

中信證券 (6030 HK, HK\$17.36 目標價：HK\$20.6, 買入) — 預測股價將受短期刺激上升

❖ **預計股價短期將受惠兩大利好因素。**2016 年，A 股市場交易氣氛比較疲弱，1-5 月日均交易額按年下跌 49.7% 至人民幣 5,226 億。疲軟的交易氣氛對券商的業績帶來了很負面的影響。我們認為港股市場氣氛 6 月將會受惠兩大因素，分別是 MSCI 預計將宣佈把 A 股納入其新興市場指數以及宣佈深港通。中信證券作為國內龍頭券商同時也是 A+H 上市的企業，我們認為公司股價短線具有上升的空間。然而，我們對下半年 A 股市場仍然持審慎的態度。這主要是基於以下幾個原因：（1）人民幣對美元匯率仍然具有一定的貶值壓力；（2）中國隱藏的債務問題預計將會持續暴露；（3）中國內地企業基本因素不佳，淨利潤增速預計持續放緩；（4）預計美聯儲年內仍會加息以及新興市場資本持續外流加深港股市場的波動。

❖ **海外投行業務完成整合。**2015 年，公司完成了中信證券國際和里昂證券投資銀行業務的整合，未來將以“中信證券國際資本市場”這一新頭銜開展業務。2015 年，海外業務淨利潤貢獻占比僅為 1% 至 2%，遠低於我之 10% 的淨利潤占比預測。這主要是由里昂證券 98% 的成本收入比以及 A 股市場相關業務的超常表現所導致的。展望 2016 年，我們預測海外業務淨利潤占比將提升至 5% 至 7%。

❖ **淨利潤倒退，但是公司經營卻更加穩健。**公司 2016 第一季度錄得經營收入以及淨利潤分別按年下跌 23.5% 和 57.0% 至人民幣 76 億元和人民幣 16.4 億元。公司財務表現與港股上市同業的表現基本一致。雖然淨利潤錄得倒退，但是我們認為公司的經營情況卻更加的穩健。2016 年，我們認為公司將會更多投入在傳統類券商業務，作為去年業務增長引擎的資本仲介類業務預計規模將會大幅縮減。借助客戶以及公司自營盤對資金需求相對疲弱這一機會，我們認為公司將會用手上充足的現金去提前償還短期債務。我們預測公司 2016 年的淨負債比率將會從 2015 年的 26.5% 提高為淨現金。

❖ **目標價港幣 20.6。**我們將公司 2016-18 年的淨利潤預測調整為人民幣 93 億、人民幣 116 億及人民幣 145 億。公司現時的股價分別相當於 2016 年預測市帳率的 1.3 倍。我們的目標價為港幣 20.6 元，相當於 2016 財年預測市帳率的 1.5x，同時也是同業公司 2016 財年的平均預測市帳率加上一個標準差。仍然維持買入評級。

中信證券(6030HK)

評級	買入
收市價	HK\$17.36
目標價	HK\$20.6
市值 (港幣百萬)	231.252
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	206.24
52 周高/低 (港幣)	31.9/12.8
發行股數 (百萬)	12,116
主要股東 (港股) 全國社保基金 (58.6%)	

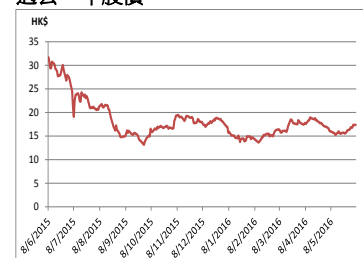
來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	8.0%	3.2%
3 月	6.9%	1.7%
6 月	-3.3%	2.1%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
營業額 (百萬人民幣)	39,525	72,924	42,618	47,458	54,246
淨利潤 (百萬人民幣)	11,337	19,800	9,317	11,621	14,481
每股收益 (人民幣)	1.03	1.71	0.77	0.96	1.20
每股收益變動 (%)	167.55	65.97	(54.98)	24.73	24.61
市盈率(x)	14.3	8.6	19.2	15.4	12.3
市帳率(x)	1.6	1.3	1.3	1.2	1.2
股息率 (%)	2.1	3.4	2.0	2.4	2.7
權益收益率 (%)	12.1	16.6	6.7	8.3	9.9
淨財務杠杆率 (%)	42.3	26.5	淨現金	淨現金	0.0

來源: 公司及招銀國際研究部

利潤表

年結：12月31日（百万人民币）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收入	36,971	69,384	41,397	46,397	53,036
佣金及手续费收入	18,915	34,253	25,219	29,179	34,324
利息收入	7,851	15,622	6,575	6,878	7,336
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
收入及其他收益总额	39,525	72,924	42,618	47,458	54,246
折旧及摊销	(377)	(285)	(350)	(391)	(415)
雇员成本	(9,463)	(14,798)	(8,950)	(9,966)	(11,392)
佣金及手续费支出	(1,799)	(4,621)	(3,152)	(3,502)	(4,187)
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)
营业税金及附加	(1,257)	(2,768)	(1,492)	(1,661)	(1,844)
其他经营费用	(4,336)	(8,499)	(5,327)	(5,695)	(6,509)
支出总额	(24,733)	(46,282)	(30,377)	(32,230)	(35,309)
经营利润	14,793	26,642	12,241	15,228	18,937
所占联营企业和合营企业的业绩	629	646	610	643	668
所得税前利润	15,422	27,287	12,851	15,871	19,605
所得税费用	(3,560)	(6,927)	(2,956)	(3,650)	(4,509)
年度利润	11,861	20,360	9,895	12,221	15,096
少数股东权益	(524)	(561)	(578)	(600)	(615)
净利润	11,337	19,800	9,317	11,621	14,481

來源：公司及招銀國際研究部

資產負債表

年結：12月31日（百万人民币）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
融资产户垫款	74,135	75,523	61,350	63,458	69,589
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	95,558
其他	21,345	16,772	11,561	12,351	11,346
总流动资产	445,253	570,699	536,878	546,720	546,039
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
可返还存款	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	1,256
总非流动资产	34,374	45,409	41,179	40,201	40,522
总资产	479,626	616,108	578,056	586,921	586,561
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
总流动负债	327,565	400,213	365,858	369,218	361,369
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	1,513
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
总非流动负债	50,930	74,158	70,785	72,368	73,302
总负债	378,495	474,371	436,643	441,586	434,671
股东总权益	99,099	139,138	138,624	142,496	148,940
少数股东权益	2,033	2,599	2,789	2,839	2,950
总权益	101,131	141,737	141,413	145,335	151,890

來源：公司及招銀國際研究部

現金流量表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
經營活動					
稅前利潤	15,422	27,287	12,851	15,871	19,605
折舊及分攤	736	685	685	685	685
營運資本變動	(34,477)	19,332	38,518	(13,216)	(15,782)
稅務開支	(2,972)	(6,398)	(2,430)	(3,000)	(4,210)
其他	(4,992)	(1,373)	(2,135)	(1,620)	(1,815)
經營活動所得現金淨額	(26,283)	39,533	47,489	(1,280)	(1,517)
投資活動					
資本開支	(604)	(4,288)	(789)	(825)	(964)
投資變動	(8,401)	(35,462)	9,180	1,082	(1,967)
金融資產利息收入	1,793	1,362	834	876	920
其他	7,237	477	875	1,059	1,985
投資活動所得現金淨額	24	(37,910)	10,101	2,192	(26)
融資活動					
股票發行	8,807	21,472	0	0	0
銀行貸款變動	31,679	19,736	(5,538)	4,547	(869)
股息	(4,185)	(7,970)	(10,135)	(7,259)	(7,658)
其他	(28)	(5,928)	(115)	(589)	(895)
融資活動所得現金淨額	36,273	27,309	(15,788)	(3,301)	(9,422)
現金增加淨額	10,013	28,932	41,802	(2,388)	(10,965)
年初現金及現金等价物	25,669	35,569	65,671	107,328	104,760
外匯差額	(114)	1,170	(145)	(179)	(222)
年末現金及現金等价物	35,569	65,671	107,328	104,760	93,573

來源：公司及招銀國際研究部

主要比率

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收入及其他收益總額					
佣金及手續費收入	47.9%	47.0%	59.2%	61.5%	63.3%
利息收入	19.9%	21.4%	15.4%	14.5%	13.5%
投資淨額收益	25.8%	26.8%	22.5%	21.8%	21.0%
其他收入及收益	6.5%	4.9%	2.9%	2.2%	2.2%
總額	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增長					
收入增長	84.4%	87.7%	-40.3%	12.1%	14.3%
收入及其他收益增長	94.9%	84.5%	-41.6%	11.4%	14.3%
營業收入增長	122.9%	80.1%	-54.1%	24.4%	24.4%
淨利潤增長	116.2%	74.6%	-52.9%	24.7%	24.6%
資產負債比率					
流動比率 (x)	135.9%	142.6%	146.7%	148.1%	151.1%
總負債 / 權益比率	80.61%	76.03%	73.02%	72.15%	69.09%
淨負債 / 權益比率	42.30%	26.50%	-6.17%	-3.09%	4.93%
回報率					
資本回報率	12.1%	16.6%	6.7%	8.3%	9.9%
資產回報率	3.0%	3.6%	1.6%	2.0%	2.5%
每股數據					
每股利潤（人民幣）	1.03	1.71	0.77	0.96	1.20
每股股息（人民幣）	0.31	0.50	0.30	0.35	0.40
每股帳面值（人民幣）	9.18	11.70	11.67	11.99	12.54

來源：公司及招銀國際研究部

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，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 年證券交易法規則 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。