

中信证券 (6030 HK)

二季度业绩偏弱，但整体韧性仍然较强

中信证券2019年上半年净利润同比增长16%，至64亿元人民币，与业绩快报一致，占我们及市场全年预测的52%/50%。二季度经营收入环比下降20%至84亿元人民币，主要由于国内A股市场转淡，除资产管理外，各业务条线收入均出现不同程度下滑。减值拨备环比的大幅上升拖低二季度净利润至22亿元人民币，环比下降49%。尽管二季度业绩表现偏弱，但我们认为下半年中信证券的业绩增长仍有较好保障，主要由于1)公司在科创板上的丰富的项目储备，以及2)公司收入结构的均衡性将使得其在市场环境转弱时(三季度至今A股日均成交较上半年下降33%)更具韧性。维持买入评级。

- **业绩正面因素：1) 投行业务保持行业领先地位** (上半年收入同比增长3%)，尽管二季度收入环比在高基数影响下下滑18%。中信证券上半年股权及债权承销额市占率均列市场首位，尤其是在股权市场整体融资规模同比收缩13.2%的情况下，市占率进一步提升至20%及14%。**2) 自营收益显示较强韧性**，二季度环比较一季度高位减少约50%，收益率测算约为3.3%，但波动小于行业投资收益降幅的79%；**3) 资产管理收入环比反弹6%**。上半年资产管理规模收缩幅度减小，环比收缩3%，而去年下半年环比收缩幅度为12%；此外，主动管理规模上半年小幅增长2%，而占比提升5个百分点至43%。
- **业绩负面因素：1) 经纪业务收入可能面临市场份额及佣金率方面的压力**，二季度收入环比减少5%而市场日均成交额环比回升2%。我们估算市占率由2018年的6.1%下滑至今年上半年的5.6%，主要由于公司客户结构中机构客户比重较大，而今年上半年零售客户的市场参与度更高；**2) 净利息收入同比减少13%** (二季度环比无可比数据)，相信主要由于两融及股票质押回购规模同比有所收缩。不过，二季度环比而言，业务规模已经回升，另外利息成本(特别是短期负债成本)下行，将为下半年的净利息收入带来支撑；**3) 减值拨备环比反弹较大**，尽管上半年信用减值同比下降26%。环比增长主要来自股票质押业务的信用减值，以及来自一间子公司的商誉减值。
- **估值**。中信证券目前估值为0.94倍2019年预测市帐率，较自身历史平均值减一个标准差(0.96倍)低约6%。我们维持对公司的盈利预测不变，维持买入评级及目标价21.3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	40,822	45,306
净利润(百万元人民币)	11,433	9,390	12,329	14,689	16,699
每股盈利(元人民币)	0.94	0.77	0.99	1.14	1.29
每股盈利变动(%)	10	(18)	27	15	14
市盈率(倍)	13.5	16.5	13.0	11.2	9.9
市帐率(倍)	1.03	1.01	0.94	0.89	0.84
股息率(%)	3.1	2.7	3.0	3.6	4.1
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

买入 (维持)

目标价	HK\$21.3
(此前目标价)	HK\$21.3)
潜在升幅	+47.7%
当前股价	HK\$14.42

中国证券行业

隋晓萌

(852) 3761 8775

suixiaomeng@cmbi.com.hk

孙明, CFA

(852) 3900 0836

terrysun@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	280,027
3月平均流通量(百万港元)	285.6
52周内股价高/低(港元)	21.20/11.62
总股本(百万)	2,278 (H)
	9,839 (A)

资料来源：彭博

股东结构

中信股份	68.92%
证金公司	4.22%
中央汇金	4.12%

资料来源：公司

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-7.8%	1.0%
3-月	-3.2%	1.9%
6-月	-21.0%	-13.9%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：罗兵咸永道

图 1: 中信证券 2019 年第二季度业绩概要

(百万元人民币)										
损益表	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	QoQ	2Q18	YoY	1H18	1H19	YoY
净佣金及手续费收入	3,809	4,521	4,343	4,211	-3%	4,613	-9%	9,097	8,554	-6%
经纪业务	1,735	1,581	1,950	1,849	-5%	1,978	-7%	4,112	3,799	-8%
投行业务	680	1,209	989	815	-18%	1,014	-20%	1,750	1,804	3%
资管业务	1,231	1,692	1,297	1,370	6%	1,425	-4%	2,911	2,666	-8%
净利息收入*	567	69	520	291	-44%	295	-1%	932	811	-13%
自营收益*	1,599	2,353	4,923	2,818	-43%	2,563	10%	4,949	7,741	56%
营业收入	6,532	7,879	9,966	7,925	-20%	8,369	-5%	15,828	17,891	13%
营业支出	(3,758)	(4,072)	(4,241)	(3,963)	-7%	(3,909)	1%	(7,732)	(8,204)	6%
拨备前利润	2,773	3,807	5,725	3,962	-31%	4,459	-11%	8,096	9,687	20%
减值拨备	(530)	(978)	13	(767)	N/A	(709)	8%	(702)	(754)	7%
税前利润	2,243	2,829	5,737	3,195	-44%	3,750	-15%	7,394	8,933	21%
所得税	(383)	(635)	(1,380)	(888)	-36%	(725)	22%	(1,572)	(2,268)	44%
净利润	1,749	2,076	4,258	2,188	-49%	2,875	-24%	5,565	6,446	16%
资产负债表	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	QoQ	2Q18	YoY	1H18	1H19	YoY
融出资金	61,103	57,198	64,031	64,488	1%	67,672	-5%	67,672	64,488	-5%
金融投资	256,978	299,297	287,437	319,798	11%	247,677	29%	247,677	319,798	29%
买入返售金融资产	57,953	67,370	57,006	68,605	20%	81,040	-15%	81,040	68,605	-15%
代理买卖证券款	107,313	97,774	143,734	122,211	-15%	130,352	-6%	130,352	122,211	-6%
股东权益	152,792	153,141	157,918	156,001	-1%	150,049	4%	150,049	156,001	4%
比率	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	QoQ	2Q18	YoY	1H18	1H19	YoY
平均净资产回报率	4.6%	5.4%	10.9%	5.6%	-5.4ppt	7.6%	-2.0ppt	7.4%	8.3%	0.9ppt
平均总资产回报率	1.1%	1.3%	2.6%	1.3%	-1.3ppt	1.7%	-0.5ppt	1.7%	1.9%	0.2ppt
杠杆倍数	3.6x	3.6x	3.6x	3.7x	0.1x	3.7x	0.4x	3.7x	3.9x	0.2x
投资收益率	2.5%	3.4%	6.7%	3.7%	-3.0ppt	4.1%	-0.3ppt	4.1%	5.0%	0.9ppt
成本收入比	57%	51%	42%	49%	7ppt	46%	3ppt	48%	45%	-3ppt

资料来源: 公司、招银国际证券

*: 1H19 业绩中, 有 5.66 亿元人民币收益从净利息收入调整至自营收益。由于会计准则变更且未经重述, 2Q19 的净利息收入及自营收益与 2Q18 及 1Q19 均不可比。

财务报表

利润表

年结: 12月31日 (百万元人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
经纪业务净收入	8,045	7,429	9,370	10,347	11,700
投行业务净收入	4,406	3,639	4,837	5,761	6,361
资管业务净收入	5,715	5,834	6,106	6,500	7,227
净利息收入	2,405	1,568	1,879	2,132	2,342
自营收益	12,713	8,901	11,313	13,961	15,488
其他	1,860	2,869	2,089	2,120	2,187
营业收入	35,143	30,239	35,595	40,822	45,306
营业支出	(17,249)	(15,563)	(17,361)	(19,691)	(21,633)
拨备前利润	17,895	14,676	18,234	21,131	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	19,872	22,575
所得税费用	(4,196)	(2,589)	(3,858)	(4,587)	(5,218)
少数股东权益	(544)	(487)	(529)	(596)	(657)
净利润	11,433	9,390	12,329	14,689	16,699

资产负债表

年结: 12月31日 (百万元人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
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
买入返售金融资产	114,592	67,370	74,107	79,295	84,846
金融投资	237,380	299,297	329,227	355,565	376,899
其他资产	102,269	130,054	135,457	137,335	146,982
总资产	625,575	653,133	735,075	787,062	848,708
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	185,065	195,968
其中: 永续债	0	0	0	0	0
少数股东权益	3,344	3,691	3,875	4,069	4,272

主要比率

年结: 12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入结构					
经纪业务净收入	23%	25%	26%	25%	26%
投行业务净收入	13%	12%	14%	14%	14%
资管业务净收入	16%	19%	17%	16%	16%
净利息收入	7%	5%	5%	5%	5%
自营收益	36%	29%	32%	34%	34%
其他	5%	9%	6%	5%	5%
总计	100%	100%	100%	100%	100%
同比增速					
经纪业务净收入	-15%	-8%	26%	10%	13%
投行业务净收入	-18%	-17%	33%	19%	10%
资管业务净收入	-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%
营业收入	3%	-14%	18%	15%	11%
拨备前利润	10%	-18%	24%	16%	12%
净利润	10%	-18%	31%	19%	14%
总资产	5%	4%	13%	7%	8%
经营效率					
成本收入比	48%	51%	48%	47%	47%
杠杆水平					
财务杠杆 (倍)	3.6	3.7	3.6	3.7	3.7
金融投资/ 股东权益	158%	195%	188%	192%	192%
盈利能力					
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。

招银国际证券投资评级

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

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

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。