

中信建投證券股份有限公司(6066 HK, HK\$7.02, 目標價: HK\$8.3, 買入)——持續為股東創造高價值

- ❖ **業績表現超出行業平均水準，盈利能力排名得以提升。**2016年，中信建投錄得總收入及其他收入人民幣175.8億元，淨利潤人民幣52.6億元，按年分別下跌28.3%及39.1%。淨利潤的下跌主要是受累於2016年較高的經營開支，成本收入比達到59.8%，按年上升6.6個百分點。不過，中信建投的財務表現仍然優於同業，在行業排名中，公司的營業收入和淨利潤排名由2015年的雙雙名列第10，分別提升至第5位和第6位。基於公司嚴格的風險管控制度、品牌化的投行業務以及可應用於業務拓展的充足資金，我們對公司未來發展持樂觀態度。
- ❖ **品牌投行領銜，各項業務均衡發展。**作為一家年輕而充滿活力的公司，中信建投在過去幾年中逐步搭建起均衡的業務架構。其中，公司的投行業務在這數年中一直位列行業首位。2016年，公司投行業務延續了亮眼表現，股權融資承銷額及IPO承銷額分別在中國資本市場列第二位和第一位。投行業務收入按年增長37.8%，至人民幣46.8億元，占總收入的比重達到26.6%，按年上升12.7個百分點。展望未來，我們認為IPO提速和再融資收緊將是中國股權融資市場的主要趨勢。除此而外，公司在2017年成功發行了人民幣12億元的PPP項目資產證券化產品。除了傳統業務之外，我們認為PPP項目資產證券化產品未來還將有較大的增長空間。我們相信，公司投行業務的靚麗表現將在2017年得以延續，預計投行業務收入將達到人民幣58.6億元，按年增長25.2%。
- ❖ **充足的資金為業務擴張奠定基礎。**我們認為中國的貨幣政策在2017年及2018年將會偏緊，相信貨幣市場的利率將在這兩年中持續抬升。根據我們的計算，中信建投截至2016年底的杠杆率為66.1%。相信在H股上市之後，公司已擁有充足的資金支援其業務擴張，這在一定程度上將緩解利息支出的壓力。我們預計公司2017年及2018年的杠杆率將有所下降，達到63.0%及61.5%。
- ❖ **預期平均權益收益率可繼續高於同業。**我們估算中信建投2016年的平均權益收益率(ROAE)為14.8%，為我們覆蓋同業中的最高水準。未來，我們認為2017年至2019年公司的ROAE將分別達到16.5%、18.5%及20.1%，繼續保持我們覆蓋同業中的領先地位。
- ❖ **目標價港幣8.3元。**我們將公司2017年及2018年的淨利潤預測，分別下調2.3%及2.7%，至人民幣72.5億元和人民幣92.9億元，同時預測公司2019年的淨利潤將達到人民幣115.7億元。目前公司的股價相當於2016年市帳率的1.10倍，以及2017年預測市帳率的0.97倍。我們給予公司的最新目標價為港幣8.3元，相當於2017年預測市帳率的1.14倍，同時也是同業2017年的平均預測市帳率。維持「買入」評級。

財務資料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額(百萬元人民幣)	24,512	17,585	21,259	25,985	31,456
淨利潤(百萬元人民幣)	8,639	5,259	7,250	9,288	11,566
每股收益(人民幣)	1.37	0.81	0.96	1.24	1.56
每股收益變動(%)	144.92	(41.12)	19.19	29.30	25.30
市盈率(x)	4.56	7.75	6.50	5.03	4.01
市帳率(x)	1.26	1.10	0.97	0.85	0.73
股息率(%)	0.0	2.9	4.2	5.4	6.7
權益收益率(%)	36.9	14.8	16.5	18.5	20.1
杠杆率(%)	71.9	66.1	63.0	61.5	58.6

來源: 公司、招銀國際證券預測

張淳鑫

(852) 3900 0836

zhangchunxin@cmbi.com.hk

隋曉萌

(852) 3761 8775

suixiaomeng@cmbi.com.hk

中信建投 (6066 HK)

評級	買入
收市價	HK\$7.02
目標價	HK\$8.3
市值(港幣百萬)	50,870
過去3月平均交易(港幣百萬)	10.23
52周高/低(港幣)	7.12/ 6.51
發行股數(百萬)	7,176.5
主要股東(H股)	CITIC Group Corporation (27.9%)

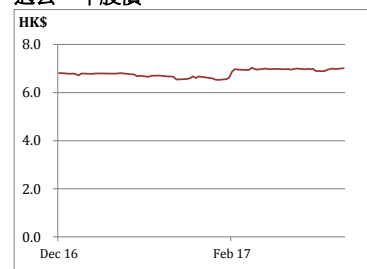
來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1月	0.3%	-0.9%
3月	2.9%	-7.5%

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）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入	24,454	17,437	21,015	25,575	30,750
手续费及佣金收入	14,901	10,584	13,104	16,011	19,405
利息收入	5,573	4,441	5,235	6,429	7,555
投资收益	3,980	2,412	2,676	3,135	3,790
其他收入	59	148	244	410	705
收入合计	24,512	17,585	21,259	25,985	31,456
支出总额	(13,051)	(10,524)	(11,575)	(13,591)	(16,045)
营业利润	11,461	7,061	9,684	12,394	15,410
分占联营公司损益	0	(3)	1	5	7
税前利润	11,461	7,057	9,685	12,399	15,418
所得税费用	(2,810)	(1,744)	(2,374)	(3,038)	(3,777)
年度利润	8,652	5,313	7,311	9,361	11,641
少数股东权益	(13)	(54)	(61)	(73)	(75)
净利润	8,639	5,259	7,250	9,288	11,566

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（百万人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
非流动资产总额	5,638	12,375	13,123	14,294	15,424
物业、厂房及设备	514	523	571	544	516
投资性房地产	66	56	56	56	56
无形资产	122	144	144	144	144
对联营企业的投资	50	172	189	189	189
金融资产	1,832	6,390	7,237	7,857	8,604
买入返售款项	0	625	0	0	1
其他	3,055	4,464	4,925	5,505	5,914
流动资产总额	177,551	169,320	186,512	208,614	233,505
融出资金	35,931	31,007	37,208	44,650	53,580
应收款项	153	378	410	430	464
金融资产	46,036	56,462	58,763	62,537	68,701
买入返售款项	6,896	7,080	7,434	7,805	8,586
代客户持有之现金	70,664	55,083	68,853	79,181	95,018
现金及银行结余	16,154	17,526	11,988	12,093	5,239
其他	1,715	1,785	1,856	1,918	1,919
总资产	183,188	181,695	199,635	222,909	248,929
流动负债总额	135,899	126,212	137,495	153,372	169,707
代理买卖证券款	72,045	56,736	70,258	80,797	96,957
短期借款	1,123	1,781	1,825	1,956	2,005
应付短期融资款	11,323	7,757	8,560	8,758	7,125
其他	51,408	59,937	56,852	61,861	63,620
非流动负债总额	17,107	14,220	15,146	15,842	17,380
已发行债券	15,072	13,653	14,472	15,341	16,875
长期借款	0	0	0	0	1
其他	2,034	567	674	501	504
总负债	153,005	140,432	152,641	169,213	187,087
股东总权益	30,106	41,063	46,779	53,467	61,567
非控制性权益	77	200	215	228	276
总权益	30,183	41,263	46,994	53,695	61,843

來源：公司及招銀國際研究部預測

現金流量表

年结：12月31日（百万人民币）	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
经营活动					
税前利润	11,461	7,061	9,684	12,394	15,410
经营活动现金流变动	302	453	(232)	(502)	(1,011)
营运资本变动	(20,675)	10,706	(8,430)	(4,383)	(5,440)
税务开支	(2,506)	(1,831)	(2,136)	(2,734)	(7,177)
经营活动所得现金净额	(11,418)	16,388	(1,114)	4,775	1,782
投资活动					
投资变动	(5,024)	(17,409)	(4,349)	(3,759)	(5,956)
股息及利息收入	900	989	1,220	1,691	1,988
投资活动所得现金净额	(4,124)	(16,419)	(3,129)	(2,068)	(3,968)
融资活动					
发行永续债所收现金	5,000	0	0	0	1
发行股份	0	6,948	0	0	1
利息支付	0	(294)	(1,598)	(2,172)	(2,722)
总债务变动	15,030	(5,336)	108	(571)	(2,037)
融资活动所得现金净额	20,030	1,318	(1,490)	(2,744)	(4,757)
现金及现金等价物变动净额	4,488	1,286	(5,733)	(37)	(6,943)
年初现金及现金等价物余额	11,448	15,967	17,296	11,630	11,682
外汇差额	32	42	68	89	90
年末现金及现金等价物余额	15,967	17,296	11,630	11,682	4,829

來源：公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年结：12月31日（百万人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入合计					
手续费及佣金收入	60.8%	60.2%	61.6%	61.6%	61.7%
利息收入	22.7%	25.3%	24.6%	24.7%	24.0%
投资收益	16.2%	13.7%	12.6%	12.1%	12.0%
其他收入	0.2%	0.8%	1.1%	1.6%	2.2%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
收入增长	115.0%	-28.7%	20.5%	21.7%	20.2%
收入及其他收益增长	114.1%	-28.3%	20.9%	22.2%	21.1%
经营利润增长	152.3%	-38.4%	37.2%	28.0%	24.3%
净利润增长	153.6%	-39.1%	37.9%	28.1%	24.5%
资产负债比率					
流动比率	130.6%	134.2%	135.7%	136.0%	137.6%
总负债/ 权益比率	91.4%	56.5%	53.1%	48.7%	42.2%
净负债/ 权益比率	37.7%	13.8%	27.5%	26.1%	33.7%
回报率					
资本回报率	36.9%	14.8%	16.5%	18.5%	20.1%
资产回报率	5.6%	2.9%	3.8%	4.4%	4.9%
每股数据					
每股利润（人民币）	1.37	0.81	0.96	1.24	1.56
每股股息（人民币）	0.00	0.18	0.26	0.34	0.42
每股账面值（人民币）	4.94	5.67	6.46	7.38	8.49

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 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。