

中信证券 (6030 HK)

业绩坚实，平稳穿越市场低谷

- ❖ **2018 年纯利同比下降 18%，与业绩快报一致。**中信证券公布 2018 年业绩，营业收入/纯利同比下降 14%/18%，至 302 亿元/94 亿元人民币，与业绩快报基本一致，同时纯利跌幅远小于行业水平的 41%。公司在 2018 年较为艰难的市场环境下，各传统业务条线持续表现出较强的业务韧性。信用类业务对业绩拖累较大，主要由于融资成本上升及信用类业务规模收缩。自营收益同比下降 30%，主要由于 2018 年下半年股票市场大幅下跌带来公允价值损失以及 2017 年的基数效应。
- ❖ **经纪业务收益于较高的机构客户占比。**中信证券 2018 年经纪业务净收入同比仅下降 8%，而行业则下降 24%，主要得益于公司市占率的提升（由 2017 年的 5.7% 提升至 2018 年的 6.1%）。我们认为公司经纪业务较强的韧性主要受惠于其机构占比较高的客户结构以及跨境交易（134 家 QFII/59 家 RQFII 客户，市占率 43%/26%）。由于 A 股被逐步纳入各大全球主要指数，我们预期外资将会持续流入 A 股市场，而中信证券也将受惠于这一趋势。
- ❖ **投行及资管业务表现优于行业。**中信证券 2018 年保持了在投行业务上的优势（股权及债权主承销金额均排名行业第一），投行业务净收入同比下降 17%，远优于行业的下降 27%。我们预期科创板的推出将为公司带来更多增量业务的机会。资管业务净收入同比增长 2%，而行业同期则下降 11%，我们认为可能得益于较高的基金业务费率。
- ❖ **融资成本上升拖低净利息收入，但情况已发生转变。**2018 年中信证券的净利润同比下跌 35%，与行业下跌 38% 的趋势相若，主要由于去年上半年融资成本大幅上升，以及下半年受市场影响信用业务收缩（年末融出资金余额同比下降 23%/股票质押式回购余额同比下降 51%）。此外，减值拨备同比增长 28%，主要来自股票质押式回购。不过自 2018 年下半年以来，融资成本逐步走低，今年货币政策预计也将保持较为宽松，我们相信公司的净利息收入将在需求复苏、风险缓释及成本降低的情况下恢复增长。
- ❖ **维持买入评级。**中信证券目前估值为 1.14 倍 2019 年预测市帐率，较其历史平均值 1.25 倍低 9%。月度财务数据显示，中信证券在今年前两个月继续录得行业领先的收入/净利润（母公司层面），同比增长 56%/60%。公司各项业务全面领先的优势支撑其平稳度过 2018 年低迷的市场，我们相信也将继续在 2019 年为公司的业绩增长带来支持。维持买入评级，目标价 21.80 港元。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入(百万元人民币)	35,143	30,239	35,595	40,821	45,305
净利润(百万元人民币)	11,433	9,390	12,329	14,689	16,699
每股收益(元人民币)	0.94	0.77	0.99	1.14	1.29
每股收益变动(%)	10	(18)	27	15	14
市盈率(x)	16.5	20.0	15.8	13.7	12.0
市帐率(%)	1.26	1.23	1.14	1.08	1.02
股息率(%)	2.6	2.3	2.5	2.9	3.3
权益收益率(%)	7.8	6.2	7.5	8.2	8.8
财务杠杆(x)	3.6	3.7	3.6	3.7	3.7

资料来源：公司、招银国际证券预测

买入（维持）

目标价	HK\$21.8
(此前目标价)	HK\$21.8)
潜在升幅	+20.7%
当前股价	HK\$18.06

隋晓萌

电话：(852) 3761 8775

邮件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

孙明，CFA

电话：(852) 3900 0836

邮件：terrrysun@cmbi.com.hk

中国证券业

市值(百万港元)	328,457
3 月平均流通量(百万港元)	594.76
52 周内股价高/低(港元)	21.2/11.62
总股本(百万)	12,116.9

资料来源：彭博

股东结构

中国中信有限公司	16.50%
中国证券金融股份有限公司	2.99%

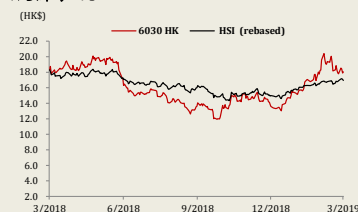
资料来源：公司

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 个月	-1.8%	-4.5%
3 个月	29.3%	13.0%
6 个月	31.4%	23.2%

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.cs.ecitic.com

图1：中信证券4Q18业绩概要

(百万元人民币)								
损益表	3Q18	4Q18	QoQ	4Q17	YoY	FY17	FY18	YoY
净佣金及手续费收入	3,809	4,521	19%	5,071	-11%	18,957	17,427	-8%
经纪业务	1,735	1,581	-9%	1,774	-11%	8,045	7,429	-8%
投行业务	680	1,209	78%	1,358	-11%	4,406	3,639	-17%
资管业务	1,231	1,692	37%	1,813	-7%	5,715	5,834	2%
净利息收入*	567	69	-88%	452	-85%	2,405	1,568	-35%
自营收益*	1,599	2,353	47%	6,135	-62%	12,713	8,901	-30%
营业收入	6,532	7,879	21%	12,077	-35%	35,143	30,239	-14%
营业支出	(3,758)	(4,072)	8%	(5,344)	-24%	(17,249)	(15,563)	-10%
拨备前利润	2,773	3,807	37%	6,733	-43%	17,895	14,676	-18%
减值拨备	(530)	(978)	84%	(1,475)	-34%	(1,721)	(2,211)	28%
税前利润	2,243	2,829	26%	5,258	-46%	16,174	12,466	-23%
所得税	(383)	(635)	66%	(1,619)	-61%	(4,196)	(2,589)	-38%
净利润	1,749	2,076	19%	3,506	-41%	11,433	9,390	-18%
资产负债表	3Q18	4Q18	QoQ	4Q17	YoY	FY17	FY18	YoY
融出资金	61,103	57,198	-6%	73,983	-17%	73,983	57,198	-23%
金融投资	256,978	299,297	16%	178,154	44%	237,380	299,297	26%
买入返售金融资产	57,953	67,370	16%	114,592	-49%	114,592	67,370	-41%
代理买卖证券款	107,313	97,774	-9%	99,855	7%	99,855	97,774	-2%
股东权益	152,792	153,141	0%	149,799	2%	149,799	153,141	2%
比率	3Q18	4Q18	QoQ	4Q17	YoY	FY17	FY18	YoY
平均净资产回报率	4.6%	5.4%	0.8ppt	9.4%	-4.0ppt	7.8%	6.2%	-1.6ppt
平均总资产回报率	1.1%	1.3%	0.2ppt	2.3%	-1.0ppt	1.9%	1.5%	-0.4ppt
杠杆倍数	3.6x	3.6x	0.0x	3.4x	0.1x	3.6x	3.7x	0.1x
投资收益率	2.5%	N/A	N/A	12.1%	N/A	5.3%	3.3%	-2.0ppt
成本收入比	57%	51%	-6ppt	44%	7ppt	48%	51%	2ppt

资料来源：公司、招银国际证券

*：已将分类至利息收入的约8.6亿元人民币投资收益重新调整至自营收益

利润表

年结：12月31日（百万元人民币）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净手续费及佣金收入	18,957	17,427	20,547	22,841	25,521
经纪业务	8,045	7,429	9,370	10,347	11,700
投行业务	4,406	3,639	4,837	5,761	6,361
资管业务	5,715	5,834	6,106	6,500	7,227
其他	791	525	233	233	233
净利息收入	2,405	1,568	1,879	2,132	2,342
自营净收益	12,713	8,901	11,313	13,961	15,488
其他收入及收益净额	1,068	2,344	1,856	1,887	1,954
经营收入	35,143	30,239	35,595	40,821	45,305
经营支出	(17,249)	(15,563)	(17,361)	(19,692)	(21,633)
拨备前利润	17,895	14,676	18,234	21,129	23,672
减值拨备	(1,721)	(2,211)	(1,518)	(1,258)	(1,098)
所得税前利润	16,174	12,466	16,716	19,871	22,574
所得税费用	(4,196)	(2,589)	(3,858)	(4,586)	(5,218)
年度利润	11,977	9,876	12,858	15,285	17,356
少数股东权益	(544)	(487)	(529)	(596)	(657)
净利润	11,433	9,390	12,329	14,689	16,699

资料来源：公司、招银国际证券预测

资产负债表

年结：12月31日（百万元人民币）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
客户存款	69,478	74,291	96,618	105,523	119,233
结算备付金	27,873	24,922	33,316	37,687	43,358
融出资金	73,983	57,198	66,349	71,657	77,390
金融投资	237,380	299,297	329,227	355,565	376,899
衍生金融资产	5,901	11,388	13,666	15,032	16,536
买入返售金融资产	114,592	67,370	74,107	79,295	84,846
长期股权投资	8,586	9,038	9,309	9,589	9,876
其他资产	87,783	109,627	112,481	112,713	120,569
总资产	625,575	653,133	735,075	787,061	848,706
代理买卖证券款	99,855	97,774	127,535	139,290	158,580
短期负债及借款	160,984	164,700	181,170	195,664	210,673
长期负债及借款	107,342	118,082	125,077	133,728	142,985
其他负债	104,251	115,746	122,183	129,246	136,229
总负债	472,432	496,301	555,965	597,928	648,467
股东总权益	149,799	153,141	175,234	185,064	195,967
少数股东权益	3,344	3,691	3,875	4,069	4,272
总权益	153,143	156,831	179,109	189,133	200,240

资料来源：公司、招银国际证券预测

主要比率

年结：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营收入结构					
净手续费及佣金收入	54%	58%	58%	56%	56%
经纪业务	23%	25%	26%	25%	26%
投行业务	13%	12%	14%	14%	14%
资管业务	16%	19%	17%	16%	16%
净利息收入	7%	5%	5%	5%	5%
自营净收益	36%	29%	32%	34%	34%
总计	100%	100%	100%	100%	100%
同比增速					
净手续费及佣金收入	-16%	-8%	18%	11%	12%
经纪业务	-15%	-8%	26%	10%	13%
投行业务	-18%	-17%	33%	19%	10%
资管业务	-10%	2%	5%	6%	11%
净利息收入	2%	-35%	20%	14%	10%
自营净收益	54%	-30%	27%	23%	11%
经营收入	3%	-14%	18%	15%	11%
拨备前利润	10%	-18%	24%	16%	12%
净利润	10%	-18%	31%	19%	14%
经营效率指标					
成本收入比	48%	51%	48%	47%	47%
净利润率	33%	31%	35%	36%	37%
杠杆水平					
财务杠杆（倍）	3.6	3.7	3.6	3.7	3.7
回报率					
平均权益回报率	7.8%	6.2%	7.5%	8.2%	8.8%
平均资产回报率	1.9%	1.5%	1.8%	1.9%	2.0%
每股数据					
每股净利润（元人民币）	0.94	0.77	0.99	1.14	1.29
每股股息（元人民币）	0.40	0.35	0.38	0.46	0.52
每股账面值（元人民币）	12.36	12.64	13.57	14.33	15.18

资料来源：公司、招银国际证券预测

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: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 及 46 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。