

中信建投证券股份有限公司 (6066 HK, HK\$7.02, 目标价: HK\$8.3, 买入) — 持续为股东创造高价值

- ❖ **业绩表现超出行业平均水平，盈利能力排名得以提升。**2016 年，中信建投录得总收入及其他收入人民币 175.8 亿元，净利润人民币 52.6 亿元，按年分别下跌 28.3% 及 39.1%。净利润的下跌主要是受累于 2016 年较高的经营开支，成本收入比达到 59.8%，按年上升 6.6 个百分点。不过，中信建投的财务表现仍然优于同业，在行业排名中，公司的营业收入和净利润排名由 2015 年的双双名列第 10，分别提升至第 5 位和第 6 位。基于公司严格的风险管控制度、品牌化的投行业务以及可应用于业务拓展的充足资金，我们对公司未来发展持乐观态度。
- ❖ **品牌投行领衔，各项业务均衡发展。**作为一家年轻而充满活力的公司，中信建投在过去几年中逐步搭建起均衡的业务架构。其中，公司的投行业务在这数年中一直位列行业首位。2016 年，公司投行业务延续了亮眼表现，股权融资承销额及 IPO 承销额分别在中国资本市场列第二位和第一位。投行业务收入按年增长 37.8%，至人民币 46.8 亿元，占总收入的比重达到 26.6%，按年上升 12.7 个百分点。展望未来，我们认为 IPO 提速和再融资收紧将是中国股权融资市场的主要趋势。除此而外，公司在 2017 年成功发行了人民币 12 亿元的 PPP 项目资产证券化产品。除了传统业务之外，我们认为 PPP 项目资产证券化产品未来还将有较大的增长空间。我们相信，公司投行业务的靓丽表现将在 2017 年得以延续，预计投行业务收入将达到人民币 58.6 亿元，按年增长 25.2%。
- ❖ **充足的资金为业务扩张奠定基础。**我们认为中国的货币政策在 2017 年及 2018 年将会偏紧，相信货币市场的利率将在这两年中持续抬升。根据我们的计算，中信建投截至 2016 年底的杠杆率为 66.1%。相信在 H 股上市之后，公司已拥有充足的资金支持其业务扩张，这在一定程度上将缓解利息支出的压力。我们预计公司 2017 年及 2018 年的杠杆率将有所下降，达到 63.0 % 及 61.5%。
- ❖ **预期平均权益收益率可继续高于同业。**我们估算中信建投 2016 年的平均权益收益率 (ROAE) 为 14.8%，为我们覆盖同业中的最高水平。未来，我们认为 2017 年至 2019 年公司的 ROAE 将分别达到 16.5%、18.5% 及 20.1%，继续保持我们覆盖同业中的领先地位。
- ❖ **目标价港币 8.3 元。**我们将公司 2017 年及 2018 年的净利润预测，分别下调 2.3% 及 2.7%，至人民币 72.5 亿元和人民币 92.9 亿元，同时预测公司 2019 年的净利润将达到人民币 115.7 亿元。目前公司的股价相当于 2016 年市帐率的 1.10 倍，以及 2017 年预测市帐率的 0.97 倍。我们给予公司的最新目标价为港币 8.3 元，相当于 2017 年预测市帐率的 1.14 倍，同时也是同业 2017 年的平均预测市帐率。**维持「买入」评级。**

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额 (百万元人民币)	24,512	17,585	21,259	25,985	31,456
净利润 (百万元人民币)	8,639	5,259	7,250	9,288	11,566
每股收益 (人民币)	1.37	0.81	0.96	1.24	1.56
每股收益变动 (%)	144.92	(41.12)	19.19	29.30	25.30
市盈率 (x)	4.56	7.75	6.50	5.03	4.01
市帐率 (x)	1.26	1.10	0.97	0.85	0.73
股息率 (%)	0.0	2.9	4.2	5.4	6.7
权益收益率 (%)	36.9	14.8	16.5	18.5	20.1
杠杆率 (%)	71.9	66.1	63.0	61.5	58.6

来源: 公司、招银国际证券预测

张淳鑫

(852) 3900 0836

zhangchunxin@cmbi.com.hk

隋晓萌

(852) 3761 8775

suixiaomeng@cmbi.com.hk

中信建投 (6066 HK)

评级	买入
收市价	HK\$7.02
目标价	HK\$8.3
市值 (港币百万)	50,870
过去 3 月平均交易 (港币百万)	10.23
52 周高/低 (港币)	7.12/ 6.51
发行股数 (百万)	7,176.5
主要股东 (H 股)	CITIC Group Corporation
	(27.9%)

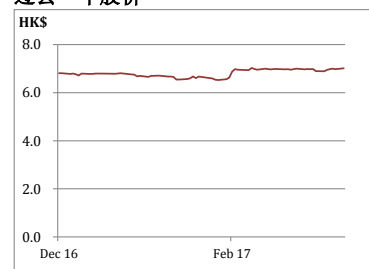
来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	0.3%	-0.9%
3 月	2.9%	-7.5%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

利润表

年结：12月31日（百万人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入	24,454	17,437	21,015	25,575	30,750
手续费及佣金收入	14,901	10,584	13,104	16,011	19,405
利息收入	5,573	4,441	5,235	6,429	7,555
投资收益	3,980	2,412	2,676	3,135	3,790
其他收入	59	148	244	410	705
收入合计	24,512	17,585	21,259	25,985	31,456
支出总额	(13,051)	(10,524)	(11,575)	(13,591)	(16,045)
营业利润	11,461	7,061	9,684	12,394	15,410
分占联营公司损益	0	(3)	1	5	7
税前利润	11,461	7,057	9,685	12,399	15,418
所得税费用	(2,810)	(1,744)	(2,374)	(3,038)	(3,777)
年度利润	8,652	5,313	7,311	9,361	11,641
少数股东权益	(13)	(54)	(61)	(73)	(75)
净利润	8,639	5,259	7,250	9,288	11,566

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（百万人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
物业、厂房及设备	514	523	571	544	516
投资性房地产	66	56	56	56	56
无形资产	122	144	144	144	144
对联营企业的投资	50	172	189	189	189
金融资产	1,832	6,390	7,237	7,857	8,604
买入返售款项	0	625	0	0	1
其他	3,055	4,464	4,925	5,505	5,914
非流动资产总额	5,638	12,375	13,123	14,294	15,424
融出资金	35,931	31,007	37,208	44,650	53,580
应收款项	153	378	410	430	464
金融资产	46,036	56,462	58,763	62,537	68,701
买入返售款项	6,896	7,080	7,434	7,805	8,586
代客户持有之现金	70,664	55,083	68,853	79,181	95,018
现金及银行结余	16,154	17,526	11,988	12,093	5,239
其他	1,715	1,785	1,856	1,918	1,919
流动资产总额	177,551	169,320	186,512	208,614	233,505
总资产	183,188	181,695	199,635	222,909	248,929
代理买卖证券款	72,045	56,736	70,258	80,797	96,957
短期借款	1,123	1,781	1,825	1,956	2,005
应付短期融资款	11,323	7,757	8,560	8,758	7,125
其他	51,408	59,937	56,852	61,861	63,620
流动负债总额	135,899	126,212	137,495	153,372	169,707
已发行债券	15,072	13,653	14,472	15,341	16,875
长期借款	0	0	0	0	1
其他	2,034	567	674	501	504
非流动负债总额	17,107	14,220	15,146	15,842	17,380
总负债	153,005	140,432	152,641	169,213	187,087
股东总权益	30,106	41,063	46,779	53,467	61,567
非控制性权益	77	200	215	228	276
总权益	30,183	41,263	46,994	53,695	61,843

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（百万人民币）	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
经营活动					
税前利润	11,461	7,061	9,684	12,394	15,410
经营活动现金流变动	302	453	(232)	(502)	(1,011)
营运资本变动	(20,675)	10,706	(8,430)	(4,383)	(5,440)
税务开支	(2,506)	(1,831)	(2,136)	(2,734)	(7,177)
经营活动所得现金净额	(11,418)	16,388	(1,114)	4,775	1,782
投资活动					
投资变动	(5,024)	(17,409)	(4,349)	(3,759)	(5,956)
股息及利息收入	900	989	1,220	1,691	1,988
投资活动所得现金净额	(4,124)	(16,419)	(3,129)	(2,068)	(3,968)
融资活动					
发行永续债所收现金	5,000	0	0	0	1
发行股份	0	6,948	0	0	1
利息支付	0	(294)	(1,598)	(2,172)	(2,722)
总债务变动	15,030	(5,336)	108	(571)	(2,037)
融资活动所得现金净额	20,030	1,318	(1,490)	(2,744)	(4,757)
现金及现金等价物变动净额	4,488	1,286	(5,733)	(37)	(6,943)
年初现金及现金等价物余额	11,448	15,967	17,296	11,630	11,682
外汇差额	32	42	68	89	90
年末现金及现金等价物余额	15,967	17,296	11,630	11,682	4,829

来源：公司及招银国际研究部预测

主要比率

年结：12月31日（百万人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入合计					
手续费及佣金收入	60.8%	60.2%	61.6%	61.6%	61.7%
利息收入	22.7%	25.3%	24.6%	24.7%	24.0%
投资收益	16.2%	13.7%	12.6%	12.1%	12.0%
其他收入	0.2%	0.8%	1.1%	1.6%	2.2%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
收入增长	115.0%	-28.7%	20.5%	21.7%	20.2%
收入及其他收益增长	114.1%	-28.3%	20.9%	22.2%	21.1%
经营利润增长	152.3%	-38.4%	37.2%	28.0%	24.3%
净利润增长	153.6%	-39.1%	37.9%	28.1%	24.5%
资产负债比率					
流动比率	130.6%	134.2%	135.7%	136.0%	137.6%
总负债/ 权益比率	91.4%	56.5%	53.1%	48.7%	42.2%
净负债/ 权益比率	37.7%	13.8%	27.5%	26.1%	33.7%
回报率					
资本回报率	36.9%	14.8%	16.5%	18.5%	20.1%
资产回报率	5.6%	2.9%	3.8%	4.4%	4.9%
每股数据					
每股利润（人民币）	1.37	0.81	0.96	1.24	1.56
每股股息（人民币）	0.00	0.18	0.26	0.34	0.42
每股账面值（人民币）	4.94	5.67	6.46	7.38	8.49

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有关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

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载资料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。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，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资料。报告中的资讯或所表达的意见皆不可作为或被视作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上责任。任何使用本报告资讯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资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、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资讯，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商投资者

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。