

中信证券 (6030 HK)

确认龙头地位

❖ **2017 年业绩远超行业总体水平。**中信证券 2017 年全年收入总额按年增长 13.8%，至人民币 570 亿元，纯利按年增长 10.3%，至 114 亿元人民币，而行业整体纯利则下跌 8%。公司能够取得如此良好业绩的原因，要归功于投资收入的大幅增长，按年涨幅达到 58%，相信主要由于公司在今年实行 IFRS 9 前提前兑现部分投资收益。成本收入比按年大致持平，约为 72.7%，较上年轻微上升 0.5 个百分点。

❖ **传统业务维持行业领先地位。**尽管 2017 年国内资本市场的整体环境对券商而言并不有利，但中信证券仍然巩固了其在几项传统业务中的领先地位。**1) 经纪业务：**公司 2017 年的股票基金成交额达到 13.1 万亿元人民币，按年下跌 12.5%，与市场趋势相若；市占率达到 5.69%，按年小幅下降 0.03 个百分点，仍保持行业第二的位置。**2) 投行业务：**凭借在 IPO 业务上的强劲表现，中信证券继续领跑投行业务，将股权融资业务市占率优势扩大 0.53 个百分点至 12.29%；而在债券发行市场低迷的情况下，公司的债券承销业务逆势而上，承销额按年增长 34.7%，市占率大幅提升 1.74 个百分点至 4.29%，跃居行业首位。展望 2018 年，在目前 IPO 常态化且过会趋严、潜在独角兽企业上市加速和潜在 CDR 发行的情况下，我们认为中信证券的投行业务将继续得益于其优质的客户群和强大的承销能力，保持行业龙头地位。**3) 资产管理业务：**中信证券的资管总规模及主动管理规模均列行业第一位，尽管资管规模受强监管影响，按年收缩 13.2%。我们认为在监管引导下，公司将持续提升主动管理规模占比，资管总体规模收缩放缓，有利于资管业务盈利能力的稳定。

❖ **收入结构优化。**中信证券的收入结构渐趋平衡，以手续费佣金类收入为主的经纪、投行及资管业务占比按年下降 10.4 个百分点至 46.5%，而交易类及其他类等依靠资本为主的业务占比明显上升。**1) 股票质押式回购业务带动利息收入增长。**公司去年减少了对固定收益类的投资，而增加了对股票质押式回购业务的投入。年末股票质押回购表内余额达到 780 亿元人民币，按年增长 98.0%，利息收入按年增长 61.8%。此外，公司在股权类衍生品业务上也保持行业领先，并计划下一步加速发展包括场外期权在内的业务。鉴于公司在服务机构客户上的优势，我们认为相关业务将会带来更多贡献。**2) 子公司盈利贡献提升。**中信证券去年完成对海外业务平台进行整合，令营运效率和业绩均得以提升，2017 年纯利按年增长 2.8 倍至 5.9 亿元人民币。另一方面，旗下 PE 金石投资和直投公司中信证券投资纯利合共增长 29%，至 24 亿元人民币。我们期待未来子公司对中信证券的利润贡献逐步提升，进一步优化收入结构。

❖ **维持买入评级。**我们将对市场数据的假设下调，并将对中信证券 2018 年和 2019 年的纯利预测分别下调至 130 亿元人民币和 149 亿元人民币。我们将对公司的目标价由 20.1 港元提升至 21.5 港元，相当于公司 2018 年预测市帐率的 1.35 倍，同时也是同业 2018 年的平均预测市帐率加两个标准差，以体现公司在行业中的龙头地位。维持买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E
营业收入(百万元人民币)	72,924	50,067	56,960	63,151	70,107
净利润(百万元人民币)	19,800	10,365	11,433	13,018	14,873
每股收益(元人民币)	1.71	0.86	0.94	1.07	1.23
每股收益变动(%)	66.0	(49.9)	10.3	13.9	14.3
市盈率(x)	8.77	17.52	15.88	13.95	12.21
市帐率(%)	1.28	1.25	1.19	1.12	1.05
股息率(%)	3.34	2.34	2.67	2.87	3.28
权益收益率(%)	16.6	7.4	7.8	8.4	9.1
财务杠杆(x)	3.3	3.2	3.5	3.6	3.7

资料来源：公司及招銀国际研究部预测

买入 (维持)

目标价	HK\$21.5
(此前目标价)	HK\$20.1
潜在升幅	+20.7%
当前股价	HK\$17.84

隋晓萌

电话：(852) 3761 8775

邮件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

文千森, CFA

电话：(852) 3900 0853

邮件：samsonman@cmbi.com.hk

中国证券业

市值(百万港元)	256,705
3 月平均流通量 (百万港元)	534.10
52 周内股价高/低 (港元)	22.95/15.46
总股本(百万)	12,116.9

资料来源：彭博

股东结构 (H 股)

全国社会保障基金理事会	30.30%
The Bank of New York Mellon Corporation	12.47%
Citigroup Inc.	7.92%

资料来源：HKEX

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	4.5%	3.8%
3-月	16.7%	11.1%
6-月	1.7%	-8.0%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：罗兵咸永道

公司网站：www.cs.ecitic.com

利润表

年结：12月31日（百万元人民币）	2015	2016	2017	2018E	2019E
收入	69,384	45,273	48,185	53,937	60,433
佣金及手续费收入	34,253	25,775	22,665	25,787	29,024
利息收入	15,622	11,233	12,807	17,332	20,000
投资净额收益	19,510	8,265	12,713	10,818	11,409
其他收入及收益	3,540	4,794	8,775	9,214	9,675
收入及其他收益总额	72,924	50,067	56,960	63,151	70,107
折旧及摊销	(285)	(413)	(503)	(611)	(742)
雇员成本	(14,798)	(11,507)	(12,141)	(13,578)	(15,073)
佣金及手续费支出	(4,621)	(3,331)	(3,708)	(4,422)	(4,972)
利息支出	(12,831)	(8,885)	(10,402)	(12,714)	(14,005)
减值损失	(2,481)	(1,935)	(1,721)	(164)	(140)
营业税金及附加	(2,768)	(797)	(256)	(253)	(280)
其他经营费用	(8,499)	(9,285)	(12,659)	(13,893)	(15,073)
支出总额	(46,282)	(36,153)	(41,390)	(45,635)	(50,285)
经营利润	26,642	13,913	15,570	17,517	19,822
所占联营企业和合营企业的业绩	646	349	604	785	989
所得税前利润	27,287	14,263	16,174	18,302	20,811
所得税费用	(6,927)	(3,281)	(4,196)	(4,713)	(5,338)
年度利润	20,360	10,981	11,977	13,589	15,473
少数股东权益	(561)	(616)	(544)	(571)	(600)
净利润	19,800	10,365	11,433	13,018	14,873

来源：公司及招银国际研究部预测

资产负债表

年结：12月31日（百万元人民币）	2015	2016	2017	2018E	2019E
融资客户垫款	75,523	65,021	73,983	80,638	90,321
金融投资	216,419	205,522	200,682	210,838	226,445
代客户持有之现金	143,554	129,877	92,386	96,082	101,847
现金及银行结余	68,907	36,713	34,303	44,074	50,075
其他	66,296	91,007	148,145	166,142	185,148
总流动资产	570,699	528,139	549,499	597,774	653,837
物业及设备	3,856	3,923	8,265	8,372	8,464
投资物业	71	68	872	880	889
金融投资	12,508	38,976	36,698	37,393	37,799
其他	28,974	26,332	30,241	30,884	31,513
总非流动资产	45,409	69,299	76,076	77,529	78,666
总资产	616,108	597,439	625,575	675,303	732,503
短期银行贷款	4,722	3,479	5,991	7,489	8,463
短期应付融资款	12,848	21,346	33,538	44,270	54,452
代理买卖证券款	150,457	134,398	99,855	100,886	106,939
拆入资金	18,033	19,550	9,835	8,852	9,117
其他	214,154	193,170	240,475	263,585	288,422
总流动负债	400,213	371,943	389,694	425,082	467,393
长期债券	67,836	69,752	77,642	83,853	89,723
长期银行借款	2,345	1,114	1,085	1,063	1,074
其他	3,977	8,840	4,011	2,907	1,645
总非流动负债	74,158	79,707	82,738	87,823	92,442
总负债	474,371	451,650	472,432	512,905	559,835
股东总权益	139,138	142,696	149,799	158,804	168,804
少数股东权益	2,599	3,093	3,344	3,594	3,864
总权益	141,737	145,789	153,143	162,398	172,667

来源：公司及招银国际研究部预测

现金流量表

年结：12月31日（百万元人民币）	2015	2016	2017	2018E	2019E
经营活动					
税前利润	27,287	14,263	16,174	18,302	20,811
折旧及分摊	685	892	1,000	999	1,138
营运资本变动	19,332	(45,534)	(77,988)	(11,401)	(13,826)
税务开支	(6,398)	(5,709)	(3,895)	(4,241)	(4,804)
其他	(1,373)	374	(1,994)	13,623	10,597
经营活动所得现金净额	39,533	(35,715)	(66,703)	17,281	13,917
投资活动					
资本开支	(4,288)	(574)	(392)	(713)	(815)
投资变动	(35,462)	7,833	26,233	3,390	3,052
金融资产利息收入	1,362	2,680	2,432	2,032	2,065
其他	477	(1)	0	0	0
投资活动所得现金净额	(37,910)	9,938	28,273	4,710	4,302
融资活动					
股票发行	21,472	0	0	0	0
银行贷款变动	19,736	2,879	48,910	1,903	1,194
股息	(7,970)	(10,833)	(8,494)	(11,906)	(12,968)
其他	(5,928)	(44)	(2,930)	(45)	(12)
融资活动所得现金净额	27,309	(7,999)	37,485	(10,048)	(11,786)
现金增加净额	28,932	(33,776)	(945)	11,943	6,433
年初现金及现金等价物	35,569	65,671	33,230	30,939	40,882
外汇差额	1,170	1,336	(1,347)	(2,000)	(1,000)
年末现金及现金等价物	65,671	33,230	30,939	40,882	46,314

来源：公司及招银国际研究部预测

主要比率

年结：12月31日	2015	2016	2017	2018E	2019E
收入及其他收益总额					
佣金及手续费收入	47.0%	51.5%	39.8%	40.8%	41.4%
利息收入	21.4%	22.4%	22.5%	27.4%	28.5%
投资净额收益	26.8%	16.5%	22.3%	17.1%	16.3%
其他收入及收益	4.9%	9.6%	15.4%	14.6%	13.8%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
收入增长	87.7%	-34.8%	6.4%	11.9%	12.0%
收入及其他收益增长	84.5%	-31.3%	13.8%	10.9%	11.0%
营业收入增长	80.1%	-47.8%	11.9%	12.5%	13.2%
净利润增长	74.6%	-47.7%	10.3%	13.9%	14.3%
资产负债比率					
流动比率	142.6%	142.0%	141.0%	140.6%	139.9%
总负债/ 权益	76.0%	80.8%	85.5%	91.6%	96.5%
净负债/ 权益	26.5%	55.0%	62.6%	63.9%	66.8%
回报率					
资本回报率	16.6%	7.36%	7.82%	8.44%	9.08%
资产回报率	3.6%	1.71%	1.87%	2.00%	2.11%
每股数据					
每股利润（元人民币）	1.71	0.86	0.94	1.07	1.23
每股股息（元人民币）	0.50	0.35	0.40	0.43	0.49
每股账面值（元人民币）	11.70	12.03	12.64	13.40	14.25

来源：公司及招银国际研究部预测

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: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45&46 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，请与我们联络。

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。