



「新國九條」實施後，頭部券商行業迎來首宗合併重組。國泰君安周四晚公布計劃通過向海通證券全體A股、H股換股股東發行相應股票方式，換股吸收合併海通證券，並發行A股股票募集配套資金。

分析稱，兩家券商行均有上海國資背景，此次重組響應了「推動頭部證券公司做優做強」的政策導向，有利於推進國有大型金融機構更好對標世界一流金融企業。作為上市券商行A+H最大整合案例，涉及國企換股併購定價、併購退市、中小股東利益保護等，是次重組有望為後續其他上市券商行併購重組積累經驗，券商行業有望掀起新一輪併購浪潮。

大公報記者 倪巍晨

財經評論員、中南財經政法大學兼職教授譚浩俊坦言，從國泰君安與海通證券的併購案來看，海通證券目前遭遇到一定的問題，由國泰君安對其進行併購重組，可視為上海金融國資體系的一項改革舉措，有助於通過併購重組消弭風險、解決實際問題。

優勢互補 化解存量資產風險

經濟學家宋清輝指出，上海正在加快建成具有世界影響力的社會主義現代化國際大都市，國泰君安與海通證券的合併，旨在進一步增強上海金融國資實力，助力國際金融中心建設，藉此吸引更多外部國際資本和業務。同時，兩家券商行的合併將對中資券商行業帶來深遠影響和積極變化：券商行業競爭格局將被重新定義。

「兩家券商的合併，有助於實現雙方業務的優勢互補，實現1+1大於2的整合效果。」申萬宏源非銀金融首席分析師羅鑽輝解釋，對國泰君安而言，整合後可提升整體業績和資產水平、提高業務排名，其投行、客戶資源等方面將有明顯補充。對海通證券而言，當前其國際和投行業務資產質量面臨較大風險，整合有助於化解存量資產風險，盤活資產回報；考慮到海通證券當前尚未獲得「場外期權一級交易商」牌照，整合後或在未來重資產業務非方向性轉型領域得到業務增量。

市場數據顯示，今年上半年，國泰君安實現營收170.70億元（人民幣，下同），排名券商行第四位；同期，海通證券實現營收88.65億元，行業排名第十位。兩家券商行若能合併，其營收規模將直追排名第一的中信證券。此外，截至6月30日，國泰君安總資產8980.6億元，海通證券總資產7214.15億元，兩者合併後的資產總額將達1.619萬億元，超過目前「行業龍頭」中信證券的1.495萬億元。

分析料併購陸續有來

譚浩俊認為，券商行之間併購重組的目的，是促進行業的高質量發展，因此併購重組需要嚴格遵循市場化原則，才能真正起到強強聯手1+1大於2的效果，相信未來會看到越來越多的券商行併購重組案例。

羅鑽輝指出，今年以來券商行業整合步伐在政策引導下明顯加速，包括「國聯+民生」、「浙商+國都」、「西部+國融」、「國信+萬和」等均在推進中，券商行業併購整合大幕或已拉開，重點可關注同一實際控制人旗下券商行整合的可能性。中國資本市場改革、中資大型券商行併購重組，仍是今年證券行業投資的兩大主線，他建議關注資本市場改革和有望得益於併購重組的標的。

國泰君安海通合併 對標世界一流金融企業 中國券商行加速整合 助金融高質量發展



國泰君安與海通證券概覽

(單位：元人民幣)

海通證券	指標	國泰君安證券
600837 (A股) 06837 (H股)	股市編號	601211 (A股) 02611 (H股)
130.6億元	註冊資本	89.04億元
7214.1億元	總資產	8980.6億元
88.65億元	營業收入	170.7億
9.53億元	淨利潤	50.16億元
0.07元	每股收益	0.52元

海通證券

海通證券前身是上海海通證券，成立於1988年，是中國最早成立的證券公司之一，1994年改制為有限責任公司。2000年12月，海通證券完成增資擴股，在2002年1月底變更為股份有限公司。2002年，註冊資本金增至87.34億元，成為中國證券行業資本規模最大的綜合性證券公司。2007年7月31日，成功在上海證券交易所掛牌上市。2010年海通證券收購在香港交易所上市的香港大福證券成為其子公司（海通國際）。2012年，海通證券在香港聯交所主板上市。2023年10月，海通證券宣布私有化旗下海通國際，海通國際今年11月11日從港交所退市。

國泰君安證券

1992年國泰證券及君安證券分別於上海及深圳成立，1999兩家公司合併成立國泰君安證券股份有限公司，2001年12月31日完成變更登記，註冊資本變更為37億元（人民幣，下同）。2015年國泰君安成功登陸上海證券交易所A股，註冊資本增至76.25億元。國泰君安H股於2017年在香港聯合交易所上市交易，註冊資本增至87.14億元。2019年，國泰君安成為業內首家推出科创板交易權限開通業務。2021年11月24日，銀行間市場清算所股份有限公司成功支持國泰君安證券完成「玉蘭債」發行登記，證券行業「玉蘭債」正式落地。



各界評論

中南財經政法大學兼職教授 譚浩俊
此次重組可視為上海金融國資體系的改革舉措，有助於通過併購重組消弭風險、解決實際問題

經濟學家宋清輝
合併案落地後，券商行業競爭格局將被重新定義，未來將有其他頭部券商行通過併購重組等方式，做優做強

申萬宏源非銀金融首席分析師 羅鑽輝
重組有助優化上海金融國資布局，推進國有大型金融企業對標世界一流金融企業

大公報記者 倪巍晨整理

新機構總資產躍居券商行龍頭

機遇挑戰

國泰君安與海通證券的合併，有望孕育出一家「航母級」券商行機構。申萬宏源非銀金融首席分析師羅鑽輝依據去年數據測算後發現，兩家券商行合併後，其總資產、歸母淨資產將分別達1.68萬億元（人民幣，下同）和3300億元，均躍居中資券商行第一。

羅鑽輝說，截至今年6月末，國泰君安總資產、淨資產、營收、淨利潤分別處在43家上市券商行的第二、三、四、三位；同期，海通證券則分別排名第五、四、十、十六位。他提醒，兩家券商行的資產差距不大，但業績卻有差距，考慮到兩者在同一國資參控，且發展過程中均有併購經歷，此次併購推進或更為順暢。

經濟學家宋清輝指出，兩家券商行合併有很高難度，涉及股東、員工、業務等各方面的整合，以及監管等方面因素，可謂牽一髮而動全身。兩家券商行在文化融合方面的難度更大。他說，破解兩大機構合併與發展的關鍵點，應首重文化方面的融合，這也是最根本的立足點。

宋清輝建議加強雙方認同的價值觀與企業文化融合，努力促進不同業務之間的相互交流與信息共享，盡最大可能降低整合過程中潛在的風險。

大公報記者 倪巍晨

資金掃貨 多隻券商行股漲停

澤被四鄰

受惠國泰君安和海通證券合併的消息提振，A股券商行板塊昨日逆市上漲，券商行板塊指數一度漲近3%，創一個月新高。國海證券開盤漲停，錦龍股份、天風證券、中國銀河也一度觸及漲停。天風證券、國海證券收市漲停，錦龍股份漲超5%。

國聯證券併購民生證券9月3日獲江蘇省國資委批准。國信證券日前表示，計劃以發行股份的方式購買萬和證券96.08%股份。市場認為，券商行連續公布併購重組，打開了市場對其他券商行重組的預期。平安證券表示，資本市場加速高質量發展，證券行業也明確加速建設一流投資銀行和投資機構的政策導向，今年以來證券行業供給改革側明顯加速。頭部券商行是支持通過併購重組等方式做大做優做強的重要對象，國泰君安與海通證券的合併重組順利將進一步加速行業格局優化。

A股三大指數昨日回落。收市滬綜指跌0.81%報2765點，創2月初以來新低；深成指及創業板指分別跌1.44%及1.7%，兩市合計成交5427億元人民幣。



▲A股券商行板塊昨日逆市上漲，券商行板塊指數一度漲近3%。

今年上半年 營收十強券商行

(單位：億元人民幣)

券商行	金額	同比變幅
中信證券	301.83	-4.18%
華泰證券	174.41	-5.05%
中國銀河	170.86	-1.88%
國泰君安	170.7	-6.89%
廣發證券	117.78	-11.02%
申萬宏源	108.76	-11.14%
招商證券	95.95	-11.11%
中信建投	95.28	-29.24%
中金公司	89.11	-28.26%
海通證券	88.65	-47.76%

大公報記者 倪巍晨整理

西證：整合利好行業估值修復

券商行點評

西部證券表示，兩家證券商境內營業部均超300家，境外在香港、美國及東南亞等多地布局，兩者合併後客戶資源、財富管理及國際業務能力有望顯著提升。該行預期，行業（尤其是頭部券商行）的整合，有助板塊估值修復，並推薦中國銀河（06881）、中信證券、中金公司（03908）、國聯證券（01456）。

摩通稱，國泰君安的股本回報率及每股盈利或無可避免會被攤薄。未計及收入及成本協同效應，國泰君安2023年度備考財報股本回報率、每股盈利將被分別攤薄2.1個百分點及41%。摩通對國泰君安維持「中性」評級，目標價8.1元。

推動滬金融中心建設

廣發證券認為，在建設金融強國與建設一流投行的背景下，行業供給側改革符合政策導向。頭部證券公司通過整合做優做強將對行業產生深遠的影響。除此以外，由於國泰君安、海通證券均為上海國資委旗下券商行，有助推動上海國際金融中心建設。

▲證券商合併後客戶資源、財富管理及國際業務能力有望顯著提升。



穆迪：中資券商行槓桿率遠低全球同業

信用良好

得益于嚴管環境和競爭格局，中資券商行的槓桿率遠低於全球同業。穆迪分析師鄭曉蕾表示，儘管中資券商行資產集中度較高，但因其較低的槓桿率，以及良好的流動性和資金狀況，紓解了資產集中度方面的相關風險，並將繼續支持中資券商行穩健的信用狀況。

穆迪指出，中資券商行運營需遵守嚴格的監管規定，監管資本槓桿率設定8%的最低要求，監管部門還設立9.6%的預警標準，一旦觸及預警線，可能需要補充資本金或減緩資產增長。

監管有助維持良好流動性

鄭曉蕾補充說，8%的最低資本槓桿率要求和9.6%的預警標準，分別對應10.4倍和12.5倍左右的槓桿率。截至去年末，11家受穆迪評級的中資券商行平均槓桿率為5.9倍，低於許多全球同業的水平。鄭曉蕾表示，中國監管部門還通過監測流動性覆蓋率、淨穩定資金比率等指標，對券商行的財務實力進行嚴監管，上述舉措有助於券商行維持良好的流動性和資金狀況。

鄭曉蕾指出，中資券商行與中央或地方政府有更緊密聯繫，該聯繫在券商行股權結構中有所體現，預示券商行在應付較大可能得到中央或地方政府的流動性支持。她繼續稱，投資多元化、較高的長期資金佔比，以及順暢的或有流動性及資金來源，紓解了中資券商行投資組合中蘊含的流動性風險。

大公報記者 倪巍晨

易綱：寬鬆幣策 緩解通縮穩經濟

【大公報訊】記者海巖北京報道：中國金融學會理事會會長、中國人民銀行原行長易綱昨日在第六屆外灘金融峰會上表示，中美歐正處於不合理經濟周期中，疫情期間，美歐出現高通脹，而中國在過去五年對抗的是通縮壓力。在此背景下，中國的貨幣政策應當寬鬆，同時支持實體經濟，特別是聚焦支持能夠創造更多就業的中小企業，近期的重要政策目標應是推動GDP平減指數轉正。

GDP平減指數是未經價格調整的名義GDP與實際GDP之比，反映一個國家或地區物價變動的

總水平。今年一季度中國GDP實際同比增速為5.3%，二季度為4.7%，但一季度和二季度GDP平減指數分別為-1.1%和-0.7%。這顯示名義GDP增速顯著低於實際GDP增速，令市場主體對經濟體溫的感知較低。

余永定：赤字率有空間上調

易綱指出，中國經濟仍在復甦，速度相對較慢。從總量上看，中國需求相當大，但存在需求疲軟的問題，特別是消費和投資方面。要促進經濟恢復、支持實體經濟發展、促進就業，積極的

財政政策和寬鬆的貨幣政策非常重要。

易綱稱，過去一段時間，中國的物價指數比如居民消費價格指數（CPI）僅略高於零，生產者價格指數（PPI）則持續為負數。他認為，目前政策重點應該是在未來幾年讓GDP平減指數轉正，希望積極的政策支持增長，推動PPI在今年底前從負增長恢復到趨於零左右。

在同一場合，中國社會科學院學部委員余永定表示，建議中國執行擴張性的財政、貨幣政策，特別是要首先實施更加擴張性的財政政策，穩定經濟增長，實現5%的增長目標。余永定稱，



中國的赤字率和政府負債率都可以上升，所謂「赤字率不超過3%、負債率不超過60%作為安全線」的規則，對中國是不適合的。

▲易綱指出，中國需求疲軟的問題，特別是消費和投資在需求疲軟的問題，特別是消費和投資方面。