

中信建投证券 (6066 HK)

中期业绩略逊预期，后续增长仍然可期

- ❖ **2017年上半年纯利按年倒退33.2%**。中信建投今年上半年收入总额及纯利分别录得按年下跌，跌幅16.0%及33.2%，至72.5亿元人民币和18.6亿元人民币。如此业绩表现令市场失望，也逊于我们的预期。除了国内股市交易量下滑和股权融资额减少外，利息开支的上升及减值损失的增加也拖累了纯利表现。
- ❖ **财富管理业务收入结构更加多元化**。2017年上半年，中信建投的财富管理业务收入按年下跌9.9%，至33.6亿元人民币，其中佣金和手续费收入按年下跌28.7%，至13.6亿元人民币。不过，由于公司有充足的资金来源作保障，融资融券业务及股票质押式回购业务的余额较2016年末均有所上升，分别增长71亿元人民币和77亿元人民币，至369亿元人民币和434亿元人民币。随着业务规模的扩大，利息收入也按年增长12.2%，至19.7亿元人民币。在流动性偏紧的情况下，我们相信市场对两融业务和股票质押式回购业务的需求还将持续增长，部分弥补佣金手续费收入减少所带来的不利影响。我们预计公司2017年至2019年，财富管理业务的收入将分别达到75亿元人民币、89亿元人民币和107亿元人民币，年复合增长率18.9%。
- ❖ **资产管理规模缩小，但主动管理规模增加**。2017年上半年，中信建投的投资管理业务收入按年下跌18.8%，至6.6亿元人民币。截至上半年末，公司的资产管理规模较2016年末缩小9.5%，至7,344亿元人民币。规模的缩小主要是受监管收紧通道业务影响。不过，主动管理资产的规模则较2016年年末上升6.07%，至1,625亿元人民币。展望未来，我们认为中信建投将投入更多资源和努力，发展主动管理业务，回归资管业务的本源，服务客户，代客理财。投资收益在投资管理业务中的比重将逐渐提升。我们预计，2017年至2019年，公司的投资管理业务收入将分别达到15亿元人民币、18亿元人民币和21亿元人民币，年复合增长率17.9%。
- ❖ **维持买入评级，但下调目标价**。国内股市的成交量低于我们预期，同时我们认为严监管的环境将持续下去。我们将对中信建投2017年至2019年的纯利预测分别下调15.8%、16.6%及16.9%，至58亿元人民币、69亿元人民币和83亿元人民币，年复合增长率达到19.5%。不过，公司预计在2018年上半年完成A股发行，可筹集资金27亿元人民币，能够补充资本，为业务发展提供良好支撑。计入A股发行因素，公司目前的股价相当于2018年预测市帐率的0.87倍，明显落后于同业。我们给予公司的最新目标价格为8.64港元，相当于公司2018年预测市帐率的1.05倍，同时也是同业2018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
营业收入(百万元人民币)	24,512	17,585	17,653	20,688	24,367
净利润(百万元人民币)	8,639	5,259	5,811	6,916	8,293
每股收益(元人民币)	1.37	0.81	0.76	0.91	1.10
每股收益变动(%)	144.92	(41.12)	(5.47)	20.03	20.78
市盈率(x)	4.44	7.55	7.98	6.65	5.51
市帐率(%)	1.23	1.07	0.97	0.87	0.78
股息率(%)	0.00	2.96	3.17	3.77	4.52
权益收益率(%)	36.94	14.78	13.44	13.98	14.65
财务杠杆(x)	3.7	3.1	3.1	2.9	2.8

资料来源：公司及招银国际研究部预测

买入 (维持)

目标价	HK\$8.64
(此前目标价)	HK\$8.7)
潜在升幅	+21.0%
当前股价	HK\$7.14

张淳鑫

电话：(852) 3900 0836

邮件：zhangchunxin@cmbi.com.hk

隋晓萌

电话：(852) 3761 8775

邮件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

中国证券业

市值(百万港元)	51,739
3月平均流通量 (百万港元)	18.14
52周内股价高/低(港元)	7.6/6.47
总股本(百万)	7,176.5

资料来源：彭博

股东结构 (H股)

中信集团	27.89%
建信(北京)投资基金管理 有限责任公司	9.52%

资料来源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	1.3%	-0.3%
3-月	-0.1%	-7.4%
6-月	2.6%	-13.0%

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.csc108.com

利润表

年结：12月31日（百万元人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入	24,454	17,437	17,409	20,278	23,661
手续费及佣金收入	14,901	10,584	9,734	11,098	12,791
利息收入	5,573	4,441	4,836	5,831	6,844
投资收益	3,980	2,412	2,839	3,350	4,027
其他收入	59	148	244	410	705
收入合计	24,512	17,585	17,653	20,688	24,367
支出总额	(13,051)	(10,524)	(9,871)	(11,435)	(13,269)
营业利润	11,461	7,061	7,782	9,254	11,097
分占联营公司损益	0	(3)	1	5	7
税前利润	11,461	7,057	7,783	9,259	11,105
所得税费用	(2,810)	(1,744)	(1,907)	(2,268)	(2,720)
年度利润	8,652	5,313	5,876	6,991	8,385
少数股东权益	(13)	(54)	(65)	(75)	(92)
净利润	8,639	5,259	5,811	6,916	8,293

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	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	6,442	6,748	7,131
买入返售款项	0	625	0	0	1
其他	3,055	4,464	4,069	4,555	4,875
非流动资产总额	5,638	12,375	11,472	12,237	12,912
融出资金	35,931	31,007	37,518	41,270	47,460
应收款项	153	378	410	430	464
金融资产	46,036	56,462	64,046	68,874	75,896
买入返售款项	6,896	7,080	10,017	11,018	12,120
代客户持有之现金	70,664	55,083	52,329	55,468	59,906
现金及银行结余	16,154	17,526	14,049	20,930	19,201
其他	1,715	1,785	1,856	1,918	1,919
流动资产总额	177,551	169,320	180,225	199,909	216,966
总资产	183,188	181,695	191,697	212,146	229,878
代理买卖证券款	72,045	56,736	53,396	56,600	61,128
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	9,251	8,758	7,125
其他	51,408	59,937	62,003	67,789	71,719
流动负债总额	135,899	126,212	126,475	135,104	141,978
已发行债券	15,072	13,653	18,841	22,609	27,131
长期借款	0	0	0	0	0
其他	2,034	567	728	632	621
非流动负债总额	17,107	14,220	19,569	23,242	27,752
总负债	153,005	140,432	146,044	158,345	169,729
股东总权益	30,106	41,063	45,415	53,494	59,702
非控制性权益	77	200	238	306	447
总权益	30,183	41,263	45,652	53,800	60,149

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	2017E	2018E	2019E
经营活动					
税前利润	11,461	7,057	7,782	9,254	11,097
经营活动现金流变动	302	916	(89)	(103)	(398)
营运资本变动	(20,675)	15,008	(11,031)	(1,557)	(3,007)
税务开支	(2,506)	(2,570)	(1,717)	(2,041)	(5,168)
经营活动所得现金净额	(11,418)	20,411	(5,054)	5,552	2,525
投资活动					
投资变动	(5,024)	(18,010)	(3,562)	(3,460)	(5,617)
股息及利息收入	900	715	1,280	1,652	1,932
投资活动所得现金净额	(4,124)	(17,294)	(2,282)	(1,808)	(3,685)
融资活动					
发行永续债所收现金	5,000	0	0	0	0
发行股份	0	6,519	0	2,731	0
利息支付	0	0	(1,304)	(1,395)	(1,660)
总债务变动	15,030	(1,650)	5,369	1,925	1,295
融资活动所得现金净额	20,030	4,868	4,064	3,262	(365)
现金及现金等价物变动净额	4,488	1,372	(3,567)	6,712	(1,819)
年初现金及现金等价物余额	11,448	15,967	17,428	13,929	20,730
外汇差额	32	89	68	89	90
年末现金及现金等价物余额	15,967	17,428	13,929	20,730	19,001

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	2017E	2018E	2019E
收入合计					
手续费及佣金收入	60.8%	60.2%	55.1%	53.6%	52.5%
利息收入	22.7%	25.3%	27.4%	28.2%	28.1%
投资收益	16.2%	13.7%	16.1%	16.2%	16.5%
其他收入	0.2%	0.8%	1.4%	2.0%	2.9%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
收入增长	115.0%	-28.7%	-0.2%	16.5%	16.7%
收入及其他收益增长	114.1%	-28.3%	0.4%	17.2%	17.8%
经营利润增长	152.3%	-38.4%	10.2%	18.9%	19.9%
净利润增长	153.6%	-39.1%	10.5%	19.0%	19.9%
资产负债比率					
流动比率	130.6%	134.2%	142.5%	148.0%	152.8%
总负债/权益比率	91.4%	56.5%	65.9%	62.3%	60.7%
净负债/权益比率	37.7%	13.8%	34.9%	23.2%	28.6%
回报率					
资本回报率	36.9%	14.8%	13.4%	14.0%	14.7%
资产回报率	5.6%	2.9%	3.1%	3.4%	3.8%
每股数据					
每股利润（元人民币）	1.37	0.81	0.76	0.91	1.10
每股股息（元人民币）	0.00	0.18	0.19	0.23	0.27
每股账面值（元人民币）	4.94	5.67	6.27	7.00	7.81

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。