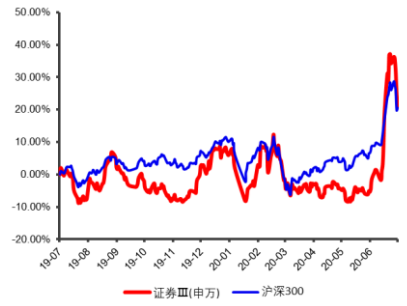
非银金融/证券 鼓励并购重组和股权激励政策点评 维持评级

报告原因：事件点评 政策推动做大做强，龙头券商更具优势 看好

2020 年 07 月 18 日 行业研究/事件点评

证券板块近一年市场表现



分析师：刘丽
执业登记编码：S0760511050001
邮箱：liuli2@sxzq.com
电话：0351-8686794
分析师：孙田田
执业登记编码：S0760518030001
邮箱：suntiantian@sxzq.com
电话：0351-8686900

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
北京市西城区平安里西大街中海国际中心 7 层
山西证券股份有限公司
http://www.i618.com.cn

事件描述：

- 近日证监会相关部门向派出机构下发通知，一是鼓励行业机构实现市场化并购重组，二是支持实施员工持股或者股权激励计划。

事件点评：

- **建设一流投行，增强服务实体经济能力。**为了改善目前资本市场以间接融资为主的格局，做大股权市场规模，提高直接融资比例，资本市场改革加速推进。对证券业的发展生态提出了更高的要求，迫切需要证券业提高核心竞争力。与国际投行对比，国内券商普遍体量较小，通过并购重组有助于**打造与外资投行相抗衡的航母级券商，增强国际竞争力。**
- **业务资本化严重，券商主动寻求并购重组扩大规模。**近年来券商依靠资产负债表扩张推动业绩增长，扩张资本的需求迫切，行业并购重组加快。在监管鼓励并购重组之后，预计行业并购重组速度会进一步加速。券商通过并购重组能够快速提高公司规模，向集团化、规模化的方向发展提升优化区位布局，形成优势互补，提高行业竞争力。
- **政策环境改善，引导券商建立长效激励约束机制。**证券行业是人力资本型行业，人才是核心竞争力，员工持股或股权激励有助于证券公司建立长效激励约束机制，提高长期激励，提升证券公司的发展实力。

投资建议：

- **券商政策加持下的行业环境改善。**券商迎来历史性机遇，资本市场改革政策密集发布，科创板争分夺秒的推出，新《证券法》的修订，奠定了发行注册制的法律基础，资本市场基础制度建设不断完善。证券公司作为资本市场的重要引擎，是资本市场改革的最大受益者。政策推动证券公司做大做强，建设世界一流投行，在资本市场中发挥更大作用，有助于行业高质量发展。
- **龙头券商优势更加明显。**龙头券商在政策优势的加持下，在业务竞争中具有明显竞争力，投行资管等业务表现出更强的优势，并购重组其他券商的资本实力更强，同时多元化的收入结构能够平滑市场波动对经营业绩的影响，行业集中度将进一步提升。近期证券板块有所回调，但从长期配置角度来看，行业向好趋势不变，受益于改革红利、业务综合发展、风控能力较强的头部券商有投资价值。

风险提示：二级市场大幅下滑；资本市场改革不及预期。

事件描述：

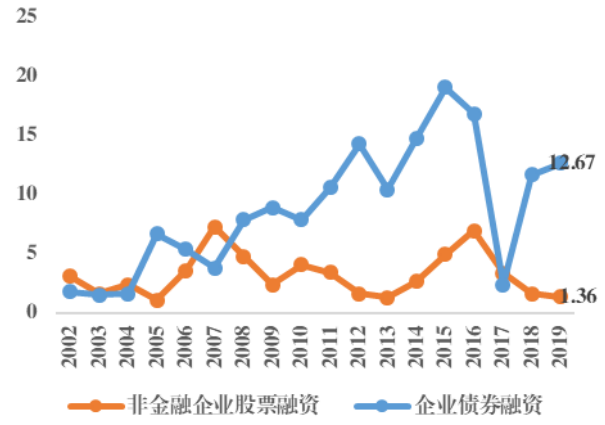
近日证监会相关部门向派出机构下发通知，支持证券基金行业实施组织管理创新，主要来看，有两方面内容：一是鼓励行业机构依法实现市场化并购重组，在资本实力、管理水平、信息技术等方面实现快速发展；二是支持行业机构通过直接持股或者设立资产管理计划、信托计划、有限合伙企业等形式实施员工持股或者股权激励计划。相关通知将由派出机构转发辖区证券公司，基金管理公司。

事件点评：

为什么要鼓励并购重组

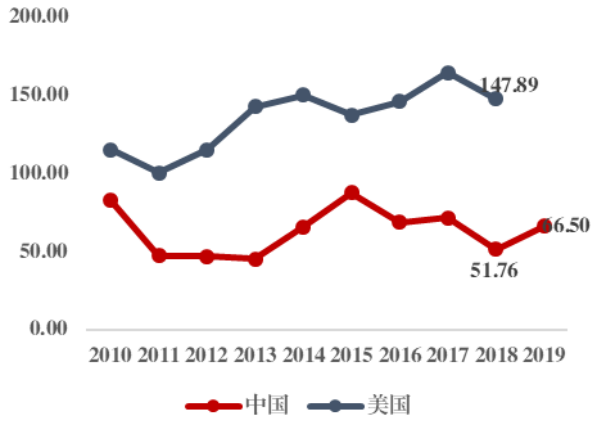
建设一流投行，增强服务实体经济能力。从社会融资规模来看，直接融资（股票+债券）比例在 15%左右，而其中债券融资为主要渠道，2019 年非金融企业股票融资占社会融资规模的比例仅为 1.36%。同时上市公司总市值占 GDP 的比例虽然较去年有所提高，但与发达资本市场的差距依然存在。为了改善目前资本市场以间接融资为主的格局，做大股权市场规模，提高直接融资比例，资本市场改革加速推进。政策改革的主线是多层次资本市场体系的不但完善，这也对证券业的发展生态提出了更高的要求，迫切需要证券业提高核心竞争力，以更好地服务经济高质量发展。鼓励行业通过并购重组提高资本实力和管理水平，以真正达到资本市场引擎的功能。

图表 1 社会融资规模中股票融资与债券融资占比（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

图表 2 中美总市值 GDP 占比对比（%）

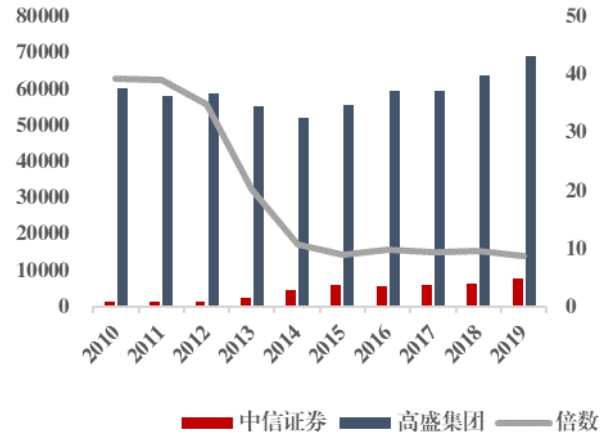


数据来源：Wind，山西证券研究所

打造航母级券商，增强国际竞争力。从国际一流投行对比来看，目前国内券商杠杆率水平普遍较低，

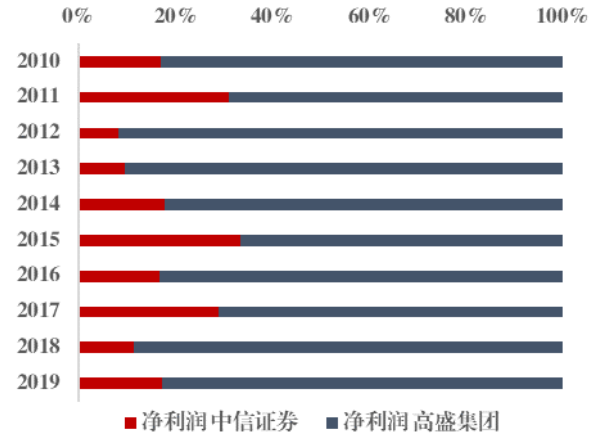
资本实力较弱，总资产与净资产都和国际投行还有一定差距。2019 年高盛集团总资产为中信证券的 8.75 倍，净资产为中信证券的 3.88 倍，营业收入是 5.52 倍，净利润是 4.83 倍。从与国际投行对比，国内券商普遍体量较小，无法与国际投行相抗衡，因此推动国内证券公司做大做强，提高国际竞争力刻不容缓。从将券商纳入系统性重要金融机构开始，到对证券公司实施并表管理，到允许证券公司公开发行次级债，证监会修订股权管理规定当降低证券公司主要股东资质要求，监管一系列政策推动行业做大做强，打造与外资投行相抗衡的航母级券商，扩大证券行业体量和规模，推动证券行业高质量，在国内券商走出去与国际投行同台竞争的道路上并购重组实现规模化发展有重要意义。

图表 3 中信证券总资产高盛集团对比（亿元人民币）



数据来源：Wind，山西证券研究所

图表 4 中信证券净利润高盛集团对比（亿元人民币）



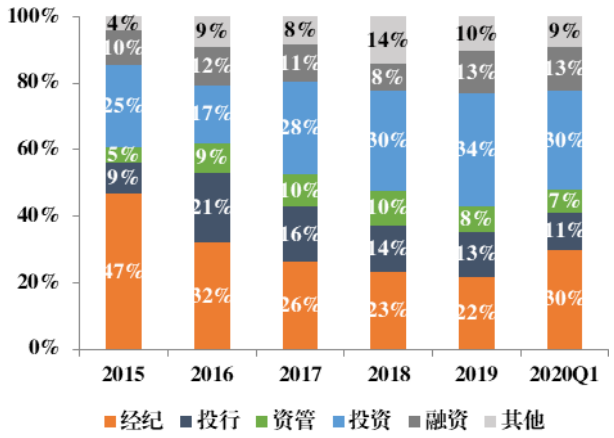
数据来源：Wind，山西证券研究所

行业目前的并购重组实施情况

业务资本化严重，券商主动寻求并购重组扩大规模。从证券公司自身方面来考量，近年来券商依靠资产负债表扩张推动业绩增长，行业的权益乘数不断扩大，已经成为 ROE 增长的重要推动力。通过多种方式进行股权融资、扩张资本的需求迫切，补充资金本，扩大重资产业务规模成为行业共识，行业内生并购重组加快。

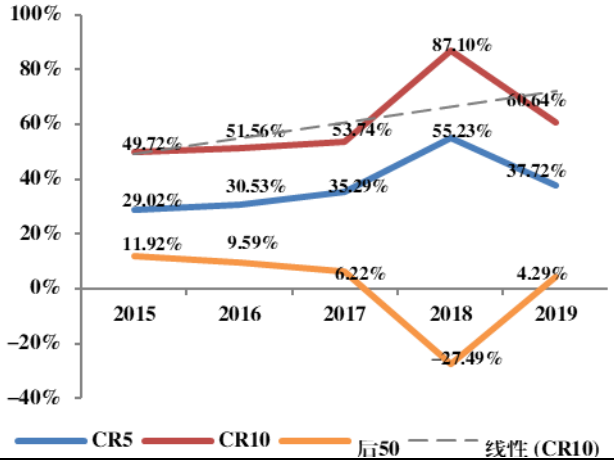
马太效应加剧，并购重组加速。净利润集中度呈上升趋势，2019 年行业净利润 CR10 为 60.64%，虽然较 2018 年有所下降，但比 2017 年仍然上升 6.9 个百分点，头部券商优势明显，中小券商竞争加剧，并购重组加速。近年来，行业出现方正证券并购重组民族证券、国泰君安并购重组上海证券、中金公司收购中投证券、中信证券收购广州证券、天风证券收购恒泰证券等等案例，在监管鼓励并购重组之后，预计未来行业并购重组速度会进一步加快。券商通过并购重组能够快速提高公司规模，向集团化、规模化的方向发展提升优化区位布局，形成优势互补，提高行业竞争力。

图表 5 行业营业收入结构（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

图表 6 净利润集中度（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

建立长效激励约束机制

政策推动，法规要求不断完善。近年来关于证券公司实施员工持股的政策法规不断完善，2018 年 11 月《关于支持上市公司回购股份的意见》指出上市证券公司实施员工持股可以通过资产管理计划或信托计划的形式进行。新《证券法》第四十一条规定，实施股权激励计划或者员工持股计划的证券公司的从业人员，可以按照国务院证券监督管理机构的规定持有、卖出本公司股票或者其他具有股权性质的证券。目前已经有国元证券、兴业证券、招商证券、华创阳安、东方证券等实施员工持股计划，国泰君安拟实施股权激励计划。

激发员工能动性，提高长期激励。此前由于证券行业是距离二级市场最近的金融机构，进行股权激励或者员工持股进展较为缓慢，存在一定约束，一般通过设立资管计划的方式实现。而证券行业是人力资本型行业，人才是核心竞争力，员工持股或股权激励有助于证券公司建立长效激励约束机制，提高长期激励，激发员工工作的积极性，打造核心团队，提升证券公司的发展实力。

投资建议：

券商政策加持下的行业环境改善。券商迎来历史性机遇，从 2018 年底，资本市场“牵一发而动全身”历史定位确定以来，资本市场改革政策密集发布。科创板争分夺秒的推出，新《证券法》的修订，奠定了发行注册制的法律基础，公开发行公司债注册制、创业板注册制逐步落地，资本市场基础制度建设不断完善。证券公司作为资本市场的重要引擎，是资本市场改革的最大受益者。政策推动证券公司做大做强，建

设世界一流投行，在资本市场中发挥更大作用，有助于行业高质量发展。

龙头券商优势更加明显。在注册制的推动下，投行 IPO 项目集中度提升，同时要求券商更强的定价能力和销售能力，对综合服务能力提出更高的要求。资管业务主动管理转型，头部券商表现出更强的优势，头部券商权益乘数有安全提升空间，优质客户储备丰富，费用类业务拓展能力较强。龙头券商在政策优势的加持下，在业务竞争中具有明显竞争力，并购重组其他券商的资本实力更强，同时多元化的收入结构能够平滑市场波动对经营业绩的影响。近期证券板块有所回调，但从长期配置角度来看，行业向好趋势不变，受益于改革红利、业务综合发展、风控能力较强的头部券商有投资价值。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5～20%
中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336