

申万宏源强强联合，催生行业并购良机

行业：证券
投资评级：看好

事件

宏源证券日前发布了《申银万国证券股份有限公司换股吸收合并公司报告书》，这是业内迄今为止最大的市场化并购案。根据公告披露，申银万国与宏源证券将以换股吸收合并的方式完成重组，宏源换股价格为 9.96 元/股，换股比例为 2.049，合并后总股本为 148.57 亿股，总市值为 722.04 亿股，一跃跻身行业前三。

点评

最大亮点：设立双层架构

按照公告预案，本次合并完成后，存续公司将形成“投资控股公司+证券子公司”的双层架构，宏源证券退市，新的控股公司是不持有证券牌照的金融控股公司，将在深交所上市。其中，金控公司的注册地在新疆，计划打造银行、证券、保险、信托一体化的金融控股集团。这种架构是非常有创新性的架构，在整体的业务方面更有利于实现多元化经营发展模式。

强强联手，盈利能力显著增强

根据证券业协会公布的 2013 年证券公司业绩情况排名，宏源证券和申银万国合并后，营业收入排名跃至第一位，净利润排名升至第三位，总资产排名升至第五位，净资产排名升至第四位，公司的资本实力和盈利能力均显著增强。

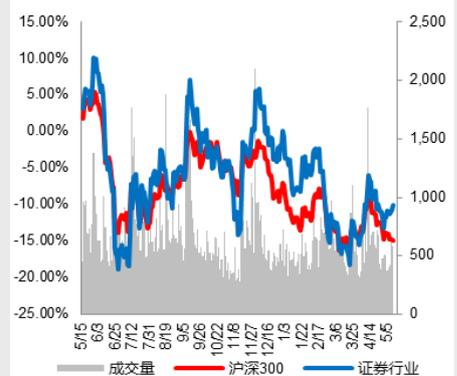
另外，合并完成后，存续公司将以金控公司的身份在深交所上市，不持有证券公司牌照，在杠杆率、净资产等指标要求上不再受证券公司的指标限制，有效打开业务空间。目前，银行可以达到 10 倍杠杆、信托接近 30 倍，美国投行达到 15 倍杠杆，而证券公司的杠杆率只在 2.5 倍左右，严重限制了证券公司的发展空间。而存续公司以金控公司的模式存在，将有效提升公司的杠杆率，拓宽融资渠道，提升盈利能力，从而提升公司的 ROE。

优势互补，奠定子行业领军优势

宏源证券与申银万国合并后，经纪业务收入排名跃居第一位，投行收入跃居第六位，资产管理业务收入跃居第一位，融资

市场表现

截至 2014.7.28



分析师：赵莎莎

证书编号：S1490514030002

联系人：宋蕊

Tel: 010-58565126

Email: songrui@hrsec.com.cn

融券业务跃居第四位，其余各项业务指标也均出现了不同程度的增长。

另外，合并后的存续公司营业部数量也达到了 307 家，居于行业第一位。营业网点的数量做为证券公司各项业务的实施平台，是衡量证券公司区域竞争实力的重要指标。尤其对于近期的创新类业务，比如质押式回购、新三板等等，大都是主要针对于中小企业的业务空间，这必须要依靠网点才能占领中小企业市场，因此，营业部数量的占优将对于存续公司的经纪业务、资产管理业务、创新业务形成有利的支撑。

东西整合，资源联动，打造金融控股集团

业务整合完成后，控股公司的注册地设在新疆，意在利用西部大开发和新疆丝绸之路的计划，看好新疆多种产业未来的并购投资机会，构建西部地区的金融资产整合平台。而证券子公司注册地设在上海，可以充分利用上海金融中心的国际地位，借助上海自贸区、上海证券交易所等多项资源和政策支持，从而实现东西部的产业整合、资源联动，打造金融控股集团。

⑤ 投资建议

申万和宏源的合并方案明显好于业内预期，一方面，汇金公司为宏源股东提供了现金选择权，充分保护了异议股东的权利，另一方面，整个方案设计上极具创新性，无论从制度创新还是战略布局方面都作出了关键改变，在新一轮的国企改革中起到了良好的开头作用。我们认为，申万和宏源的合并将引发券商的并购浪潮，券商集中度将进一步提升，有望在 3-5 年内催生系统重要性券商，因此，我们看好大型券商未来的发展路线，可以重点关注业绩稳定、战略明确的大中型券商。

⑤ 风险提示

大盘回落会压制券商股走势

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在15%以上	看好	预期未来6个月内行业指数优于市场指数5%以上
推 荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在5%到15%	中性	预期未来6个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来6个月内股价相对市场基准指数变动在-5%到5%内	看淡	预期未来6个月内行业指数弱于市场指数5%以上
卖 出	预期未来6个月内股价相对市场基准指数跌幅在15%以上		

免责声明

赵莎莎，在此声明，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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街8号A座5层（100033）

传真：010-58568159

网址：www.hrsec.com.cn