

证券 II 行业

建设一流投行启示录之三：并购艺术与价值实现

核心观点：

- **建设金融强国背景下，监管及政策多次发声，支持证券公司通过并购重组做优做强。**本篇报告通过梳理海外一流投行并购之路，提供相关借鉴启示，并复盘中国投行的并购历史，以总结经验与教训。
- **全球化并购是海外一流投行做大做强的重要抓手。**美国投行并购由政策驱动并逐渐向市场化发展，投行头部化趋势显著，顶级投行高盛、摩根士丹利和瑞银集团通过并购实现业务转型升级。高盛通过并购 J.Aron & Company 发展 FICC 业务，从传统投行业务向发展资本中介等重资产业务转型；金融危机后，以资产管理、零售科技为系列并购重点，通过并购 NN Investment Partners 提升 AUM 与欧洲资管能力、深化金融科技服务。摩根士丹利借力并购快速填补轻资产业务短板，通过并购 Front Point Partners LP 拓展对冲基金领域的投资管理业务，通过并购花旗美邦打造顶尖财富管理能力，多次并购健全财富管理获客渠道。瑞银本身的发展史即并购史，瑞士银行与瑞士联合银行联合成就世界领先的金融集团，后通过并购强化资管业务，2001 年收购 Paine Webber 打开美国市场、巩固其在资管和经纪的领先地位。**投行并购时要注意标的的互补性、并考虑内部战略定位融合和长期业绩影响。**
- **我国券商并购共出现了四波并购浪潮，历史上前三波分别受到“分业经营”、“综合治理”和“一参一控”政策推动，近期市场化并购成为主流。**国内头部券商的成长史即并购史，如中信证券、华泰证券历史上善用并购实现了行业地位的快速提升。并购标的的选择要综合地域、业务和牌照的互补性。中信证券通过收购万通证券、广州证券以及海外的里昂证券等，增强了其在海内外的市场竞争力。华泰证券并购联合证券提升投行业务和综合实力，实现从区域型投行到综合型投行的跨越式发展，通过并购 AssetMark 拓展了国际化业务的深度。
- **启示与总结：并购是助力投行实现跨越式发展的必要抓手，通过协同优化可使并购利益最大化。**国内外案例均表明并购是做优做强、实现跨越式发展的必要抓手。并购前，投行应明确并购目的，注重互补性与战略兼容性，谨慎选择并购标的；并购中，投行应做好尽职调查、防范潜在风险，确定合理时间点、估值和并购方式；并购后，投行应全面资源整合、架构调整，发挥协同效应。近期，新国九条、财政部、证监会等不断释放行业供给侧改革、培育一流投行和打造金融行业国家队的信号，有望推动行业格局演变，加速建设金融强国，形成具有国际影响力与市场引领力的投资银行。
- **风险提示。**海外经验借鉴意义不足；宏观经济恢复不及预期；资本市场波动剧烈；政策环境变动及不及预期风险等。

行业评级

买入

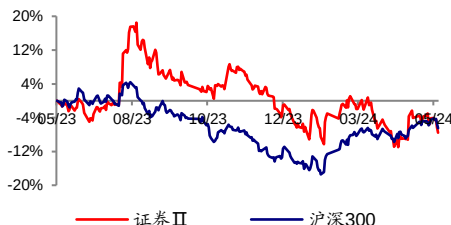
前次评级

买入

报告日期

2024-05-28

相对市场表现



分析师：

陈福



SAC 执证号：S0260517050001



SFC CE No. BOB667



0755-82535901

chenfu@gf.com.cn

相关研究：

- | | |
|------------------------------------|------------|
| 证券 II 行业:建设一流投行启示录二：财富管理的角色与实践 | 2024-05-19 |
| 证券 II 行业:新发基金债基占比攀高，政策密集出台推动行业发展 | 2024-05-12 |
| 证券行业 2024 年一季报总结:坚守本源扩表暂缓，高基数下业绩承压 | 2024-05-06 |

联系人：

严漪澜 0755-88286912

yanyilan@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		P/B(x)		ROE	
			收盘价	报告日期			2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
中国银河	601881.SH	CNY	11.74	20240430	买入	17.26	0.86	0.94	13.65	12.49	0.95	0.91	7.00%	7.30%
华泰证券	601688.SH	CNY	13.81	20240430	买入	24.96	1.62	1.64	8.52	8.42	0.66	0.63	6.70%	7.60%
中信证券	600030.SH	CNY	18.73	20240426	买入	25.00	1.37	1.59	13.67	11.78	0.97	0.91	9.10%	9.80%
东方证券	600958.SH	CNY	8.20	20240430	买入	11.37	0.37	0.47	22.16	17.45	2.10	1.67	5.50%	5.90%
国泰君安	601211.SH	CNY	14.06	20240430	买入	22.50	1.19	1.37	11.82	10.26	0.75	0.70	6.60%	7.00%
东方财富	300059.SZ	CNY	12.67	20240315	增持	16.46	0.55	0.6	23.04	21.12	2.14	1.75	10.45%	10.22%
招商证券	600999.SH	CNY	14.37	20240428	买入	19.40	1.09	1.21	13.18	11.88	0.96	0.90	8.00%	8.80%
东吴证券	601555.SH	CNY	6.50	20240430	买入	10.47	0.41	0.42	15.85	15.48	0.75	0.68	5.20%	5.60%
财通证券	601108.SH	CNY	7.35	20240426	买入	9.35	0.5	0.55	14.70	13.36	0.94	0.91	6.60%	8.30%
兴业证券	601377.SH	CNY	5.42	20240428	买入	7.78	0.3	0.33	18.07	16.42	0.84	0.79	4.33%	4.35%
越秀资本	000987.SZ	CNY	5.58	20240430	增持	6.70	0.48	0.49	11.63	11.39	0.90	0.84	7.80%	7.30%
同花顺	300033.SZ	CNY	117.00	20240424	买入	147.75	2.96	3.62	39.53	32.32	7.50	5.93	20.70%	24.20%
江苏金租	600901.SH	CNY	5.37	20240428	增持	5.80	0.67	0.74	8.01	7.26	1.30	1.20	15.60%	16.20%
南华期货	603093.SH	CNY	10.30	20240422	增持	14.40	0.8	0.87	12.88	11.84	1.51	1.35	11.60%	11.30%
HTSC	06886.HK	HKD	9.64	20240430	买入	15.89	1.62	1.64	5.52	5.45	0.43	0.41	6.70%	7.60%
中信证券	06030.HK	HKD	12.70	20240426	买入	16.89	1.37	1.59	8.59	7.41	0.61	0.57	9.10%	9.80%
东方证券	03958.HK	HKD	3.24	20240430	买入	4.44	0.37	0.47	8.12	6.39	0.77	0.61	5.50%	5.90%
国泰君安	02611.HK	HKD	8.72	20240430	买入	13.62	1.19	1.37	6.79	5.90	0.43	0.40	6.60%	7.00%
中金公司	03908.HK	HKD	9.94	20240430	买入	14.85	1.62	1.64	5.69	5.62	0.48	0.45	4.80%	5.40%
招商证券	06099.HK	HKD	6.75	20240428	买入	8.40	1.09	1.21	5.74	5.17	0.42	0.39	8.00%	8.80%
中银航空租赁	02588.HK	HKD	57.70	20240315	买入	78.94	1.31	1.07	40.84	50.00	6.30	5.85	15.70%	11.30%
香港交易所	00388.HK	HKD	279.00	20240425	增持	343.00	10.41	11.85	3.43	3.01	0.82	0.77	25.10%	27.30%
拉卡拉	300773.SZ	CNY	13.82	20240424	增持	17.70	0.9	1.12	14.24	11.44	3.13	2.54	16.20%	16.80%

注：A+H 股上市公司的业绩预测一致，且货币单位均为人民币；对应的 H 股 PE 和 PB 估值，为最新 H 股股价按即期汇率折合为人民币计算所得。收盘价及表中估值指标按照最新收盘价计算。

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

目录索引

一、海外一流投行的并购之路：做大做强的必要抓手	5
（一）高盛：战略性并购发展多元业务，延展全球化布局	6
（二）摩根士丹利：多元化并购补齐业务短板成就一流投行水准	12
（三）瑞银集团：发展史即并购史，持续并购以拓展业务版图	17
二、国内投行的并购历史：善于并购、突破发展	22
（一）复盘国内证券行业并购历程：四次浪潮	22
（二）头部券商的成长史即并购史	24
三、启示：充分发挥协同效应，将并购变为有利推手	29
（一）并购前：明确并购目的，谨慎选择并购标的	31
（二）并购中：做好尽职调查，确定合理估值和并购方式	31
（三）并购后：全面资源整合，发挥协同效应	32
四、风险提示	32
（一）海外经验借鉴意义不足	32
（二）宏观经济恢复不及预期	32
（三）资本市场波动剧烈	33
（四）政策环境变动及不及预期风险	33

图表索引

图 1: 美国投行并购路径的阶段性发展历程	5
图 2: 2009 年之前高盛的业务结构转型变化	8
图 3: 2000-2008 年高盛的业务净收入变化 (百万美元)	8
图 4: 2009 年之后高盛的业务结构转型变化	9
图 5: 2009-2023 年高盛的业务净收入变化 (百万美元)	9
图 6: 高盛的交易与自营业务净收入及占比变化	10
图 7: 高盛 FICC 业务净收入变化	10
图 8: 高盛的资产管理费收入变化	11
图 9: 高盛的资产管理规模变化	11
图 10: 摩根士丹利的业务结构转型变化	13
图 11: 2001-2003 年摩根士丹利的业务净收入变化 (百万美元)	14
图 12: 2006-2023 年摩根士丹利的业务净收入变化 (百万美元)	14
图 13: 2008-2023 年摩根士丹利的 PB 和 ROE 水平变化	14
图 14: 摩根士丹利的全球财富管理净收入及占比变化	15
图 15: 摩根士丹利的财富管理业务净收入变化	17
图 16: 摩根士丹利的资产管理规模变化	17
图 17: 瑞银集团的成立历程	18
图 18: 瑞银的资产管理规模变化	19
图 19: 瑞信的净收入变化	20
图 20: 瑞信的财富管理和投行业务成本收入比率变化	20
图 21: 瑞银和瑞信的资产管理规模变化	21
图 22: 瑞银集团的全球财富管理净收入变化	21
图 23: 瑞银集团的成本收入比率变化	21
图 24: 中国证券公司营业收入及同比增长变化	24
图 25: 中国证券公司家数及同比增长变化	24
图 26: 中信证券的经纪业务收入和利润规模及同比变化	28
图 27: 华泰证券的投资银行业务净收入及同比变化	29
表 1: 全球资本市场公司市值排名	6
表 2: 高盛的重要并购事件	6
表 3: 摩根士丹利历史上的重要并购事件	12
表 4: 瑞银集团的重要并购事件	18
表 5: 金控平台下各券商于“一参一控”政策下整合结果 (2008 年-2020 年)	23
表 6: 中信证券的重要并购事件	25
表 7: 2003/2023 年国内证券公司的营业收入排名 (亿元)	25
表 8: 2003/2023 年国内证券公司的资产总额排名 (亿元)	25
表 9: 华泰证券的重要并购事件	26
表 10: 中国内地投行市值排名	26
表 11: 2007/2010 年中国内地投行的投资银行业务净收入排名	29
表 12: 2023 年-2024 年中国并购重组相关政策回顾	30

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/246003132233010135>