

中信建投证券 (6066 HK)

2017 年业绩符合市场预期

❖ **2017 年业绩符合市场预期。**中信建投 2017 年全年收入总额及纯利分别按年下跌 6.6% 及 23.7%，至 164.2 亿元人民币和 40.2 亿元人民币，符合市场预期。与中期相比，全年业绩跌幅较中期收窄。业绩的下滑主要是由于 2017 年国内股票基金日均成交额下跌以及债券融资市场低迷所致。不过，部分跌幅为资本中介业务规模扩大带来的利息收入上升所抵消。考虑到公司即将进行 A 股 IPO，中信建投决定不就 2017 年全年业绩派发股息，但将视 A 股上市进程，考虑派发 2018 年中期股息。

❖ **资本中介型业务规模扩大，具备发展潜力。**2017 年，中信建投的财富管理业务收入按年轻微下跌 0.2%（2017 年中期按年下跌 9.9%），至 722.0 亿元人民币，其中佣金和手续费收入按年下跌 19.2%，但利息收入则按年增长 20.4%。资本中介型业务规模的扩张，一定程度上抵消了由于市场成交额下跌及佣金率下滑对财富管理业务收入带来的负面影响。截至 2017 年末，中信建投的两融余额达到 464 亿元人民币，按年增长 55.4%，市占率达到 4.52%，按年提升 1.34 个百分点。近年两融业务在监管下逐步规范并成熟，市场需求稳步增长，同时券商在传统经纪业务承压的情况下，主动转型、拓展更多元收入结构的意愿更加强烈。中信建投预计将在今年上半年完成 A 股上市，届时将有更充裕的资金支持公司开展资本中介类业务。

❖ **资产管理结构持续优化，主动管理占比继续提升。**2017 年，来自经纪业务和投行业务的佣金和手续费收入分别按年下跌超过 20%，但来自资产管理和基金管理的佣金手续费收入则按年增长 7.2%。伴随着监管的逐步趋严，中信建投主动调整资产管理业务结构，压降通道业务规模。截至 2017 年末，公司管理资产规模为 6,393 亿元人民币，按年下降 21.2%，但主动管理产品占比达到 24.1%，按年上升 5.2 个百分点。资管业务回归本源是行业大势所趋，我们认为公司未来仍将逐步提升主动管理产品的占比。

❖ **投行业务优势将会持续。**2017 年，中信建投的投行业务佣金手续费收入按年下降 20.3%，主要由于股权融资承销规模及债券融资承销规模因监管和市场因素，分别按年下降 6.0% 及 20.5%。展望未来，证监会对于 IPO 的审批速度在加快，但审批标准趋严，通过率降低。我们认为在这种情况下，富有经验、业务合规性高、拥有优质客户资源的投行行业龙头将更加受惠。截至 2017 年末，中信建投共有 IPO 和再融资在会审核项目达到 40 个和 33 个，分列行业第二和第一位。我们预计公司在 2018 年仍可保持投行业务的行业领先地位。

❖ **维持买入评级。**我们将对中信建投 2018 年和 2019 年的纯利预测分别下调至 48.1 亿元人民币和 57.7 亿元人民币。公司目前的股价相当于 2018 年预测市帐率的 0.86 倍，落后于同业。我们给予公司的最新目标价格为 7.74 港元，相当于公司 2018 年预测市帐率的 0.98 倍，同时也是同业 2018 年的平均预测市帐率。维持买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业收入 (百万元人民币)	24,512	17,585	16,421	18,561	21,330
净利润 (百万元人民币)	8,639	5,259	4,015	4,807	5,769
每股收益 (元人民币)	1.37	0.81	0.51	0.61	0.72
每股收益变动 (%)	144.92	(41.12)	(36.23)	18.00	18.14
市盈率 (x)	4.15	7.05	11.06	9.37	7.93
市帐率 (%)	1.15	0.99	0.94	0.86	0.80
股息率 (%)	0.00	3.17	0.00	4.55	3.32
权益收益率 (%)	41.36	17.20	10.73	11.38	12.15
财务杠杆 (x)	3.7	3.1	3.8	3.4	3.4

资料来源：公司及招銀国际研究部预测

买入 (维持)

目标价	HK\$7.74
(此前目标价)	HK\$8.64
潜在升幅	+15.2%
当前股价	HK\$6.72

隋晓萌

电话：(852) 3761 8775

邮件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

文干森, CFA

电话：(852) 3900 0853

邮件：samsonman@cmbi.com.hk

中国证券业

市值(百万港元)	48,696
3 月平均流通量 (百万港元)	13.27
52 周内股价高/低 (港元)	7.6/6.47
总股本 (百万)	7,176.5

资料来源：彭博

股东结构 (H 股)

中信集团	27.89%
建信 (北京) 投资基金管理 有限责任公司	9.52%

资料来源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-9.5%	-3.3%
3-月	-0.7%	-6.1%
6-月	-6.0%	-14.1%

资料来源：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.csc108.com

利润表

年结：12月31日（百万元人民币）	2015	2016	2017	2018E	2019E
收入	24,454	17,437	16,452	18,570	21,327
手续费及佣金收入	14,901	10,584	8,781	9,676	11,419
利息收入	5,573	4,441	5,257	6,410	7,208
投资收益	3,980	2,412	2,414	2,485	2,700
其他收入	59	148	(31)	(10)	2
收入合计	24,512	17,585	16,421	18,561	21,330
支出总额	(13,051)	(10,524)	(11,072)	(12,128)	(13,609)
营业利润	11,461	7,061	5,349	6,433	7,720
分占联营公司损益	0	(3)	6	7	9
税前利润	11,461	7,057	5,355	6,440	7,729
所得税费用	(2,810)	(1,744)	(1,294)	(1,577)	(1,892)
年度利润	8,652	5,313	4,062	4,863	5,837
少数股东权益	(13)	(54)	(46)	(56)	(68)
净利润	8,639	5,259	4,015	4,807	5,769

来源：公司及招银国际研究部预测

资产负债表

年结：12月31日（百万元人民币）	2015	2016	2017	2018E	2019E
非流动资产总额	5,638	12,375	15,179	10,274	10,698
物业、厂房及设备	514	523	515	525	536
无形资产	122	144	170	185	185
对联营企业的投资	50	172	206	227	227
金融资产	1,832	6,390	5,900	5,913	6,190
买入返售款项	0	625	5,109	0	0
其他	3,120	4,520	3,278	3,424	3,560
流动资产总额	177,551	169,320	190,704	207,710	218,649
总资产	183,188	181,695	205,883	217,984	229,347
流动负债总额	135,899	126,212	137,933	144,301	147,522
代理买卖证券款	72,045	56,736	41,417	44,065	47,370
短期借款	1,123	1,781	2,051	2,248	2,477
应付短期融资款	11,323	7,757	27,642	26,250	20,424
其他	51,408	59,937	66,824	71,739	77,252
已发行债券	15,072	13,653	23,873	22,609	27,131
其他	2,034	567	79	104	150
非流动负债总额	17,107	14,220	23,951	22,714	27,281
总负债	153,005	140,432	161,885	167,015	174,803
股东总权益	25,106	36,063	38,754	45,701	49,241
非控制性权益	77	200	245	268	303
总权益	30,183	41,263	43,999	50,969	54,544

来源：公司及招银国际研究部预测

现金流量表

年结：12月31日（百万元人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动					
税前利润	11,461	7,057	5,355	6,433	7,720
经营活动现金流变动	302	916	1,301	568	522
营运资本变动	(20,675)	15,008	(4,716)	2,182	(1,000)
税务开支	(2,506)	(2,570)	(1,941)	(2,365)	(2,838)
经营活动所得现金净额	(11,418)	20,411	0	6,818	4,404
投资活动					
投资变动	(5,024)	(18,010)	(5,062)	(2,997)	(3,105)
股息及利息收入	900	715	1,533	1,672	1,865
投资活动所得现金净额	(4,124)	(17,294)	(3,529)	(1,325)	(1,239)
融资活动					
发行永续债所收现金	5,000	0	0	0	0
发行股份	0	6,519	0	2,899	0
利息支付	0	0	(1,304)	0	(1,923)
总债务变动	15,030	(1,650)	28,934	(4,205)	(2,918)
融资活动所得现金净额	20,030	4,868	27,630	(1,305)	(4,841)
现金及现金等价物变动净额	4,488	1,372	(6,064)	3,893	(1,971)
年初现金及现金等价物余额	11,448	15,967	17,428	11,432	15,414
外汇差额	32	89	68	89	90
年末现金及现金等价物余额	15,967	17,428	11,432	15,414	13,534

来源：公司及招银国际研究部预测

主要比率

年结：12月31日	2015	2016	2017	2018E	2019E
收入合计					
手续费及佣金收入	60.8%	60.2%	53.5%	52.1%	53.5%
利息收入	22.7%	25.3%	32.0%	34.5%	33.8%
投资收益	16.2%	13.7%	14.7%	13.4%	12.7%
其他收入	0.2%	0.8%	-0.2%	-0.1%	0.0%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
收入增长	115.0%	-28.7%	-5.6%	12.9%	14.8%
收入及其他收益增长	114.1%	-28.3%	-6.6%	13.0%	14.9%
经营利润增长	152.3%	-38.4%	-24.2%	20.3%	20.0%
净利润增长	153.6%	-39.1%	-23.7%	19.7%	20.0%
资产负债比率					
流动比率	130.6%	134.2%	138.3%	143.9%	148.2%
总负债/ 权益比率	109.6%	64.3%	138.2%	111.8%	101.6%
净负债/ 权益比率	45.3%	15.7%	109.2%	77.8%	74.9%
回报率					
平均资本回报率	41.36%	17.20%	10.73%	11.38%	12.15%
平均资产回报率	5.64%	2.88%	2.07%	2.27%	2.58%
每股数据					
每股利润（元人民币）	1.37	0.81	0.51	0.61	0.72
每股股息（元人民币）	0.00	0.18	0.00	0.26	0.19
每股账面值（元人民币）	4.94	5.72	6.04	6.63	7.09

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 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，请与我们联络。

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商投资者

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。