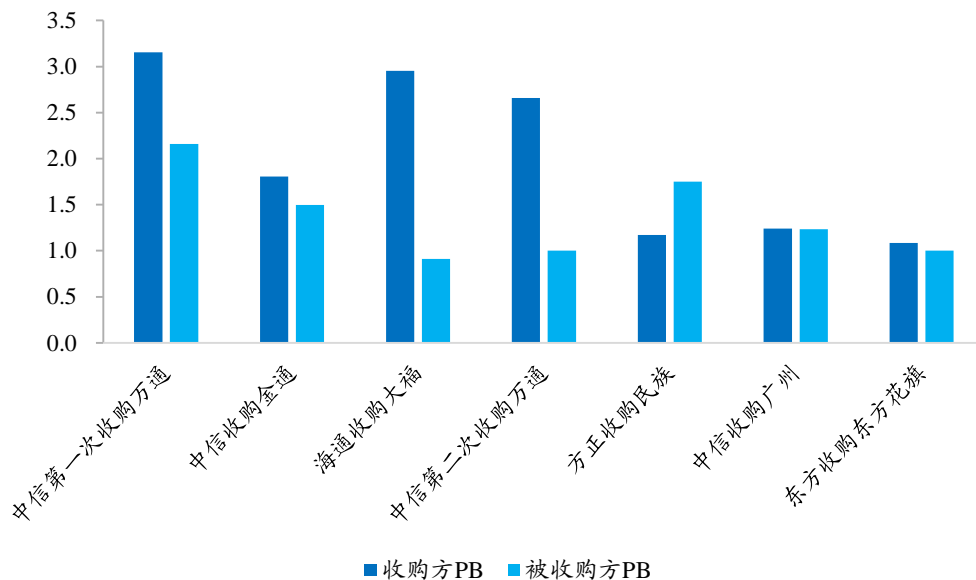


数据来源: Wind, 东北证券

4.2. 上市券商并购价格低于自身估值

对于已上市券商, 大部分以低于自身估值的价格收购中小券商, 在弱市以最低成本扩大规模。但也有券商以高估值收购资产, 如方正证券收购民族证券, 民族证券在评估基准日前夕完成增资扩股 45.77 亿元, 由于新增现金没有增值效应, 导致民族证券估值虚高。

图 6: 并购双方估值情况



数据来源: Wind, 东北证券

5. 行业集中化程度提升，券商并购或将更为频繁

金融行业从严监管背景下，宏观、市场、政策等多个因素的共同作用使证券行业经营压力持续加大。在强者优势持续巩固、外资控股券商数量逐步增多等内外因素的共同影响下，未来证券行业将面临更严峻复杂的竞争格局。财富管理转型、新股发行改革、资产管理去通道和衍生品业务的马太效应，将加速证券行业集中度提升。2018年以来，亏损券商数量显著增加，若恶劣的经营环境持续，可以预见证券行业未来并购重组将变得频繁。中信收购广州证券掀开了近几年国内证券公司重组合并的第一幕，随着核心竞争力转向资本实力、风险定价能力、机构平台和金融科技运用，未来证券行业将出现强者恒强的竞争格局。

6. 投资建议

随着传统业务饱和度提升，依靠牌照红利的商业模式进入瓶颈期，未来对盈利性的需求将超过对牌照的盲目信仰，证券行业将面临更全面的竞争，中信收购广州证券意味着券商行业洗牌时代再度到来，龙头券商凭借较强的综合实力和抗风险能力，在行业集中化程度不断提升的过程中有望充分受益。推荐业绩稳健的头部券商中信证券和华泰证券。

风险提示：

- 市场持续低迷
- 证券行业相关政策出现重大调整变化
- 国内外证券市场系统性风险

分析师简介:

戴绍文：中央财经大学硕士，曾就职于中国太保（集团）、东方证券，现任东北证券非银金融行业分析师

李森蔓：浙江大学学士、香港大学硕士。2018年加入东北证券，现任东北证券非银金融行业研究员

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中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。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险（R3）等级金融产品及服务，包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内，股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内，股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内，行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市南山区大冲商务中心 1 栋 2 号楼 24D	518000

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
华东地区机构销售			
袁颖 (总监)	021-20361100	13621693507	yuanying@nesc.cn
杨涛	021-20361106	18601722659	yangtao@nesc.cn
阮敏	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13956071185	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
孙斯雅	021-20361121	18516562656	sunsiya@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
颜玮	010-58034565	18601018177	yanwei@nesc.cn
安昊宁	010-58034561	18600646766	anhn@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
林钰乔	0755-33975865	13662669201	linyq@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn