

整合大潮起，时势造英雄

事件

天风证券发布公告，与交易对方签署股权收购意向性协议，拟收购恒泰证券 7.81 亿股内资股，占目标公司已发行股份的 29.99%。

简评

一、行业整合大潮将延续

短期视角来看，证券业整合是个体逐利的行为。2016 年以来，不温不火的市场行情导致券商表现分化：大中型券商依托综合实力独善其身，并通过积极的再融资举措积累充足的资本金；小型券商业绩表现相对不佳，估值中枢持续下行。在此背景下，证券业外延扩张的性价比凸显，先后诞生了方正证券收购民族证券、申银万国收购宏源证券、国泰君安收购上海证券、中金公司收购中投证券、中信证券收购广州证券等经典案例。本次天风证券对恒泰证券 29.99% 股权的收购，正是这一整合大潮的延续，行业马太效应持续加剧，大中型券商的领先优势得到巩固。

中期视角来看，证券业整合是供给侧改革和对外开放的必然要求。2019 年 2 月中央政治局会议强调，深化金融供给侧结构性改革，要以金融体系结构调整优化为重点，优化融资结构和金融机构体系；证券业整合有助于优化行业资源配置，在财富管理、股权融资等领域集聚核心竞争力，进而为实体经济发展提供更高质量、更有效率的金融服务。同时，随着我国金融业对外开放进程的深化，外资控股券商将陆续成立并参与国内资本市场话语权的争夺，金融安全日益成为紧迫的议题；证券业整合有助于打造一批综合实力突出的“券商国家队”，以市场化手段保障国家金融利益不受外界侵害。

长期视角来看，证券业整合是行业发展的大势所趋。美国佣金自由化以来，证券业竞争加剧，大量落伍的小券商最终被大中型券商所收购；截至 2016 年末，美国共有 4135 家证券经纪商，

证券 II

维持

增持

赵然

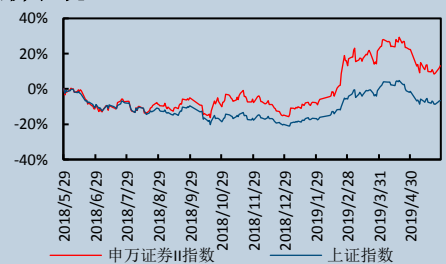
zhaoran@csc.com.cn

021-68821600-829

执业证书编号：S1440518100009

发布日期：2019 年 05 月 30 日

股价表现



相关研究报告

较 1986 年末锐减 5301 家。中国证券业尚处于发展初期，小券商可依托牌照红利维持生存，未来随着行业新进入者的增多，竞争加剧将不可避免，行业并购重组案例将持续增多。

二、天风证券竞争力持续改善

若本次收购顺利完成，天风证券将成为恒泰证券第一大股东。恒泰证券股权结构分散，截至 2018 年末，第一大股东华资实业持有 11.83% 的股份，第三大股东北京庆云洲际科技、第五大股东北京汇金嘉业投资、第九大股东北京鸿智慧通实业分别持有 8.71%、7.92% 和 5.91% 的股份。本次交易对手方共有 9 家机构，包括恒泰证券第三大、第五大和第九大股东；若本次收购顺利完成，天风证券将获得恒泰证券 29.99% 的股权，成为第一大股东，对恒泰证券的经营决策产生重大影响。

若本次收购顺利完成，天风证券盈利能力将得到夯实。2018 年，天风证券营收 32.77 亿元，恒泰证券营收 9.81 亿元，恒泰证券营收相当于公司的 30%。2018 年恒泰证券净利润-6.36 亿元，主要原因有三：一是经纪业务净收入下滑，二是自营业务大额浮亏，三是信用减值损失的计提。预计随着 2019 年资本市场回暖，恒泰证券业绩回升将是大概率事件，此次收购完成后，天风证券全年净利润将得到小幅增厚。

本次收购的支付方式有待观察。2018 年 1 月，恒泰证券 9 名股东（与本次交易的对手方相同）拟将持有的 7.8 亿股股份出售给中信国安，作价 90 亿元；截至 2019 年 5 月 29 日收盘，恒泰证券每股股价为 3 元港币，7.81 亿股对应市值 23.43 亿港元。而天风证券 2019Q1 账面自有货币资金仅 20.49 亿元，不足以支付收购价款，我们认为有两种可能的解决方式：（1）天风证券调整 2019 年 4 月配股公开发行预案，将募集资金用于收购对价支付；（2）本次并购采用股权支付的方式。

未来天风证券与恒泰证券有较多的业务合作机会：（1）营业网点方面，天风证券总部位于武汉，2018 年末拥有 98 家营业部，主要分布于湖北（22 家）、四川（15 家）、广东（13 家）、浙江（7 家）等南方省市；恒泰证券注册地位于呼和浩特，2018 年末拥有 144 家营业部，在内蒙古（27 家）、北京（19 家）、吉林（14 家）、山东（8 家）等北方省市有较多的营业部布局；双方可通过营销渠道的合作，实现业务范围的全国覆盖。（2）融资渠道方面，天风证券于 A 股主板上市（代码：601162.SH），恒泰证券于 H 股上市（代码：01476.HK，证券简称：恒泰证券），若天风证券在未来选择收购恒泰证券的控股权，可一并获得境外融资渠道。（3）恒泰证券持有新华基金 59% 的股权，而天风证券旗下没有公募基金业务牌照，参股恒泰证券可弥补天风证券在公募业务上的短板。

本次收购的最终结果仍存在不确定性。根据公告，本次签署的《股权收购意向书》仅为意向性、框架性协议，且该交易尚需各方交易主体履行内部审批程序，并经中国证券监督管理委员会等监管机构审批通过后方可实施。本次收购不涉及控制权，有关事宜待后续协商。

三、看好证券业长期发展空间

产业转型升级、经济高质量发展，离不开直接融资的扩容。20 世纪 70 年代以来，欧美国家普遍以信息技术产业、高端制造业作为产业转型升级的主要方向，新兴产业具有“高风险、高收益”的特征，不被传统的银行贷款所青睐，但与直接融资的风险偏好相契合，这使得欧美国家股债市场在上述时期迎来较大发展。当前我国人口红利正在逐步式微，产业转型升级迫在眉睫，对于资本市场服务实体经济的能力提出更高的要求；未来宏观经济的高质量发展，更是需要一个与之匹配的融资结构。为此中央政治局会议明确指出，“金融是国家重要的核心竞争力，金融制度是经济社会发展中重要的基础性制度”，国内直接融资占社会融资的比重已蓄势待升。

化解房地产依赖症，盘活社会资本流动，离不开资本市场的发展。我国房价的超前运行，在一定程度上阻碍了经济转型升级，特别是房价过快上涨引发的资源虹吸效应，影响到社会实业精神的继承，固化了经济和产业结构，集聚了金融风险隐患。展望未来，“房住不炒”将成为各类楼市政策的出发点，严格的房地产调控措施将不可避免，引发居民大类资产重组的需求。而资本市场兼具起点低、容量大、长期收益率跑赢通胀等诸多特征，有望成为房地产市场外溢资金的优良承接方。

券商有望成为未来融资体系中的新服务中枢，资产价值将得到全面提升。券商向上对接金融机构、实业资本、个人投资者等资金供给方，向下对接各类新兴产业资源，是社会资本调配的核心服务中枢。直接融资与资本市场的发展可分为“量”与“质”两方面，“量”的发展意味着资本市场规模的增长，为券商传统中介业务提供增量业务来源；“质”的发展意味着市场层次的分化、新服务类别的开发和资产质量的提升，带来券商创新业务的开展和业务风险的缓和。长期来看，券商的资产价值终将伴随着业务的广度与深度的拓展而到全面提升。

四、投资建议

券商板块短期横向震荡，不改全年趋势向好。6 月份市场估值抑制因素仍然存在，一方面源于中美贸易谈判结果存在不确定性，另一方面源于国内利率上行，这使得高 Beta 券商板块上行力度不足；与此同时，券商板块下行空间同样有限，主因监管层或采取托市措施以防范股票质押平仓风险。综上，我们认为 6 月券商板块或维持横向震荡行情，但就下半年而言，由流动性宽松和资本市场改革带来的板块边际改善仍值得期待。一是因为下半年宏观经济增速仍有二次探底可能性，需要全局性的货币政策宽松予以对冲，而海外长期债券利率下行、国内通胀率见顶回落将为上述操作创造条件；二是因为多项资本市场改革政策已箭在弦上，科创板、衍生品、对外开放、托管结算、再融资等业务领域陆续放开，证券业有望持续从新业务中收获增量业绩。

券商板块配置价值凸显，建议关注两类标的。经过前期调整，申万券商板块 PB (LF) 回落至 1.47X，配置价值显现。我们建议投资者关注两类标的：（1）弹性标的，重点关注国投资本/东方证券；（2）长线标的，重点关注中信证券/中金公司。

分析师介绍

赵然： 中信建投研究发展部非银金融、前瞻研究组首席分析师。中国科学技术大学统计与金融系应用统计硕士，研究方向为数据挖掘与机器学习。曾任中信建投金融工程分析师，2018年wind金牌分析师金融工程第2名团队成员。研究成果包括：自上而下的全球大类资产战略及战术配置框架及因子投资模型等。目前专注于非银行业及金融科技领域（智能投研、智能投顾、金融信息服务、金融大数据等）的研究。

报告贡献人

王欣 18518181321 wangxinyf@csc.com.cn

庄严 18511554388 zhuangyan@csc.com.cn

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843

xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859