

## 中信證券 (6030 HK)

### 買入, 基於其龍頭地位

❖ **大宗商品貿易成為收入增長引擎。**2017年上半年, 中信證券收入總額按年微升 3.5%, 至 251 億元人民幣。收入的增長部分源于大宗商品貿易收入的增加, 該業務收入按年增長 1.6 倍, 至 37.4 億元人民幣。不過, 大宗商品貿易同樣帶來了高額的營業成本, 達到 37.0 億元人民幣。期內, 中信證券的成本收入比仍然高企, 達到 73.8%, 按年上升 3.8 個百分點。純利按年下跌 6.0%, 至 49 億元人民幣。我們預計, 2017 年至 2019 年, 公司的收入總額將分別達到 513 億元人民幣、586 億元人民幣及 676 億元人民幣, 年複合增長率為 14.8%。

❖ **傳統優勢得以保持。**股權融資和資產管理業務是中信證券的兩個傳統強項。儘管受市場環境影響, 這兩項業務的規模都有所減小, 但 2017 年上半年, 中信證券仍然以 1,135 億元人民幣的主承銷金額和 1.9 萬億元人民幣的管理資產規模分列行業的第二和第一位。展望未來, 再融資不斷收緊, 通道投資業務持續收縮, 我們認為公司的資產管理規模和股權承銷額不會有明顯回升, 但公司在行業的領先地位將能夠保持。與此同時, 基於其龐大的業務規模, 我們認為其建立起來的業務壁壘將很難被同業超越!

❖ **海外業務開始盈利。**2017 年上半年, 中信證券完成了對海外平台 CLSA 和 CSI 的整合。海外業務錄得 6,000 萬元人民幣盈利, 去年同期則錄得 2 億元人民幣虧損。扭虧主要是由於業務整合後營運效率提升, 營運開支下降所致。隨著日後跨境交易的逐漸增多, 中信證券的海外平台將立足於為中國企業提供全方位的金融服務。不過, 我們認為海外業務不會成為收入的主要貢獻部分, 但將持續發揮公司戰略平台的作用。

❖ **財務杠杆上升, 淨資本下降。**截至 2017 年上半年末, 中信證券的財務杠杆為 3.8 倍, 較去年年末上升 0.6 倍。同時, 母公司的淨資本為 788 億元人民幣, 較去年年末減少 147 億元人民幣。這主要是由於公司向中信證券投資公司注資 110 億元人民幣所致。該公司將逐步接手金石投資公司的私募股權投資業務。我們認為公司未來或有募集資金的需求。

❖ **上調至買入評級。**我們大幅下調了對中信證券 2017 年至 2019 年的純利預測, 分別下調 31.1%、38.3% 和 35.6%, 至 100 億元人民幣、111 億元人民幣和 133 億元人民幣, 年複合增長率 15.1%。我們給予公司的最新目標價 20.1 港元相當於公司 2018 年預測市賬率的 1.30 倍, 同時也是可比同業的平均估值加兩個標準差。基於其在國內證券行業的龍頭地位, **上調至買入評級。**

#### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業收入 (百萬元人民幣)	72,924	50,067	51,316	58,584	67,615
淨利潤 (百萬元人民幣)	19,800	10,365	10,006	11,055	13,260
每股收益 (元人民幣)	1.71	0.86	0.83	0.91	1.09
每股收益變動 (%)	65.97	(49.92)	(3.47)	10.48	19.95
市盈率 (x)	8.58	17.13	17.75	16.06	13.39
市帳率 (%)	1.25	1.22	1.17	1.10	1.03
股息率 (%)	3.41	2.39	1.69	2.73	2.73
權益收益率 (%)	16.62	7.36	6.87	7.23	8.16
財務杠杆 (x)	3.3	3.2	3.0	3.0	2.9

資料來源: 公司及招銀國際研究部預測

### 買入 (上調)

目標價	HK\$20.1
(此前目標價)	HK\$17.8)
潛在升幅	18.0%
當前股價	HK\$17.04

#### 張淳鑫

電話: (852) 3900 0836

郵件: [zhangchunxin@cmbi.com.hk](mailto:zhangchunxin@cmbi.com.hk)

#### 隋曉萌

電話: (852) 3761 8775

郵件: [suixiaomeng@cmbi.com.hk](mailto:suixiaomeng@cmbi.com.hk)

#### 中國證券業

市值(百萬港元)	248,792
3 月平均流通量 (百萬港元)	232.25
52 周內股價高/低(港元)	18.68/15.36
總股本(百萬)	12,116.9

資料來源: 彭博

#### 股東結構 (H 股)

全國社會保障基金理事會	58.59%
Lazard Asset Management	6.87%
Banco BTG Pactual S.A.	5.35%

資料來源: HKEx

#### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	8.1%	4.6%
3-月	4.8%	-3.4%
6-月	2.8%	-11.8%

資料來源: 彭博

#### 股價表現



資料來源: 彭博

核數師: 羅兵咸永道

公司網站: [www.cs.ecitic.com](http://www.cs.ecitic.com)

**利潤表**

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>收入</b>	<b>69,384</b>	<b>45,273</b>	<b>46,474</b>	<b>53,500</b>	<b>62,277</b>
佣金及手續費收入	34,253	25,775	24,513	28,210	32,838
利息收入	15,622	11,233	12,496	14,387	16,667
投資淨額收益	19,510	8,265	9,465	10,904	12,772
其他收入及收益	3,540	4,794	4,842	5,084	5,338
<b>收入及其他收益總額</b>	<b>72,924</b>	<b>50,067</b>	<b>51,316</b>	<b>58,584</b>	<b>67,615</b>
折舊及攤銷	(285)	(413)	(516)	(619)	(743)
僱員成本	(14,798)	(11,507)	(11,546)	(13,181)	(15,213)
佣金及手續費支出	(4,621)	(3,331)	(3,009)	(3,717)	(4,586)
利息支出	(12,831)	(8,885)	(10,514)	(13,337)	(15,184)
減值損失	(2,481)	(1,935)	(1,320)	(408)	(443)
營業稅金及附加	(2,768)	(797)	(513)	(586)	(676)
其他經營費用	(8,499)	(9,285)	(10,263)	(11,717)	(12,847)
<b>支出總額</b>	<b>(46,282)</b>	<b>(36,153)</b>	<b>(37,682)</b>	<b>(43,566)</b>	<b>(49,692)</b>
<b>經營利潤</b>	<b>26,642</b>	<b>13,913</b>	<b>13,634</b>	<b>15,019</b>	<b>17,923</b>
所占聯營企業和合營企業的業績	646	349	384	427	478
<b>所得稅前利潤</b>	<b>27,287</b>	<b>14,263</b>	<b>14,018</b>	<b>15,445</b>	<b>18,400</b>
所得稅費用	(6,927)	(3,281)	(3,364)	(3,707)	(4,416)
<b>年度利潤</b>	<b>20,360</b>	<b>10,981</b>	<b>10,654</b>	<b>11,738</b>	<b>13,984</b>
少數股東權益	(561)	(616)	(648)	(684)	(725)
<b>淨利潤</b>	<b>19,800</b>	<b>10,365</b>	<b>10,006</b>	<b>11,055</b>	<b>13,260</b>

來源：公司及招銀國際研究部預測

**資產負債表**

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
融資客戶墊款	75,523	65,021	74,291	85,459	92,303
金融投資	216,419	205,522	197,877	194,643	199,167
代客戶持有之現金	143,554	129,877	149,358	171,762	188,938
現金及銀行結餘	68,907	36,713	58,986	70,567	76,383
其他	66,296	91,007	67,267	71,934	77,961
<b>總流動資產</b>	<b>570,699</b>	<b>528,139</b>	<b>547,779</b>	<b>594,365</b>	<b>634,752</b>
物業及設備	3,856	3,923	3,974	4,026	4,078
投資物業	71	68	68	69	69
金融投資	12,508	38,976	20,282	23,041	25,649
其他	28,974	26,332	26,510	26,829	27,199
<b>總非流動資產</b>	<b>45,409</b>	<b>69,299</b>	<b>50,834</b>	<b>53,965</b>	<b>56,995</b>
<b>總資產</b>	<b>616,108</b>	<b>597,439</b>	<b>598,613</b>	<b>648,329</b>	<b>691,747</b>
短期銀行貸款	4,722	3,479	3,827	3,866	3,904
短期應付融資款	12,848	21,346	23,481	23,950	24,429
代理買賣證券款	150,457	134,398	156,826	176,915	194,606
拆入資金	18,033	19,550	21,701	23,871	26,258
其他	214,154	193,170	160,169	167,178	174,289
<b>總流動負債</b>	<b>400,213</b>	<b>371,943</b>	<b>366,004</b>	<b>395,779</b>	<b>423,486</b>
長期債券	67,836	69,752	70,450	81,017	85,068
長期銀行借款	2,345	1,114	1,170	1,228	1,327
其他	3,977	8,840	8,929	9,079	9,253
<b>總非流動負債</b>	<b>74,158</b>	<b>79,707</b>	<b>80,549</b>	<b>91,324</b>	<b>95,648</b>
<b>總負債</b>	<b>474,371</b>	<b>451,650</b>	<b>446,552</b>	<b>487,103</b>	<b>519,134</b>
<b>股東總權益</b>	<b>139,138</b>	<b>142,696</b>	<b>148,501</b>	<b>157,097</b>	<b>167,831</b>
少數股東權益	2,599	3,093	3,560	4,129	4,782
<b>總權益</b>	<b>141,737</b>	<b>145,789</b>	<b>152,061</b>	<b>161,226</b>	<b>172,613</b>

來源：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
<b>經營活動</b>					
稅前利潤	27,287	14,263	14,018	15,445	18,400
折舊及分攤	685	892	935	1,094	1,285
營運資本變動	19,332	(45,534)	20,013	19,420	27,928
稅務開支	(6,398)	(5,709)	(3,028)	(3,336)	(3,974)
其他	(1,373)	374	32,886	12,157	8,533
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>39,533</b>	<b>(35,715)</b>	<b>64,824</b>	<b>44,780</b>	<b>52,172</b>
<b>投資活動</b>					
資本開支	(4,288)	(574)	(625)	(713)	(815)
投資變動	(35,462)	7,833	(1,011)	3,293	1,335
金融資產利息收入	1,362	2,680	2,131	4,311	4,864
其他	477	(1)	5	5	5
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(37,910)</b>	<b>9,938</b>	<b>500</b>	<b>6,896</b>	<b>5,389</b>
<b>融資活動</b>					
股票發行	21,472	0	0	0	0
銀行貸款變動	19,736	2,879	(35,786)	(32,097)	(43,005)
股息	(7,970)	(10,833)	(8,867)	(9,068)	(10,287)
其他	(5,928)	(44)	(31)	(45)	(12)
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>27,309</b>	<b>(7,999)</b>	<b>(44,684)</b>	<b>(41,211)</b>	<b>(53,303)</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>28,932</b>	<b>(33,776)</b>	<b>20,640</b>	<b>10,466</b>	<b>4,258</b>
年初現金及現金等价物	35,569	65,671	33,231	55,125	66,906
外匯差額	1,170	1,336	1,255	1,315	1,458
年末現金及現金等价物	65,671	33,231	55,125	66,906	72,622

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	2017E	2018E	2019E
<b>收入及其他收益總額</b>					
佣金及手續費收入	47.0%	51.5%	47.8%	48.2%	48.6%
利息收入	21.4%	22.4%	24.4%	24.6%	24.7%
投資淨額收益	26.8%	16.5%	18.4%	18.6%	18.9%
其他收入及收益	4.9%	9.6%	9.4%	8.7%	7.9%
<b>總額</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>
<b>增長</b>					
收入增長	87.7%	-34.8%	2.7%	15.1%	16.4%
收入及其他收益增長	84.5%	-31.3%	2.5%	14.2%	15.4%
營業收入增長	80.1%	-47.8%	-2.0%	10.2%	19.3%
淨利潤增長	74.6%	-47.7%	-3.5%	10.5%	19.9%
<b>資產負債比率</b>					
流動比率 (x)	142.6%	142.0%	149.7%	150.2%	149.9%
總負債 / 權益比率	76.0%	80.8%	81.2%	85.3%	84.0%
淨負債 / 權益比率	26.5%	55.0%	41.5%	40.3%	38.5%
<b>回報率</b>					
資本回報率	16.6%	7.4%	6.9%	7.2%	8.2%
資產回報率	3.6%	1.7%	1.7%	1.8%	2.0%
<b>每股數據</b>					
每股利潤 (元人民幣)	1.71	0.86	0.83	0.91	1.09
每股股息 (元人民幣)	0.50	0.35	0.25	0.40	0.40
每股賬面值 (元人民幣)	11.70	12.03	12.55	13.31	14.25

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: 香港中環夏愨道 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 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。