

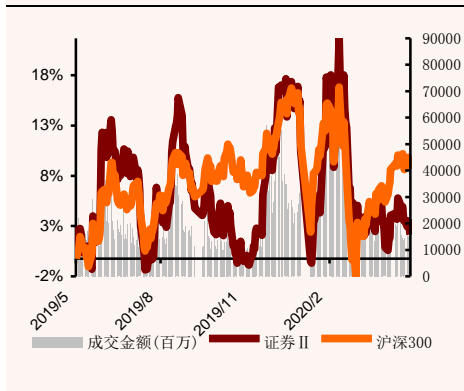
方正证券研究所证券研究报告

高级分析师：左欣然
执业证书编号：S1220517110001
E-mail: zuoxinran@foundersc.com

重要数据：

| | |
|----------|---------|
| 上市公司总家数 | 45 |
| 总股本(亿股) | 2408.09 |
| 销售收入(亿元) | 1022.74 |
| 利润总额(亿元) | 381.65 |
| 行业平均 PE | 99.34 |
| 平均股价(元) | 11.43 |

行业相对指数表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

- 《股市回暖释放券商业绩弹性》2020.05.11
- 《投资拖累，数字化重构助推财富管理转型》2020.04.30
- 《经纪业务份额提升，投行、资管保持增势》2020.04.30
- 《经纪业务高增长，资管、投行仍待修复》2020.04.29
- 《投资拖累业绩，经纪、投行业务平稳增长》2020.04.29

请务必阅读最后特别声明与免责条款

追寻券商并购之路：

历史的机遇与自我的机会

行业深度报告

行业研究

证券 II 行业

2020.06.02/推荐

核心观点：

重资本业务模式下，券商提升规模需求强烈，行业横向与纵向的并购事件频发，而青睐并购的原因有三。1) 经济转型中打造多层次资本市场，对券商规模提出更高需求，而并购重组能够迅速帮助券商实现资金的扩充、能力的补足或加强、资源的扩充、人才的支持；2) 资本市场改革政策红利频现，外资持股比例放开，抓取市场改革红利+应对海外竞争，需要券商有充足的资本金与创新能力；3) 并购整合是从同质化行业竞争中走出、在行业集中度提升过程中前进的必然要求，并购整合能够改善行业资源配置效率，带动整体 ROE 水平提升。

并购的目的是为了抓住资本市场改革的机会，争取领先地位，未来将涌现包括强强联合、强弱并购、中小券商间重组、跨业务并购、跨境并购等多种并购方式。强强联合能够整合财富管理业务的资源、提升机构业务经营效率；强弱互补能够提高整体行业资源配置效率、帮助头部券商补足业务、布局短板；中小券商合并能够快速壮大规模、向头部券商靠拢；跨业务并购、海外并购能够帮助券商快速进入新业务领域、拓展海外业务。

历史上四次大规模的业内整合帮助行业实现优胜劣汰。银证分离后，证券公司积极通过整合信托、银行旗下证券部门与增资扩股实现规模快速扩张；2000 年起长达五年的市场低迷暴露了行业的风险，部分券商抓住机会托管问题券商做大了规模；“一参一控”要求下券商再次开始分拆与整合；第四次行业整合更多归因于券商面对经济转型机遇、在监管支持引导下、突破当前同质化的红海竞争压力成为领先券商的诉求。

投资建议：

资本市场改革深化、市场机构化趋势、外资准入将带来行业并购整合机遇，带来行业整体资源配置效率的提升；宽松的货币政策以及监管近期在市场流动性、资本补充、完善市场基础制度上的利好政策、疫情控制下经济预期的好转有望持续改善券商行业盈利水平，带动行业长期 ROE 水平的提升。预计行业头部券商 2020 年 PB 估值水平 1.0-1.5 倍，优先推荐低估值、衍生品与 FICC 等投资交易业务高增长、资源与资金优势显著的华泰证券，业绩稳定性强改革受益多的中信证券，以及业务发展均衡兼具弹性的招商证券。

风险提示：

资本市场改革力度不及预期、经济下滑超预期、交投情绪反复

目录

| | | |
|-------|---|----|
| 1 | 券商为何青睐增资与并购？ | 5 |
| 1.1 | 券商青睐股权融资，积极通过并购提升规模、扩大业务布局 | 5 |
| 1.2 | 原因一：经济转型中打造多层次资本市场，对规模提出更高需求 | 7 |
| 1.3 | 原因二：抓取市场改革红利、应对海外竞争，增强资本金、加强业务能力势在必行 | 8 |
| 1.3.1 | 监管导向推动资本市场改革深化 | 8 |
| 1.3.2 | 外资持股比例放开、竞争加剧，而国内券商正处在转型关键期 | 10 |
| 1.4 | 原因三：并购整合是从同质化行业竞争中走出、在行业集中度提升过程中前进的必然要求 | 13 |
| 2 | 并购重组的历史借鉴：快速做大做强的有效方式 | 14 |
| 2.1 | 争取创始之初的一席之地，实现规模快速扩张 | 15 |
| 2.2 | 肃清原有问题，转危为机 | 15 |
| 2.3 | 借政策东风整合壮大 | 16 |
| 2.4 | 把握资本市场改革机会、争取领先地位 | 17 |
| 2.5 | 并购浪潮的成因共性分析 | 17 |
| 3 | 当下券商并购的格局和机遇 | 18 |
| 3.1 | 强强联合，打造属于中国的国际投行 | 18 |
| 3.2 | 强弱互补，提升整体效率 | 21 |
| 3.3 | 中小券商联合，追赶头部券商 | 22 |
| 3.4 | 跨业务并购服务公司战略发展方向 | 23 |
| 3.5 | 海外并购帮助国内券商拓展海外业务 | 24 |
| 4 | 当前并购重组的典例——中信扩张史 | 25 |
| 4.1 | 并购打造头部券商 | 25 |
| 4.2 | 正式确立行业第一 | 25 |
| 4.3 | 收购里昂证券，进军海外业务 | 26 |
| 4.4 | 收购广州证券——强弱联合的典范 | 26 |
| 4.5 | 中信并购动因分析 | 27 |
| 5 | 海外投行并购经验借鉴 | 27 |
| 5.1 | 多元化并购打造综合金融服务平台——美林的并购史 | 27 |
| 5.2 | 重资本业务转型下，资本优势输出利润优势——高盛案例 | 28 |
| 6 | 券业并购如何才能真正做到“1+1>2” | 30 |
| 6.1 | 战略是一切并购的前提 | 30 |
| 6.2 | 互补性、企业文化影响并购的最终效果 | 30 |
| 6.3 | 重视并购的组织架构整合以及并购后的业务发展战略 | 30 |
| 6.4 | 并购时点影响并购的成本 | 30 |
| 7 | 投资建议 | 31 |

图表目录

| | | |
|--------|------------------------------|----|
| 图表 1: | 金融行业当年新增股权融资占比 | 5 |
| 图表 2: | 券商近十年股权融资事件一览 | 6 |
| 图表 3: | 券商近十年并购事件一览 | 7 |
| 图表 4: | 直接融资、间接融资新增社融占比 | 8 |
| 图表 5: | 股票市场占名义 GDP 比例 | 8 |
| 图表 6: | 债券市场占名义 GDP 比例 | 8 |
| 图表 7: | 2019 年以来资本市场基础制度改革措施整理 | 9 |
| 图表 8: | 机构投资者占比不断提升 | 10 |
| 图表 9: | 机构客户的销售交易服务需求 | 10 |
| 图表 10: | 经纪业务收入占比不断下滑 | 11 |
| 图表 11: | 行业 ROE 常年不足 10% | 11 |
| 图表 12: | 市场佣金率不断下滑 | 11 |
| 图表 13: | 投行承销费率不断下滑 | 11 |
| 图表 14: | 高盛与国内券商行业资产规模对比 | 11 |
| 图表 15: | 高盛与国内券商行业营收对比 | 11 |
| 图表 16: | 国内券商财务杠杆倍数 | 12 |
| 图表 17: | 国内券商资本杠杆率 | 12 |
| 图表 18: | 高盛集团杜邦分拆 | 12 |
| 图表 19: | 华泰证券杜邦分拆 | 12 |
| 图表 20: | 国内外投行 ROE 水平对比 | 12 |
| 图表 21: | 金融行业总资产比例 | 13 |
| 图表 22: | 金融行业净利润比例 | 13 |
| 图表 23: | 券商与银行 ROE 水平对比 | 13 |
| 图表 24: | 券商营收与 ROE 高波动 | 13 |
| 图表 25: | 国内外投行资产 CR5 占比 | 14 |
| 图表 26: | 国内银行资产、营收 CR5 占比 | 14 |
| 图表 27: | 股权、债权承销 CR5 占比 | 14 |
| 图表 28: | 经纪业务 CR5 占比 | 14 |
| 图表 29: | 证券行业的 4 次并购浪潮 | 14 |
| 图表 30: | 综合治理前后券商盈利水平对比 | 16 |
| 图表 31: | 综合治理前后券商资产规模对比 | 16 |
| 图表 32: | 综合治理带来行业 ROE 与集中度的提升 | 16 |
| 图表 33: | 申万、宏源合并后带来 ROE 的提升 | 17 |
| 图表 34: | 并购带来申万宏源行业排名的提升 | 17 |
| 图表 35: | 华泰一系列并购后规模迅速提升 | 17 |
| 图表 36: | 华泰一系列并购后盈利大幅提升 | 17 |
| 图表 37: | 中信与国际顶级投行资产规模对比 | 18 |
| 图表 38: | 中信与国际顶级投行盈利规模对比 | 18 |
| 图表 39: | 本土券商的重点优势区域 | 19 |
| 图表 40: | 中金公司财富管理客户高增长 | 19 |
| 图表 41: | 中金公司经纪业务收入高增长 | 19 |
| 图表 42: | 中金 IPO 承销行业领先 | 20 |
| 图表 43: | 中信、华泰定增排名靠前 | 20 |
| 图表 44: | 中信建投聚焦债券承销业务 | 20 |
| 图表 45: | 招商 ABS 排名靠前 | 20 |
| 图表 46: | 华泰联合股权承销市场份额 | 21 |
| 图表 47: | 华泰联合债券承销规模与增速 | 21 |

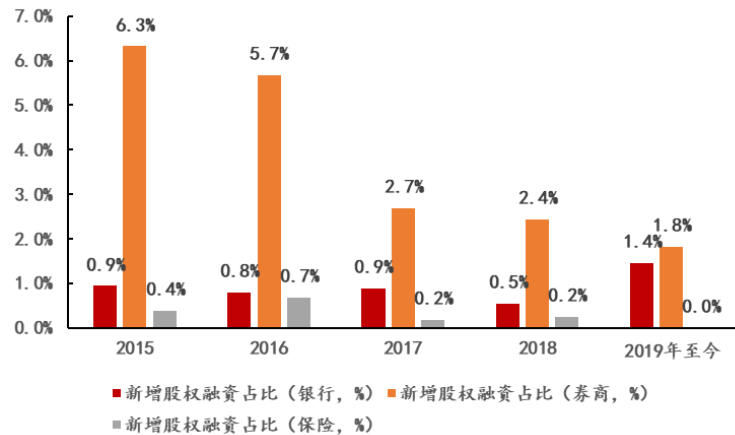
| | | |
|--------|-----------------------------|----|
| 图表 48: | 华泰投资业务规模迅速扩容 | 21 |
| 图表 49: | 国内中小券商 ROE 水平显著低于头部券商 | 21 |
| 图表 50: | 国内中小券商受限业务梳理 | 22 |
| 图表 51: | 华创、太平洋净资产实力对比 | 23 |
| 图表 52: | 华创、太平洋业务收入对比 | 23 |
| 图表 53: | 东方财富基金销售规模不断上升 | 23 |
| 图表 54: | 国内券商海外业务收入规模 | 24 |
| 图表 55: | 海外积极布局带来海外业务高增长 | 24 |
| 图表 56: | 中信证券并购历史 | 25 |
| 图表 57: | 股基市占率大幅度提升 | 25 |
| 图表 58: | 中信 2006 年后资产规模大幅度提升 | 25 |
| 图表 59: | 中信证券海外业务并购后迎来高增长 | 26 |
| 图表 60: | 中信证券 2019 年营业部与收入地区分布 | 26 |
| 图表 61: | 收购万通进军山东 | 27 |
| 图表 62: | 收购华夏与金通进军浙江 | 27 |
| 图表 63: | 美林并购史 | 28 |
| 图表 64: | 高盛做市业务收入体量巨大 | 29 |
| 图表 65: | 高盛资管业务收入稳步增长 | 29 |

1 券商为何青睐增资与并购？

1.1 券商青睐股权融资，积极通过并购提升规模、扩大业务布局

金融行业中，券商更青睐于通过股权融资扩充资本规模。整个金融行业中，券商相比于银行、保险行业，通过股权融资提升资本规模的积极性更高，过去五年中，券商当年股权融资规模占当年净资产比例一度超过 5%，2019 年为 1.8%，仍远超银行、保险公司同期水平。

图表1： 金融行业当年新增股权融资占比



资料来源：Wind，方正证券研究所

注：股权融资事件包括 IPO、定增、配股、公开增发、可转债、可交债融资

重资本业务模式下券商股权融资规模迅速提升。国内证券行业自 2011 年以来，从轻资产运营模式开始向以资本中介业务、自营投资业务为代表的重资产特征的创新业务转型，券商积极通过扩充资本来加大资本中介、投资业务布局提升自身竞争力，对于扩大自身资产规模存在强烈的诉求。而对扩大资产规模的诉求首先集中体现在股权融资规模的大幅增长，“资本为王”的模式下，证券公司通过首发、定增、配股等股权融资方式持续做大规模，近十年以来，股权募资事件多达 73 次，累计募资 4212 亿元，预计未来仍将持续，截至 2020 年 5 月末，等待再融资方案的券商多达 12 家（含定增、配股），涉及募集资金规模超过 1020 亿元。

图表2： 券商近十年股权融资事件一览

| 发行日期 | 公司 | 募资规模 (亿元) | 方式 | 发行日期 | 公司 | 募资规模 (亿元) | 方式 |
|------------|------|--------------|-----|------------|------|--------------|------|
| 2020-03-12 | 东吴证券 | 60 | 配股 | 2016-01-14 | 太平洋 | 43 | 配股 |
| 2020-03-10 | 天风证券 | 53 | 配股 | 2016-01-07 | 东吴证券 | 35 | 定增 |
| 2020-02-13 | 中银证券 | 15 | IPO | 2015-12-28 | 兴业证券 | 123 | 配股 |
| 2020-01-10 | 中信证券 | 135 | 定增 | 2015-12-18 | 山西证券 | 39 | 定增 |
| 2020-01-03 | 国海证券 | 40 | 配股 | 2015-08-21 | 光大证券 | 80 | 定增 |
| 2019-06-24 | 红塔证券 | 13 | IPO | 2015-06-30 | 国海证券 | 50 | 定增 |
| 2019-01-08 | 华林证券 | 10 | IPO | 2015-06-29 | 五矿资本 | 7 | 定增 |
| 2018-10-17 | 长城证券 | 20 | IPO | 2015-06-18 | 国泰君安 | 301 | IPO |
| 2018-10-09 | 天风证券 | 9 | IPO | 2015-05-15 | 国金证券 | 45 | 定增 |
| 2018-07-23 | 华泰证券 | 142 | 定增 | 2015-03-16 | 辽宁成大 | 14 | 定增 |
| 2018-06-07 | 中信建投 | 22 | IPO | 2015-03-12 | 国投资本 | 61 | 定增 |
| 2018-06-01 | 南京证券 | 10 | IPO | 2015-03-11 | 东方证券 | 100 | IPO |
| 2018-01-24 | 华西证券 | 50 | IPO | 2015-03-04 | 西部证券 | 50 | 定增 |
| 2018-01-08 | 申万宏源 | 120 | 定增 | 2015-02-13 | 国投资本 | 183 | 定增 |
| 2017-12-14 | 东方证券 | 111 | 定增 | 2015-02-10 | 东兴证券 | 46 | IPO |
| 2017-10-17 | 国元证券 | 42 | 定增 | 2014-12-19 | 国信证券 | 70 | IPO |
| 2017-10-12 | 财通证券 | 41 | IPO | 2014-12-12 | 华创阳安 | 2 | 定增 |
| 2017-10-12 | 国投资本 | 80 | 定增 | 2014-08-05 | 方正证券 | 130 | 定增 |
| 2017-06-13 | 浙商证券 | 28 | IPO | 2014-07-23 | 东吴证券 | 51 | 定增 |
| 2017-05-08 | 华鑫股份 | 13 | 定增 | 2014-05-19 | 招商证券 | 111 | 定增 |
| 2017-04-28 | 华鑫股份 | 40 | 定增 | 2014-04-08 | 太平洋 | 38 | 定增 |
| 2017-03-29 | 西部证券 | 49 | 配股 | 2014-02-21 | 西南证券 | 43 | 定增 |
| 2017-01-11 | 中国银河 | 41 | IPO | 2013-11-15 | 国海证券 | 33 | 配股 |
| 2017-01-06 | 五矿资本 | 150 | 定增 | 2013-10-28 | 山西证券 | 10 | 定增 |
| 2017-01-05 | 五矿资本 | 185 | 定增 | 2013-04-19 | 兴业证券 | 40 | 定增 |
| 2016-12-23 | 华创阳安 | 74 | 定增 | 2013-03-28 | 五矿资本 | 4 | 定增 |
| 2016-12-16 | 中原证券 | 28 | IPO | 2012-12-11 | 国金证券 | 30 | 定增 |
| 2016-11-23 | 华安证券 | 51 | IPO | 2012-08-23 | 锦龙股份 | 13 | 定增 |
| 2016-09-27 | 东兴证券 | 48 | 定增 | 2012-08-16 | 东北证券 | 40 | 定增 |
| 2016-09-14 | 哈投股份 | 50 | 定增 | 2012-04-23 | 西部证券 | 17 | IPO |
| 2016-09-01 | 华创阳安 | 74 | 定增 | 2012-04-06 | 国盛金控 | 4 | IPO |
| 2016-07-25 | 哈投股份 | 98 | 定增 | 2011-12-02 | 东吴证券 | 33 | IPO |
| 2016-07-15 | 长江证券 | 83 | 定增 | 2011-08-01 | 方正证券 | 59 | IPO |
| 2016-05-04 | 国盛金控 | 69 | 定增 | 2011-08-01 | 广发证券 | 122 | 定增 |
| 2016-04-29 | 第一创业 | 23 | IPO | 2011-07-15 | 国海证券 | 19 | 定增 |
| 2016-04-12 | 国盛金控 | 35 | 定增 | 2011-03-04 | 长江证券 | 25 | 公开增发 |
| 2016-04-06 | 东北证券 | 35 | 配股 | 合计 | 73次 | 4212 | 股权融资 |

资料来源：Wind，方正证券研究所

提升规模的强烈需求下，行业横向与纵向的并购事件频发。与传统的股权融资相比，横向的并购能够迅速提升业务规模，且过去的横向并购事件中，并购双方往往在布局区域上差异性显著，因此并购能够实现零售网络的扩张以及其他业务的协同效应；纵向并购能够帮助券商迅速进入某一行业领域，实现新业务布局。2010 年以来，行业累计发生 42 件并购事件，交易规模突破 700 亿元，单笔来看，交易规模屡创新高，如中金公司 167 亿元收购中投证券；分类型来看，既有包括头部券商整合中小券商拓展布局区域，如中信 134.6 亿元收购广州证券，也包括中小券商间的联合以及“一参一控”要求下同一派系的整合，同时国内券商积极通过海外并购拓展海外业务，如中信收购里昂证券。

图表3： 券商近十年并购事件一览

| 交易买方 | 交易标的 | 交易规模 (万) | 单位 | 首次披露日 |
|------------------------------|--------------------|------------|------|------------|
| 中信证券 | 广州证券100%股权 | 1346000 | 人民币元 | 2019-01-10 |
| 长城证券 | 宝城期货新增股权 | -- | -- | 2018-12-27 |
| 南京证券 | 南证期货部分股权 | 14203 | 人民币元 | 2018-08-28 |
| 方正证券 | 方正中期期货1.82%股权 | 40000 | 人民币元 | 2018-08-03 |
| 中国银河 | 银河德睿12%股权 | 6667.3 | 人民币元 | 2018-07-27 |
| 哈投股份 | 汇鑫期货22.5%股权 | 21456 | 人民币元 | 2018-04-25 |
| 国泰君安 | 华安基金20%股权 | 60009.4 | 人民币元 | 2017-10-14 |
| 锦龙股份 | 中山证券部分股权 | 120750 | 人民币元 | 2017-07-07 |
| 中国银河 | 联昌证券国际50%股权 | 16696.49 | 新加坡元 | 2017-06-07 |
| 华创证券；财信证券；国金 证券；恒泰证券；华金证券 | 中邮基金部分股权 | 6150 | 人民币元 | 2017-05-06 |
| 中金公司 | 中投证券100%股权 | 1670000 | 人民币元 | 2016-11-14 |
| 东方财富 | 东财征信33%股权 | 1650 | 人民币元 | 2016-10-29 |
| 华泰证券 | AssetMark100%股权 | 78000 | 美元 | 2016-04-12 |
| 东吴证券 | 东吴期货4%股权 | 3003.17 | 人民币元 | 2016-01-18 |
| 国投资本 | 国投中谷期货100%股权 | 138932.51 | 人民币元 | 2015-07-03 |
| 广发证券 | 中证股份2.65%股权 | 20000 | 人民币元 | 2015-06-03 |
| 东方财富 | 同信证券100%股权 | 440463 | 人民币元 | 2015-04-16 |
| 光大证券 | 新鸿基金70%股权 | 324187 | 人民币元 | 2015-02-03 |
| 中信证券 | 昆仑国际59.37%股权 | 78000 | 港币 | 2015-01-31 |
| 海通证券 | BESI 100%股权 | 37900 | 欧元 | 2014-12-04 |
| 海通证券 | Japaninvest 100%股权 | 12000 | 人民币元 | 2014-10-31 |
| 东吴证券 | 东吴期货15.3%股权 | 36900 | 人民币元 | 2014-10-31 |
| 广发证券 | 广发基金2.8%股权 | 15596.96 | 人民币元 | 2014-07-18 |
| 西南证券 | 敦沛金融73.79%股权 | 40017.93 | 人民币元 | 2014-06-14 |
| 兴业证券 | 海交中心5.26%股权 | 1035.5 | 人民币元 | 2014-04-10 |
| 中信证券 | 华夏基金3.20%股权 | 58880 | 人民币元 | 2014-03-28 |
| 东吴证券 | 东吴基金21%股权 | 11900 | 人民币元 | 2014-02-15 |
| 方正证券 | 民族证券100%股权 | 1298449.75 | 人民币元 | 2014-01-11 |
| 广发证券 | NCM期货100%股权 | 4000 | 美元 | 2013-07-25 |
| 中信证券 | 华夏基金10%股权 | 160000 | 人民币元 | 2013-05-22 |
| 国金证券 | 粤海证券100%股权 | 24158.67 | 人民币元 | 2013-05-17 |
| 方正证券 | 北京中期期货60%股权 | 35971.5 | 人民币元 | 2013-03-23 |
| 中信证券 | 中信万通3%股权 | 14323 | 人民币元 | 2013-03-15 |
| 西部证券 | 西部期货12.50%股权 | 1620 | 人民币元 | 2013-02-05 |
| 西南证券 | 西南期货100%股权 | 8788.49 | 人民币元 | 2013-01-05 |
| 东北证券 | 东方基金18%股权 | 10000 | 人民币元 | 2012-11-20 |
| 招商证券 | 招商基金33.3%股权 | 9800 | 欧元 | 2012-10-09 |
| 华融金控 | CCIL 100%股权 | 8220.7 | 港币 | 2012-07-10 |
| 山西证券 | 格林期货100%股权 | 113740.17 | 人民币元 | 2012-06-19 |
| 中信证券 | 里昂证券 | 125200 | 美元 | 2012-03-29 |
| 西南证券 | 银华基金20%股权 | 118000 | 人民币元 | 2011-09-16 |
| 中金公司 | 浙商信托35%股权 | -- | -- | 2011-07-25 |
| 国元证券 | 五矿海勤期货100%股权 | 22163.57 | 人民币元 | 2010-04-28 |

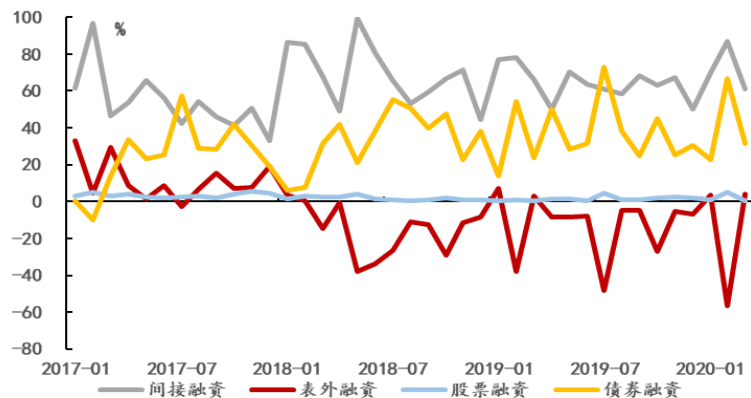
资料来源：Wind，方正证券研究所

1.2 原因一：经济转型中打造多层次资本市场，对规模提出更高需求

国内产业结构调整，对金融服务实体经济提出了更多、更高的要求。经济动能转换，从依靠资源和能源消耗、投资刺激及出口大量低附加值的劳动密集型产品，向新技术、新产业、新业态、新模式等新生产力转化。传统经济模式下，融资来源主要为银行，以间接融资为主；而新经济盈利前期盈利的不确定性、非标准化、高成长性使其难以从间接融资渠道获得支持，更亟待差异化风险定价的股权或债券融资资

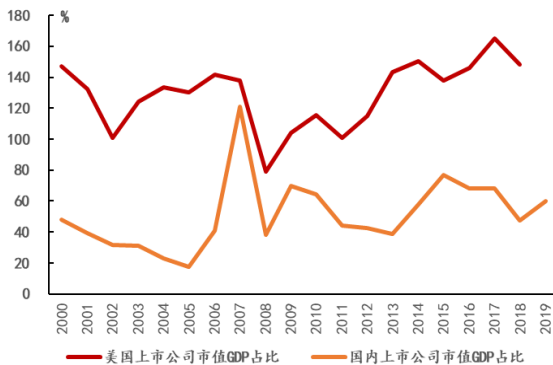
金等直接融资资金支持。当前国内直接融资占比超过 30%，较 15 年前个位数占比已大幅提升，但较海外仍有较大差距。

图表4： 直接融资、间接融资新增社融占比



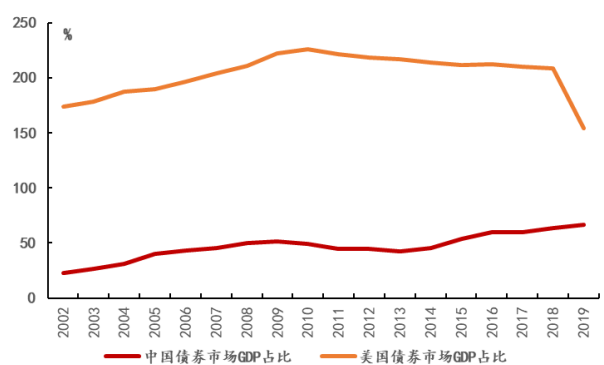
资料来源：Wind，方正证券研究所

图表5： 股票市场占名义 GDP 比例



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表6： 债券市场占名义 GDP 比例



资料来源：Wind，方正证券研究所

要加强直接融资市场力量，需要精确定位引导资金供给与需求，构建多层次资本市场。券商作为资本市场的中坚力量，承担了资金投融资、风险定价、流动性支持、产品创设等多种职能，重要性大幅提升。为抓住经济转型机遇、赶上资本市场前进的快车，国内券商迫切需要资金、资源、技术、人才上的支持。并购重组能够迅速帮助券商实现资金的扩充、能力的补足或加强、资源的扩充、人才的支持。

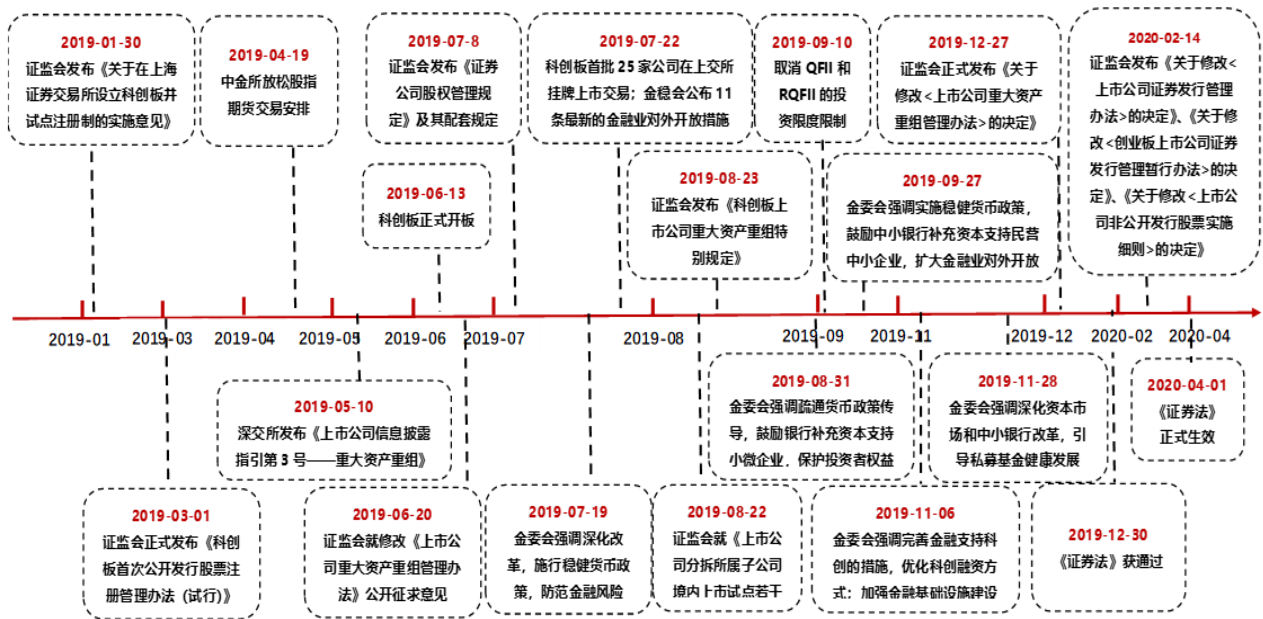
1.3 原因二：抓取市场改革红利、应对海外竞争，增强资本金、加强业务能力势在必行

1.3.1 监管导向推动资本市场改革深化

金融体制改革背景下，资本市场改革不断深化。2018 年中央经济工作会议首提“资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用，要通过深化改革，打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场”的目标，强调“改革发挥市场在资源配置中的决定性作用，真正把选择权交给市场”。2019 年以来监管围绕改革目标从多项基础制度持续推动，其中开放、活力的资本市场首先需要丰富市场类型、增加市场参与者，同时需要松绑交易制度、丰富可投资产品类型，19 年以

来改革措施包括放开外资投资限制、股指期货交易限制放松以及科创板、创业板注册制推行在交易制度上的改革；而有韧性的资本市场需要增强市场流动性、实现交易的常态化、保证参与方的高质量，目前的主要改革措施包括两融制度的放松、科创板融券制度的创新、并购重组的改革、再融资的改革以及上市与退市制度的完善。总之，要完成以上几项任务、提高直接融资占比，就需强化券商资本市场中枢职能。

图表7： 2019 年以来资本市场基础制度改革措施整理



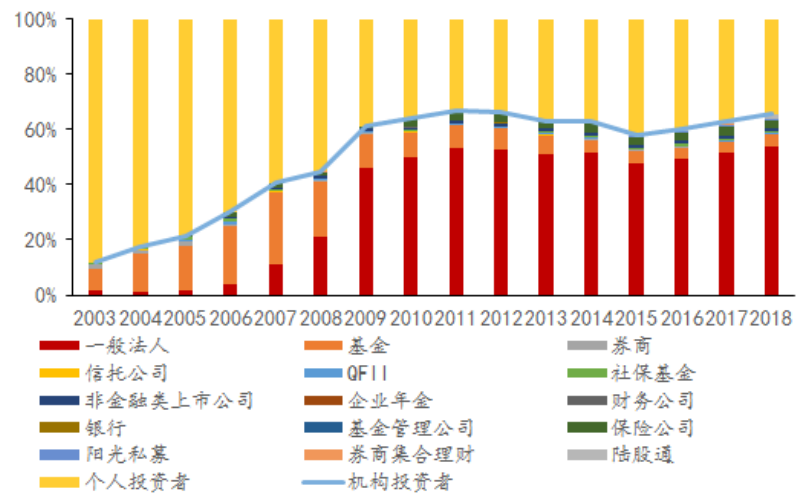
资料来源：方正证券研究所

充足的资本金与创新能力是实现松绑交易制度、丰富交易产品、提高市场流动性的必要前提。交易制度的松绑，券商需要更多承担提供流动性工具的角色，业务对应做市与融券，需要资本金的支持、需要场内外业务的扩展能力；丰富交易产品，券商需要设计各类投资交易产品，包括衍生品、FICC，同样需要资本金支持、也需要前瞻性的创新能力；丰富市场类型，打造多层次资本市场，在上市和退市常态化后，进入者必将增多，需要券商紧抓上市公司的需求提供包括投行类业务、融资类业务、资管类业务、投资类业务的一系列需求，而能够及时有效的提供这些服务，既需要资本金，也需要控制业务风险、创新业务结构的能力，同时跟投优质上市公司，既需要资本金、也需要对风险的定价能力。

充足的资本金能够匹配机构业务需求，打造更有韧性的资本市场。国内居民财富的增长伴随着投资理念的成熟，以及投资品种复杂度与金融资产风险的提升，国内投资市场机构化趋势显著，2018 年底机构参与者按流通市值测算，已达 66%；与 15 年前相比，参与度均提高了约 50bp。相反，个人投资者占比持续下滑，15 年间占流通市值从 88% 下降至 34%。机构投资者占比的提升，带来在交易、产品创设、投融资、做市等机构业务需求持续增加，此类业务需要券商充分发挥资本

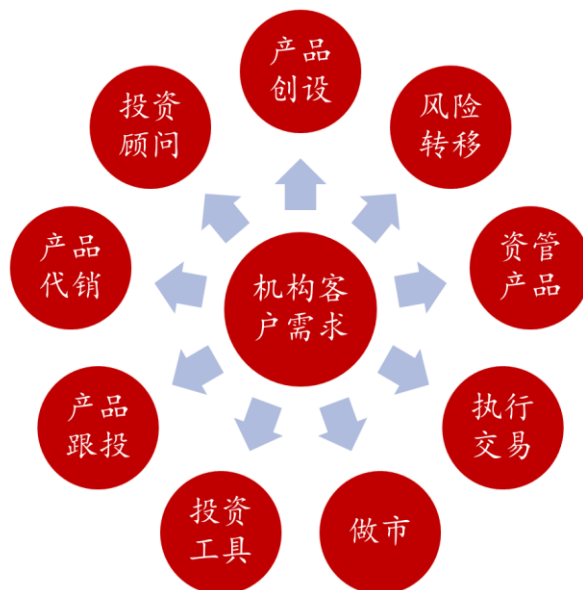
中介与风险中介的功能，要求券商具备较高的资金调配能力、交易能力、产品创设能力、风险定价能力等。

图表8： 机构投资者占比不断提升



资料来源：上海证券交易所，方正证券研究所

图表9： 机构客户的销售交易服务需求

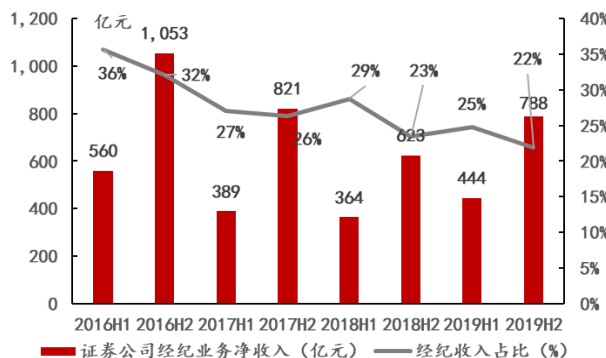


资料来源：方正证券研究所

1.3.2 外资持股比例放开、竞争加剧，而国内券商正处在转型关键期

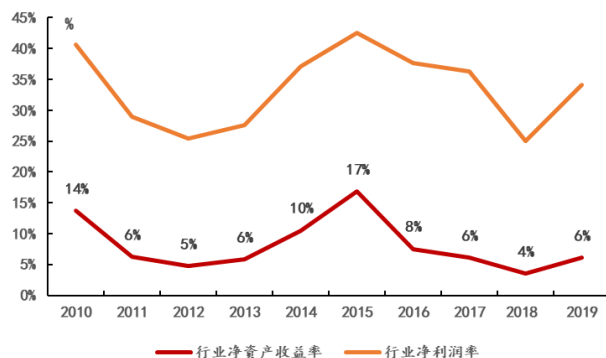
国内券商正进入重资本转型的关键期。国内券商已进入费率竞争深水区，纯粹的通道类业务靠利润率支撑的模式难以维系，利润率不断降低。与海外成熟券商相比，利润率仍厚，但随通道业务竞争加剧费率将进一步下探。国内券商与海外券商的盈利能力差距主要体现在杠杆运用能力上——在资金调配效率、资产定价、产品创设、做市能力、交易能力上相差甚远。以海外为借鉴，国内券商将以资本利用为重心，强化资本类业务能力。

图表10: 经纪业务收入占比不断下滑



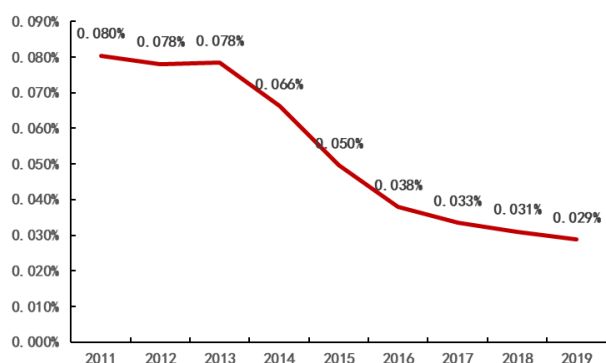
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表11: 行业 ROE 常年不足 10%



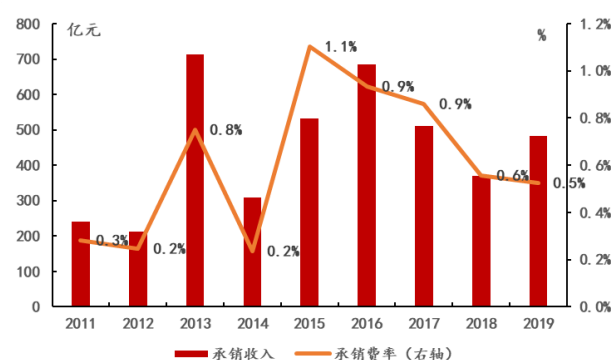
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表12: 市场佣金率不断下滑



资料来源: Wind, 方正证券研究所

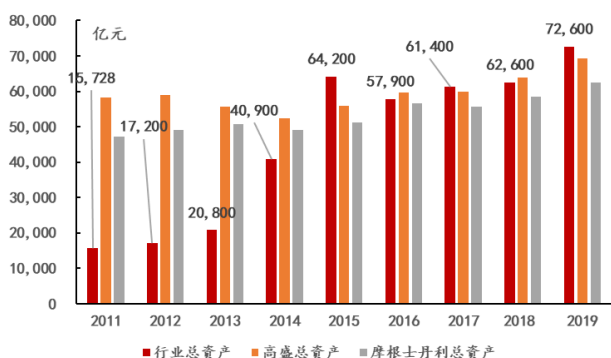
图表13: 投行承销费率不断下滑



资料来源: Wind, 方正证券研究所

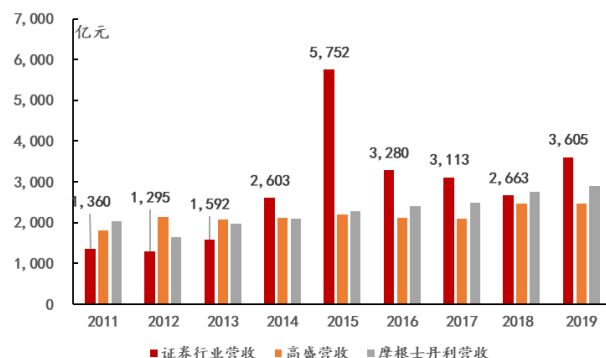
海外券商资本实力强大, 高盛 2019 年总资产规模 6.9 万亿, 与国内证券行业总资产规模 7.3 万亿相差无几。此外, 海外成熟券商杠杆率长期维持 10 倍水平, 而 2019 年国内证券行业整体杠杆倍数仅 4 倍, 以高盛为例, 杠杆水平常年维持在 10 倍以上, 而本土券商的财务杠杆倍数不足 5 倍。资本实力的悬殊叠加杠杆能力的低下, 导致国内券商当前的资本回报率长期在 10% 以下, 与海外券商相比差别较大, 且由于业务模式单一、回报率波动性高。

图表14: 高盛与国内券商行业资产规模对比



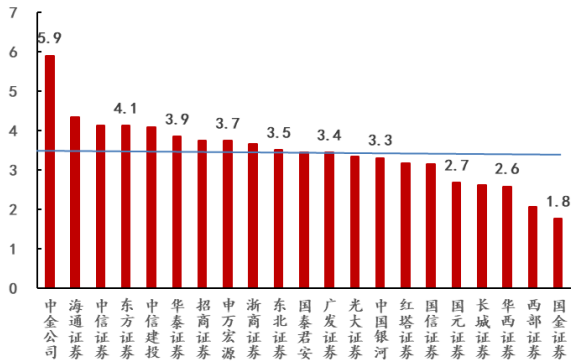
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表15: 高盛与国内券商行业营收对比



资料来源: Wind, 方正证券研究所

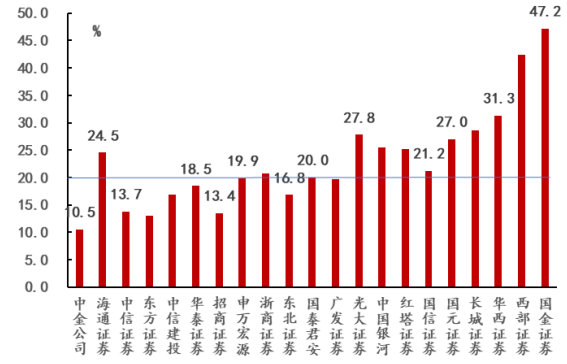
图表16: 国内券商财务杠杆倍数



资料来源: Wind, 方正证券研究所

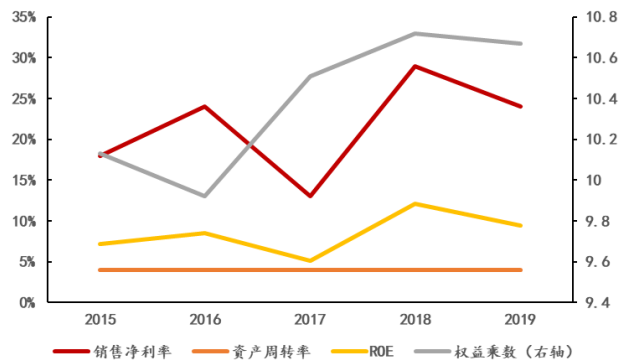
注: 财务杠杆倍数为扣除客户交易保证金后的权益乘数

图表17: 国内券商资本杠杆率



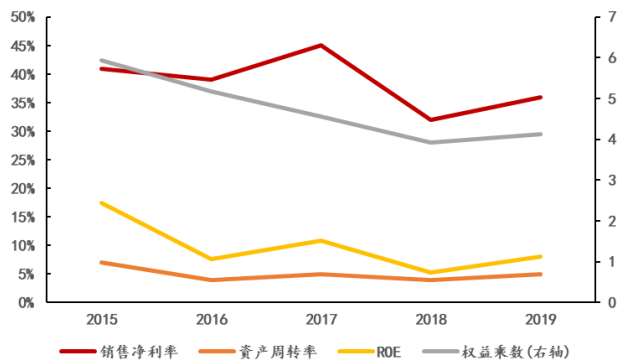
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表18: 高盛集团杜邦分析



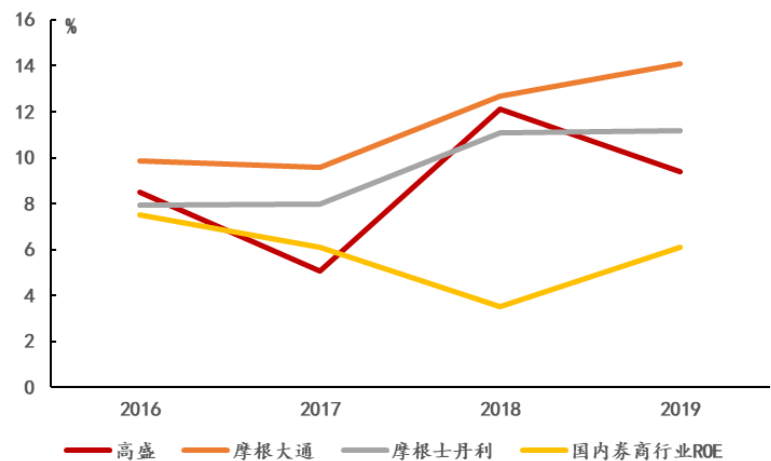
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表19: 华泰证券杜邦分析



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表20: 国内外投行 ROE 水平对比



资料来源: Wind, 方正证券研究所

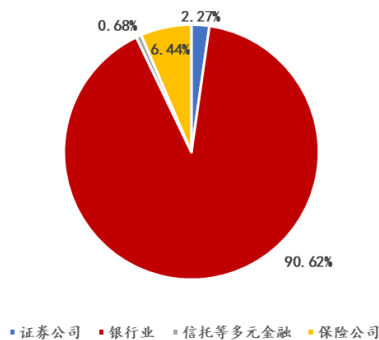
外资持股比例正式放开, 将加剧行业竞争, 本土券商需加快提升核心竞争力。2020 年 4 月 1 日, 证券公司外资股比限制正式放开, 今年以来, 已经先后有包括瑞银证券、摩根大通证券 (中国)、野村东方国际证券、摩根士丹利华鑫、高盛高华、瑞信方正在内的六家外资控股券商登陆 A 股资本市场, 另有大和证券、星展证券等外资券商正在申请过程中。海外投行在佣金自由化后, 聚焦机构客户与财富管理客户

需求，集中资本做大做市、财富管理、资管、资本中介业务，包括证券借贷、做市、衍生品、大宗经纪等资本消耗型业务起量，业务模式成熟，资本实力推出，未来在重资本业务领域上的突出优势将对内资券商形成了一定的竞争威胁，倒逼内资券商加快从通道类轻资本类业务向重资本类业务转型，更加迫切的需要资本金以加强做市、衍生品、FICC、私募股权、资本中介、投行资本类业务的业务能力。

1.4 原因三：并购整合是从同质化行业竞争中走出、在行业集中度提升过程中前进的必然要求

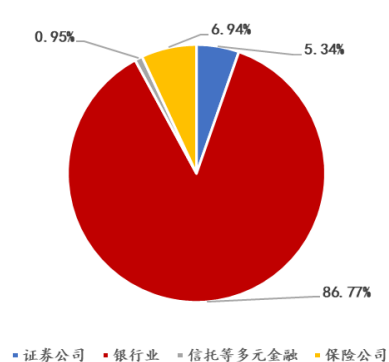
当前国内券商行业整体盈利水平、资本实力较金融市场其他几方参与者差距较大。由于前期直接融资发展程度不足，导致直接融资的机构中枢——券商发展滞后。与其它金融行业相比，证券行业的资产规模、资本实力、盈利能力较弱，与未来资本市场定位不符。2019 年净资产占比 2.3%、净利润占比 5.3%。除开规模上的差距，在盈利能力上也远低于国内银行，ROE 水平波动大。

图表 21： 金融行业总资产比例



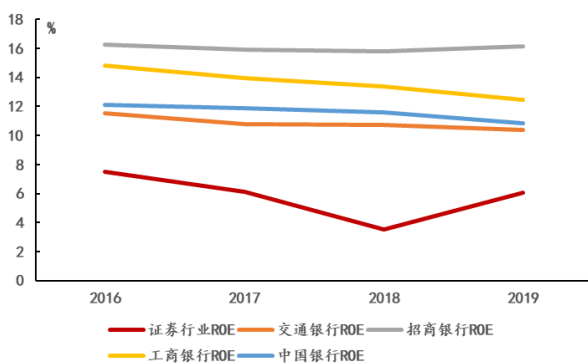
资料来源：Wind，方正证券研究所

图表 22： 金融行业净利润比例



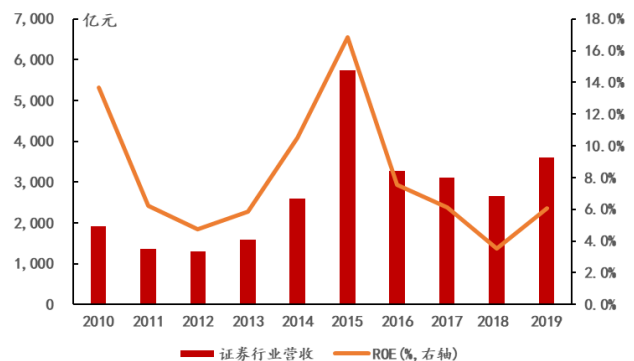
资料来源：Wind，方正证券研究所

图表 23： 券商与银行 ROE 水平对比



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表 24： 券商营收与 ROE 高波动

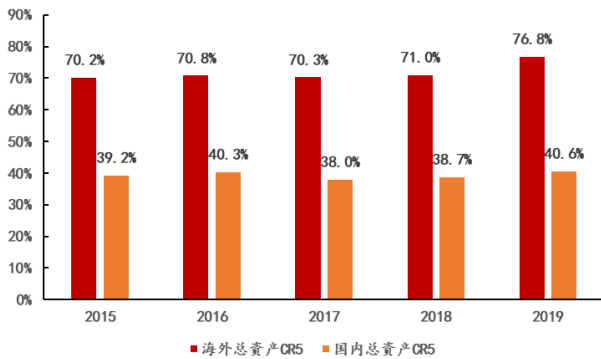


资料来源：Wind，方正证券研究所

同质化严重导致集中度分散，拖累通道业务费率、影响行业资源配置效率。证券行业总资产 CR5 仅 40%，投行业务 CR5 接近 50%，经纪业务 CR5 仅 30%，130 多家证券公司的同质化业务模式未来仍将挤压传统业务的利润率。而海外投行资产 CR5 为 70%、国内银行 CR5 的集中度为 60%。同质化竞争后期将加速整合，重资产化转型的时代集中度加速提升，市场份额将向国内领先的大型券商集中。除了内生发

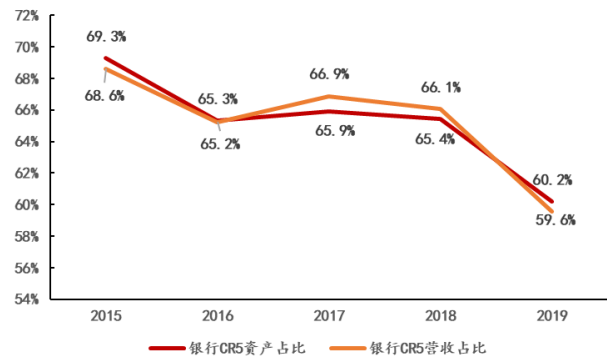
展创新业务以外，外延并购整合业务优势，也是提高竞争力的有效途径。

图表25： 国内外投行资产 CR5 占比



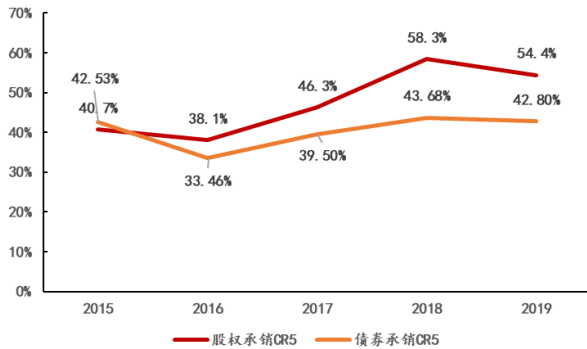
资料来源：Wind，方正证券研究所

图表26： 国内银行资产、营收 CR5 占比



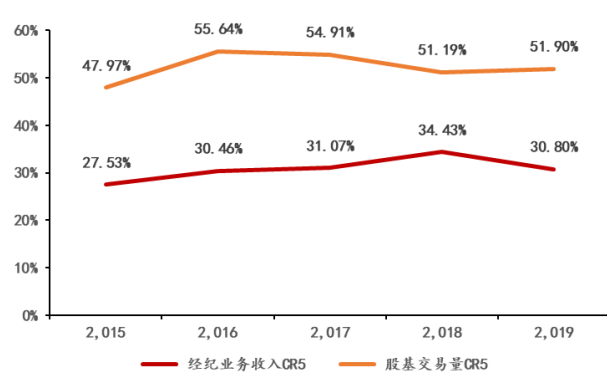
资料来源：Wind，方正证券研究所

图表27： 股权、债权承销 CR5 占比



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表28： 经纪业务 CR5 占比

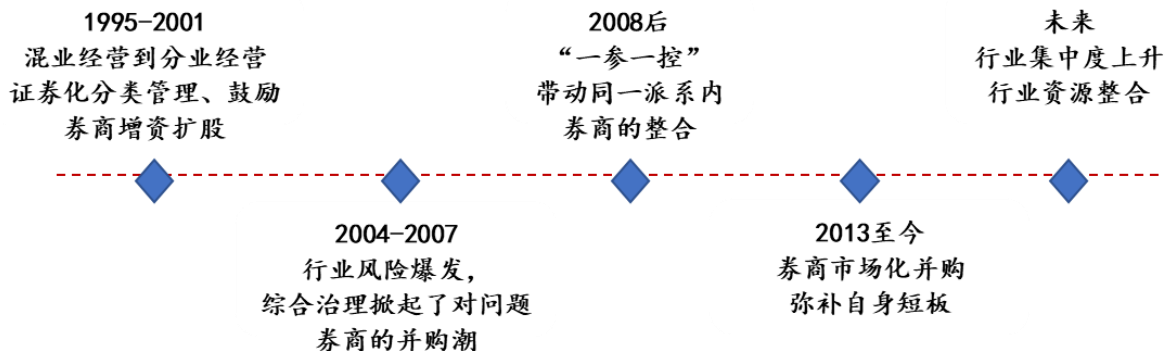


资料来源：Wind，方正证券研究所

2 并购重组的历史借鉴：快速做大做强的有效方式

回顾整个证券行业发展历程，四次大规模的业内整合帮助行业实现优胜劣汰，几家券商抓住机会通过并购快速实现扩张，其中中信证券、华泰等头部券商借助多次成功并购奠定了行业龙头的地位，而包括华创、天风等几家中小券商也借同业并购整合，走向全国布局，快速提升了资本实力。

图表29： 证券行业的4次并购浪潮



资料来源：方正证券研究所

2.1 争取创始之初的一席之地，实现规模快速扩张

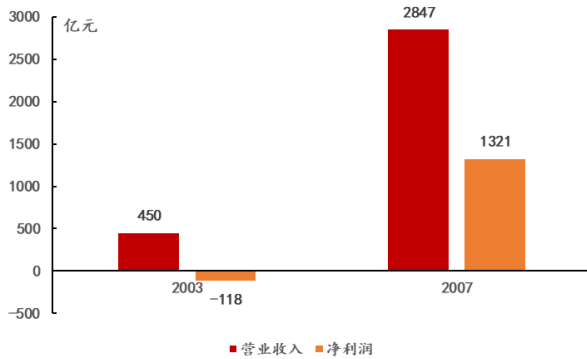
证券行业初创的混业经营带来金融风险，政府监管指导券商收购银行、信托证券资产开始分业经营，实现了规模的迅速扩张。1985 年第一家券商成立，各地金融机构开始组建券商或从事证券业务的营业部。1995 年银证分离，各商行下属信托投资公司被撤销、省级人行下属证券公司独立为省级证券公司。一些颇有眼光的证券公司盯紧行业整顿的机会，合并需要剥离的营业部，规模上实现了迅速扩张。以广发证券为例，1994-1998 年期间先后收购了广发银行、广东国际信托、中银信托的近 80 家证券营业部，实现了从区域性券商向头部券商的转变。此外，申银证券也在上海市政府牵头下与万国证券合并重组，成立申银万国证券；国泰证券与君安证券合并成立国泰君安证券。

政策推动证券公司增资扩股。1999 年证券法将行业区分为综合类与经纪类，而 2001 年发布《关于券商增资扩股有关问题通知》，为保证综合业务能力的优势，各券商纷纷增资扩股、并购重组。区域内大型券商对小型券商的兼并、或区域内小型券商的整合增资案例不断。如吉林证券与吉林信托证券部合并并增资扩股组建东北证券、四川证券与四川证券交易中心合并重组为华西证券等。

2.2 肃清原有问题，转危为机

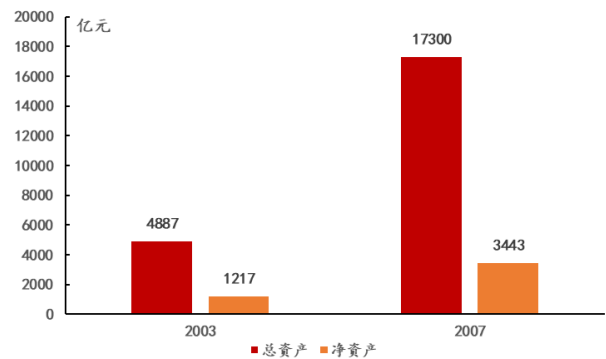
2000 年起证券市场长达五年的低迷暴露了行业的风险，部分券商抓住机会并购问题券商做大了规模。2000-2006 年低迷的证券市场环境叠加佣金自由化的开启，券商的经营问题不断暴露，包括 1) 股东知法犯法、虚假出资或抽逃资金、转移占用公司和客户资金 2) 挪用客户保证金、保本并承诺收益的委托理财、挪用客户债券进行回购交易等方式融资。彼时最高交易结算资金缺口高达 640 亿元，超过客户交易结算资金总额的 1/3。包括华夏证券、亚洲证券、南方证券、联合证券、万通证券均暴露出严重的经营危机，国家开始综合治理，带动了行业内的第二次大规模整合，整合的方式主要包括优质同业券商收购以及监管层的注资。该阶段内中信证券抓住机会收购万通证券、金通证券等，同时受让华夏证券全部证券资产（中信建投前身）；华泰证券收购亚洲证券、联合证券完成全国性布局；广发证券先后托管锦州证券、武汉证券等继续扩大规模。监管层持续鼓励券商做大做强，提高抵御风险能力。国际投行也借此机会低成本扩张，如瑞银集团重组北京证券。综合治理后，券业开始规范化运营，行业集中度显著提升，2007 年行业股债承销额 CR5 突破 60%，资源配置效率的提升带来盈利水平的改善，2007 年行业 ROE 达到 38%，资产规模迅速扩大。

图表30: 综合治理前后券商盈利水平对比



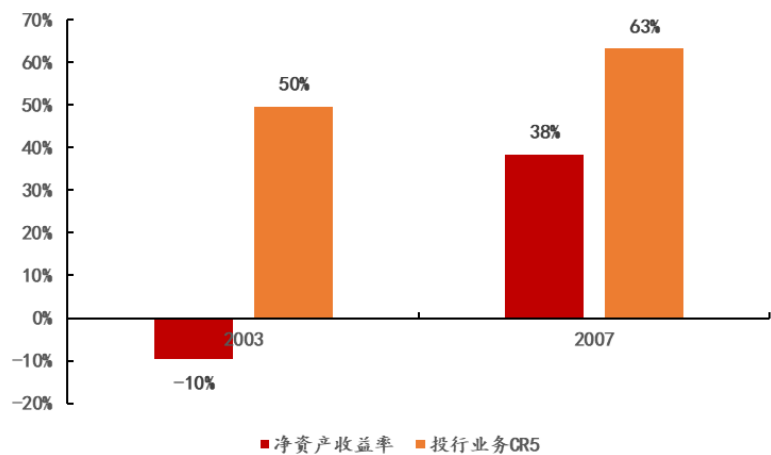
资料来源: 证监会, 方正证券研究所

图表31: 综合治理前后券商资产规模对比



资料来源: 证监会, 方正证券研究所

图表32: 综合治理带来行业 ROE 与集中度的提升

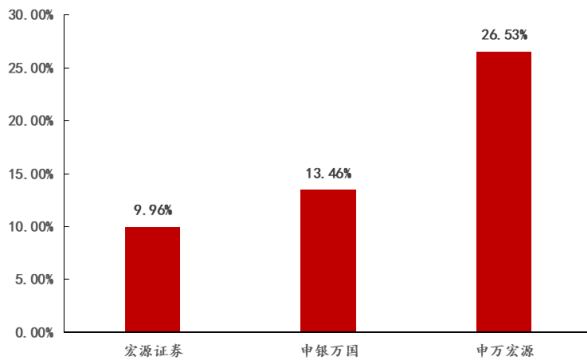


资料来源: Wind, 方正证券研究所

2.3 借政策东风整合壮大

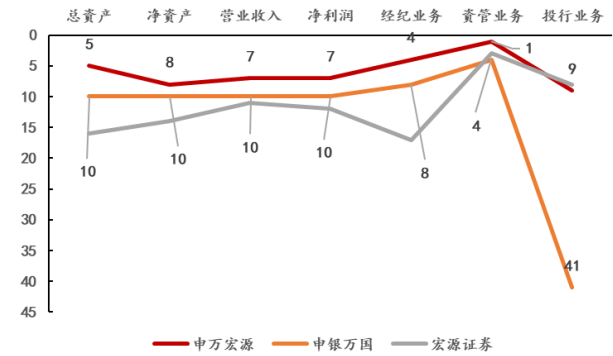
2008 年“一参一控”要求下券商再次开始分拆与整合。综合治理期, 包括汇金、建银投资等对部分运营困难的证券公司注资入股, 造成了同一股东控股或参股多家证券公司的局面, 为解决这一局面, 2008 年证监会出台《证券公司监督管理条例》, 明确了证券公司“一参一控”的政策, 直接推动了行业同一派系下的券商整合, 其中汇金系、明天系的整合最为代表性。汇金系下, 申银万国在 2015 年完成与同为汇金旗下的宏源证券的合并, 并成功登陆 A 股市场; 华泰证券收购同处一省的信泰证券, 并在随后完成联合证券的全部收购与整合。完成收购后, 申万宏源与华泰证券的综合实力增强, 各项业务指标均大幅上升, 资产规模迅速扩大。

图表33: 申万、宏源合并后带来 ROE 的提升



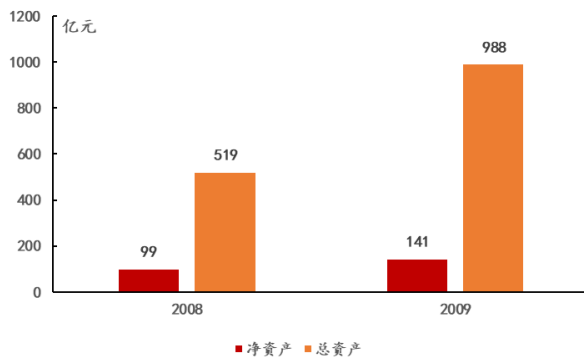
资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表34: 并购带来申万宏源行业排名的提升



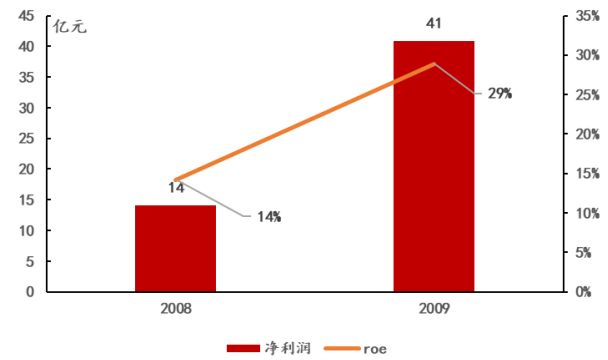
资料来源: 证券业协会, 方正证券研究所

图表35: 华泰一系列并购后规模迅速提升



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表36: 华泰一系列并购后盈利大幅提升



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

2.4 把握资本市场改革机会、争取领先地位

面对经济转型机遇、在监管支持引导下、突破当前同质化的红海竞争压力成为领先券商，证券行业掀起了第四波并购重组浪潮。与前三次的集中并购不同，这轮并购重组的期限较长、并购范围较大。2010 年开始头部券商陆续进行财富管理转型，积极通过并购中小券商以获取并购标的的零售资源，并完成对弱势区域、弱势业务的短板补足，如中金公司收购中投公司、中信证券定增收购广州证券；而 2010 年和 2013 年开始试点的两融与股票质押业务掀起了券商重资本转型浪潮，证券公司间的并购能够迅速提升资本规模，多家发展速度较快的券商纷纷寻求同业并购进一步提升扩张速度，如天风证券收购恒泰证券、华创证券收购太平洋证券；同时 2010 年后，头部券商纷纷开始寻求海外业务扩张，再度掀起了对境外标的并购浪潮，2012 年中信证券收购里昂证券开始布局海外业务，2013 年、2014 年海通先后收购恒信金融集团、葡萄牙圣灵银行、日本吉亚投资银行，2015 年光大收购新鸿基金金融集团，2016 年华泰并购 Assetmark。

2.5 并购浪潮的成因共性分析

分析中国证券行业发展史中的 4 次并购浪潮，并购动因可以归结为三点。市场的机遇——低成本并购，21 世纪初的熊市以及 2008 年金融危机后部分券商亏损严重，托管问题券商资产与资源不仅获得成本

低，而且能够帮助收购方券商迅速做大规模，提升市场份额；**政策的支持——监管的推动**，创始期的银证分离以及后期“一参一控”推动派系内券商整合，监管主要为化解混业、派系内利益输送等运营风险；**改革的动力——券商自身做大做强的愿景**，2012 年券商开始重资本转型后，券商做大规模的内生动力强，头部券商倾向于弥补业务与区域布局短板，做大做强，同时布局海外业务。

3 当下券商并购的格局和机遇

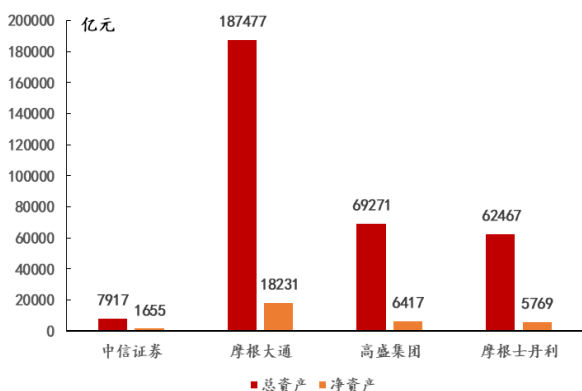
券商并购的目的是为了抓住经济转型的机遇、资本市场改革的机会，争取领先地位，未来将涌现包括强强联合、强弱并购、中小券商间重组、跨业务并购、跨境并购等多种并购方式，从而实现重构行业竞争格局，提高整个证券行业的资源配置效率。

3.1 强强联合，打造属于中国的国际投行

打造航母级券商对提升中国资本市场国际地位意义重大，是监管近年来的政策导向。随着资本市场国际化进程加速，本土券商将在一个双向开放的市场上与外资投行在并购、衍生品、FICC、财富管理、投行等高阶业务领域直接竞争，构筑与国际顶级投行相匹配的竞争力需要头部券商扩大资本规模。打造航母级券商是监管近年来的政策导向，2019 年证监会答复政协委员会提案提出推动打造航母级头部证券公司，提出包括引导证券公司充实资本、丰富服务功能在内的 6 条具体措施，将积极支持各类国有资本通过认购优先股、普通股、可转债、次级债等方式注资证券公司，同时监管支持头部券商在评级、分类监管、创新业务试点名单等方面也均有体现。

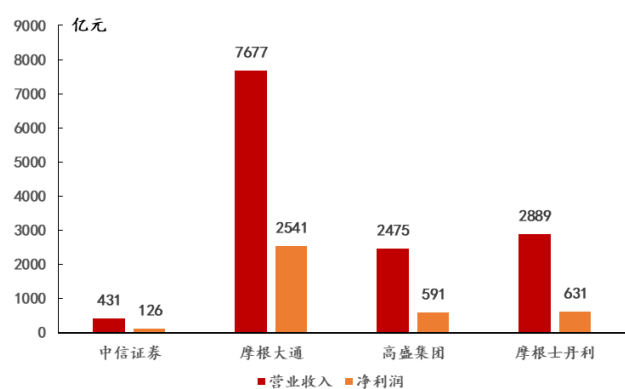
目前国内头部券商与海外顶级投行在资产规模和盈利水平上存在巨大差距，以中信证券为例，作为国内规模最大的券商，2019 年年末的总资产规模 7917 亿元，如果想要在规模上追上高盛，以每年 20% 的增长速度至少需要 13 年。定增、配股等再融资方式提升资本实力慢，同时国内券商在债权融资上受到额度限制，只有强强联合能够加速打造航母级券商的进程。

图表37： 中信与国际顶级投行资产规模对比



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表38： 中信与国际顶级投行盈利规模对比

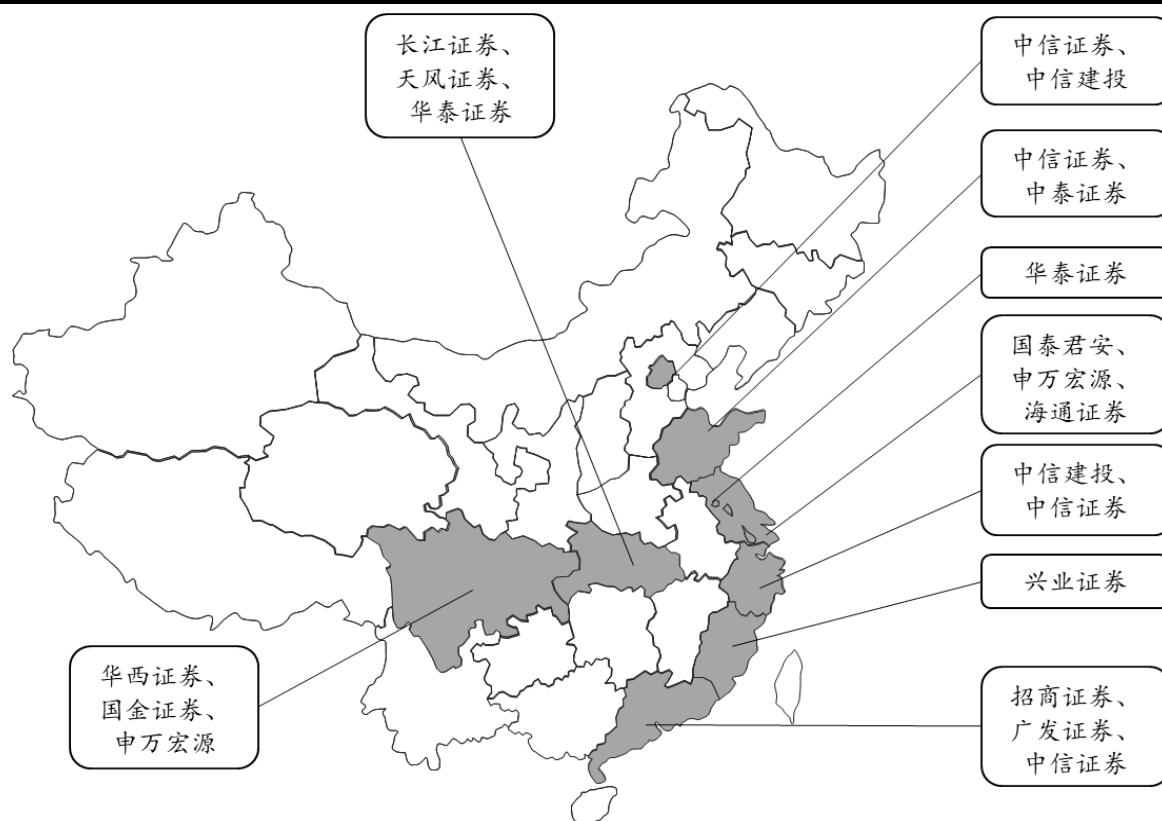


资料来源：Wind，方正证券研究所

强强联合能够实现财富管理业务上区域资源的整合，帮助头部券商补足区域短板，形成规模优势。对于券商财富管理业务，营业部和客户

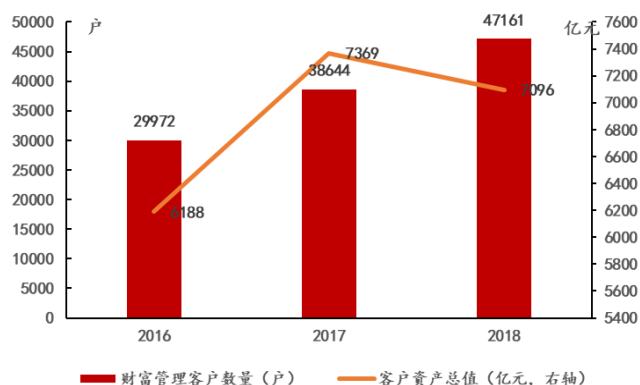
资源至关重要，头部券商虽然相对来说布局综合化，在全国各地均有营业网点，但受历史原因、股东背景、公司的战略发展规划，不同公司在不同区域的资源倾斜不同。因此，头部券商的强强联合在财富管理业务上，如果重点区域交叉较少，有助于建立全国性的品牌优势，扩大营业范围，进一步增强客户粘性。**强强联合还能够整合营业网点、服务团队，降低营业成本，提升运营效率，同时减少价格战，提升利润率。**2016 年中金公司以 167 亿元收购中投证券，此后迅速借助中投证券强大的零售网络（206 家营业部与 245 万零售客户），输出自身研究资源、资管投资能力、大投行等综合业务优势，发力财富管理转型，现如今旗下“中金财富”财富管理平台帮助中金公司实现了客户数量与客户资产的稳步扩张，经纪业务收入高增长。

图表39： 本土券商的重点优势区域



资料来源：方正证券研究所

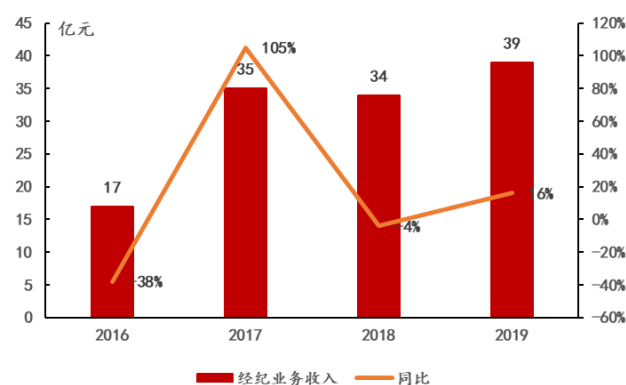
图表40： 中金公司财富管理客户高增长



资料来源：公司公告，方正证券研究所

注：19 年财富管理业务披露口径不可比

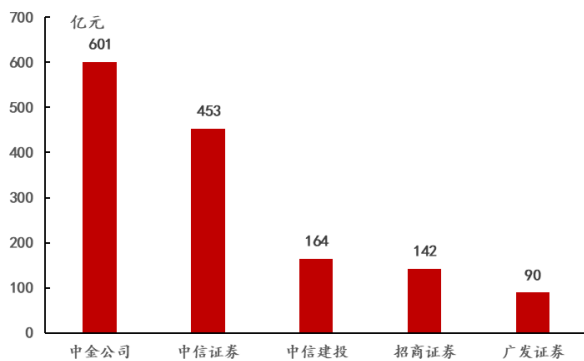
图表41： 中金公司经纪业务收入高增长



资料来源：Wind，方正证券研究所

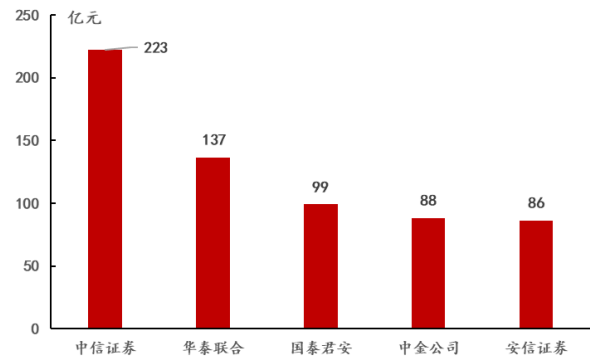
强强联合能够提升机构业务经营效率，在投资交易上输出规模优势。强强联合能够壮大资本金、整合机构客户资源，有助于帮助头部券商迅速抓住改革机遇、应对海外竞争。具体分业务来看，**强强联合在投行业务上能够减少投行业务之间的恶性竞争、互补各投行的优势领域**，过去几年不同券商在投行业务上聚焦的行业和业务类型有所区别，例如华泰联合在科技领域的 IPO、并购重组上极具优势，中信建投在公司债、企业债上多年市场份额领先，中金公司在海外股权承销业务上业内第一，强强联合有利于打造综合化的投行品牌，增强机构客户粘性。**强强联合能够帮助头部券商扩大投资资产、增强交易能力**，更增强了衍生品业务创设能力、流动性做市基础、丰富对冲手段。

图表42: 中金 IPO 承销行业领先



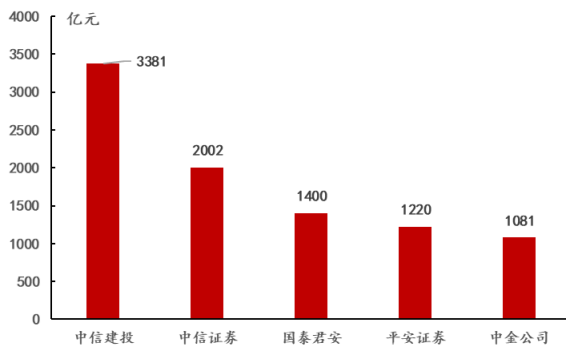
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表43: 中信、华泰定增排名靠前



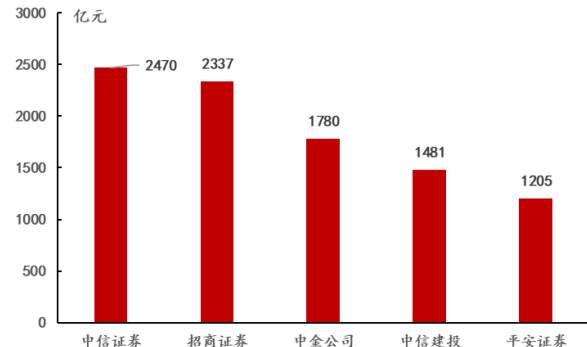
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表44: 中信建投聚焦债券承销业务



资料来源: Wind, 方正证券研究所

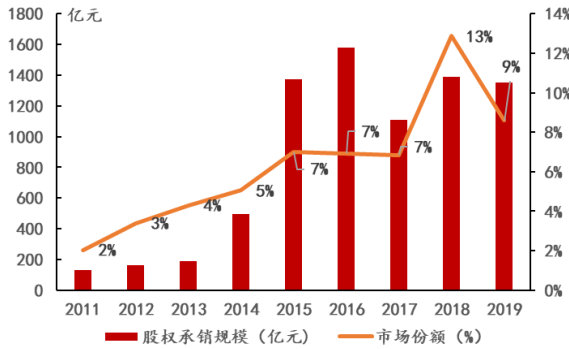
图表45: 招商 ABS 排名靠前



资料来源: Wind, 方正证券研究所

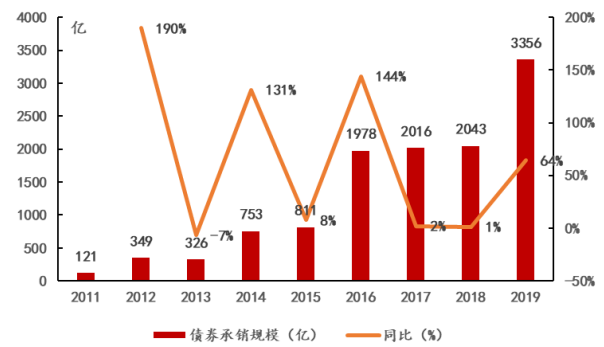
以华泰证券收购联合证券为例，并购后资产规模的提升以及整合联合证券的投行业务团队为公司发力机构业务奠定基础。公司在收购完成后开始整合华泰联合证券，将华泰联合证券定位为专门的投行子公司，华泰证券的投行业务剥离到华泰联合，而华泰联合的其它业务全部整合到总部，整合后，依靠迅速提升的品牌效应，借助原联合团队在并购业务、成长企业客户资源上的优势，整体投行业务收入实现高速增长，目前已经成为了市场上最知名的券商投行品牌之一，市场份额稳居市场前列。华泰原本以经纪业务起家，在投资交易、衍生品等业务缺乏运营基础，同时缺乏资本优势，合并后带来的规模提升，以及联合证券在机构业务上多年的丰富运营经验，为公司之后着力布局机构投资业务奠定了基础。

图表46: 华泰联合股权承销市场份额



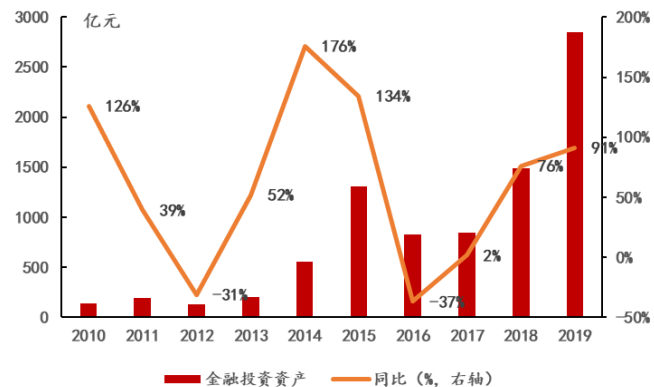
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表47: 华泰联合债券承销规模与增速



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表48: 华泰投资业务规模迅速扩容

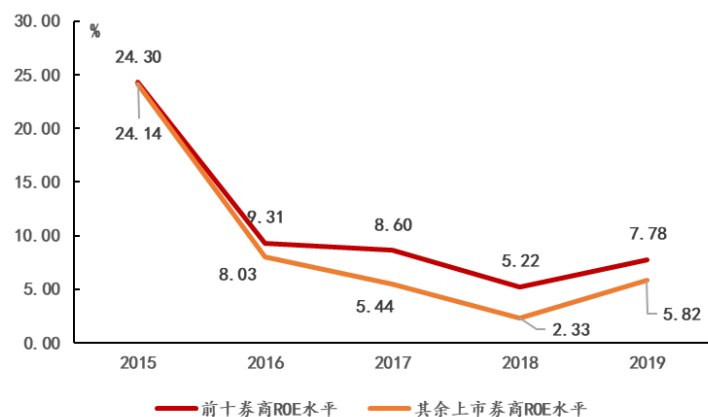


资料来源: Wind, 方正证券研究所

3.2 强弱互补, 提升整体效率

对弱势券商而言, 并购能够提高资源配置效率, 提升行业整体 ROE 水平。经纪业务过往是中小券商收入的主要来源, 如今互联网券商崛起, 佣金费率下行趋势不可避免, 中小券商经纪业务收入不断下滑, 同时在投行承揽上无力承担价格战, 在股权质押等资本中介业务上更多承担无法匹配大券商风控要求的项目, 风险集中, 各项业务盈利困难带来中小券商利润水平不断下滑, 自身存在被整合的需求。头部券商整合运营困难的中小券商, 能够去劣存优, 使劣势证券公司的资产流向优势证券公司, 提高整个行业资源配置效率。

图表49: 国内中小券商 ROE 水平显著低于头部券商



资料来源: Wind, 方正证券研究所

对强势券商而言，并购部分具有区域资源优势的中小券商能够补齐区域零售业务短板、扩大业务规模、提高业务整体竞争力。资本市场改革推进的背景下，头部券商竞争愈发激烈，打造国际投行首先需要具备业务综合能力与区域的全国性布局，头部券商存在补足业务短板、区域短板来做大做强的动力。部分中小券商深耕于某些重点区域，客户资源丰富，亦或是找准了定位，在特定业务领域上差异化突围。在行业整合的大背景下，头部券商整合中小券商，能够利用中小券商原有的优势区域和业务领域，输出自己的平台化优势，快速低成本地拓展新业务和新区域市场，节省了自己本身搭建团队和服务场所的时间、人力成本。

3.3 中小券商联合，追赶头部券商

中小券商间的并购能够快速扩大规模，向头部券商靠拢。当前国内证券行业实行以净资本为核心的监管体系，券商评级更多参考收入、净利润、资产规模，业务发展规模与净资本实力直接挂钩，中小券商在部分重资产业务上开展资格受限，资源有限，无法做到业务上的全面布局。同时中小券商在募资能力上，无论是在银行的信贷额度，还是在再融资、债权融资的规模上，都无法追赶头部券商的扩张速度。因此在传统轻资产业务利润下行的背景下，中小券商除了聚焦重点优势的细分领域，打造专项业务精品品牌外，只有互相联合，向头部靠拢，才能缩小资本实力的差距，跟上时代潮流，抓住最后的窗口期，向第一梯队靠拢。

图表50： 国内中小券商受限业务梳理

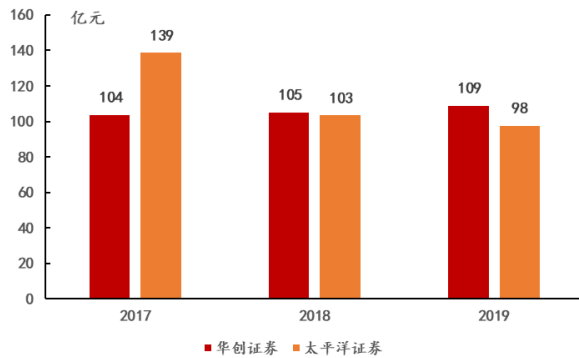


资料来源：方正证券研究所

云贵合作，向一梯队券商靠拢。2019年11月太平洋证券原第一大股东嘉裕投资与华创证券签订《股份转让意向性协议》，嘉裕投资拟将其持有的不低于4亿股（占公司总股本的5.87%）转让给华创证券，同时签订《表决权委托协议》，华创证券受让嘉裕投资剩余5.05%股份的表决权，华创证券将成为太平洋证券的第一大股东，目前尚待华创股东大会和监管批复。不同于以往券业并购以“大吃小”为主，两家公司在资本规模上相近，业务结构相似，但两家中小券商均聚焦于各自省份的业务，根据2018年年报数据披露，华创证券贵州省业务营

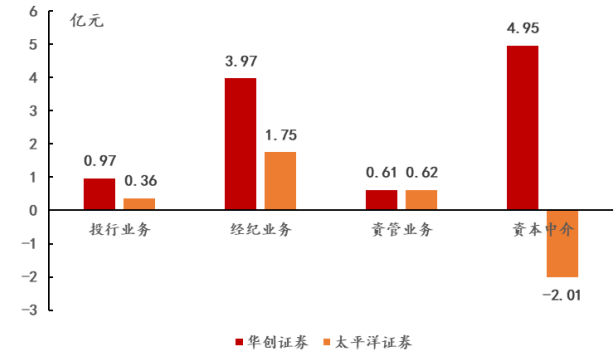
收占比 94.7%，太平洋证券云南省业务营收占比 43.8%，两家券商在区域布局上重叠较小，预计将产生较好的整合效果。根据证券业协会 2018 年发布的券商排名数据，两家券商的合并后的净资产规模将跃居行业前 20，有望获得更大的业务发展空间。

图表51： 华创、太平洋净资产实力对比



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表52： 华创、太平洋业务收入对比

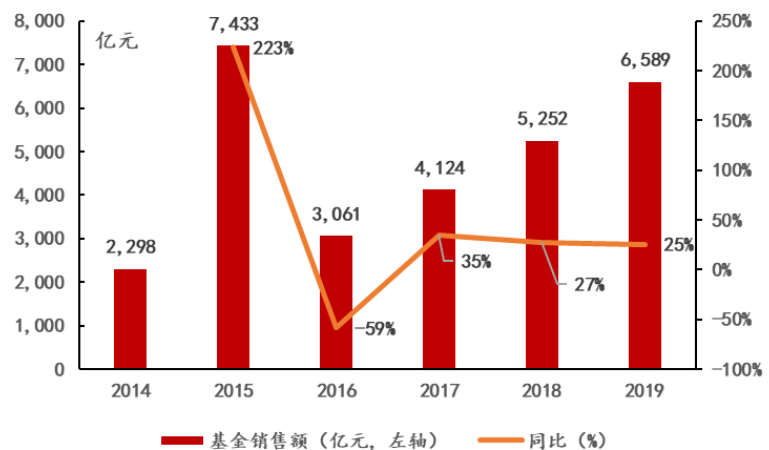


资料来源：公司公告，方正证券研究所

3.4 跨业务并购服务公司战略发展方向

服务于公司战略方向的外延并购能够为证券公司节省成本、迅速切入某一新领域，未来除了行业内的整合外还将涌现跨界并购。目前国内券商在买方投顾、金融科技、大宗商品交易等方面缺乏运营经验，通过对成熟的科技公司、基金投顾平台等并购，能够帮助券商迅速进入某一即将爆发的业务领域。2016 年华信证券收购大智慧财汇完成“互联网+”战略转型，借助大智慧的流量优势来完善华信证券在互联网金融的整体布局；同年华泰证券收购美国 Assetmark 帮助自己向综合财富管理转型，为公司未来进军买方投顾市场打下了技术基础。互联网企业用户及流量丰厚，在服务平台和运营上同样具备优势，未来也会出现更多的互联网平台收购券商牌照。东方财富 2015 年成功收购西藏同信证券，成为国内首家拥有证券牌照的互联网公司，借助自己的互联网资源以及低成本运营优势，市占率不断提升，未来互联网企业预计会和证券公司更多开展业务合作，券商也有希望通过引入拥有互联网资源的股东调整自身资源禀赋。

图表53： 东方财富基金销售规模不断上升

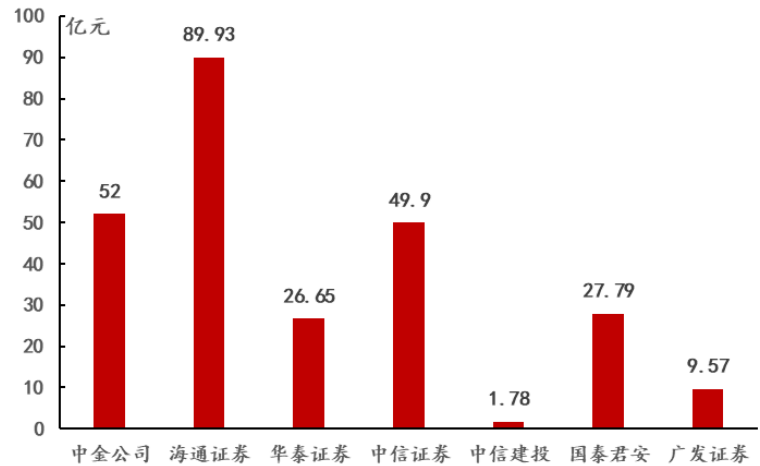


资料来源：公司年报，方正证券研究所

3.5 海外并购帮助国内券商拓展海外业务

海外并购帮助券商拓展境外业务，而通过海外业务的扩展能够实现机构业务能力的全面提升。国内业务竞争激烈，海外收入逐渐在国内券商利润中扮演增量角色，当前国内券商海外业务收入除了海通证券外体量较小，市场份额低，海外并购能够快速获得客户资源与成熟的业务模式。国内机构投资者占比不断提升，带来丰富的境外资产配置需求，扩展海外业务，尤其是海外投资业务能够帮助券商提升机构服务的能力。

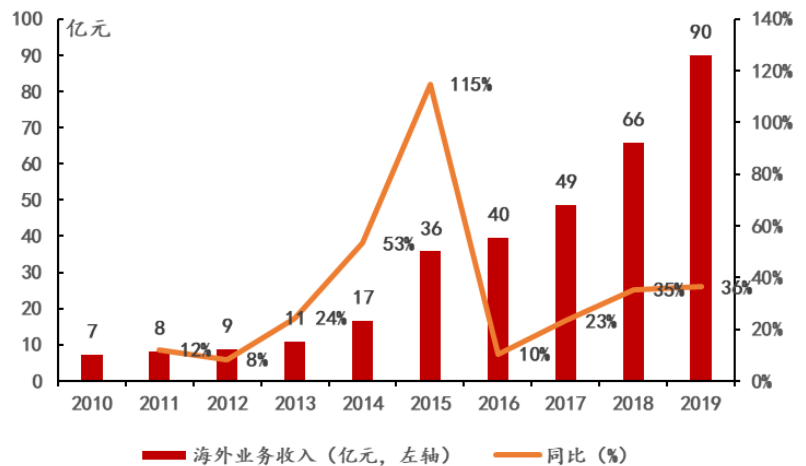
图表54： 国内券商海外业务收入规模



资料来源：Wind, 方正证券研究所

海通证券海外业务的领先，来源于公司较早的并购布局，2009 年公司收购香港第三大券商大福证券集团来开展香港地区经纪业务，2013 年收购恒信金融集团开展融资租赁业务，2014 年先后收购葡萄牙圣灵银行、日本吉亚投资银行开展欧洲、日本等投行、经纪业务，目前已经建立起成熟完备的海外业务平台，实现海外收入高增长。未来资本市场双向开放，国内券商更多设立海外展业战略，可以预见海外并购将成为本土券商进军海外的主要方式。

图表55： 海外积极布局带来海外业务高增长



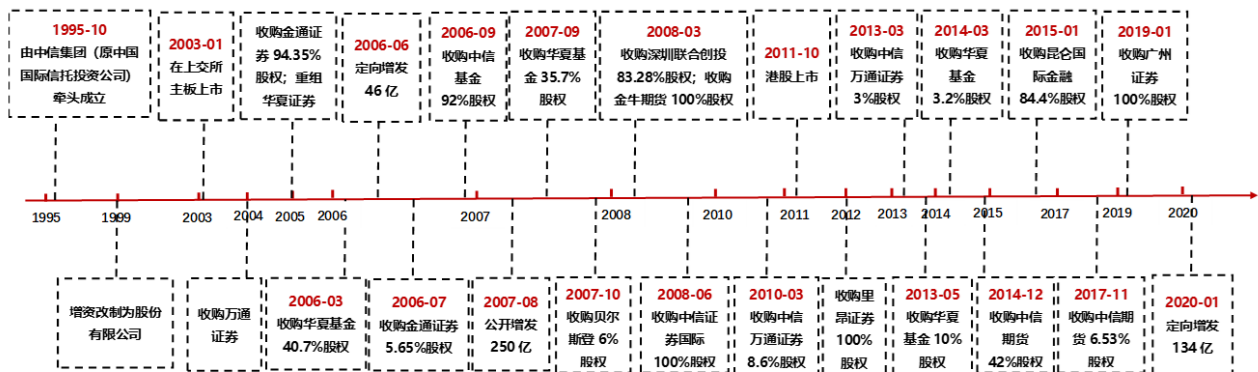
资料来源：公司公告, 方正证券研究所

4 当前并购重组的典例——中信扩张史

4.1 并购打造头部券商

中信证券积极抓住了每次券业的并购浪潮，通过一系列并购以及适时的资本扩充，确立了自己行业龙头的地位。相比于国泰君安、海通等其他头部券商，中信证券起步较晚，1995 年由中信集团牵头成立，1999 年增资扩股改制为股份有限公司，2003 年公司净资产排名行业第 6，主业聚焦在投行业务上，此后通过一系列的外延式并购，完善了业务条线，开启全国性布局，公司从 2010 年开始总资产稳定在行业第一。

图表56： 中信证券并购历史

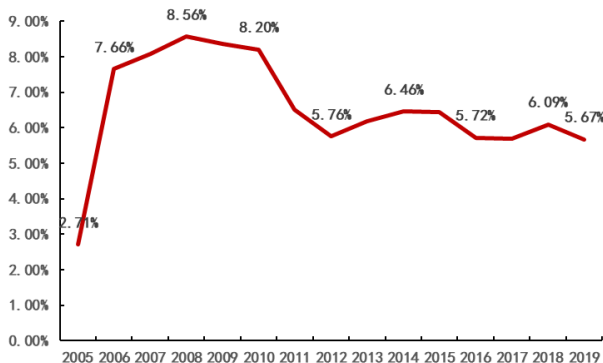


资料来源：公司公告，方正证券研究所

4.2 正式确立行业第一

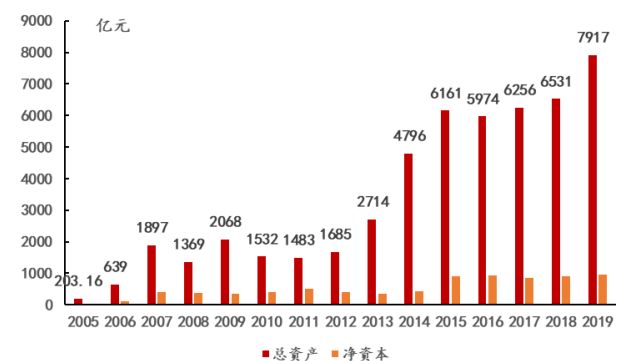
顺利并购万通证券、金通证券，重组华夏证券，确立行业第一。公司 2003 年成功收购万通证券开启了自己的扩张之路，为公司未来在山东市场的领先地位奠定了基础，2014 年万通证券更名为中信证券（山东）；2005 年中信证券与中国建银将华夏证券重组为中信建投证券，虽然后来因“一参一控”被迫出让中信建投的股份，但在控股的几年中借助原华夏证券在包括浙江、福建等东南沿海地区的营业部与客户资源，进一步弥补了自己在经纪业务上的短板，同时为自己的投行业务引流，在投行业务开始进军浙江、福建市场；2006 年公司成功并购浙江金通证券，正式打开浙江省经纪业务市场，股基成交市场份额大幅提升，正式确立自己行业第一的龙头地位。

图表57： 股基市占率大幅度提升



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表58： 中信 2006 年后资产规模大幅度提升

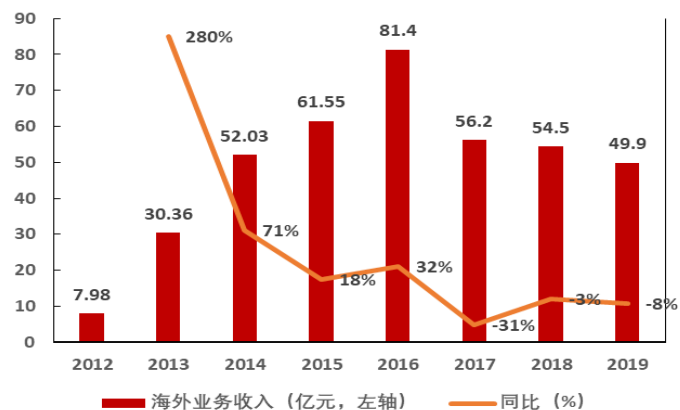


资料来源：公司公告，方正证券研究所

4.3 收购里昂证券，进军海外业务

2012 年公司成功收购里昂证券，开始布局海外业务。里昂证券以香港业务为核心，在亚洲、伦敦、纽约均有业务布局，受 2008 年的金融危机影响，连续多年业绩亏损。整个收购耗时 36 个月，打响了中信国际化布局的第一枪，为公司后来打造的全牌照海外业务平台奠定了基础，未来资本市场双向开放，中信里昂有望为集团贡献增量利润。2018 年中信里昂在全球完成 31 单 IPO，在香港 IPO 保荐交易量市场第二，市场份额 9.3%，带来了集团海外业务的高增长。

图表59： 中信证券海外业务并购后迎来高增长

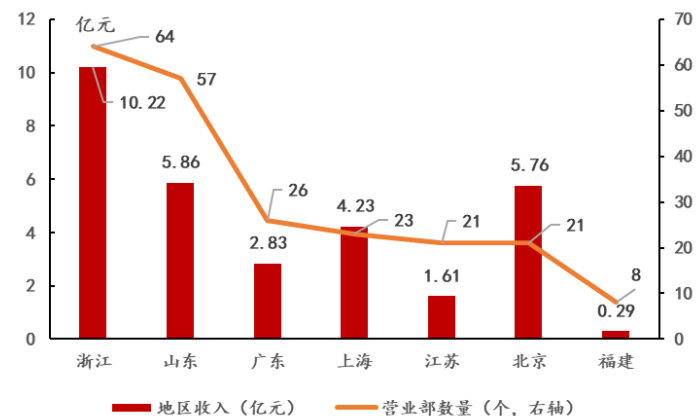


资料来源：公司公告，方正证券研究所

4.4 收购广州证券——强弱联合的典范

控股广州证券，重夺华南区市场份额。2020 年 1 月中信证券完成对广州证券的收购，广州证券成为中信证券的华南分公司，未来将聚焦华南地区经纪业务，中信证券将自己在华南的经纪业务部门并入华南分公司，将原广州证券其他业务部门收到中信证券总部统一管理。广州证券多年来持续深耕华南地区，拥有丰富的客户资源与营业部网点。相比之下，中信在广东布局偏弱，2019 年广东地区收入仅 2.83 亿元，营业部数量远少于其他沿海省份。此次并购后，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，配合自身强大的机构服务能力与资管等业务优势，有望带来中信证券在广东省乃至整个华南地区业务的跨越式发展。

图表60： 中信证券 2019 年营业部与收入地区分布



资料来源：公司公告，方正证券研究所

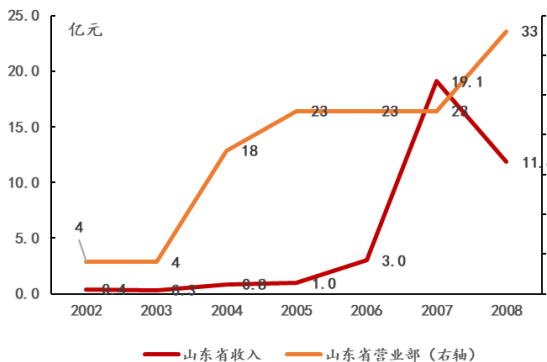
研究源于数据 26 研究创造价值

4.5 中信并购动因分析

回顾中信证券的并购历程，并购的动因早期更多为并购的成本考量，后期更多为服务公司战略发展方向。在银证分离以及综合治理后，包括万通证券、金通证券、华夏证券（中信建投前身）均为问题券商，连年亏损面临破产危机，并购的成本低，同时能为中信提供东部、东南发达沿海地区的证券资产资源，为公司确立行业第一的地位提供了保障。2010年后公司的并购方向更多服务于公司国际化、业务布局全面化的战略，收购里昂证券打造公司国际化业务平台，收购华夏基金开展公募基金业务，收购广州证券弥补公司在华南地区的客户资源缺乏劣势。

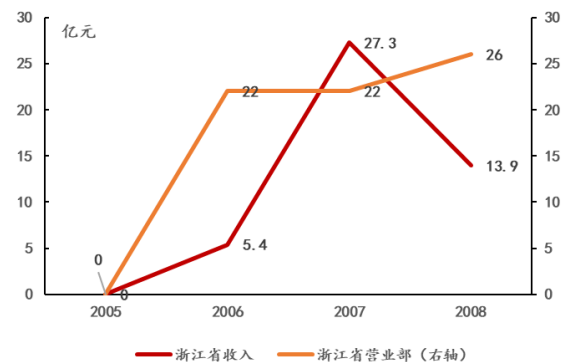
成功更多归因于与并购标的的互补性。并购方与标的间的战略互补，能够实现“1+1>2”的效果，中信几次成功的并购均得益于与并购标的间业务上或区域上的互补。2003年以前中信的布局集中在北京、上海等地，在包括浙江、山东等东部发达沿海客户资源欠缺，早期对万通、金通、华夏证券的并购，迅速实现了公司在这些省份的扩张，未来广州证券的合并预计同样会为公司带来华南区域收入的增长。对华夏基金、里昂的成功并购归因于业务上的互补，直接弥补了公司在基金管理业务、海外业务的业务短板，完善了公司的业务线条。

图表61： 收购万通进军山东



资料来源：公司年报，方正证券研究所

图表62： 收购华夏与金通进军浙江



资料来源：公司年报，方正证券研究所

5 海外投行并购经验借鉴

回顾海外顶级投行的发展史，规模与实力的提升均离不开成功的并购重组，投行在重资本转型的背景下能将资本优势输出为利润优势，并购重组可以达到迅速集聚资本、海外市场扩张、提高行业集中度、拓展新业务的效果。

5.1 多元化并购打造综合金融服务平台——美林的并购史

美林虽然最终倒在了衍生品的业务上，但作为后起之秀通过多次收购新业务领域内的优质公司，其并购发展史说明证券公司可以依靠并购迅速做大做强，尤其当行业不景气，是低价收购券商抢占市场与拓展新业务的最佳时机。美林证券成立于1914年，成立初期以股票承销业务为主，经纪业务为辅，1929年的大萧条使证券零售经纪业务一片

凋零，多数经纪商运营困难，美林证券抓住了这一低成本扩张机会，在 1940 年先后收购了美国第一、第二大经纪公司 E.A.皮尔斯、芬纳比恩，从而拥有了全美最大的零售经纪网络，此后公司大力开拓零售经纪市场，为公司未来的财富管理转型奠定了基础。1971 年美林完成纽交所上市，正式开启了自己的多元化扩张之路，陆续收购了 Family Life Insurance Company、Hubbard、Westervelt & Motteley 等公司，开始进军房地产、保险等行业。80 年代，美林开始重视投行业务，在 1984 年重组公司业务单元，形成了消费市场部、资本市场部和房地产及保险业务部，参与了多个杠杆收购项目，并于 1988 年夺得总承销业绩行业头名。90 年代公司开始大举进军资产管理业务，1997 年成功收购英国资管巨头水星资产管理公司，管理规模从 2350 亿美元大幅提升至 4480 亿美元，**并购是短期内扩大公司业务范围的最快方法。**

美林的国际扩张步伐也开始加快。1999 年美国通过《金融服务现代化法案》，允许混业经营，面对商业银行的竞争压力，证券公司只有不断扩大资本额，同时随着国际资本市场一体化趋势发展，美国券商纷纷通过并购海外成熟标的，开启海外业务布局。90 年代后期美林借国际化浪潮通过多起海外主动并购，成为名副其实的跨国投行巨头。1995 年公司收购英国史密斯纽考特证券公司占领了英国 20% 的经纪业务份额；1996 年收购澳大利亚麦金托什证券公司打通澳洲经纪业务市场；1996 年收购西班牙 FG 投资公司进军西班牙共同基金市场；1998 年收购日本山一证券 30 个分支机构的证券资产布局日本的零售经纪业务。

图表 63： 美林并购史

| 收购时间 | 收购标的 | 收购效果 |
|------|--------------------------------|--------------------|
| 1940 | 美国第一、第二大经纪公司 E. A. 皮尔斯、芬纳比恩 | 拥有了全美最大的零售经纪网络 |
| 1964 | C. J. Devine | 进军固定收益做市 |
| 1968 | Hubbard, Westervelt & Motteley | 进军房地产行业 |
| 1974 | Family Life Insurance Company | 进入保险行业 |
| 1978 | White Wild | 投行业务高增长 |
| 1995 | 英国史密斯纽考特证券公司 | 占领了英国 20% 的经纪业务份额 |
| 1996 | 澳大利亚麦金托什证券公司 | 打通澳洲经纪业务市场 |
| 1997 | 西班牙 FG 投资公司 | 进军西班牙共同基金市场 |
| 1997 | 英国资管巨头水星资产管理公司 | 管理规模大幅提升至 4480 亿美元 |
| 1998 | 日本山一证券 30 个分支机构 | 布局日本的零售经纪业务 |

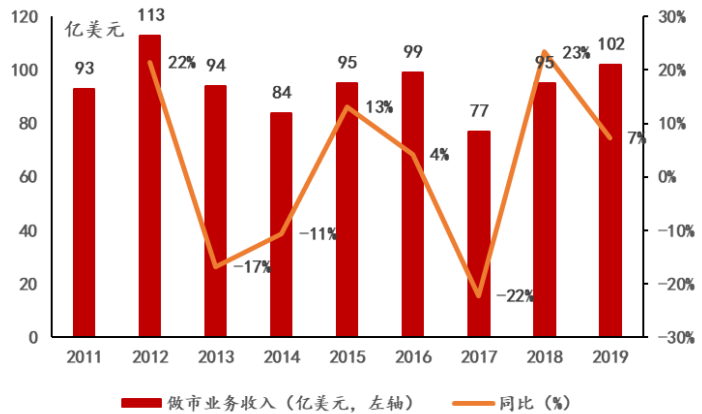
资料来源：公司公告，方正证券研究所

5.2 重资本业务转型下，资本优势输出利润优势——高盛案例

高盛在 80 年代借机构化浪潮，做大资本金业务，将资本优势输出为利润优势，打造了国际领先的机构投资者服务平台。美国 1981 年 401K 计划开始推行，包括公募、养老金等大型机构入市，机构投资者崛起，催生了包括衍生品、FICC 等资金型业务需求，投行业务开始重资本转型。高盛 1981 年成功收购外汇、大宗商品交易商 J.Aron 公司，此后逐步布局资金型业务，动用自有资金开展包括外汇、大宗商品交易商业，打造了全球领先的资本中介平台，2019 年高盛 FICC 业务为集团贡献了 62.18 亿美元营业收入。借鉴高盛 FICC 业务的布局与发

展，机构业务中的 FICC、衍生品、股权投资均需要丰富的资本金支持，资本扩张伴随着机构客户的需求增长能够带来利润的输出。未来随着国内券业转型发展，衍生品、FICC、跟投、场内做市等业务扩容，券商能借助资本优势做大资本金业务，从而在机构业务端输出利润优势，A 股市场机构化的趋势下，券商继续做大资本金规模应对未来机构投资者增量做市需求。

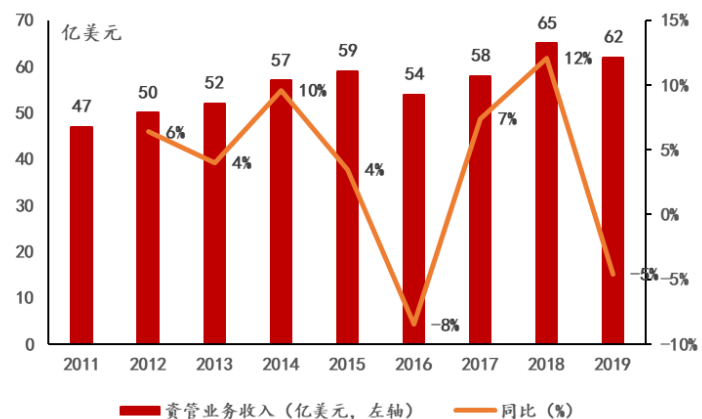
图表64： 高盛做市业务收入体量巨大



资料来源：Bloomberg, 方正证券研究所

同时高盛通过一系列海外并购打造国际化资管平台。高盛 1989 年设立资管部门，开启布局资产管理业务，此后通过一系列海外并购做大资管业务规模。1995 年公司并购美国自由资管公司，同年获取英国煤业委员会养老金的托管权，1997 年并购 Commodities Corporation，进军对冲基金领域，2012 年并购 Dwight 资管公司。根据年报披露，截至 2019 年末，公司资管规模已突破 1 万亿美元，全年贡献资管收入 62 亿美元。本土券商在海外资产管理上缺乏全球大类资产配置经验，借鉴高盛在资管领域的扩张经验，收购海外成熟的资管平台可以在未来帮助本土券商拓展海外资管业务。

图表65： 高盛资管业务收入稳步增长



资料来源：Bloomberg, 方正证券研究所

6 券业并购如何才能真正做到“1+1>2”

并购只是第一步，产生协同效应才是并购的最终目的。未来不论是同业、跨行业、跨境的券业并购，均需要服务于公司的战略发展方向，同时需要考量并购方与标的间的互补性、企业文化差别，重视并购后的组织架构整合。

6.1 战略是一切并购的前提

回顾中信、高盛、美林几家的比较有代表性的并购事件，均发生在公司战略转型，对新领域或者新区域的成熟企业并购能够帮助并购方迅速完成市场拓展，节省探索成本，因此并购首先应服务于公司的战略规划。中信证券的几次并购，体现了自己在区域上以及在新业务领域上的布局战略，并购万通证券、金通证券、广州证券顺应了公司希望在沿海发达地区布局抢占财富管理客户的战略，带来了经纪业务市占率的飞速提升，并购华夏基金一度打造了国内最大的基金管理公司拓展投资管理业务，并购里昂证券顺应公司国际化发展战略带来海外业务的高增长；美林的国际化并购以及多元化并购成就了自己国际化金融综合服务平台的地位；高盛并购 J.Aron 公司发力 FICC 等资本金业务，实现重资本转型，做市业务高增长，不断并购国际资管公司，资管业务成为公司的战略重点。未来券商在做并购标的选择，受限要考虑并购标的的区域与业务领域是否符合公司的战略发展方向。

6.2 互补性、企业文化影响并购的最终效果

业务、区域互补性能够极大提升并购的效用。业务与区域的互补性能够帮助并购方迅速拓展新业务、新市场，节省整合成本，真正实现“1+1>2”。企业文化同样对并购的效用产生影响，1997 年摩根士丹利与添惠完成合并，但因商业银行与投资银行本身文化差异性巨大，摩根士丹利主打机构业务，添惠更多为零售业务，内部摩擦不断直接导致了并购的失败，2001 年两家公司分拆。因此并购前，券商应注重并购标的与自身业务、区域的互补性，挑选与自身企业文化相符、相近的并购目标。

6.3 重视并购的组织架构整合以及并购后的业务发展战略

并购后的整合是决定能否最终实现并购成功的最关键因素。并购后的整合是指收购方获得并购企业的资产等所有权后，对企业资源进行重新安排，使彼此资源能够更有效地被利用，对于券商而言，尤其是跨行业、跨区域并购，并购重组后得战略整合、人员整合、组织架构整合、企业文化整合尤为重要，决定了重组后的效果。中信收购广州证券后，将广州证券除经纪业务部门外全部整合到总部管理，将自己的华南的经纪业务与广州证券的经纪业务部门整合为华南分公司，此举极大发挥了广州证券多年来在华南地区积累的客户资源，同时中信在投行、资管等其他业务上更具优势，整合广州证券其他部门能带来资源的有效利用。

6.4 并购时点影响并购的成本

并购时点的选择影响券商的并购成本。海外投行与我国证券发展史中几次成功的低成本并购均发生在行业低迷运营困难时期，股东资金链困难有转让套现的需求。选择正确的并购时间节点能够节约并购成本，提高并购的成功率。国内券商未来选择并购时点需要自上而下考虑行业的发展情况，在并购标的估值较低时进行并购最大化并购效用。

7 投资建议

并购整合机遇+政策支持，持续看好券商行业，行业推荐逻辑一：资本市场改革深化，机构化趋势带动行业重资本业务转型，外资准入放开带来行业竞争加剧，预计行业将出现新一轮整合浪潮，重构竞争格局的同时带来行业整体资源配置效率的提升。中小券商在创新业务上缺乏资本实力，而传统业务佣金费率不断下滑挤压中小券商利润；海外投行准入国内资本市场，本土头部券商存在做大做强的内生动力，有望借助进一步的并购实现规模扩张，弥补业务、区域布局短板，同时在资金型业务上迅速扩容带来盈利能力的提升，预计行业集中度将不断提升。

行业推荐逻辑二：宽松的货币政策以及监管近期在市场流动性、资本补充、完善市场基础制度上的利好政策、疫情控制下经济预期的好转有望持续改善券商行业盈利水平，带动行业长期 ROE 水平的提升。货币政策方面，央行公开表态“稳健的货币政策将更加灵活适度”，同时此前《政府工作报告》明确提出要求“要综合运用、创新多种货币政策工具，确保流动性合理充裕”，预计下半年货币市场将进一步宽松、利率下行趋势未变。监管政策方面，近期金融委、上交所、证监会等监管机构多次表态以及出台相关政策红利从市场流动性、资本补充、完善市场基础制度支持券商发展，5 月底证监会发布《关于修改〈证券公司次级债管理规定〉的决定》，允许证券公司公开发行次级债券，帮助券商降低负债融资成本，预计将利好对资本需求旺盛的头部券商；上交所 5 月 29 日在下一步重点工作中首次提出将“适时推出做市商制度、研究引入单次 T+0 交易”，若正式推出将显著提升市场活跃度，增厚券商经纪业务佣金收入，同时在资本供给方面表示将聚焦构建更高效的并购重组、再融资制度。**预计行业头部券商 2020 年 PB 估值水平 1.0-1.5 倍，优先推荐低估值、衍生品与 FICC 等投资交易业务高增长、资源与资金优势显著的华泰证券，业绩稳定性强改革受益多的中信证券，以及业务发展均衡兼具弹性的招商证券。**

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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。

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投资建议。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，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，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

| | 北京 | 上海 | 深圳 | 长沙 |
|---------|---|---|---|---|
| 地址： | 北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037) | 上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120) | 深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000) | 长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015) |
| 网址： | http://www.foundersc.com | http://www.foundersc.com | http://www.foundersc.com | http://www.foundersc.com |
| E-mail： | yjzx@foundersc.com | yjzx@foundersc.com | yjzx@foundersc.com | yjzx@foundersc.com |