

中国证券行业 - 资本市场双向开放推动证券行业内部整合，拓展外部合作

招银国际研究部
(852) 3900 0836
research@cmbi.com.hk

中国证券行业

- ❖ **市场双向开放，行业整合势在必行。**随着中国资本市场的逐步开放，以及海内外同业竞争的不断加剧，我们相信，未来数年内，中资券商行业的内部整合已是势在必行。国内证券公司对内进行行业整合优化、提升效率，对外则加强海内外合作、拓展发展新机遇，都将是行业未来的主导趋势。
- ❖ **国内行业拉开整合序幕。**中金公司（3908 HK，买入）早前宣布，正与中投证券探讨潜在的合作机会。我们认为，双方的潜在合并，将为中资证券公司的行业内部整合拉开序幕。在业务布局方面，成熟的外资证券行通常拥有较为均衡的业务结构、广阔的经营网络或小而精的专项业务，与之相比，国内证券公司仍然非常倚重传统经纪业务。据我们估算，2015 年及 2016 年该项业务占行业总收入的比例分别高达 48% 及 51%。可见，透过行业的不断整合、提升营运效率已是大势所趋。我们相信，未来行业整合的范围将进一步扩大，特别是针对中小型券商及区域性证券公司的整合将会陆续有来。
- ❖ **拓展海内外合作机遇。**中国银河（6881 HK，持有）旗下全资附属公司银河国际早前宣布，将与马来西亚投资公司联昌集团展开潜在合作。双方将组建合营公司，主要在东南亚多个国家发展现金股票业务。证券公司间的战略合作不仅仅针对于海外市场的业务扩张，未来资本市场的双向开放也会让中国市场成为证券公司们的目标；参与其中的不仅仅是中资券商，同样也有外资同业。由深圳政府投资成立的前海金融控股是一家综合性金融服务提供商，主营业务包括证券、再保险、财富管理及金融租赁。凭借着其临近香港的地理位置及政策优势，前海金控与东亚银行、汇丰银行组建全牌照的合资证券公司，进军内地金融市场。此外，2016 年 9 月，前海金融控股还与恒生银行设立了首家合资基金公司。我们认为，短期之内，这些中外合资公司在成立初期不会对中资证券行带来重大的挑战，但行业竞争格局会逐渐发生转变。这批新近成立的中外合资金融公司，有着深厚的政府背景和银行股东背景。这一特殊的股东背景将使其在客户资源的获取、财富管理业务、资产管理业务以及跨境金融服务方面具有更独特的发展优势；而这些方面的业务亦恰恰是其他中资证券公司在转型发展过程中的重中之重。
- ❖ **国际化之路仍然很长。**香港是许多内地证券公司进行海外业务拓展的第一站。我们认为，海外业务在营业收入及总资产中的占比达到 30%，是一间证券公司国际化的基本标杆。未来，国内的证券公司有望发展出更为成熟的业务架构，因此在国际化道路上也有着更为广阔的发展空间。除了更为均衡的业务结构外，我们预计未来或许会出现专注于某项业务的精品证券公司，特别是随着互联网金融的高速发展以及监管政策的逐步改变，或将衍生出专注于网上交易的证券公司，或是提供全方位投行业务的精品投行。
- ❖ **行业首选基本面稳固且具有清晰未来的公司。**现时，我们覆盖的公司股价相当于 2016 年和 2017 年预测市账率的 1.1 倍和 1.2 倍。我们相信，即将开通的深港通所带来的利好消息大部分已在估值中体现。短期之内，我们看不到证券行业的估值有很大改善的机会或有重大利好因素的刺激。而从长期来看，随着监管的逐步完善，更多创新金融产品的推出及海外渗透率的提升，我们认为证券行业仍然具有较高的发展潜力。在我们的覆盖范围中，我们更看好基本面稳固并具有清晰未来业务发展策略的公司，首选中信证券（6030 HK，持有）、中金公司（3908 HK，买入）以及华泰证券（6886 HK，买入）。根据 2016 年行业预测市账率，我们暂时给予中信证券持有评级，但是作为国内证券业的龙头企业，我们认为中信证券仍然值得投资者的关注。

招銀国际覆盖的证券公司概览

公司名称	港股代码	市值 (百万港币)	最新收市价 (港币)	目标价 (港币)	评级	市账率			股东权益回报率		
						2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
中信证券	6030 HK	225,990	17.1	19.5	HOLD	1.3	1.3	1.2	16.6%	6.7%	8.3%
广发证券	1776 HK	143,555	17.0	18.8	HOLD	1.5	1.4	1.3	22.5%	9.3%	11.2%
海通证券	6837 HK	194,605	13.7	16.1	BUY	1.3	1.1	1.1	18.0%	9.6%	10.0%
华泰证券	6886 HK	144,404	16.3	18.9	BUY	1.3	1.2	1.1	17.5%	8.9%	10.1%
中国银河证券	6881 HK	69,145	7.3	8.9	BUY	1.1	1.0	0.9	22.9%	10.4%	12.3%
中国国际金融有限公司	3908 HK	26,988	11.7	13.6	BUY	1.4	1.3	1.2	16.0%	8.2%	10.2%
平均值						1.3	1.2	1.1	18.9%	8.8%	10.3%
最高						1.5	1.4	1.3	22.9%	10.4%	12.3%
最低						1.1	1.0	0.9	16.0%	6.7%	8.3%

来源: 公司, 彭博以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: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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责任。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士。