

中信證券 (6030 HK)

看長期利益，收購價合理

- ❖ **摘要：**1月9日，中信證券公告，向廣州越秀金融控股集團（000987 CH）（越秀金控）收購廣州證券100%的股權。交易將剝離廣州證券分別持有99.03%和24.01%股權的廣州期貨和金鷹基金，主要基於監管因素。中信證券將向越秀金控發行7.9億股A股，以支付134.6億元（人民幣，下同）的交易作價，發行價為每股16.97元。中信證券於1月10日恢復A股交易。
- ❖ **估值基本合理。**公告指出，交易只有在剝離上述資產獲得監管批准的情況下才會繼續進行。基於中信證券和廣州證券2018年上半年數據計算，交易作價相當於1.2倍市帳率，略低於A股上市券商（除行業前十外）2018年平均預測市盈率1.3倍，接近我們預期的下限（1.0倍至1.75倍）。收購尚待監管部門批准，預計最快將於2019年上半年完成。
- ❖ **長期正面因素 1：擴大中信證券在廣東的覆蓋。**廣州證券業務集中於廣東地區，該區域的營業部數目/股票基金交易額占公司總體的24%/60%，特別是在廣州，與中信證券的營業部網絡有較好的互補效應。中信證券亦自多年前起積極擴展其在華南地區的業務，廣東是其2015年至2017年期間前五大業務區域中唯一營業數量取得淨增加（8家）的地區。廣東是中國內地最大的省級經濟體，並將受益於大灣區規劃；此次收購將大大拓寬中信證券在廣東的營業部網絡覆蓋。
- ❖ **長期正面因素 2：加強與越秀集團的聯繫。**交易完成後，越秀金控將成為中信證券的第二大股東，持有公司6.1%的股份，並設有4年禁售期。由於越秀金控由廣州市政府擁有的越秀集團控股，預計公司將與越秀集團在政策相關的業務上有更多合作，並在諸如投行等業務上產生協同效應。
- ❖ **亟需整合；短期每股收益/股本回報率攤薄難以避免。**廣州證券將在收購後成為中信證券的全資子公司。與中信證券相比，廣州證券規模較小且運營效率較低。廣州證券剛公佈了母公司口徑2018年業績，錄得約2.5億元淨虧損，若併表，將對中信證券2018年盈利造成中低單位數幅度的負面影響。我們認為廣州證券的虧損可能由於廣州以外的分行經營效率較低，以及中小型券商更易受到同業競爭加劇和市場波動的不利影響。由於中信證券已建立起全國性的營業部網絡覆蓋，並在公告中強調收購利於其華南地區的拓展，我們認為中信證券在整合過程或將減少廣州證券的低效營業部以提升業績。此外，中信證券還可憑藉其品牌、經驗及資源實力，向廣州證券的客戶提供更優更全面的服務和產品。由於2019年行業經營環境仍充滿挑戰性，公司整合亦需時，預期中信證券收購廣州證券後的每股收益/股本回報率短期內難以避免被攤薄，幅度約為4%/5%。不過，中信證券在行業低谷時的收購和整合方面有良好的歷史戰績，因此我們認為該收購對其長期業務發展總體上有利。

買入（維持）

目標價	HK\$19.2
（此前目標價）	HK\$19.2
潛在升幅	+33.9%
當前股價	HK\$14.34

隋曉萌

電話：(852) 3761 8775

郵件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

孫明，CFA

電話：(852) 3900 0836

郵件：terrysun@cmbi.com.hk

中國證券業

市值(百萬港元)	213,465
3月平均流通量 (百萬港元)	255.34
52周內股價高/低 (港元)	22.95/11.62
總股本(百萬)	12,116.9
來源：彭博	

股東結構

中國中信有限公司	16.50%
中國證券金融股份有限公司	2.99%
來源：公司	

股價表現

	絕對回報	相對回報
1個月	-1.7%	-1.0%
3個月	8.5%	9.9%
6個月	-8.9%	1.0%

來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：羅兵鹹永道

公司網站：www.cs.ecitic.com

- ❖ **維持買入評級。**多數上市券商昨晚發佈了2018年12月母公司口徑財務資料。中信證券在艱難的2018年仍維持遠高於行業的表現。近期受利好消息刺激，年初以來我們覆蓋的券商的股價平均回升6%，但由於宏觀不明朗因素依然存在，我們對A股市場成交額反彈的持續性維持謹慎。目前中信證券的估值相當於2019年預測市淨率0.9倍，依然處於歷史低位。考慮到其市場領先的均衡業務佈局以及投行和自營方面的優勢，我們相信中信證券在2019年能抓住新的業務機遇。維持買入評級，目標價為19.2港元。

財務資料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業收入(百萬元人民幣)	50,067	56,960	61,306	66,770	74,776
淨利潤(百萬元人民幣)	10,365	11,433	12,403	13,861	15,535
每股收益(元人民幣)	0.86	0.94	1.02	1.14	1.28
每股收益變動(%)	(49.9)	10.3	8.1	11.5	12.8
市盈率(x)	14.8	13.4	12.4	11.1	9.8
市帳率(%)	1.05	1.00	0.96	0.90	0.85
股息率(%)	2.8	3.2	3.2	3.6	4.1
權益收益率(%)	7.4	7.8	8.1	8.6	9.1
財務杠杆(x)	3.2	3.5	3.6	3.6	3.7

來源：公司及招銀國際研究部預測

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
現金及銀行結余	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

年結：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入及其他收益總額					
佣金及手續費收入	51.5%	39.8%	41.2%	41.8%	42.9%
利息收入	22.4%	22.5%	25.6%	25.2%	25.8%
投資淨額收益	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%
總額	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增長					
收入增長	-34.8%	6.4%	8.1%	9.6%	13.2%
收入及其他收益增長	-31.3%	13.8%	7.6%	8.9%	12.0%
營業利潤增長	-47.8%	11.9%	7.2%	10.6%	10.9%
淨利潤增長	-47.7%	10.3%	8.5%	11.8%	12.1%
資產負債比率					
流動比率	142.0%	141.0%	139.7%	138.7%	138.5%
財務杠杆（倍）	3.2	3.5	3.6	3.7	3.7
回報率					
資本回報率	7.4%	7.8%	8.1%	8.6%	9.1%
資產回報率	1.7%	1.9%	1.9%	2.0%	2.1%
每股數據					
每股利潤（元人民幣）	0.86	0.94	1.02	1.14	1.28
每股股息（元人民幣）	0.35	0.40	0.41	0.46	0.51
每股賬面值（元人民幣）	12.03	12.64	13.17	13.96	14.82

來源：公司及招銀國際研究部預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 及 46 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。