

中信證券 (6030 HK, HK\$16.72 目標價: HK\$17.73, 持有) — 2017 前景樂觀

- ❖ **2017 年表現值得期待。**我們預計，中信證券 2016 年總收入及其他收入總額將達到人民幣 490 億元，按年下跌 32.8%；淨利潤達到人民幣 104 億元，按年下跌 47.6%。這樣不盡理想的財務表現已在市場的預料之中。不過，我們預計 2017 年公司的總收入及其他收入總額將按年增長 17.0%，至人民幣 573 億元；淨利潤也將受惠於逐漸恢復的資產質量，預計將按年增長 48.6%，至人民幣 154 億元。展望未來，「穩定」將成為中國資本市場的主題。我們相信，中國的監管層將對證券行業實施更為嚴格的監督，所帶來的影響將波及行業的方方面面。而投行業務和資產管理業務將首當其衝，成為監管部門管控的首要目標。
- ❖ **平衡快速增長的 IPO 與規模縮小的再融資。**隨著證監會管理層的變動及市場的發展，中國的股權融資市場也將相應發生變化。截至 2017 年 2 月 23 日，還有 621 家公司正在排隊等待 A 股上市。我們相信，未來 IPO 的審查速度將會加快，新股上市的流程中，「註冊制」與「核准制」將同行並舉。此外，嚴格監管再融資市場，能夠較好地平衡高速增長的 IPO 市場，同時為股票市場補充流動性。中信證券 2015 年及 2016 年連續兩年蟬聯股權融資市場第一位；2016 年，公司錄得股權融資總額人民幣 2,495 億元。我們預計，2016 年公司的投行業務收入將達到人民幣 53 億元，按年增長 15.6%。不過，我們預計國內再融資市場規模將會受限，因此公司 2017 年投行業務收入按年增長幅度將僅為 5%。
- ❖ **持續增強資管業務的主動管理能力，逐步回歸資產管理的本質。**我們預測截至 2016 年末，中國境內資產管理行業的規模將達到人民幣 89 萬億元。展望未來，人民銀行、銀監會、證監會及保監會將進一步完善跨部門協調機制，對資產管理行業實施管控，特別是將著眼於“去通道化”及“去杠桿”兩個目的。我們預計中信證券截至 2016 年底的資產管理規模將達到人民幣 1.6 萬億元，按年增長 51.0%；資管業務收入達到人民幣 87.2 億元，按年增長 17.8%。
- ❖ **目標價港幣 17.73 元。**我們將公司 2016 年至 2018 年的純利預測，分別提升 11.4%、32.7% 和 25.4%，至人民幣 103.8 億元、人民幣 154.2 億元以及人民幣 184.0 億元。公司目前的股價相當於 2016 年預測市帳率的 1.26 倍，以及 2017 年預測市帳率的 1.16 倍。我們的目標價為港幣 17.73 元，相當於 2017 年預測市帳率的 1.23 倍，同時也是香港上市同業的平均市帳率加上一個標準差，這主要是基於公司多項主要業務分別處在市場的領先地位。然而，我們預測的 2017 年的增長已經絕大部分反映在現時的估值裡，因此仍然維持**持有**評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬人民幣)	39,526	72,924	48,978	57,319	66,415	76,167
淨利潤 (百萬人民幣)	11,337	19,800	10,379	15,418	18,402	21,431
每股收益 (人民幣)	1.03	1.71	0.86	1.27	1.52	1.77
每股收益變動 (%)	167.55	65.97	(49.85)	48.55	19.36	16.46
市盈率(x)	14.41	8.69	17.32	11.66	9.77	8.39
市帳率(x)	1.62	1.27	1.26	1.16	1.05	0.96
股息率 (%)	1.9	3.4	1.7	2.6	2.7	2.7
權益收益率 (%)	12.1	16.6	7.5	10.6	11.6	12.3
淨財務杠桿率 (%)	42.3	26.5	46.8	44.6	35.8	27.4

來源: 公司及招銀國際研究部

張淳鑫

(852) 3900 0836

zhangchunxin@cmbi.com.hk

隋曉萌

(852) 3761 8775

suixiaomeng@cmbi.com.hk

中信證券(6030 HK)

評級	持有
收市價	HK\$16.72
目標價	HK\$17.73
市值 (港幣百萬)	220,901
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	174.35
52 周高/低 (港幣)	19.4/15.14
發行股數 (百萬)	12,117
主要股東 (港股) 全國社保基金	(58.6%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	5.2%	3.3%
3 月	-7.3%	-10.8%
6 月	-3.6%	-6.8%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

利潤表

年結：12月31日（百万人民币）	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
收入	36,971	69,384	45,615	53,922	62,849	72,422
佣金及手續費收入	18,915	34,253	24,782	28,247	32,583	38,436
利息收入	7,851	15,622	11,372	13,082	15,049	17,311
投資淨額收益	10,204	19,510	9,461	12,593	15,217	16,675
其他收入及收益	2,555	3,540	3,363	3,397	3,567	3,745
收入及其他收益總額	39,526	72,924	48,978	57,319	66,415	76,167
折舊及攤銷	(377)	(285)	(328)	(410)	(491)	(590)
僱員成本	(9,463)	(14,798)	(10,285)	(12,037)	(13,947)	(15,233)
佣金及手續費支出	(1,799)	(4,621)	(2,212)	(2,462)	(2,808)	(3,229)
利息支出	(6,901)	(12,831)	(12,460)	(13,030)	(14,793)	(16,692)
減值損失	(600)	(2,481)	(3,015)	(2,103)	(2,260)	(3,072)
營業稅金及附加	(1,257)	(2,768)	(490)	(573)	(664)	(762)
其他經營費用	(4,336)	(8,499)	(6,612)	(6,878)	(7,837)	(9,140)
支出總額	(24,733)	(46,282)	(35,401)	(37,493)	(42,801)	(48,718)
經營利潤	14,793	26,642	13,576	19,826	23,615	27,449
所占聯營企業和合營企業的業績	629	646	678	746	828	927
所得稅前利潤	15,422	27,287	14,254	20,572	24,442	28,376
所得稅費用	(3,560)	(6,927)	(3,278)	(4,526)	(5,377)	(6,243)
年度利潤	11,862	20,360	10,976	16,046	19,065	22,133
少數股東權益	(524)	(561)	(597)	(628)	(663)	(702)
淨利潤	11,337	19,800	10,379	15,418	18,402	21,431

來源：公司及招銀國際研究部

資產負債表

年結：12月31日（百万人民币）	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
融資產戶墊款	74,135	75,523	61,856	74,291	85,459	92,303
金融投資	164,158	216,419	195,547	197,095	192,550	195,317
代客戶持有之現金	96,841	143,554	103,359	118,863	136,692	150,361
現金及銀行結餘	37,967	68,907	32,853	41,814	62,301	88,854
其他	72,152	66,296	74,246	79,064	85,852	92,284
總流動資產	445,253	570,699	467,860	511,127	562,854	619,119
物業及設備	1,222	3,856	3,933	4,130	4,336	4,423
投資物業	74	71	70	70	70	70
金融投資	11,006	12,508	18,875	20,282	22,500	24,237
其他	22,071	28,974	26,150	26,995	27,999	29,351
總非流動資產	34,374	45,409	49,028	51,476	54,906	58,081
總資產	479,626	616,108	516,888	562,603	617,759	677,200
短期銀行貸款	4,651	4,722	3,069	3,836	4,604	5,524
短期應付融資款	17,998	12,848	23,769	34,465	41,703	53,379
代理買賣證券款	101,846	150,457	106,460	122,429	140,793	154,872
拆入資金	11,751	18,033	12,443	15,180	16,698	18,368
其他	191,319	214,154	167,251	172,695	182,109	192,633
總流動負債	327,565	400,213	312,992	348,605	385,907	424,777
長期債券	43,167	67,836	57,660	54,777	57,516	60,392
長期銀行借款	2,314	2,345	1,055	1,108	1,164	1,257
其他	5,448	3,977	2,623	2,629	2,674	2,727
總非流動負債	50,930	74,158	61,338	58,514	61,353	64,376
總負債	378,495	474,371	374,330	407,120	447,260	489,153
股東總權益	99,099	139,138	139,294	151,566	165,798	182,407
少數股東權益	2,033	2,599	3,264	3,917	4,701	5,641
總權益	101,131	141,737	142,558	155,483	170,499	188,048

來源：公司及招銀國際研究部

現金流量表

年结：12月31日（百万人民币）	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
经营活动						
税前利润	15,422	27,287	14,254	20,572	24,442	28,376
折旧及分摊	736	685	635	754	883	1,036
营运资本变动	(34,477)	19,332	(17,998)	9,260	23,070	24,837
税务开支	(2,972)	(6,398)	(2,951)	(4,073)	(4,840)	(5,618)
其他	(4,992)	(1,373)	(1,222)	(5,812)	(4,213)	(2,667)
经营活动所得现金净额	(26,283)	39,533	(7,280)	20,701	39,343	45,964
投资活动						
资本开支	(604)	(4,288)	(489)	(625)	(713)	(815)
投资变动	(8,401)	(35,462)	6,978	9,783	6,732	5,593
金融资产利息收入	1,793	1,362	2,958	3,526	4,225	4,647
其他	7,237	477	875	1,059	1,185	1,063
投资活动所得现金净额	24	(37,910)	10,322	13,743	11,430	10,488
融资活动						
股票发行	8,807	21,472	0	0	0	0
银行贷款变动	31,679	19,736	(27,982)	(16,879)	(18,863)	(17,173)
股息	(4,185)	(7,970)	(11,165)	(8,831)	(11,033)	(12,869)
其他	(28)	(5,928)	(25)	(31)	(45)	(12)
融资活动所得现金净额	36,273	27,309	(39,172)	(25,741)	(29,941)	(30,054)
现金增加净额	10,014	28,932	(36,131)	8,703	20,831	26,398
年初现金及现金等价物	25,669	35,569	65,671	29,395	37,953	58,640
外汇差额	(114)	1,170	(145)	(145)	(145)	(145)
年末现金及现金等价物	35,569	65,671	29,395	37,953	58,640	84,893

來源：公司及招銀國際研究部

主要比率

年结：12月31日（百万人民币）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收入及其他收益总额					
佣金及手续费收入	47.9%	47.0%	50.6%	49.3%	49.1%
利息收入	19.9%	21.4%	23.2%	22.8%	22.7%
投资净额收益	25.8%	26.8%	19.3%	22.0%	22.9%
其他收入及收益	6.5%	4.9%	6.9%	5.9%	5.4%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
收入增长	84.4%	87.7%	-34.3%	18.2%	16.6%
收入及其他收益增长	94.9%	84.5%	-32.8%	17.0%	15.9%
营业收入增长	122.9%	80.1%	-49.0%	46.0%	19.1%
净利润增长	116.2%	74.6%	-47.6%	48.6%	19.4%
资产负债比率					
流动比率 (x)	135.9%	142.6%	149.5%	146.6%	145.9%
总负债/权益比率	80.6%	76.0%	70.4%	72.2%	73.4%
净负债/权益比率	42.3%	26.5%	46.8%	44.6%	35.8%
回报率					
资本回报率	12.1%	16.6%	7.5%	10.6%	11.6%
资产回报率	3.0%	3.6%	1.8%	2.9%	3.1%
每股数据					
每股利润（人民币元）	1.03	1.71	0.86	1.27	1.52
每股股息（人民币元）	0.28	0.50	0.26	0.38	0.40
每股账面值（人民币元）	9.18	11.70	11.77	12.83	14.07

來源：公司及招銀國際研究部

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	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 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做出投資決定。

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做出任何擔保。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责任。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，且不承諾做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。