

中信证券 (6030 HK)

看长期利益，收购价合理

- 摘要：**1月9日，中信证券公告，向广州越秀金融控股集团（000987 CH）（越秀金控）收购广州证券100%的股权。交易将剥离广州证券分别持有99.03%和24.01%股权的广州期货和金鹰基金，主要基于监管因素。中信证券将向越秀金控发行7.9亿股A股，以支付134.6亿元（人民币，下同）的交易作价，发行价为每股16.97元。中信证券于1月10日恢复A股交易。
- 估值基本合理。**公告指出，交易只有在剥离上述资产获得监管批准的情况下才会继续进行。基于中信证券和广州证券2018年上半年数据计算，交易作价相当于1.2倍市帐率，略低于A股上市券商（除行业前十外）2018年平均预测市盈率的1.3倍，接近我们预期的下限（1.0倍至1.75倍）。收购尚待监管部门批准，预计最快将于2019年上半年完成。
- 长期正面因素 1：扩大中信证券在广东的覆盖。**广州证券业务集中于广东地区，该区域的营业部数目/股票基金交易额占公司总体的24%/60%，特别是在广州，与中信证券的营业部网络有较好的互补效应。中信证券亦自多年前起积极扩展其在华南地区的业务，广东是其2015年至2017年期间前五大业务区域中唯一一营业数量取得净增加（8家）的地区。广东是中国内地最大的省级经济体，并将受益于大湾区规划；此次收购将大大拓宽中信证券在广东的营业部网络覆盖。
- 长期正面因素 2：加强与越秀集团的联系。**交易完成后，越秀金控将成为中信证券的第二大股东，持有公司6.1%的股份，并设有4年禁售期。由于越秀金控由广州市政府拥有的越秀集团控股，预计公司将与越秀集团在政策相关的业务上有更多合作并在诸如投行等业务上产生协同效应。
- 亟需整合；短期每股收益/股本回报率摊薄难以避免。**广州证券将在收购后成为中信证券的全资子公司。与中信证券相比，广州证券规模较小且运营效率较低。广州证券刚公布了母公司口径2018年业绩，录得约2.5亿元净亏损，若并表，将对中信证券2018年盈利造成中低单位数幅度的负面影响。我们认为广州证券的亏损可能由于广州以外的分行经营效率较低，以及中小型券商更易受到同业竞争加剧和市场波动的不利影响。由于中信证券已建立起全国性的营业部网络覆盖，并在公告中强调收购利于其华南地区的拓展，我们认为中信证券在整合过程或将减少广州证券的低效营业部以提升业绩。此外，中信证券还可凭借其品牌、经验及资源实力，向广州证券的客户提供更优更全面的服务和产品。由于2019年行业经营环境仍充满挑战性，公司整合亦需时，预期中信证券收购广州证券后的每股收益/股本回报率短期内难以避免被摊薄，幅度约为4%/5%。不过，中信证券在行业低谷时的收购和整合方面有良好的历史战绩，因此我们认为该收购对其长期业务发展总体上有利。

买入（维持）

目标价	HK\$19.2
(此前目标价)	HK\$19.2)
潜在升幅	+33.9%
当前股价	HK\$14.34

隋晓萌

电话：(852) 3761 8775

邮件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

孙明，CFA

电话：(852) 3900 0836

邮件：terrysun@cmbi.com.hk

中国证券业

市值(百万港元)	213,465
3月平均流通量 (百万港元)	255.34
52周内股价高/低 (港元)	22.95/11.62
总股本(百万)	12,116.9

来源：彭博

股东结构

中国中信有限公司	16.50%
中国证券金融股份有限公司	2.99%

来源：公司

股价表现

	绝对回报	相对回报
1个月	-1.7%	-1.0%
3个月	8.5%	9.9%
6个月	-8.9%	1.0%

来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：罗兵咸永道

公司网站：www.cs.ecitic.com

- ❖ **维持买入评级。**多数上市券商昨晚发布了2018年12月母公司口径财务数据。中信证券在艰难的2018年仍维持远高于行业的表现。近期受利好消息刺激，年初以来我们覆盖的券商的股价平均回升6%，但由于宏观不明朗因素依然存在，我们对A股市场成交额反弹的持续性维持谨慎。目前中信证券的估值相当于2019年预测市净率0.9倍，依然处于历史低位。考虑到其市场领先的均衡业务布局以及投行和自营方面的优势，我们相信中信证券在2019年能抓住新的业务机遇。维持买入评级，目标价为19.2港元。

财务资料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业收入(百万元人民币)	50,067	56,960	61,306	66,770	74,776
净利润(百万元人民币)	10,365	11,433	12,403	13,861	15,535
每股收益(元人民币)	0.86	0.94	1.02	1.14	1.28
每股收益变动(%)	(49.9)	10.3	8.1	11.5	12.8
市盈率(x)	14.8	13.4	12.4	11.1	9.8
市帐率(%)	1.05	1.00	0.96	0.90	0.85
股息率(%)	2.8	3.2	3.2	3.6	4.1
权益收益率(%)	7.4	7.8	8.1	8.6	9.1
财务杠杆(x)	3.2	3.5	3.6	3.6	3.7

来源：公司及招银国际研究部预测

利潤表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入	45,273	48,185	52,092	57,095	64,618
佣金及手續費收入	25,775	22,665	25,263	27,928	32,067
利息收入	11,233	12,807	15,720	16,858	19,275
投資淨額收益	8,265	12,713	11,108	12,309	13,275
其他收入及收益	4,794	8,775	9,214	9,675	10,158
收入及其他收益總額	50,067	56,960	61,306	66,770	74,776
折舊及攤銷	(413)	(503)	(611)	(742)	(900)
僱員成本	(11,507)	(12,141)	(13,181)	(14,356)	(16,002)
佣金及手續費支出	(3,331)	(3,708)	(4,305)	(4,737)	(5,425)
利息支出	(8,885)	(10,402)	(12,586)	(13,679)	(15,708)
減值損失	(1,935)	(1,721)	(203)	(174)	(35)
營業稅金及附加	(797)	(256)	(245)	(267)	(299)
其他經營費用	(9,285)	(12,659)	(13,487)	(14,356)	(15,927)
支出總額	(36,153)	(41,390)	(44,648)	(48,310)	(54,296)
經營利潤	13,913	15,570	16,688	18,460	20,480
所占聯營企業和合營企業的業績	349	604	785	989	1,217
所得稅前利潤	14,263	16,174	17,473	19,450	21,697
所得稅費用	(3,281)	(4,196)	(4,499)	(4,989)	(5,533)
年度利潤	10,981	11,977	12,974	14,461	16,165
少數股東權益	(616)	(544)	(571)	(600)	(630)
淨利潤	10,365	11,433	12,403	13,861	15,535

來源：公司及招銀國際研究部預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
融資客戶墊款	65,021	73,983	76,141	80,665	90,362
金融投資	205,522	200,682	224,258	251,182	273,149
代客戶持有之現金	129,877	92,386	96,082	100,886	108,957
現金及銀行結餘	36,713	34,303	37,398	38,041	39,402
其他	91,007	148,145	154,869	164,064	167,222
總流動資產	528,139	549,499	588,748	634,837	679,092
物業及設備	3,923	8,265	8,372	8,464	8,557
投資物業	68	872	880	889	898
金融投資	38,976	36,698	39,699	42,734	45,505
其他	26,332	30,241	30,884	31,625	32,401
總非流動資產	69,299	76,076	79,835	83,712	87,362
總資產	597,439	625,575	668,583	718,550	766,454
短期銀行貸款	3,479	5,991	7,489	8,538	9,221
短期應付融資款	21,346	33,538	44,270	53,124	62,783
代理買賣證券款	134,398	99,855	100,886	105,930	112,225
拆入資金	19,550	9,835	8,852	8,852	8,852
其他	193,170	240,475	259,949	281,368	297,178
總流動負債	371,943	389,694	421,446	457,811	490,259
長期債券	69,752	77,642	83,542	88,890	93,860
長期銀行借款	1,114	1,085	1,063	1,074	1,041
其他	8,840	4,011	2,907	1,611	1,713
總非流動負債	79,707	82,738	87,513	91,575	96,614
總負債	451,650	472,432	508,958	549,387	586,873
股東總權益	142,696	149,799	156,043	165,328	175,478
少數股東權益	3,093	3,344	3,583	3,834	4,103
總權益	145,789	153,143	159,625	169,163	179,581

來源：公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年结：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入及其他收益总额					
佣金及手续费收入	51.5%	39.8%	41.2%	41.8%	42.9%
利息收入	22.4%	22.5%	25.6%	25.2%	25.8%
投资净额收益	16.5%	22.3%	18.1%	18.4%	17.8%
其他收入及收益	9.6%	15.4%	15.0%	14.5%	13.6%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
收入增长	-34.8%	6.4%	8.1%	9.6%	13.2%
收入及其他收益增长	-31.3%	13.8%	7.6%	8.9%	12.0%
营业利润增长	-47.8%	11.9%	7.2%	10.6%	10.9%
净利润增长	-47.7%	10.3%	8.5%	11.8%	12.1%
资产负债比率					
流动比率	142.0%	141.0%	139.7%	138.7%	138.5%
财务杠杆(倍)	3.2	3.5	3.6	3.7	3.7
回报率					
资本回报率	7.4%	7.8%	8.1%	8.6%	9.1%
资产回报率	1.7%	1.9%	1.9%	2.0%	2.1%
每股数据					
每股利润(元人民币)	0.86	0.94	1.02	1.14	1.28
每股股息(元人民币)	0.35	0.40	0.41	0.46	0.51
每股账面值(元人民币)	12.03	12.64	13.17	13.96	14.82

来源：公司及招银国际研究部预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：(1) 发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；(2) 他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）(1) 并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；(2) 不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；(3) 没有在有关香港上市公司内任职高级人员；(4) 并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45及46楼 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。