

目 录

1. 中信证券：内生增长+外延并购成就行业龙头	6
1.1 多次股权融资做大资产规模.....	8
1.2 主动收购地方券商，扩展经纪业务版图.....	9
1.3 参与中信建投组建，持续分享其成长红利	10
2. 华泰证券：通过并购补足业务短板.....	11
2.1 整合华泰联合，投行业务跨越式发展	11
2.2 抓住互联网金融发展机遇	13
2.3 与 AssetMark 强强联合，开拓海外资产配置渠道	14
3. 国泰君安：优化业务布局，加速形成金控集团	15
3.1 国泰证券合并君安证券：解决君安证券风险问题	16
3.2 国泰君安收购上海证券：为上市清障	16
3.3 国泰君安收购华安证券、转让并拟重新入股国联安基金	18
4. 申万宏源：时代推动下，历经两次被动并购	20
4.1 申银合并万国：因万国经营困难导致的兼并	20
4.2 申银万国和宏源证券合并：由中央汇金主导，合并初期未见“1+1>2”	20
4.3 申万宏源合并效果不及预期：业务存在一定互补，但并不显著	22
5. 中金公司：收购中投证券，夯实财富管理基础	24

图目录

图 1 中信证券资本运作与上证指数关系	6
图 2 中信证券股权结构	7
图 3 中信证券资产规模（亿元）	8
图 4 中信证券 2020-2023 ROE 及杠杆率	9
图 5 中信证券 2000-2023 营业收入与净利润（亿元）	9
图 6 中信证券与金通证券股基交易额（母公司口径、亿元）	10
图 7 中信证券 A 股交易额市占率变化（合并口径）	10
图 8 中信证券经纪业务收入（亿元）	10
图 9 中信建投总资产与净资产变化（亿元）	11
图 10 中信建投营业收入与净利润（亿元）	11
图 11 华泰证券发展及并购历程	11
图 12 华泰证券主要财务指标排名	12
图 13 华泰证券并购重组收入及排名	12
图 14 华泰证券 IPO 发行规模及排名	13
图 15 华泰证券再融资发行规模及排名	13
图 16 涨乐财富通月活持续领跑（Top10 券商 APP、万）	13
图 17 华泰证券研发投入及占营业收入比	14
图 18 华泰证券信息技术投入金额排名	14
图 19 华泰证券佣金率	14
图 20 华泰证券股基交易额及市占率	14
图 21 Assetamrk 平台资产规模（AoP）	15
图 22 2013 年国泰君安与上海证券财务指标及对应行业排名	17
图 23 国泰君安和上海证券代理买卖证券收入（亿元，含席位租赁）	17
图 24 华安基金自成立以来公募资产管理规模发展趋势	18
图 25 华安基金营业收入及归母净利润稳步提升	19
图 26 国联安基金公募资产管理规模及基金数量	19
图 27 国联安基净利润近几年触底回升	20
图 28 合并前中银万国和宏源证券均为中央汇金旗下券商	21
图 29 申万宏源合并后营业收入跑输行业	21
图 30 申万宏源合并后净利润增速跑输行业	21

图 31 申万宏源合并前后 ROE 与行业平均 ROE 对比.....	22
图 32 申银万国与宏源证券各地区营业部数量（家）.....	23
图 33 2013 年申万和宏源营业收入构成.....	23
图 34 2014 年申万和宏源营业收入构成.....	23
图 35 申万和宏源权益及固收自营规模（亿元）.....	23
图 36 申万和宏源融资融券余额（亿元）.....	23
图 37 合并后申万宏源资管收入曾大幅增长，2016 年后开始下滑.....	24
图 38 中金公司与中投证券股东结构（收购前）.....	25
图 39 中金公司与中投证券股东结构（收购后）.....	25
图 40 中投证券与中金公司股基交易额市占率及排名.....	26
图 41 中投证券收入结构.....	26
图 42 中金公司收入结构.....	26
图 43 中金公司财富管理客户数量及客户资产规模.....	27
图 44 中金公司高净值个人客户数量及客户资产规模.....	27
图 45 中金公司财富管理产品保有量及同比增速.....	27
图 46 中金公司财富管理业务收入及同比增速.....	27

表目录

表 1 国内头部券商发展路径及并购事件汇总.....	6
表 2 中信证券核心高管一览.....	7
表 3 中信证券历年再融资情况.....	8
表 4 国泰君安对证券公司和基金公司的并购与转让事件总结.....	15
表 5 上海证券被收购前后股权结构对比.....	17
表 6 2021 年上海证券增发后股权结构.....	18
表 7 申万宏源合并后业绩排名大多低于 2013 年算术加总.....	22
表 8 中金公司收购中投证券后主要指标排名跃升至第一梯队.....	25

2023年11月，继金融工作会议提出“培育一流投资银行和投资机构”后，证监会也表示“支持头部证券公司通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做优做强，打造一流的投资银行，发挥服务实体经济主力军和维护金融稳定压舱石的重要作用”。通过观察国内头部券商的发展路径，主要有以下几种：1) 依托集团化优势，全能发展，如中信证券、招商证券；2) 主动寻求扩张，增强业务板块实力，如华泰证券；3) 主动寻求扩张，增强区域实力，如中信证券；4) 被动收购，主要为汇金系股权整合或风险事件后的整合，如国泰君安、申万宏源、中金公司等。

表 1 国内头部券商发展路径及并购事件汇总

企业性质	实控人/大股东	发展路径	主要并购事件
中信证券	中央国有企业 中信集团	依托金控集团优势，全能化发展，通过并购实现规模扩张	2004年收购万通证券，2006年收购金通证券，2018年收购广州证券，2004年受让华夏证券股权改组中信建投2010年剥离
华泰证券	地方国有企业 江苏省国资委	全能化发展，通过收购增强业务实力	2006年收购联合证券（2011年进一步整合），2016年收购AssetMark
国泰君安	地方国有企业 上海市国资委	全能化发展，强强联合扩大规模	1999年国泰证券、君安证券合并，2014年收购上海证券
招商证券	中央国有企业 招商局集团有限公司	依托金控集团优势，全能化发展	-
申万宏源	中央国有企业 中央汇金	全能化发展，强强联合扩大规模	1996年中银证券、万国证券合并设立申银万国，2015年中银万国、宏源证券合并设立申万宏源
中国银河	中央国有企业 中央汇金	全能化发展	-
海通证券	地方国有企业 上海市国资委	全能化发展，收购海外券商实现国际化	2010年收购大福证券、2014年收购恒信金融集团，2015年收购葡萄牙圣灵投资银行
广发证券	公众企业 无实控人	全能化发展	-
中金公司	中央国有企业 中央汇金	全能化发展，通过并购实现规模扩张	2016年收购中投证券改组为中金财富
中信建投	地方国有企业 北京市国资委、中央汇金	全能化发展	-

资料来源：wind，中信证券《发行股份购买资产暨关联交易预案（修订稿）》，国泰君安招股说明书，华泰证券招股说明书，申万宏源《发行股份吸收合并宏源证券股份有限公司上市公告书》，中金公司招股说明书等，海通证券研究所

1. 中信证券：内生增长+外延并购成就行业龙头

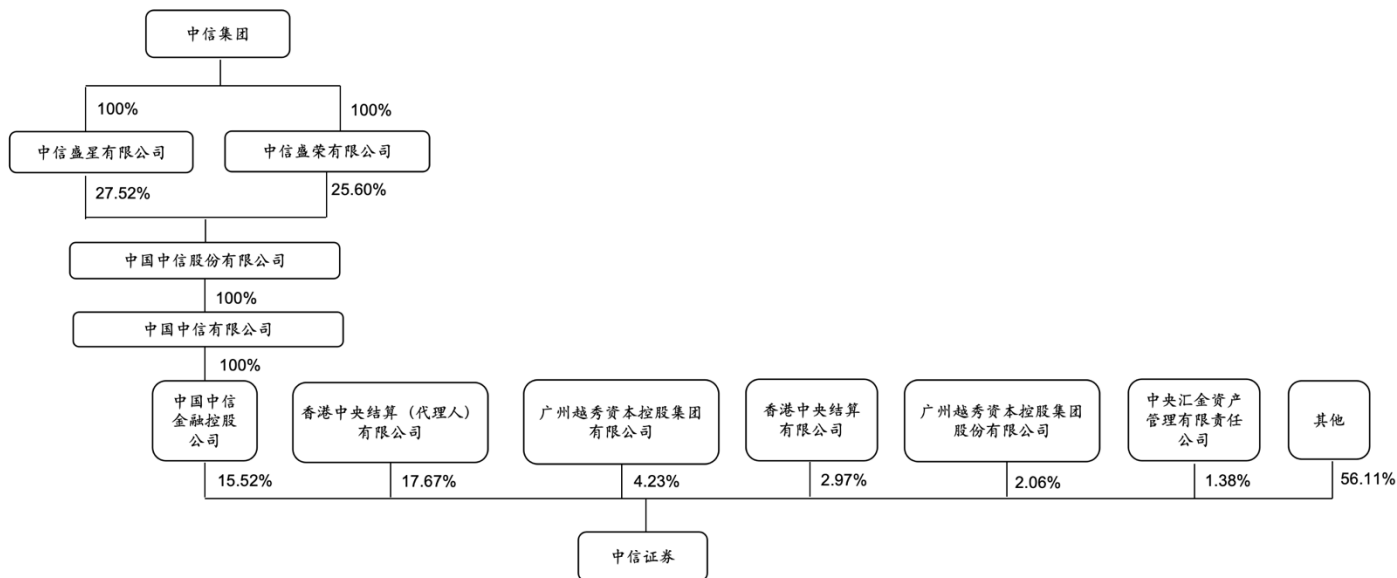
“熊市并购，牛市再融资”，有效的资源配置手段使公司不断做大做强。在行业低迷时期，公司把握逆周期布局机遇，通过收购兼并等方式，先后并购了万通证券、华夏证券、金通证券、里昂证券、广州证券，以较低成本扩大市场份额，迅速确立行业龙头地位。而在市场整体较为乐观时期，公司亦善于抓住机遇，多次通过增发、配股等方式不断扩张自身资本，同时撬动更高杠杆率做大做强公司资本金业务，实现资产规模与利润规模的双重增长。

图1 中信证券资本运作与上证指数关系


资料来源：wind，公司并购及再融资相关公告（2003-2022），海通证券研究所

依托金控集团优势，全能化发展。1995年成立伊始第一大控股股东为中信集团，2013年后第一大股东变更为中国中信有限公司。2023年中信有限、中信股份向中信

金控无偿划转合计持有的 18.45% 公司股份，中信金控正式承继公司第一大股东地位。中信金控作为中信集团综合金融服务板块发展的平台和主体，承接旗下中信银行、中信证券、中信信托、中信保诚人寿、中信消费金融等金融子公司牌照和相关资产。依托金控集团大而全的优势，中信证券实现了较好的资源整合、市场共通和战略协同。

图2 中信证券股权结构


资料来源：wind，中信证券 2022 年年报，海通证券研究所

核心高管多为元老级，在证券行业拥有丰富经验。公司现任董事长张佑君先生，现任总经理杨明辉先生均是在公司创立之初便加入公司，并且在证券行业从业多年，拥有较为丰富的经验。公司其他高管也均深耕金融相关领域多年，具有丰富的管理经验，同时丰富的履历也使得管理层对公司发展的整体环境有较好的把握，更能确定公司正确的前进方向。

表 2 中信证券核心高管一览

姓名	职位	加入时间	经历
张佑君	董事长	1995 年	公司初创期元老，曾任交易部总经理等职
杨明辉	总经理	1995 年	曾任董事、襄理、副总经理；现任中信证券执行董事、董事总经理，华夏基金管理有限公司董事长等
史本良	财富管理委员会主任	2000 年	历任公司财务部资产管理业务核算会计主管、联席负责人、行政负责人等职务
王俊峰	董事会秘书	1999 年	曾任公司经纪业务管理部副总经理，总经理办公室业务协调主管
李回	总司库负责人	1996 年	曾任中国国际信托投资公司，信息中心国际合作处经理，中信国际合作公司开发部经理，公司债券部经理、资金运营部副总经理、证券金融业务线行政负责人、公司财务负责人等职
张国明	首席风险官	2010 年	曾任河南省高级人民法院副院长、庭长、审判委员，最高人民法院法官
张皓	CFO	1997 年	曾任上海城市建设学院助教，中国建设银行上海市信托投资公司 B 股业务部负责人等职务，现兼任中信证券资管董事、中国金融期货交易所董事会风险委员会委员。

资料来源：中信证券 2023 年年报，海通证券研究所

优秀公司治理穿越周期，终成行业领头羊。中信证券前董事长王东明确立了公司的几项核心准则：资产要保持高流动性，最大限度地降低在不动产、固定资产、长期投资领域的比例；业务要创新，但一定要聚焦在证券业务领域，不盲目进入陌生的领域。经营上以投行为本，确立了市场化经营路线，在券商群体中独树一帜。对让证券公司赚得盆满钵满的“自营”和“委托理财”（挪用客户保证金做投资）业务始终保持谨慎态度。

在股权业务方面，施行以客户为中心、全产品覆盖、提高资产配置效率、提升客户服务质量的策略，组织调配公司内外资源，实现向客户提供资本市场全产品服务。加大了对创新业务与产品的开发力度，拓展其他股权类资本中介业务，强化专业分工，提升综合竞争优势，完善风险监控措施和流程。在投行业务方面，加强了内控基础体系建设，丰富产品和渠道，挖掘客户债券和结构融资需求，注重产品和服务创新。中信证券的投行保荐和承销市场份额得以稳步提高。融资业务则坚持高端路线的“大项目战略”。为了给公司融资业务树立口碑和专业化的形象，着力对大企业和大项目进行重点攻关，投入资源与头部券商争夺高端客户。为了吸引和留住人才，中信证券制定了同行业最高的员工薪酬和激励标准。优秀的公司治理使得中信证券得以穿越周期，在万国证券、君安证券、南方证券与华夏证券等昔日行业龙头逐渐遭遇重创后，中信证券最终大浪淘金，在国内资本市场的多次牛熊转换过程中逐渐站稳了行业龙头地位。

1.1 多次股权融资做大资产规模

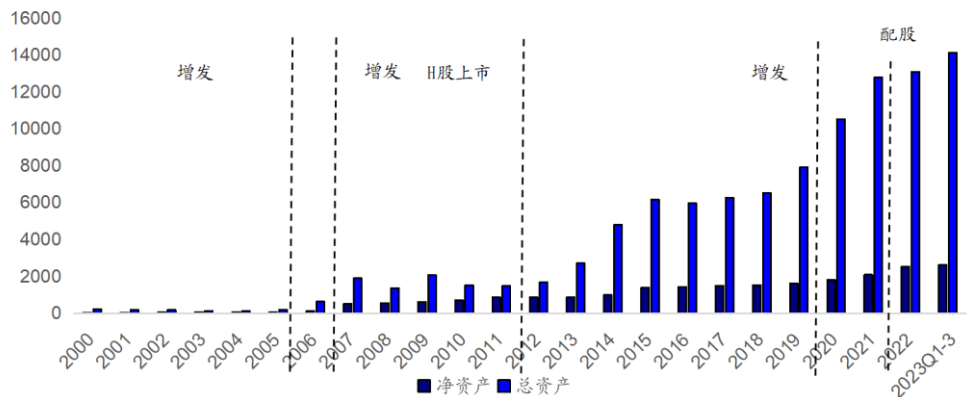
四次再融资+港股上市，资产规模快速扩张。自2003年A股上市以来，中信证券进行了四次再融资，每次再融资完成后公司净资产规模均有所抬升：2006年、2007年分别定向增发5亿股、3亿股，分别募集资金46亿元、250亿元，用于补充公司营运资金，扩大业务规模；2020为收购广州证券，向越秀资本增发募集资金135亿元；2022年，公司配股募集资金224亿元，进一步提升了资本实力。此外，2011年公司在香港联交所上市，净资本由700亿元提升至超850亿元。公司通过5次资本运作，资本规模快速提升，在行业重资本业务占比不断提升的背景下提前布局，快速夯实了行业龙头地位。

表3 中信证券历年再融资情况

上市时间	发行方式	规模(亿元)	资金用途
2006年6月27日	增发	46	全部用于补充公司营运资金
2007年9月4日	增发	250	增加公司资本金，增加公司实力，扩展相关业务
2011年10月6日	H股上市	115	海外扩张，补充公司资本金
2020年3月11日	增发	135	收购广州证券，新增主要股东越秀资本
2022年2月15日	配股	224	发展资本中介业务，增加对子公司的投入、加强信息系统建设以及补充其他运营资金

资料来源：中信证券2022年年报，海通证券研究所

图3 中信证券资产规模(亿元)

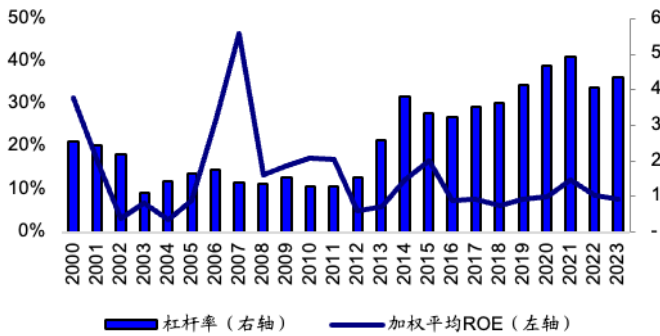


资料来源：wind，中信证券2022年年报，海通证券研究所

伴随着资产规模的扩张，中信证券盈利能力不断增强。2012年创新大会以后，券商ROE更多的开始由重资本型业务驱动，随着公司几次适时的并购及资本扩张，公司ROE中枢虽较2012年前有所下滑，但基本稳定在10%左右，远高于行业平均水平，各项财务指标也稳居行业首位。2020-2022年间，中信证券营业收入分别为544亿，765

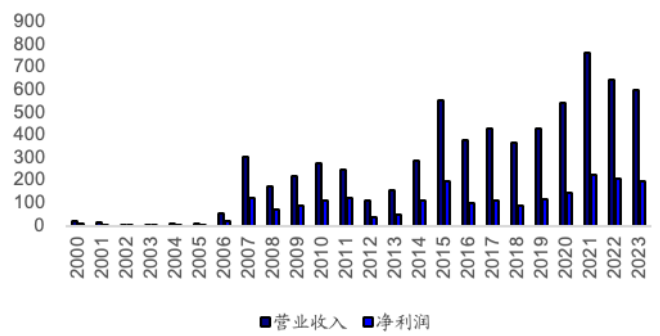
亿, 651 亿元, 领先第二名 162 亿, 333 亿, 296 亿元; 净利润分别为 149 亿, 231 亿, 213 亿元, 领先第二名 38 亿, 83 亿, 98 亿元, 在行业中具有绝对优势。

图4 中信证券 2020-2023 ROE 及杠杆率



资料来源: wind, 海通证券研究所

图5 中信证券 2000-2023 营业收入与净利润 (亿元)



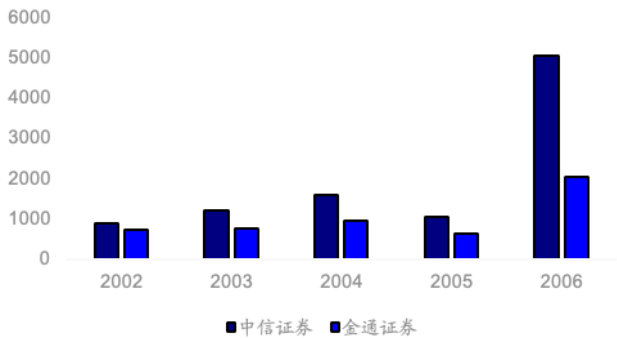
资料来源: wind, 海通证券研究所

1.2 主动收购地方券商，扩展经纪业务版图

收购万通证券，扩充山东版图，提升经纪业务市占率。2001 年下半年开始，中国证券行业在由牛转熊的过程中经历漫长的阵痛期，中信证券战略性趁着行业低迷逆市扩张。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方式变更议案，将原定的以首发募集资金参与增资扩股的方式，改为收购青岛市财政局及其他万通股东持有的股份。通过收购青岛市财政局、青岛市弘诚信托投资有限责任公司所持有的万通证券 30.78% 和 1.36% 的股权，中信共计持有万通证券 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，中信证券扩大了自身的营业网络。2003 年，中信证券在山东地区仅有 4 家营业部，到 2004 年就跃升到 18 家，而在山东省外，上海、北京、深圳三家营业部也划归中信证券母公司。

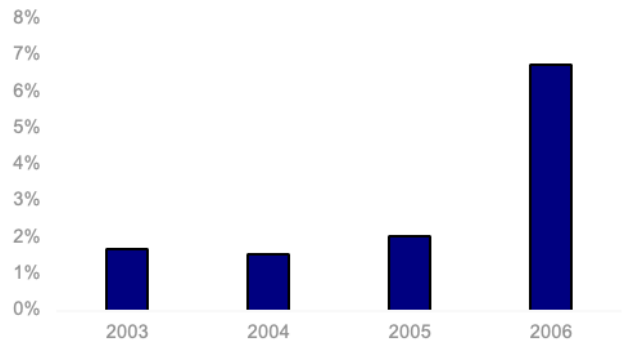
收购金通证券，加码布局浙江市场，进一步扩大经纪市占率。2005 年 11 月，中信证券受让浙江省国际信托投资公司等九家公司持有的金通股权，中信证券董事会通过《关于收购金通证券股份有限公司的议案》，决定收购金通证券股份有限公司的所有股权，收购总金额近 8 亿元，主要由债务清偿价款和股份转让价款构成。2006 年，中国证监会核准中信证券受让海南养生堂所持有的金通证券股权，至此，中信证券持有金通证券股份有限公司 8.85 亿股，金通证券成为中信证券下属的全资子公司。金通证券是当时浙江省规模最大的券商，依托浙江省的经济地位，有望成为中信在长三角的重要平台。在收购金通证券后，中信证券实际拥有的营业网点也已经超过 200 家，大网络战略、沿海战略进一步推进，为公司经纪业务发展打下良好的基础。完成并表后，中信证券经纪业务规模快速扩张，A 股股票交易额市占率从 2005 年的 2.04% 跨越式提升至 2006 年的 6.75%，在市占率提升和市场交易额快速放大的背景下，公司经纪业务收入从 3 亿元快速提升至 26 亿元。

图6 中信证券与金通证券股基交易额（母公司口径、亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

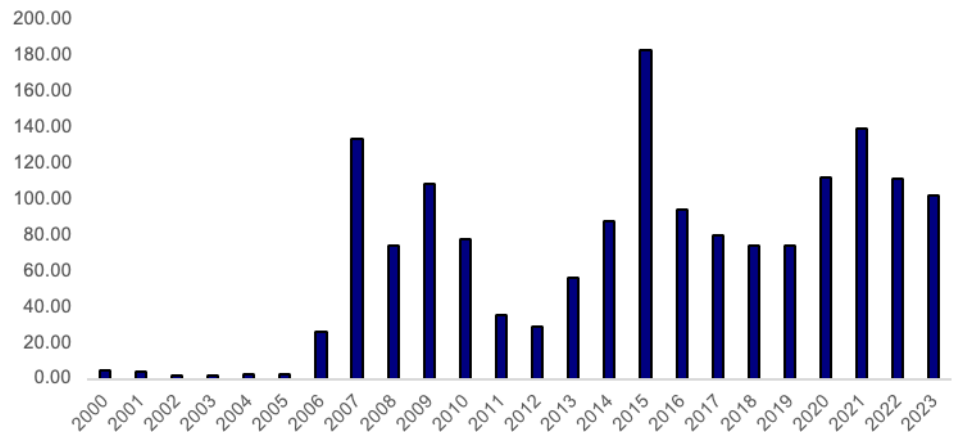
图7 中信证券 A 股交易额市占率变化（合并口径）



资料来源：中信证券公司年报（2003-2006），海通证券研究所

收购广州证券，分享粤港澳大湾区发展红利。2018年12月，中信证券宣布将通过发行股份购买广州证券100%的股权，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。中信证券共有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。本次交易之后，中信证券可以获得广州证券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向周边辐射，分享粤港澳大湾区的发展红利。

图8 中信证券经纪业务收入（亿元）



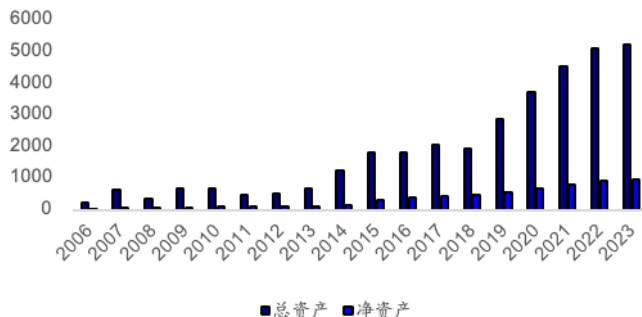
资料来源：wind，海通证券研究所

1.3 参与中信建投组建，持续分享其成长红利

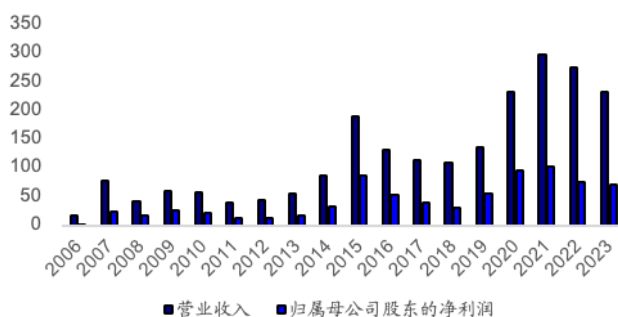
华夏证券由于违规操作而陷入破产危机。为了挽救华夏证券，处于行业领先的中信证券受到了北京政府的指示，参与华夏证券的重组工作。2005年8月，中信证券联手建银投资组建中信建投证券和建投中信资产管理公司。中信建投证券注册资本为27亿元，中信证券出资16.2亿元，占其60%股份，受让华夏证券现有的全部证券业务及相关资产。建投中信注册资本19亿元，中信出资5.7亿元持股30%，受让华夏证券现有的非证券类资产；建银投资出资24.1亿元，接手华夏证券41.6亿元的不良资产。

“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，因此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型券商。多次减持中信建投的股份，使得中信证券获得了巨大的资本投资利得。当前中信证券仍持有中信建投 4.94%的股权，能够持续分享中信建投快速成长的红利。

图9 中信建投总资产与净资产变化（亿元）


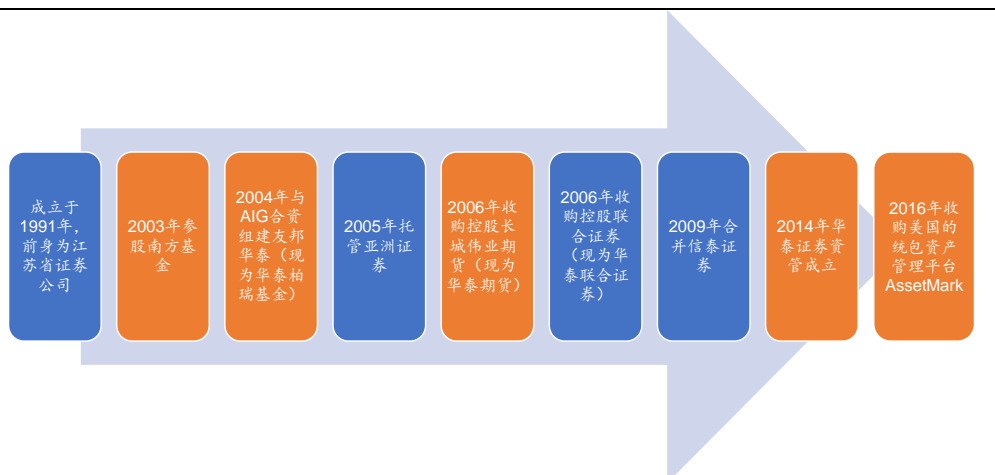
资料来源：wind，海通证券研究所

图10 中信建投营业收入与净利润（亿元）


资料来源：wind，海通证券研究所

2. 华泰证券：通过并购补足业务短板

领先的科技驱动型综合证券集团，通过一系列并购补足公司业务短板。华泰证券成立于 1991 年，前身为江苏省证券公司。2004 年以前，华泰证券是一家典型的区域型券商，业务大多集中在江苏，直至 2004 年前后，随着证券业三年综合治理开启，华泰证券开始走上扩张之路。2003 年华泰证券参股南方基金，2004 年与 AIG（美国国际集团）合资组建友邦华泰（现为华泰柏瑞基金），2005 年托管亚洲证券，2006 年收购控股联合证券（现为华泰联合证券）、收购控股长城伟业期货（现为华泰期货）、成立华泰金控（香港）、参股江苏银行，2009 年合并信泰证券，2014 年华泰证券资管成立，2016 年收购美国领先的统包资产管理平台 AssetMark。公司通过一系列并购整合投行、资管、网点等资源，补足业务短板，并在业内率先以金融科技助力转型，综合实力大幅提升。

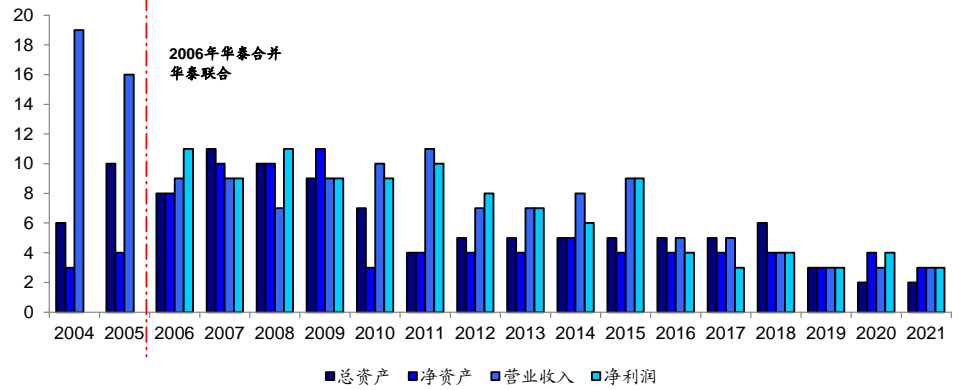
图11 华泰证券发展及并购历程


资料来源：华泰证券公司官网，华泰证券招股说明书，海通证券研究所

2.1 整合华泰联合，投行业务跨越式发展

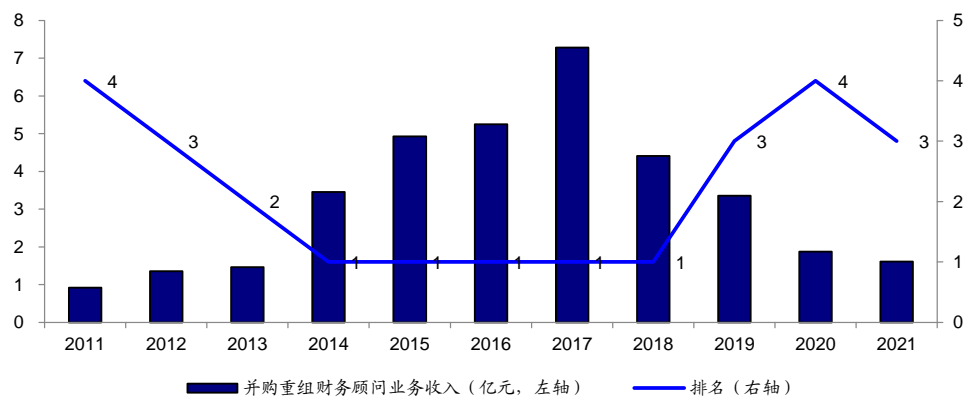
两步走整合华泰联合，投行业务跨越式发展。2005 年华泰证券与联合证券营业收

入分别排名行业第 15 及 16 位，净利润均未进入行业前 20。2006 年，华泰证券并购联合证券后，综合实力从行业十几名跃升至一梯队，营业收入及净利润分别排名行业第 9 及第 11 位。在初步整合并更名联合证券为华泰联合证券后，2011 年，华泰证券与华泰联合进一步整合，将华泰联合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，华泰联合的其它业务全部整合到总部。

图12 华泰证券主要财务指标排名


资料来源：Wind，中国证券业协会，海通证券研究所

新组建的华泰联合证券成为华泰证券的“金字招牌”。聚焦于投行业务的华泰联合证券因为更专注而更专业，在业内拥有良好口碑，IPO、再融资、债券、财务顾问等业务“四面开花”，尤其是并购重组业务领先于同业。2011 年，借助原联合证券投行团队的优势，并购重组财务顾问业务净收入排名从第 11 名跃升至第 4 名，并在 2014 年后连续 5 年排名行业第一，并在随后多年保持行业前列。在股权融资方面，华泰联合证券也完成了多个明星项目，包括科创板首家注册企业华兴原创、创业板医疗器械第一股迈瑞医疗上市、科创板明星企业澜起科技、闻泰科技上市、顺丰控股借壳上市，以及三六零、药明康德等优质中概股回归。据 Wind 数据，2011-2023 年，华泰证券 IPO 合计承销 1810 亿元，年均发行规模 139 亿元，较 2004-2010 年的年均发行规模 49 亿元提升约两倍，排名基本稳定在前 10；再融资方面，2011-2023 年合计承销 9331 亿元，年均规模 718 亿元，较 2004-2010 年的年均 69 亿元，增长近十倍。

图13 华泰证券并购重组收入及排名


资料来源：Wind，中国证券业协会，海通证券研究所

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/367161036032006116>