

中信建投證券 (6066 HK)

2018年業績符合預期，投行及投資業務表現亮眼

- ❖ **2018年淨利潤同比下降23%，與業績快報一致。**中信建投2018年營業收入及淨利潤分別達到109億及31億元人民幣（同比下跌3%及23%），與業績快報一致，表現遠優於行業整體水準（同比下跌14%及41%）。由於信用業務規模縮減，淨利息收入受到拖累（同比下降43%），而減值損失大幅增加（同比增長14.1倍，主要因新會計準則導致融出資金相關減值損失增加）亦侵蝕了利潤。
- ❖ **投資銀行業績亮眼。**在市場疲弱的情況下，中信建投2018年投行業務淨收入同比僅下降6%，更加突顯出其在投行業務中的領先地位。公司的IPO/再融資承銷/債務融資主承銷金額變動（同比下跌0.5%、4%和上升55%）均優於市場表現（同比下跌40%、29%和上升28%）。
- ❖ **強勁自營交易反映其韌性。**中信建投的自營收益同比增長52%，並在2018年錄得不俗的4.5%收益率（滬深300指數和中債全價指數分別同比下跌25%和上升6%）。我們認為這是由於公司投資組合中的債券比例相對較高（約66%）及其場外期權業務快速增長（2018年新增名義本金排名第二，市場份額為19%）。
- ❖ **市場活動疲弱，經紀和融資融券業務市場份額減少。**經紀業務淨收入同比下降25%，與行業趨勢（同比下降24%）相若，但降幅較市場股基日均成交額下降程度（同比下跌18%）更為顯著，主要由於其市場份額同比減少0.17個百分點，及備金率下跌2個基點（2018年分別為2.83%/3.8個基點）。融資融券年末餘額全年同比下降47%/2018年下半年環比下降18%，市場份額全年同比下降1.2個百分點。不過，中信建投的備金率仍較同業平均值高出22%，同時我們預期今年融資成本將有所降低，利好券商的信用業務表現。由於年初至今券商的經營環境已出現實質性改善，因此市場毋須對2018年的疲弱表現過分憂慮。
- ❖ **維持買入評級。**中信建投證券目前估值為0.96倍2019年預測市帳率，與行業平均水準相若。年初至今，公司的股價表現為內地券商中最佳（增長64%），不過，基於其9.5%的2019年預測ROE（在我們覆蓋的公司中僅次於中金公司），我們認為其估值仍具備向上修復的條件。除行業環境復蘇外，我們認為公司強大的投行業務優勢將使其在科创板以及債券市場上更具競爭力，進一步拉動公司2019年的增長。我們維持對中信建投的買入評級，目標價為8.20港元。

財務資料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入(百萬元人民幣)	11,292	10,911	12,512	13,939	15,600
淨利潤(百萬元人民幣)	4,015	3,087	4,179	4,908	5,690
每股收益(元人民幣)	0.55	0.41	0.55	0.64	0.74
每股收益變動(%)	(35)	(25)	32	17	16
市盈率(x)	11.3	15.1	11.5	9.8	8.4
市帳率(%)	1.04	1.01	0.96	0.90	0.84
股息率(%)	3.0	2.9	2.6	3.1	3.6
權益收益率(%)	9.5	6.8	8.6	9.5	10.3
財務杠杆(x)	3.8	3.4	3.5	3.5	3.6

資料來源：彭博、招銀國際證券預測

買入（維持）

目標價	HK\$8.20
(此前目標價)	HK\$8.20
潛在升幅	+12.5%
當前股價	HK\$7.29

隋曉萌

電話：(852) 3761 8775

郵件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

孫明，CFA

電話：(852) 3900 0836

郵件：terrysun@cmbi.com.hk

中國證券業

市值(百萬元港幣)	207,079
3月平均流通量(百萬元港幣)	87.69
52周內股價高/低(港幣)	8.5/3.98
總股本(百萬元)	1,261.0

資料來源：彭博

股東結構

北京國管中心	35.11%
中央匯金	31.21%
中信證券	5.58%

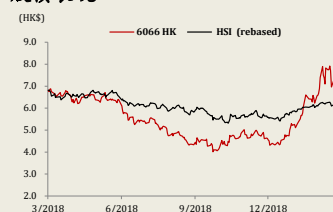
資料來源：公司

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	12.4%	8.1%
3-月	50.9%	35.7%
6-月	61.7%	50.1%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：羅兵鹹永道

公司網站：www.csc108.com

圖 1：中信建投 4Q18 業績概要

(百萬元人民幣)								
損益表	3Q18	4Q18	QoQ	4Q17	YoY	FY17	FY18	YoY
淨佣金及手續費收入	1,367	1,842	35%	2,253	-18%	7,609	6,429	-16%
經紀業務	501	454	-9%	752	-40%	3,046	2,291	-25%
投行業務	595	1,119	88%	1,063	5%	3,348	3,135	-6%
資管業務	182	349	91%	537	-35%	1,179	961	-19%
淨利息收入*	229	36	-84%	243	-85%	1,325	751	-43%
自營收益*	940	1,177	25%	504	133%	2,414	3,659	52%
營業收入	2,549	3,094	21%	2,994	3%	11,292	10,911	-3%
營業支出	(1,357)	(1,576)	16%	(1,671)	-6%	(5,860)	(5,706)	-3%
撥備前利潤	1,192	1,518	27%	1,323	15%	5,432	5,205	-4%
減值撥備	(503)	(395)	-22%	(50)	685%	(76)	(1,154)	1412%
稅前利潤	688	1,124	63%	1,273	-12%	5,355	4,051	-24%
所得稅	(197)	(219)	11%	(286)	-24%	(1,294)	(948)	-27%
淨利潤	493	902	83%	982	-8%	4,015	3,087	-23%
資產負債表	3Q18	4Q18	QoQ	4Q17	YoY	FY17	FY18	YoY
融出資金	30,755	25,148	-18%	47,821	-36%	47,821	25,148	-47%
金融投資	87,073	88,482	2%	72,809	20%	72,809	88,482	22%
買入返售金融資產	19,770	23,797	20%	26,065	-24%	26,065	23,797	-9%
代理買賣證券款	37,364	35,039	-6%	41,417	-10%	41,417	35,039	-15%
股東權益	48,481	47,577	-2%	43,754	11%	43,754	47,577	9%
比率	3Q18	4Q18	QoQ	4Q17	YoY	FY17	FY18	YoY
平均淨資產回報率	4.1%	7.5%	3.4ppt	18.0%	-10.4ppt	9.5%	6.8%	-2.7ppt
平均總資產回報率	0.9%	1.8%	0.9ppt	3.8%	-2.0ppt	2.1%	1.5%	-0.5ppt
槓桿倍数	3.5x	3.4x	-0.1x	3.8x	-0.4x	3.8x	3.4x	-0.4x
投資收益率	4.4%	N/A	N/A	N/A	N/A	3.6%	4.5%	1.0ppt
成本收入比	53%	50%	-2.3ppt	55%	-4.7ppt	51%	52%	0.4ppt

資料來源：公司、招銀國際證券

*：已將分類至利息收入的約 12 億元人民幣投資收益重新調整至自營收益

利潤表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
淨手續費及佣金收入	7,609	6,429	7,656	8,596	9,631
經紀業務	3,046	2,291	3,065	3,433	3,993
投行業務	3,348	3,135	3,602	4,069	4,408
資管業務	1,179	961	989	1,095	1,230
其他	36	42	0	0	0
淨利息收入	1,325	751	912	1,058	1,286
自營淨收益	2,414	3,659	3,930	4,269	4,665
其他收入及收益淨額	(56)	72	14	16	17
經營收入	11,292	10,911	12,512	13,939	15,600
經營支出	(5,860)	(5,706)	(6,469)	(7,067)	(7,830)
撥備前利潤	5,432	5,205	6,043	6,872	7,769
減值撥備	(76)	(1,154)	(551)	(419)	(291)
所得稅前利潤	5,355	4,051	5,492	6,453	7,479
所得稅費用	(1,294)	(948)	(1,285)	(1,510)	(1,750)
年度利潤	4,062	3,103	4,207	4,943	5,729
少數股東權益	(46)	(16)	(28)	(34)	(39)
淨利潤	4,015	3,087	4,179	4,908	5,690

資料來源：公司、招銀國際證券預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
客戶存款	33,746	29,288	35,019	39,303	45,213
結算備付金	9,247	7,628	9,900	11,174	12,208
融出資金	47,821	25,148	31,435	35,836	39,420
金融投資	72,809	88,482	98,215	105,090	111,396
衍生金融資產	120	1,240	1,289	1,354	1,760
買入返售金融資產	26,065	23,797	26,653	28,785	31,088
長期股權投資	206	163	168	173	178
其他資產	15,867	19,337	13,102	13,355	16,065
總資產	205,883	195,082	215,780	235,069	257,327
代理買賣證券款	41,417	35,039	42,023	47,163	55,612
短期負債及借款	72,840	51,453	56,476	60,737	64,541
長期負債及借款	23,873	44,853	49,787	54,765	59,694
其他負債	23,756	15,875	17,083	18,586	20,224
總負債	161,885	147,219	165,368	181,251	200,072
股東總權益	43,754	47,577	50,098	53,472	56,891
少數股東權益	245	286	315	346	364
總權益	43,999	47,863	50,412	53,818	57,255

資料來源：公司、招銀國際證券預測

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	67%	59%	61%	62%	62%
经纪业务	27%	21%	24%	25%	26%
投行业务	30%	29%	29%	29%	28%
资管业务	10%	9%	8%	8%	8%
净利息收入	12%	7%	7%	8%	8%
自营净收益	21%	34%	31%	31%	30%
总计	100%	100%	100%	100%	100%
同比增速					
净手续费及佣金收入	-17%	-16%	19%	12%	12%
经纪业务	-22%	-25%	34%	12%	16%
投行业务	-20%	-6%	15%	13%	8%
资管业务	7%	-19%	3%	11%	12%
净利息收入	-17%	-43%	21%	16%	22%
自营净收益	0%	52%	7%	9%	9%
经营收入	-15%	-3%	15%	11%	12%
拨备前利润	-23%	-4%	16%	14%	13%
净利润	-24%	-23%	35%	17%	16%
经营效率指标					
成本收入比	51%	52%	51%	50%	49%
净利润率	36%	28%	33%	35%	36%
杠杆水平					
财务杠杆（倍）	3.8	3.4	3.5	3.5	3.6
回报率					
平均权益回报率	9.5%	6.8%	8.6%	9.5%	10.3%
平均资产回报率	2.1%	1.5%	2.0%	2.2%	2.3%
每股数据					
每股净利润（元人民币）	0.55	0.41	0.55	0.64	0.74
每股股息（元人民币）	0.19	0.18	0.16	0.19	0.22
每股账面值（元人民币）	6.04	6.22	6.55	6.99	7.44

資料來源：公司、招銀國際證券預測

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并無直接或間接關係。

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: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 及 46 樓

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，并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，并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布時的判斷，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。接收本報告之行爲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。