

### 中信證券 (6030 HK, HK\$17.16 目標價: HK\$20.7, 買入) — 較早涉足海外資本市場業務的公司

- ❖ **2014 海外業務收入貢獻占比達到 20%。**我們認為中信 2013 年收購里昂證券可以看做是公司大舉擴張海外資本市場業務的里程碑。公司成功的擴張至海外資本市場。中信 20% 的海外業務收入貢獻占比是我們覆蓋的公司當中最高的。收購里昂證券不僅可以增強公司在海外市場投行業務的實力，同時也增強了公司的研究實力以及完善了機構銷售業務。除此而外，我們預測中信在未來將還會有更多的收購計畫以便增強其海外業務的實力，尤其是集中在資產管理以及大宗商品交易的領域。
- ❖ **2015 上半年公司投行業務表現依然強勁。**2015 年上半年，公司在 A 股市場上的參與承銷的數量和金額都排名第一。公司在 2015 上半年完成了 36 個 A 股市場上的承銷項目，參與承銷的總金額達到人民幣 959 億元，市場佔有率也達到了 13.3%。在國際資本市場上，中信也受益於收購里昂證券帶來的協同效應。2015 上半年，公司在離岸市場參與了 6 單 IPO 項目，13 個增發以及大宗交易專案。公司參與香港市場上的資本項目總金額在 2015 上半年也排名全亞洲第一。我們認為未來中信在 A 股市場的投行業務領域將會持續保持其領先地位，同時在國際市場上的投行業務實力也會得到不斷的提高。
- ❖ **2015 淨利潤增長預計將會放緩。**2015 上半年，公司總收入和淨利潤分別按年上升 1.4 倍和 2.06 倍至人民幣 393 億元和人民幣 125 億元。這主要是由於 2015 上半年 A 股市場上的牛市氣氛所帶動。我們預測公司 2015 全年總收入和淨利潤將分別按年增長 52.8% 和 82.4% 至人民幣 604 億元和人民幣 207 億元。全年增長的放緩主要是由於 A 股市場在 2015 年下半年較不景氣，同時我們短期之內也看不到 A 股市場有明顯的好轉跡象。
- ❖ **目標價港幣 20.7。**公司近期被捲入一些公司治理上的問題，但是我們不認為這會影響國有企業長期的經營。我們 2015-17 年的淨利潤預測分別為人民幣 206 億、人民幣 343 億及人民幣 537 億。公司現時的股價分別相當於 2015 年和 2016 年預測市淨率的 1.1 倍和 1.0 倍。我們的目標價為港幣 20.7 元，相當於 2016 財年預測市淨率的 1.2x，同時也是同業公司 2016 財年的平均預測市淨率。**首次覆蓋給與買入評級。**

#### 中信證券(6030HK)

	買入
評級	買入
收市價	HK\$17.16
目標價	HK\$20.7
市值(港幣百萬)	229,336
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	397.94
52 周高/低(港幣)	40.5/12.8
發行股數(百萬)	11,016
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	20.1%	9.9%
3 月	-19.9%	-15.8%
6 月	-52.2%	-42.1%

來源: 彭博

#### 過去一年股價



來源: 彭博

#### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
營業額(百萬人民幣)	20,279	39,525	60,400	90,493	132,413
淨利潤(百萬人民幣)	5,244	11,337	20,622	34,282	53,683
每股收益(人民幣)	0.48	1.03	1.87	2.83	4.43
每股收益變動(%)	23.75	116.20	81.90	51.15	56.59
市盈率(x)	29.6	13.7	7.5	5.0	3.2
市帳率(x)	1.8	1.6	1.1	1.0	0.8
股息率(%)	1.1	2.2	3.6	4.4	5.7
權益收益率(%)	6.0	12.1	16.5	21.2	28.1
淨財務杠杆率(%)	20.9	42.3	52.1	38.2	淨現金

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）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>收入</b>	<b>20,048</b>	<b>36,971</b>	<b>60,050</b>	<b>89,601</b>	<b>131,402</b>
佣金及手續費收入	10,699	18,915	30,818	43,940	65,992
利息收入	4,090	7,851	14,407	23,365	34,437
投資淨額收益	5,259	10,204	14,825	22,296	30,973
其他收入及收益	231	2,555	350	892	1,011
<b>收入及其他收益總額</b>	<b>20,279</b>	<b>39,525</b>	<b>60,400</b>	<b>90,493</b>	<b>132,413</b>
折舊及攤銷	(331)	(377)	(390)	(410)	(415)
僱員成本	(5,077)	(9,463)	(14,496)	(22,623)	(34,427)
佣金及手續費支出	(1,061)	(1,799)	(1,886)	(2,506)	(3,383)
利息支出	(3,260)	(6,901)	(7,650)	(8,540)	(10,765)
其他經營支出	(2,790)	(4,336)	(6,100)	(7,689)	(8,950)
減值損失	(353)	(600)	(300)	(202)	(222)
<b>支出總額</b>	<b>(13,644)</b>	<b>(24,733)</b>	<b>(33,272)</b>	<b>(46,071)</b>	<b>(62,813)</b>
所占聯營企業和合營企業的業績	211	629	730	850	910
<b>所得稅前利潤</b>	<b>6,846</b>	<b>15,422</b>	<b>27,858</b>	<b>45,273</b>	<b>70,510</b>
所得稅費用	(1,538)	(3,560)	(6,686)	(10,413)	(16,217)
<b>年度利潤</b>	<b>5,308</b>	<b>11,861</b>	<b>21,172</b>	<b>34,860</b>	<b>54,293</b>
少數股東權益	(64)	(524)	(550)	(578)	(610)
<b>淨利潤</b>	<b>5,244</b>	<b>11,337</b>	<b>20,622</b>	<b>34,282</b>	<b>53,683</b>

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）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>融資客戶墊款</b>	<b>34,302</b>	<b>74,135</b>	<b>53,000</b>	<b>60,000</b>	<b>65,489</b>
佣金及費用應收賬款	440	663	930	998	1,020
可供出售金融資產	22,817	38,278	56,000	49,850	50,000
可供交易金融資產	57,862	113,752	240,000	180,000	158,960
買入返售金融資產	22,092	42,863	40,025	46,890	50,000
以公允價值計量的金融資產	11,914	12,128	13,000	12,089	13,589
衍生金融資產	6,491	7,282	15,000	13,890	14,589
帶客持有現金	40,125	96,841	235,800	215,890	200,050
公司銀行結餘及現金	27,685	37,967	45,613	72,270	176,183
其他	11,742	21,345	890	35,000	33,800
<b>總流動資產</b>	<b>235,470</b>	<b>445,253</b>	<b>700,258</b>	<b>686,877</b>	<b>763,680</b>
物業及設備	3,637	1,222	1,361	1,390	1,489
投資物業	432	74	73	75	75
商譽	10,047	10,075	10,510	10,590	10,610
其他無形資產	1,916	1,887	1,880	1,869	1,795
對聯營以及合營企業的投资	4,298	3,962	4,650	4,895	5,130
可供出售金融資產	12,887	10,558	16,580	12,250	11,035
以公允價值計量的金融資產	122	306	205	350	126
持有到期投資	0	143	85	102	110
可返還存款	1,025	3,353	3,900	4,250	4,195
延遲稅項資產	1,323	2,596	2,890	3,150	3,489
其他	196	198	198	130	175
<b>總非流動資產</b>	<b>35,884</b>	<b>34,374</b>	<b>42,332</b>	<b>39,051</b>	<b>38,229</b>
<b>總資產</b>	<b>271,354</b>	<b>479,626</b>	<b>742,590</b>	<b>725,928</b>	<b>801,909</b>
短期銀行貸款	2,525	4,651	7,500	6,800	6,930
短期應付融資款	11,998	17,998	41,000	38,598	42,000
客戶存款	45,196	101,846	230,200	185,900	215,698
衍生金融負債	1,326	5,339	7,200	6,789	6,900
為交易而持有的金融負債	2,842	2,608	6,300	6,250	7,125
指定以公允價值計量且其變動計入当期損益的金融負債	16,441	25,809	25,000	22,000	30,000
賣出回購款項	55,704	124,914	185,000	178,956	164,230
拆入資金	4,710	11,751	300	689	900
應付稅費	2,203	3,295	5,123	6,150	7,089
其他	9,761	29,352	652	850	100
<b>總流動負債</b>	<b>152,708</b>	<b>327,565</b>	<b>508,275</b>	<b>452,982</b>	<b>480,972</b>
長期債券	26,177	43,167	72,589	89,562	99,865
長期銀行借款	567	2,314	2,658	2,400	2,558
指定以公允價值計量且其變動計入当期損益的金融負債	1,487	2,647	2,489	2,865	3,156
延遲所得稅負債	872	2,610	2,895	3,156	3,356
其他	141	190	600	0	0
<b>總非流動負債</b>	<b>29,245</b>	<b>50,930</b>	<b>81,231</b>	<b>97,983</b>	<b>108,935</b>
<b>總負債</b>	<b>181,952</b>	<b>378,495</b>	<b>589,506</b>	<b>550,965</b>	<b>589,907</b>
<b>股東總權益</b>	<b>87,688</b>	<b>99,099</b>	<b>150,494</b>	<b>172,274</b>	<b>209,264</b>
少數股東權益	1,714	2,033	2,590	2,689	2,738
<b>總權益</b>	<b>89,402</b>	<b>101,131</b>	<b>153,084</b>	<b>174,963</b>	<b>212,002</b>

來源：公司及招銀國際研究部

**現金流量表**

年結：12月31日（百万人民币）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>經營活動</b>					
稅前利潤	6,846	15,422	27,858	45,273	70,510
折舊及分攤	574	736	780	820	830
營運資本變動	(28,385)	(34,477)	(80,133)	(18,434)	42,213
1. 融資客戶墊款變動	(24,879)	(39,833)	21,135	(7,000)	(5,489)
2. 交易金融資產變動	(21,028)	(49,881)	(126,248)	60,000	21,040
3. 帶客持有現金變動	(4,104)	(56,715)	(138,959)	19,910	15,840
4. 應付客戶賬款變動	3,925	53,528	128,354	(44,300)	29,798
5. 回購款項變動	33,661	69,210	60,086	(6,044)	(14,726)
6. 其他	(15,960)	(10,787)	(24,500)	(41,000)	(4,250)
稅務開支	(894)	(2,972)	(6,000)	(9,650)	(15,000)
其他	(855)	(4,992)	(5,320)	(6,158)	(5,980)
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>(22,714)</b>	<b>(26,283)</b>	<b>(62,815)</b>	<b>11,851</b>	<b>92,573</b>
<b>投資活動</b>					
資本開支	(333)	(604)	(750)	(690)	(735)
投資變動	4,013	(8,401)	(11,699)	1,820	(1,365)
金融資產利息收入	1,208	1,793	2,810	1,989	1,689
其他	(2,287)	7,237	7,189	5,600	7,856
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>2,601</b>	<b>24</b>	<b>(2,450)</b>	<b>8,719</b>	<b>7,445</b>
<b>融資活動</b>					
股票發行	0	8,807	21,508	0	0
銀行貸款變動	24,389	31,679	55,616	13,613	13,993
股息	(4,018)	(4,185)	(6,150)	(7,950)	(9,320)
其他	(73)	(28)	(45)	(60)	(89)
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>20,298</b>	<b>36,273</b>	<b>70,929</b>	<b>5,603</b>	<b>4,584</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>185</b>	<b>10,013</b>	<b>5,664</b>	<b>26,173</b>	<b>104,602</b>
年初現金及現金等价物	25,836	25,669	35,569	41,113	67,140
外匯差額	(352)	(114)	(120)	(145)	(179)
年末現金及現金等价物	25,669	35,569	41,113	67,140	171,563

來源：公司及招銀國際研究部

**主要比率**

年結：12月31日（百万人民币）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>收入及其他收益總額</b>					
佣金及手續費收入	52.8%	47.9%	51.0%	48.6%	49.8%
利息收入	20.2%	19.9%	23.9%	25.8%	26.0%
投資淨額收益	25.9%	25.8%	24.5%	24.6%	23.4%
其他收入及收益	1.1%	6.5%	0.6%	1.0%	0.8%
<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	55.3%	84.4%	62.4%	49.2%	46.7%
收入及其他收益增長	55.1%	94.9%	52.8%	49.8%	46.3%
營業收入增長	31.3%	122.9%	83.4%	63.8%	56.7%
淨利潤增長	23.8%	116.2%	81.9%	66.2%	56.6%
<b>資產負債比率</b>					
流動比率 (x)	154.2%	135.9%	137.8%	151.6%	158.8%
總負債/權益比率	52.43%	80.61%	82.43%	80.13%	72.76%
淨負債/權益比率	20.86%	42.30%	52.12%	38.18%	Net cash
<b>回報率</b>					
資本回報率	6.0%	12.1%	16.5%	21.2%	28.1%
資產回報率	2.4%	3.0%	3.4%	4.7%	7.0%
<b>每股數據</b>					
每股利潤 (人民币)	0.48	1.03	1.87	2.83	4.43
每股股息 (人民币)	0.15	0.31	0.50	0.62	0.80
每股賬面值 (人民币)	7.96	9.00	12.42	14.22	17.27

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”)為招銀國際金融控股有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融控股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。