

中信建投証券 (6066 HK)

一個新的“A+H”投資機遇

- ❖ **資本實力增強，負債結構得到優化。**淨資本是中國證監會考察證券公司的一項重要指標，而證券公司的業務拓展也基於它們的資本實力。中信建投早前公告，計畫發行不超過4億股A股。目前，A+H兩地上市證券公司的A股平均市帳率約為1.61倍。若以發行價相當於中信建投2016年市帳率的1.1倍至1.2倍計算，我們預計公司通過A股發行可籌得資金25.04億元人民幣至27.31億元人民幣。隨著內地IPO進程的加速，我們相信公司可在2017年年內完成A股上市。此外，公司贖回了票面年利率為5.45%的60億元人民幣次級債，另發行了兩期額度分別為40億元及30億元人民幣的公司債券，票面年利率分別4.48%及4.88%。在市場流動性偏緊的情況下，控制平均融資成本將成為公司的首要任務之一。債務結構的優化以及融資成本的降低，將為公司未來的業務擴展提供良好的支撐。
- ❖ **在不斷變革的市場中維持領軍地位。**自2016年下半年以來，國內的股權融資市場發生了顯著變化，主要包括IPO進程的提速、再融資活動受到更嚴格規管，以及日趨嚴格的公司高管和大股東減持新規等。這些措施將為市場帶來諸多長期影響，特別是在IPO定價、“殼公司”價值和A股市場整體估值幾大方面。中信建投在過去數年間已建立起了具有品牌口碑的投行業務，而這一優勢在現今的市場環境下仍得以持續。2017年1至5月，公司的IPO及再融資主承銷額分別排名行業第二位及第三位。投行業務的發展不僅僅為公司帶來了相關收入貢獻；在股權融資市場中的競爭力及與企業客戶之間確立的良好合作關係，將為公司的其他業務板塊帶來更多協同效應，同時提升公司交叉銷售的能力。
- ❖ **財富管理業務將進一步擴大。**截至2016年底，公司的杠杆率為3.07倍。假設公司能夠在2017年完成A股上市，我們預計公司的杠杆率將在今年底下降至2.83倍，意味著公司仍有較大空間提升杠杆來進行業務擴張，特別是發展財富管理業務和FICC業務。截至2016年底，公司境內的融資融券業務餘額為299億元人民幣，排名行業第11位；而截至2017年5月底，公司的行業排名已升至第8位，同時融資融券餘額也增長了70億元人民幣至369億元人民幣。我們預計公司今年的融資融券利息收入將達到27億元人民幣，按年增長13.3%。
- ❖ **目標價 8.7 港元。**我們預期中信建投將持續為股東帶來優異的回報，預計2017年公司的資本回報率將達到15.3%，而A+H兩地上市的其他可比同業平均資本回報率水準僅為9.03%。我們給予公司的最新目標價格為8.7港元，相當於公司2017年預測市帳率的1.2倍，同時也是A+H兩地上市可比同業的2017年平均預測市帳率加一個標準差。維持**買入**評級。

財務資料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業收入(百萬元人民幣)	24,512	17,585	20,468	24,399	29,246
淨利潤(百萬元人民幣)	8,639	5,259	6,903	8,296	9,974
每股收益(元人民幣)	1.37	0.81	0.91	1.10	1.34
每股收益變動(%)	144.92	(41.12)	13.23	21.08	20.96
市盈率(x)	4.51	7.66	6.76	5.59	4.62
市帳率(%)	1.25	1.09	0.96	0.85	0.75
股息率(%)	0.0	2.8	3.7	4.5	5.4
權益收益率(%)	36.9	14.8	15.3	15.8	16.8
財務杠杆(x)	3.7	3.1	2.8	2.8	2.8

資料來源：公司及招銀國際研究部預測

買入（維持）

目標價	HK\$8.7
(此前目標價)	HK\$8.3)
潛在升幅	+22.9%
當前股價	HK\$7.08

張淳鑫

電話：(852) 3900 0836

郵件：zhangchunxin@cmbi.com.hk

隋曉萌

電話：(852) 3761 8775

郵件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

中國證券業

市值(百萬元)	51,304
3月平均流通量(百萬元)	19.21
52周內股價高/低(港元)	7.6/6.51
總股本(百萬元)	7,176.5

資料來源：彭博

股東結構（H股）

中信集團	27.89%
建信（北京）投資基金管理有限責任公司	9.52%

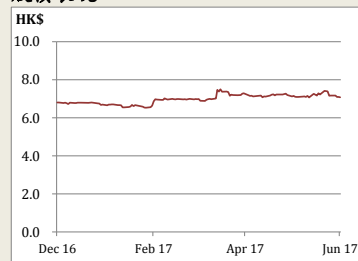
資料來源：HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-0.4%	-5.8%
3-月	1.6%	-8.1%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：羅兵咸永道

公司網站：www.csc108.com

利潤表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入	24,454	17,437	20,224	23,989	28,541
手續費及佣金收入	14,901	10,584	12,725	14,900	17,616
利息收入	5,573	4,441	4,824	5,953	7,134
投資收益	3,980	2,412	2,676	3,135	3,790
其他收入	59	148	244	410	705
收入合計	24,512	17,585	20,468	24,399	29,246
支出總額	(13,051)	(10,524)	(11,213)	(13,286)	(15,885)
營業利潤	11,461	7,061	9,255	11,113	13,361
分占聯營公司損益	0	(3)	1	5	7
稅前利潤	11,461	7,057	9,256	11,118	13,369
所得稅費用	(2,810)	(1,744)	(2,268)	(2,724)	(3,275)
年度利潤	8,652	5,313	6,988	8,395	10,094
少數股東權益	(13)	(54)	(85)	(99)	(120)
淨利潤	8,639	5,259	6,903	8,296	9,974

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）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
物業、厂房及设备	514	523	571	544	516
投資性房地產	66	56	56	56	56
無形資產	122	144	144	144	144
對聯營企業的投资	50	172	189	189	189
金融資產	1,832	6,390	7,237	7,857	8,604
買入返售款項	0	625	0	0	1
其他	3,055	4,464	4,968	5,650	6,227
非流動資產總額	5,638	12,375	13,166	14,439	15,737
融出資金	35,931	31,007	37,208	44,650	51,347
應收款項	153	378	410	430	464
金融資產	46,036	56,462	58,763	62,537	68,701
買入返售款項	6,896	7,080	8,090	8,495	9,344
代客戶持有之現金	70,664	55,083	68,853	79,181	95,018
現金及銀行結餘	16,154	17,526	20,530	26,546	29,495
其他	1,715	1,785	1,856	1,918	1,919
流動資產總額	177,551	169,320	195,711	223,757	256,288
總資產	183,188	181,695	208,877	238,196	272,025
代理買賣證券款	72,045	56,736	70,258	80,797	96,957
短期借款	1,123	1,781	1,825	1,956	2,005
應付短期融資款	11,323	7,757	9,251	8,758	7,125
其他	51,408	59,937	57,543	63,317	66,866
流動負債總額	135,899	126,212	138,877	154,828	172,953
已發行債券	15,072	13,653	19,797	26,726	34,744
長期借款	0	0	0	0	0
其他	2,034	567	728	632	621
非流動負債總額	17,107	14,220	20,525	27,358	35,364
總負債	153,005	140,432	159,402	182,187	208,317
股東總權益	30,106	41,063	49,237	55,704	63,261
非控制性權益	77	200	238	306	447
總權益	30,183	41,263	49,475	56,010	63,708

來源：公司及招銀國際研究部預測

現金流量表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
經營活動					
稅前利潤	11,461	7,057	9,255	11,113	13,361
經營活動現金流變動	302	916	(129)	(33)	(141)
營運資本變動	(20,675)	15,008	(8,513)	(3,866)	(2,662)
稅務開支	(2,506)	(2,570)	(2,042)	(2,451)	(6,222)
經營活動所得現金淨額	(11,418)	20,411	(1,429)	4,762	4,336
投資活動					
投資變動	(5,024)	(18,010)	(4,349)	(3,759)	(5,956)
股息及利息收入	900	715	1,220	1,691	1,988
投資活動所得現金淨額	(4,124)	(17,294)	(3,129)	(2,068)	(3,968)
融資活動					
發行永續債所收現金	5,000	0	0	0	0
發行股份	0	6,519	2,731	0	0
利息支付	0	0	(1,304)	(1,657)	(1,991)
總債務變動	15,030	(1,650)	6,339	5,103	4,776
融資活動所得現金淨額	20,030	4,868	7,766	3,447	2,785
現金及現金等价物變動淨額	4,488	1,372	2,914	5,847	2,859
年初現金及現金等价物餘額	11,448	15,967	17,428	20,410	26,346
外匯差額	32	89	68	89	90
年末現金及現金等价物餘額	15,967	17,428	20,410	26,346	29,295

來源：公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
收入合計					
手續費及佣金收入	60.8%	60.2%	62.2%	61.1%	60.2%
利息收入	22.7%	25.3%	23.6%	24.4%	24.4%
投資收益	16.2%	13.7%	13.1%	12.9%	13.0%
其他收入	0.2%	0.8%	1.2%	1.7%	2.4%
總額	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增長					
收入增長	115.0%	-28.7%	16.0%	18.6%	19.0%
收入及其他收益增長	114.1%	-28.3%	16.4%	19.2%	19.9%
經營利潤增長	152.3%	-38.4%	31.1%	20.1%	20.2%
淨利潤增長	153.6%	-39.1%	31.2%	20.2%	20.2%
資產負債比率					
流動比率	130.6%	134.2%	140.9%	144.5%	148.2%
總負債/ 權益比率	91.4%	56.5%	62.7%	67.2%	69.4%
淨負債/ 權益比率	37.7%	13.8%	21.0%	19.6%	22.7%
回報率					
資本回報率	36.9%	14.8%	15.3%	15.8%	16.8%
資產回報率	5.6%	2.9%	3.5%	3.7%	3.9%
每股數據					
每股利潤（元人民幣）	1.37	0.81	0.91	1.10	1.34
每股股息（元人民幣）	0.00	0.17	0.23	0.27	0.33
每股賬面值（元人民幣）	4.94	5.67	6.44	7.28	8.27

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: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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。