

# 山东财金收购德邦证券 交易进度为何不如预期

## 这宗百亿收购案，为何审批时隔半年还未有新的进展？

地方国资收购中小券商牌照近两年来已成趋势，例如已经签约-审批-过户落定的天风证券、九州证券、恒泰证券、国新证券、诚通证券等交易案。而 2023 年来最受关注的两则券商股权交易案，当属无锡国联集团历经 162 轮竞得民生证券控股权，以及山东国资收购德邦证券。

9 月 15 日，国联集团收购民生证券的股权变更审批进入证监会受理状态，审批时限按规定为三个月，近期预计将有结果。不过，另一桩在 5 月近乎官宣的交易案，时隔近半年也未有新的进展。近期市场还传出消息称，审批进度可能不如预期顺利。

据最新了解，目前山东省财金投资集团有限公司（下称“山东财金”）牵头收购德邦证券控股权的股权变更申请材料虽然已经递交，但证监会还未进入正式受理状态，传出的说法是“仍需补充申报材料，齐备后才会受理”。

德邦证券的原实际控制人为复星集团郭广昌。2022年下半年，复星集团传出流动性危机的消息，此后出售了包括南钢股份、金徽酒等系列资产用以降债。在此过程中，作为市场上少数还由民营控股的德邦证券控股权也被摆上货架，并接触过浙江、青岛等多地国资买家，以及传闻某大型券商有收购兴趣，最终在2023年5月确定花落山东财金集团牵头的联合体。

根据德邦证券5月10日以及5月29日披露的两份质押公告，德邦证券控股股东上海兴业投资发展有限公司（下称“上海兴业投资”）将其所持的50%股权（占德邦证券股本的46.81%），分别质押给了山东财金、济南金融控股集团有限公司（下称“济南金控”）、济南科金投资管理有限公司（下称“济南科金”）、济南历下财鑫投资基金管理集团有限公司（下称“历下财鑫”）和济南历下城市发展集团产业投资有限公司。

多位市场观察人士表示，这一交易属于质押式收购，双方的交易协议肯定已经签署，买方应该也已经付了一部分定金，“股权质押是相应的交易保障”。也有一位了解交易的知情人士称，这一股权交易的交易金额超过百亿元，双方都有积极推进交易的意愿，但审批进度不如预期。

公开信息显示，山东财金和德邦证券这半年来多次共同参加了山东省内的一些公开活动。例如根据官方消息，11月24日下午，泰安市人民政府与山东财金、山东省新动能基金公司、德邦证券公司举行战略合作签约仪式。另外，9月19日，恒丰银行与山东财金、山东省新动能基金公司、德邦证券在济南签署四方战略合作协议。

山东财金是山东省财政厅直属的国有资本运营平台，在山东省内金融圈和债市都是有名的“金主”，并不缺乏资金，双方也确有交易意愿，那这笔交易审批的进展缘何受阻？

## **I. 交易价格过百亿**

德邦证券成立于2003年5月15日，当时由原沈阳市信托投资公司证券部、原沈阳国际信托投资公司证券部、原丹东国际信托投资公司证券部和原抚顺市信托投资公司证券部合并，并由复星集团旗下的上海豫园旅游商城股份有限公司、上海复星产业投资有限公司，以及上海申新(集团)有限公司和天津金耀集团有限公司共同出资组建。2007年，注册地由沈阳变更至上海市。

此后德邦证券移出复星的上市公司体系内，目前德邦证券的绝对大股东为上海兴业投资，持股 93.62%。复星的实际控制人和联合创始人郭广昌、汪群斌分别间接持有上海兴业投资 85.30%和 14.70%股权。

“复星现在国内的流动性没问题，但是境外可能还是负债大于资产的情况，再加上这两年国家对于民营企业持有金融牌照的态度，德邦证券的控股权卖肯定还是要卖的。”一位债券私募基金的负责人表示，德邦证券的估值价格比较不错，较净资产有较高的溢价。

而前述了解交易的知情人士称，这一交易对德邦证券的估值是大约 120 亿元，按照复星目前的 93.62%持股比例，整体交易价格过百亿元。德邦证券 2022 年年报显示，截至 2022 年末，公司总资产 220.23 亿元，总负债 147.66 亿元，净资产为 72.57 亿元；如果以此净资产计算，此次交易的估值为 1.6 倍 PB。

公开信息显示，目前 A 股上市券商的平均估值约是 1.33 倍 PB（市净率）。“这个价格有一定的控制权溢价，另外德邦证券旗下还有公募基金、期货等几家子公司，相当于一拖几的交易，所以这个价格也算合理。”前述人士称。

如果从横向的行业交易对比来看，交易价格较高的属于国联集团收购民生证券，经过 162 轮司法拍卖的竞价 91 亿元购得其 30.3% 股权，以 2022 年末净资产计算估值是 1.99 倍 PB。2022 年，武汉金控收购九州证券控股股权的估值，以其 2021 年底净资产计算大约是 1.77 倍 PB。2021 年，中国诚通收购新时代证券控股股权，以 2020 年底净资产计算大约是 1.29 倍 PB。

近两年的市场行情低迷之下，德邦证券的业绩表现也不尽如人意。2022 年，德邦证券营业收入为 10.07 亿元，同比下降 23.66%；净利润-0.17 亿元，其中归属于母公司股东的净利润 0.10 亿元。

## II. 山东财金“志在必得”

“开始大家觉得是卖给某个券商，也传过接触浙江等地的国资；后来说卖给山东财金，是比较意外的。”前述债券私募的负责人表示。而多个渠道的信息显示，山东财金对这一券商牌照的收购意愿确实比较强烈，显示出某种志在必得的信心，包括这半年已经在市场开始大规模招聘和挖人。

“X 东国资委新收购券商，全力赋能投行并计划未来 2 年内投行排名翻两番，并让其上市！”

最新机制变化——

股：大包干制，给 2 年保护期，2 年内报会的项目产出后其净利的 100% 归团队所有；

债：大包干制，有项目出来后先给到款金额的 45%，如后期还有到款再给净利的 40%（如无则不给）。”

山东省内金融圈的一位债市人士展示了其收到的上述猎头招聘信息。

按照多位山东金融圈人士提到的说法，山东财金是财政厅的“亲儿子”，如果收购完成将成为山东省内的既中泰证券和联储证券之后的第三家券商，而比较成熟的中泰证券主要由山东国资委主管的几家国企持股，属于国资系统，因此这笔交易省内的主要推动方是财政系统，需要一个券商平台。

“山东财金最主要是有个新旧动能转换基金，其实整个集团都可以说是为了这个基金服务的。后来新动能基金单独列出来了，但是财金下面还有一堆子公司。收购一个券商牌照，可能是想和之前收购过来的子公司协同赋能，甚至想推上市或者并购。”前述山东金融圈人士解释山东财金意图收购德邦证券的缘由时说道。

另一位山东省内券商的投行主管则表示，他理解山东财金收购德邦证券的目的，主要是想赋能山东省内的产业升级，包括想和投行、融资

业务联动。“山东这几年产业升级得比较慢，既比不过长三角，也比不过珠三角，所以他们比较急。但是产业升级光靠收购一个券商牌子也没有多大意义。”他说。

官网信息显示，山东财金的前身是省经济开发投资公司。2020年2月，根据省委省政府意见，明确山东财金集团是由省财政厅根据省政府授权直接履行国有金融资本出资人职责的省属骨干金融企业、功能型国有资本投资运营公司，目前拥有16家全资及控股子公司，参股华鲁集团、济南机场等近60家企业。山东财金和山东省新动能基金的一把手都为梁雷，他一般也同时用这两家公司董事长的名义出席活动。另外一家银行理财公司的债市投资经理称，山东财金在债市也是比较有名的“金主”，算头部评级3A的国企，债券利率比较低。

另有一位中泰证券的人士表示，山东财金对这笔交易一直显得比较有信心拿下，也确实在定向挖不少中泰证券的员工。“固定收益条线大约三分之一的人应该都接到过他们的电话。另外，财政厅长是中泰出来的，可能和这个背景也有关系。”他说。公开信息显示，山东省现任财政厅长为李峰，2020年10月任中泰证券党委书记、董事长，2022年8月任财政厅长。

### III. 审批进展为何缓慢？

根据证监会 12 月 1 日更新的《证券、基金经营机构行政许可申请受理及审核情况公示》显示，民生证券的股权变更申请是在 2023 年 4 月 10 日接收申请材料，4 月 17 日材料补正日，9 月 15 日决定申请受理，目前在三个月的审批时限内。而德邦证券的股权变更申请是在同年 6 月 26 日，7 月 3 日被要求补正材料，但直到目前仍未进入受理状态。

对比近两年的落地交易来看，从签署股权交易协议到证监会审批核准通过一般历时三个月到七个月不等。2021 年 1 月，中国华融公告拟 109 亿元转让华融证券 71.99% 股权给国新资本；2021 年 6 月，证监会审批核准股权变更，历时五个月。2021 年 12 月，新时代证券股权转让方与中国诚通签署股权收购协议；2022 年 3 月，证监会公告核准相关股权变更，历时约三个月。2022 年 5 月，九鼎集团 48.8 亿元出售九州证券 72.5% 股权；2022 年 12 月，证监会公告核准相关股权变更，历时约七个月。2022 年 4 月，天风证券股权出售，湖北国资接盘；2022 年 8 月核准相关股权变更，历时约四个月。2022 年 9 月底，恒泰证券股权出售案，金融街集团控股子公司北京华融综合投资接盘；2023 年 1 月底，证监会核准相关股权变更，历时约四个月。



以此对比来看，德邦证券这笔历时已快半年的股权交易审批速度确实缓慢，这可能让不少市场人士感到有些担忧。有市场人士猜测是否可能与“五洋债”案的遗留风险有关——由德邦证券承销的“五洋债”曾是全国首例公司债券欺诈发行案，2021年9月，德邦证券与五洋建设实控人陈志樟、大信会计所二审被判对原告承担连带赔偿责任。

不过法院的公告信息显示，截至2022年3月24日，“五洋债”案共计7.03亿元立案执行案件的案款已全部执行到位，德邦证券在其中兜底赔偿了5.76亿元。也有德邦证券的内部人士称，“五洋债”案在内部基本已经属于过去式了，“都没什么人谈论了”。

前述山东金融圈的人士则推测是否与山东财金的运营资质有关。“山东财金确实没有运营过持牌金融机构，而且现在传递的信号也是包干制发展，这个是否又会酝酿新的风险。”他对其运营一家券商公司的能力表示了一定担忧。

“山东的钱是已经给了，就是（股权）过户这个事情现在有点麻烦。”前述债券私募的负责人则谈到，“悬置的状态是最难受的，哪怕否定都是个明确信号。”

而前述了解交易的知情人士称，监管层目前审批缓慢最主要的原因可能恰恰是不想给出信号。“一个是山东政府化债的问题（因收购方涉及多家国资和城投平台）；另一个是复星作为头部民企还做不做金融的问题，不想在当下这个节骨眼上释放信号。”他说。

德邦证券的相关人士则回应：这笔股权变更正在审批流程中，一切正常。