

### 中信证券 (6030 HK, HK\$17.3 目标价: HK\$19.5, 持有) — 海外业务录得亏损

- ❖ **业绩表现与同业相若。**2016 上半年总收入及其他收入按年下跌 38.2%至人民币 242.9 亿元，净利润按年下跌 58.0%至人民币 52.4 亿元。作为行业领先的证券公司，中信证券上半年的业绩符合市场预期，低迷的境内外股票市场气氛影响了公司的财务表现。
- ❖ **中信证券国际录得净亏损，但我们仍对海外业务发展持积极看法。**公司是发展海外业务的先行者，与其他国内同业相比，海外业务是公司的核心竞争力之一。今年上半年，中信证券国际录得人民币 2.4 亿元净亏损，主要由于以下原因：(1)低迷的市场气氛，令其经纪业务及投资银行业务收入分别按年倒退 20%及 50%；(2)成本收入比维持较高水平，我们预计约为 95%-98%；(3)处理里昂证券台湾业务也产生了人民币 8000 万元的一次性费用。不过，我们仍对中信证券的海外业务持积极看法，相信随着国内资本市场逐渐开放，其海外平台将与境内业务产生更多协同效应，带来的业务机会包括人民币相关业务、跨境并购及高净值客户的资产管理业务等。
- ❖ **资产管理业务行业排名第一。**除开优秀的投资银行业务，资产管理业务也是公司的一大亮点。2016 上半年，公司资产管理业务的收入按年下降 6.4%至人民币 36.5 亿元，收入下跌主要是由于延迟收取管理表现费用所导致的。公司管理的资产总规模也在 2016 上半年末达到人民币 1.55 万亿元，相较于去年末上升 44.8%，总资产规模也是连续几年在同业中排名第一。依靠公司强大的研究以及执行能力，同时不断提高资管业务的产品研发能力，定向资管以及专项资管业务将会是公司资产管理业务未来发展的重点方向。其中，这两项业务服务的客户及管理的资产也包括企业年金、全国社保基金以及高净值客户。
- ❖ **目标价港币 19.5 元。**我们维持公司 2016 和 2017 财年人民币 93 亿和人民币 116 亿的净利润预测。同时，我们将公司 2018 年的净利润预测轻微上调 1.3%至人民币 147 亿元。公司现时的股价分别相当于 2016 年预测市账率的 1.3 倍和 2017 年预测市账率的 1.2 倍。我们的目标价为港币 19.5 元，相当于 2017 财年预测市账率的 1.4 倍，同时也是同业公司 2017 财年的平均预测市账率。**降级为持有。**

#### 中信证券(6030HK)

评级	持有
收市价	HK\$17.3
目标价	HK\$19.5
市值(港币百万)	230,152
过去 3 月平均交易(港币百万)	184.67
52 周高/低(港币)	20.45/12.82
发行股数(百万)	12,117
主要股东(港股)	全国社保基金 (58.6%)

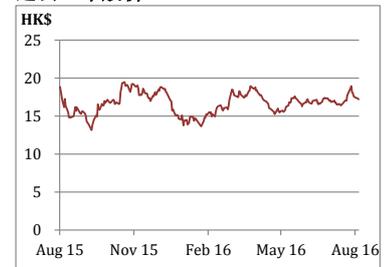
来源:彭博

#### 股价表现

	绝对	相对
1 月	2.1%	-1.6%
3 月	9.5%	-2.1%
6 月	11.6%	-6.1%

来源:彭博

#### 过去一年股价



来源:彭博

#### 财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
营业额(百万人民币)	39,525	72,924	42,618	47,458	54,681
净利润(百万人民币)	11,337	19,800	9,317	11,621	14,672
每股收益(人民币)	1.03	1.71	0.77	0.96	1.21
每股收益变动(%)	167.55	65.97	(54.98)	24.73	26.25
市盈率(x)	14.5	8.7	19.3	15.5	12.3
市账率(x)	1.6	1.3	1.3	1.2	1.2
股息率(%)	2.1	3.4	2.0	2.4	2.7
权益收益率(%)	12.1	16.6	6.7	8.3	10.1
净财务杠杆率(%)	42.3	26.5	净现金	净现金	4.8

来源:公司及招銀国际研究部

**利润表**

年结：12月31日（百万人民币）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>收入</b>	<b>36,971</b>	<b>69,384</b>	<b>41,397</b>	<b>46,397</b>	<b>53,471</b>
佣金及手续费收入	18,915	34,253	25,219	29,179	34,558
利息收入	7,851	15,622	6,575	6,878	7,536
投资净额收益	10,204	19,510	9,602	10,340	11,377
其他收入及收益	2,555	3,540	1,221	1,061	1,210
<b>收入及其他收益总额</b>	<b>39,525</b>	<b>72,924</b>	<b>42,618</b>	<b>47,458</b>	<b>54,681</b>
折旧及摊销	(377)	(285)	(350)	(391)	(415)
雇员成本	(9,463)	(14,798)	(8,950)	(9,966)	(11,483)
佣金及手续费支出	(1,799)	(4,621)	(3,152)	(3,502)	(4,216)
利息支出	(6,901)	(12,831)	(9,900)	(10,050)	(9,928)
减值损失	(600)	(2,481)	(1,206)	(965)	(1,033)
营业税及附加	(1,257)	(2,768)	(1,492)	(1,661)	(1,859)
其他经营费用	(4,336)	(8,499)	(5,327)	(5,695)	(6,562)
<b>支出总额</b>	<b>(24,733)</b>	<b>(46,282)</b>	<b>(30,377)</b>	<b>(32,230)</b>	<b>(35,496)</b>
<b>经营利润</b>	<b>14,793</b>	<b>26,642</b>	<b>12,241</b>	<b>15,228</b>	<b>19,185</b>
所占联营企业和合营企业的业绩	629	646	610	643	668
<b>所得税前利润</b>	<b>15,422</b>	<b>27,287</b>	<b>12,851</b>	<b>15,871</b>	<b>19,853</b>
所得税费用	(3,560)	(6,927)	(2,956)	(3,650)	(4,566)
<b>年度利润</b>	<b>11,861</b>	<b>20,360</b>	<b>9,895</b>	<b>12,221</b>	<b>15,287</b>
少数股东权益	(524)	(561)	(578)	(600)	(615)
<b>净利润</b>	<b>11,337</b>	<b>19,800</b>	<b>9,317</b>	<b>11,621</b>	<b>14,672</b>

来源：公司及招银国际研究部

**资产负债表**

年结：12月31日（百万人民币）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>融资客户垫款</b>	<b>74,135</b>	<b>75,523</b>	<b>61,350</b>	<b>63,458</b>	<b>69,589</b>
佣金及费用应收账款	663	1,159	750	895	1,010
可供出售金融资产	38,278	79,980	70,895	68,598	70,589
可供交易金融资产	113,752	126,439	129,856	131,561	132,516
买入返售金融资产	42,863	36,771	34,126	35,897	36,158
以公允价值计量的金融资产	12,128	10,000	11,035	12,561	11,986
衍生金融资产	7,282	11,595	12,159	14,589	15,698
带客持有现金	96,841	143,554	95,360	99,589	101,589
公司银行结余及现金	37,967	68,907	109,786	107,221	95,864
其他	21,345	16,772	11,561	12,351	11,346
<b>总流动资产</b>	<b>445,253</b>	<b>570,699</b>	<b>536,878</b>	<b>546,720</b>	<b>546,345</b>
物业及设备	1,222	3,856	3,895	3,900	3,858
投资物业	74	71	70	70	70
商誉	10,075	10,265	10,131	10,136	10,200
其他无形资产	1,887	3,985	3,875	3,951	3,998
对联营以及合营企业的投资	3,962	4,484	4,457	4,658	4,715
可供出售金融资产	10,558	12,155	12,250	11,035	11,059
以公允价值计量的金融资产	306	354	360	415	256
持有到期投资	143	0	0	0	0
可退还存款	3,353	3,463	1,356	1,589	1,851
延迟税项资产	2,596	3,141	3,259	3,489	3,259
其他	198	3,634	1,526	958	1,199
<b>总非流动资产</b>	<b>34,374</b>	<b>45,409</b>	<b>41,179</b>	<b>40,201</b>	<b>40,465</b>
<b>总资产</b>	<b>479,626</b>	<b>616,108</b>	<b>578,056</b>	<b>586,921</b>	<b>586,810</b>
短期银行贷款	4,651	4,722	4,315	4,458	4,630
短期应付融资款	17,998	12,848	10,516	13,156	11,589
客户存款	101,846	150,457	149,589	151,895	153,698
衍生金融负债	5,339	4,765	2,498	2,689	2,958
为交易而持有的金融负债	2,608	3,456	3,618	3,458	3,158
指定以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	25,809	21,343	20,159	22,189	21,582
卖出回购款项	124,914	127,789	120,359	124,135	125,894
拆入资金	11,751	18,033	19,015	16,052	17,010
应付税费	3,295	4,619	4,241	4,936	5,261
其他	29,352	52,182	31,548	26,250	15,589
<b>总流动负债</b>	<b>327,565</b>	<b>400,213</b>	<b>365,858</b>	<b>369,218</b>	<b>361,369</b>
长期债券	43,167	67,836	65,893	67,521	68,159
长期银行借款	2,314	2,345	1,489	1,625	1,570
指定以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	2,647	1,141	1,516	1,356	1,415
延迟所得税负债	2,610	2,542	1,436	1,615	1,789
其他	190	294	451	251	426
<b>总非流动负债</b>	<b>50,930</b>	<b>74,158</b>	<b>70,785</b>	<b>72,368</b>	<b>73,359</b>
<b>总负债</b>	<b>378,495</b>	<b>474,371</b>	<b>436,643</b>	<b>441,586</b>	<b>434,728</b>
<b>股东总权益</b>	<b>99,099</b>	<b>139,138</b>	<b>138,624</b>	<b>142,496</b>	<b>149,132</b>
少数股东权益	2,033	2,599	2,789	2,839	2,950
<b>总权益</b>	<b>101,131</b>	<b>141,737</b>	<b>141,413</b>	<b>145,335</b>	<b>152,082</b>

来源：公司及招银国际研究部

**现金流量表**

年结：12月31日（百万人民币）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动</b>					
税前利润	15,422	27,287	12,851	15,871	19,853
折旧及分摊	736	685	685	685	685
营运资本变动	(34,477)	19,332	38,518	(13,216)	(15,782)
税务开支	(2,972)	(6,398)	(2,430)	(3,000)	(4,210)
其他	(4,992)	(1,373)	(2,135)	(1,620)	(1,815)
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>(26,283)</b>	<b>39,533</b>	<b>47,489</b>	<b>(1,280)</b>	<b>(1,269)</b>
<b>投资活动</b>					
资本开支	(604)	(4,288)	(789)	(825)	(964)
投资变动	(8,401)	(35,462)	9,180	1,082	(1,967)
金融资产利息收入	1,793	1,362	834	876	920
其他	7,237	477	875	1,059	1,985
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>24</b>	<b>(37,910)</b>	<b>10,101</b>	<b>2,192</b>	<b>(26)</b>
<b>融资活动</b>					
股票发行	8,807	21,472	0	0	0
银行贷款变动	31,679	19,736	(5,538)	4,547	(812)
股息	(4,185)	(7,970)	(10,135)	(7,259)	(7,658)
其他	(28)	(5,928)	(115)	(589)	(895)
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>36,273</b>	<b>27,309</b>	<b>(15,788)</b>	<b>(3,301)</b>	<b>(9,365)</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>10,013</b>	<b>28,932</b>	<b>41,802</b>	<b>(2,388)</b>	<b>(10,660)</b>
年初现金及现金等价物	25,669	35,569	65,671	107,328	104,760
外汇差额	(114)	1,170	(145)	(179)	(222)
年末现金及现金等价物	35,569	65,671	107,328	104,760	93,879

来源：公司及招银国际研究部

**主要比率**

年结：12月31日（百万人民币）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>收入及其他收益总额</b>					
佣金及手续费收入	47.9%	47.0%	59.2%	61.5%	63.2%
利息收入	19.9%	21.4%	15.4%	14.5%	13.8%
投资净额收益	25.8%	26.8%	22.5%	21.8%	20.8%
其他收入及收益	6.5%	4.9%	2.9%	2.2%	2.2%
<b>总额</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>
<b>增长</b>					
收入增长	84.4%	87.7%	-40.3%	12.1%	15.2%
收入及其他收益增长	94.9%	84.5%	-41.6%	11.4%	15.2%
营业收入增长	122.9%	80.1%	-54.1%	24.4%	26.0%
净利润增长	116.2%	74.6%	-52.9%	24.7%	26.3%
<b>资产负债比率</b>					
流动比率(x)	135.9%	142.6%	146.7%	148.1%	151.2%
总负债/权益比率	80.61%	76.03%	73.02%	72.15%	69.04%
净负债/权益比率	42.3%	26.5%	净现金	净现金	4.8%
<b>回报率</b>					
资本回报率	12.1%	16.6%	6.7%	8.3%	10.1%
资产回报率	3.0%	3.6%	1.6%	2.0%	2.5%
<b>每股数据</b>					
每股利润(人民币)	1.03	1.71	0.77	0.96	1.21
每股股息(人民币)	0.31	0.50	0.30	0.35	0.40
每股账面值(人民币)	9.18	11.70	11.67	11.99	12.55

来源：公司及招银国际研究部

## 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: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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

本报告期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士。