

中信建投証券 (6066 HK)

2017年業績符合市場預期

- ❖ **2017年業績符合市場預期。**中信建投2017年全年收入總額及純利分別按年下跌6.6%及23.7%，至164.2億元人民幣和40.2億元人民幣，符合市場預期。與中期相比，全年業績跌幅較有所收窄。業績的下滑主要是由於2017年國內股票基金日均成交額下跌以及債券融資市場低迷所致。不過，部分跌幅為資本中介業務規模擴大帶來的利息收入上升所抵消。考慮到公司即將進行A股IPO，中信建投決定不就2017年全年業績派發股息，但將視A股上市進程，考慮派發2018年中期股息。
- ❖ **資本型業務規模擴大，具備發展潛力。**2017年，中信建投的財富管理業務收入按年輕微下跌0.2%（2017年中期按年下跌9.9%），至722.0億元人民幣，其中佣金和手續費收入按年下跌19.2%，但利息收入則按年增長20.4%。資本中介型業務規模的擴張，一定程度上抵消了由於市場成交額下跌及佣金率下滑對財富管理業務收入帶來的負面影響。截至2017年末，中信建投的兩融餘額達到464億元人民幣，按年增長55.4%，市占率達到4.52%，按年提升1.34個百分點。近年兩融業務在監管下逐步規範並成熟，市場需求穩步增長，同時券商在傳統經紀業務承壓的情況下，主動轉型、拓展更多元收入結構的意願更加強烈。中信建投預計將在今年上半年完成A股上市，屆時將有更充裕的資金支持公司開展資本中介類業務。
- ❖ **資產管理結構持續優化，主動管理占比繼續提升。**2017年，來自經紀業務和投行業務的佣金和手續費收入分別按年下跌超過20%，但來自資產管理和基金管理的佣金手續費收入則按年增長7.2%。伴隨著監管的逐步趨嚴，中信建投主動調整資產管理業務結構，壓降通道業務規模。截至2017年末，公司管理資產規模為6,393億元人民幣，按年下降21.2%，但主動管理產品占比達到24.1%，按年上升5.2個百分點。資管業務回歸本源是行業大勢所趨，我們認為公司未來仍將逐步提升主動管理產品的占比。
- ❖ **投行業務優勢將會持續。**2017年，中信建投的投行業務佣金手續費收入按年下降20.3%，主要由於股權融資承銷規模及債券融資承銷規模因監管和市場因素，分別按年下降6.0%及20.5%。展望未來，證監會對於IPO的審批加速的同時，審批標準趨嚴，通過率降低。我們認為在這種情況下，富有經驗、業務合規性高、擁有優質客戶資源的投行行業龍頭將更加受惠。截至2017年末，中信建投共有IPO和再融資在會審核項目達到40個和33個，分列行業第二和第一位。我們預計公司在2018年仍可保持投行業務的行業領先位置。
- ❖ **維持買入評級。**我們將對中信建投2018年和2019年的純利預測分別下調至48.1億元人民幣和57.7億元人民幣。公司目前的股價相當於2018年預測市帳率的0.86倍，落後於同業。我們給予公司的最新目標價格為7.74港元，相當於公司2018年預測市帳率的0.98倍，同時也是同業2018年的平均預測市帳率。維持買入評級。

財務資料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E
營業收入(百萬元人民幣)	24,512	17,585	16,421	18,561	21,330
淨利潤(百萬元人民幣)	8,639	5,259	4,015	4,807	5,769
每股收益(元人民幣)	1.37	0.81	0.51	0.61	0.72
每股收益變動(%)	144.92	(41.12)	(36.23)	18.00	18.14
市盈率(x)	4.15	7.05	11.06	9.37	7.93
市帳率(%)	1.15	0.99	0.94	0.86	0.80
股息率(%)	0.00	3.17	0.00	4.55	3.32
權益收益率(%)	41.36	17.20	10.73	11.38	12.15
財務杠杆(x)	3.7	3.1	3.8	3.4	3.4

資料來源：公司及招銀國際研究部預測

買入（維持）

目標價	HK\$7.74
(此前目標價)	HK\$8.64
潛在升幅	+15.2%
當前股價	HK\$6.72

隋曉萌

電話：(852) 3761 8775

郵件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

文幹森, CFA

電話：(852) 3900 0853

郵件：samsonman@cmbi.com.hk

中國證券業

市值(百萬元港幣)	48,696
3月平均流通量 (百萬元港幣)	13.27
52周內股價高/低(港幣)	7.6/6.47
總股本(百萬元)	7,176.5

資料來源：彭博

股東結構 (H股)

中信集團	27.89%
建信(北京)投資基金管理 有限責任公司	9.52%

資料來源：HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-9.5%	-3.3%
3-月	-0.7%	-6.1%
6-月	-6.0%	-14.1%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：羅兵咸永道

公司網站：www.csc108.com

利潤表

年结：12月31日（百万元人民币）	2015	2016	2017	2018E	2019E
收入	24,454	17,437	16,452	18,570	21,327
手续费及佣金收入	14,901	10,584	8,781	9,676	11,419
利息收入	5,573	4,441	5,257	6,410	7,208
投资收益	3,980	2,412	2,414	2,485	2,700
其他收入	59	148	(31)	(10)	2
收入合计	24,512	17,585	16,421	18,561	21,330
支出总额	(13,051)	(10,524)	(11,072)	(12,128)	(13,609)
营业利润	11,461	7,061	5,349	6,433	7,720
分占联营公司损益	0	(3)	6	7	9
税前利润	11,461	7,057	5,355	6,440	7,729
所得税费用	(2,810)	(1,744)	(1,294)	(1,577)	(1,892)
年度利润	8,652	5,313	4,062	4,863	5,837
少数股东权益	(13)	(54)	(46)	(56)	(68)
净利润	8,639	5,259	4,015	4,807	5,769

来源：公司及招銀國際研究部預測

資產負債表

年结：12月31日（百万元人民币）	2015	2016	2017	2018E	2019E
物业、厂房及设备	514	523	515	525	536
无形资产	122	144	170	185	185
对联营企业的投资	50	172	206	227	227
金融资产	1,832	6,390	5,900	5,913	6,190
买入返售款项	0	625	5,109	0	0
其他	3,120	4,520	3,278	3,424	3,560
非流动资产总额	5,638	12,375	15,179	10,274	10,698
融出资金	35,931	31,007	47,821	52,603	56,812
应收款项	153	378	1,370	725	896
金融资产	46,036	56,462	67,030	70,720	74,201
买入返售款项	6,896	7,080	20,956	23,051	25,356
代客户持有之现金	70,664	55,083	39,741	42,523	45,712
现金及银行结余	16,154	17,526	11,228	15,534	13,149
其他	1,715	1,785	2,559	2,553	2,524
流动资产总额	177,551	169,320	190,704	207,710	218,649
总资产	183,188	181,695	205,883	217,984	229,347
代理买卖证券款	72,045	56,736	41,417	44,065	47,370
短期借款	1,123	1,781	2,051	2,248	2,477
应付短期融资款	11,323	7,757	27,642	26,250	20,424
其他	51,408	59,937	66,824	71,739	77,252
流动负债总额	135,899	126,212	137,933	144,301	147,522
已发行债券	15,072	13,653	23,873	22,609	27,131
其他	2,034	567	79	104	150
非流动负债总额	17,107	14,220	23,951	22,714	27,281
总负债	153,005	140,432	161,885	167,015	174,803
股东总权益	25,106	36,063	38,754	45,701	49,241
非控制性权益	77	200	245	268	303
总权益	30,183	41,263	43,999	50,969	54,544

来源：公司及招銀國際研究部預測

現金流量表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
經營活動					
稅前利潤	11,461	7,057	5,355	6,433	7,720
經營活動現金流變動	302	916	1,301	568	522
營運資本變動	(20,675)	15,008	(4,716)	2,182	(1,000)
稅務開支	(2,506)	(2,570)	(1,941)	(2,365)	(2,838)
經營活動所得現金淨額	(11,418)	20,411	0	6,818	4,404
投資活動					
投資變動	(5,024)	(18,010)	(5,062)	(2,997)	(3,105)
股息及利息收入	900	715	1,533	1,672	1,865
投資活動所得現金淨額	(4,124)	(17,294)	(3,529)	(1,325)	(1,239)
融資活動					
發行永續債所收現金	5,000	0	0	0	0
發行股份	0	6,519	0	2,899	0
利息支付	0	0	(1,304)	0	(1,923)
總債務變動	15,030	(1,650)	28,934	(4,205)	(2,918)
融資活動所得現金淨額	20,030	4,868	27,630	(1,305)	(4,841)
現金及現金等价物變動淨額	4,488	1,372	(6,064)	3,893	(1,971)
年初現金及現金等价物餘額	11,448	15,967	17,428	11,432	15,414
外匯差額	32	89	68	89	90
年末現金及現金等价物餘額	15,967	17,428	11,432	15,414	13,534

來源：公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結：12月31日	2015	2016	2017	2018E	2019E
收入合計					
手續費及佣金收入	60.8%	60.2%	53.5%	52.1%	53.5%
利息收入	22.7%	25.3%	32.0%	34.5%	33.8%
投資收益	16.2%	13.7%	14.7%	13.4%	12.7%
其他收入	0.2%	0.8%	-0.2%	-0.1%	0.0%
總額	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增長					
收入增長	115.0%	-28.7%	-5.6%	12.9%	14.8%
收入及其他收益增長	114.1%	-28.3%	-6.6%	13.0%	14.9%
經營利潤增長	152.3%	-38.4%	-24.2%	20.3%	20.0%
淨利潤增長	153.6%	-39.1%	-23.7%	19.7%	20.0%
資產負債比率					
流動比率	130.6%	134.2%	138.3%	143.9%	148.2%
總負債/ 權益比率	109.6%	64.3%	138.2%	111.8%	101.6%
淨負債/ 權益比率	45.3%	15.7%	109.2%	77.8%	74.9%
回報率					
平均資本回報率	41.36%	17.20%	10.73%	11.38%	12.15%
平均資產回報率	5.64%	2.88%	2.07%	2.27%	2.58%
每股數據					
每股利潤（元人民幣）	1.37	0.81	0.51	0.61	0.72
每股股息（元人民幣）	0.00	0.18	0.00	0.26	0.19
每股賬面值（元人民幣）	4.94	5.72	6.04	6.63	7.09

來源：公司及招銀國際研究部預測

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: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 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士。