

中信證券 (6030 HK)

二季度業績偏弱，但整體韌性仍然較強

中信證券2019年上半年淨利潤同比增長16%，至64億元人民幣，與業績快報一致，佔我們及市場全年預測的52%/50%。二季度經營收入環比下降20%至84億元人民幣，主要由於國內A股市場轉淡，除資產管理外，各業務條線收入均出現不同程度下滑。減值撥備環比的大幅上升拖低二季度淨利潤至22億元人民幣，環比下降49%。儘管二季度業績表現偏弱，但我們認為下半年中信證券的業績增長仍有較好保障，主要由於1)公司在科創板上的豐富的項目儲備，以及2)公司收入結構的均衡性將使得其在市場環境轉弱時（三季度至今A股日均成交較上半年下降33%）更具韌性。維持買入評級。

- **業績正面因素：**1) 投行業務保持行業領先地位（上半年收入同比增長3%），儘管二季度收入環比在高基數影響下下滑18%。中信證券上半年股權及債權承銷額市佔率均列市場首位，尤其是在股權市場整體融資規模同比收縮13.2%的情況下，市佔率進一步提升至20%及14%。2) 自營收益顯示較強韌性，二季度環比較一季度高位減少約50%，收益率測算約為3.3%，但波動小於行業投資收益降幅的79%；3) 資產管理收入環比反彈6%。上半年資產管理規模收縮幅度減小，環比收縮3%，而去年下半年環比收縮幅度為12%；此外，主動管理規模上半年小幅增長2%，而佔比提升5個百分點至43%。
- **業績負面因素：**1) 經紀業務收入可能面臨市場份額及佣金率方面的壓力，二季度收入環比減少5%而市場日均成交額環比回升2%。我們估算市佔率由2018年的6.1%下滑至今年上半年的5.6%，主要由於公司客戶結構中機構客戶比重較大，而今年上半年零售客戶的市場參與度更高；2) 淨利息收入同比減少13%（二季度環比無可比資料），相信主要由於兩融及股票質押回購規模同比有所收縮。不過，二季度環比而言，業務規模已經回升，另外利息成本（特別是短期負債成本）下行，將為下半年的淨利息收入帶來支撐；3) 減值撥備環比反彈較大，儘管上半年信用減值同比下降26%。環比增長主要來自股票質押業務的信用減值，以及來自一間子公司的商譽減值。
- **估值。**中信證券目前估值為0.94倍2019年預測市帳率，較自身歷史平均值減一個標準差（0.96倍）低約6%。我們維持對公司的盈利預測不變，維持對公司的買入評級及目標價21.3港元。

財務資料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入(百萬元人民幣)	35,143	30,239	35,595	40,822	45,306
淨利潤(百萬元人民幣)	11,433	9,390	12,329	14,689	16,699
每股盈利(元人民幣)	0.94	0.77	0.99	1.14	1.29
每股盈利變動(%)	10	(18)	27	15	14
市盈率(倍)	13.5	16.5	13.0	11.2	9.9
市帳率(倍)	1.03	1.01	0.94	0.89	0.84
股息率(%)	3.1	2.7	3.0	3.6	4.1
權益收益率(%)	7.8	6.2	7.5	8.2	8.8
財務杠杆(x)	3.6	3.7	3.6	3.7	3.7

資料來源：公司、招銀國際證券

買入（維持）

目標價	HK\$21.3
(此前目標價)	HK\$21.3)
潛在升幅	+47.7%
當前股價	HK\$14.42

中國證券行業

隋曉萌

(852) 3761 8775
suixiaomeng@cmbi.com.hk

孫明，CFA

(852) 3900 0836
terrysun@cmbi.com.hk

公司資料

市值(百萬港元)	280,027
3月平均流通量(百萬港元)	285.6
52周內股價高/低(港元)	21.20/11.62
總股本(百萬)	2,278 (H)
	9,839 (A)

資料來源：彭博

股東結構

中信股份	68.92%
證金公司	4.22%
中央匯金	4.12%

資料來源：公司

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-7.8%	1.0%
3-月	-3.2%	1.9%
6-月	-21.0%	-13.9%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：羅兵咸永道

圖 1: 中信證券 2019 年第二季度業績概要

(百萬元人民幣)										
損益表	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	QoQ	2Q18	YoY	1H18	1H19	YoY
淨佣金及手續費收入	3,809	4,521	4,343	4,211	-3%	4,613	-9%	9,097	8,554	-6%
經紀業務	1,735	1,581	1,950	1,849	-5%	1,978	-7%	4,112	3,799	-8%
投行業務	680	1,209	989	815	-18%	1,014	-20%	1,750	1,804	3%
資管業務	1,231	1,692	1,297	1,370	6%	1,425	-4%	2,911	2,666	-8%
淨利息收入*	567	69	520	291	-44%	295	-1%	932	811	-13%
自營收益*	1,599	2,353	4,923	2,818	-43%	2,563	10%	4,949	7,741	56%
營業收入	6,532	7,879	9,966	7,925	-20%	8,369	-5%	15,828	17,891	13%
營業支出	(3,758)	(4,072)	(4,241)	(3,963)	-7%	(3,909)	1%	(7,732)	(8,204)	6%
撥備前利潤	2,773	3,807	5,725	3,962	-31%	4,459	-11%	8,096	9,687	20%
減值撥備	(530)	(978)	13	(767)	N/A	(709)	8%	(702)	(754)	7%
稅前利潤	2,243	2,829	5,737	3,195	-44%	3,750	-15%	7,394	8,933	21%
所得稅	(383)	(635)	(1,380)	(888)	-36%	(725)	22%	(1,572)	(2,268)	44%
淨利潤	1,749	2,076	4,258	2,188	-49%	2,875	-24%	5,565	6,446	16%
資產負債表	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	QoQ	2Q18	YoY	1H18	1H19	YoY
融出資金	61,103	57,198	64,031	64,488	1%	67,672	-5%	67,672	64,488	-5%
金融投資	256,978	299,297	287,437	319,798	11%	247,677	29%	247,677	319,798	29%
買入返售金融資產	57,953	67,370	57,006	68,605	20%	81,040	-15%	81,040	68,605	-15%
代理買賣證券款	107,313	97,774	143,734	122,211	-15%	130,352	-6%	130,352	122,211	-6%
股東權益	152,792	153,141	157,918	156,001	-1%	150,049	4%	150,049	156,001	4%
比率	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	QoQ	2Q18	YoY	1H18	1H19	YoY
平均淨資產回報率	4.6%	5.4%	10.9%	5.6%	-5.4ppt	7.6%	-2.0ppt	7.4%	8.3%	0.9ppt
平均總資產回報率	1.1%	1.3%	2.6%	1.3%	-1.3ppt	1.7%	-0.5ppt	1.7%	1.9%	0.2ppt
杠杆倍數	3.6x	3.6x	3.6x	3.7x	0.1x	3.7x	0.4x	3.7x	3.9x	0.2x
投資收益率	2.5%	3.4%	6.7%	3.7%	-3.0ppt	4.1%	-0.3ppt	4.1%	5.0%	0.9ppt
成本收入比	57%	51%	42%	49%	7ppt	46%	3ppt	48%	45%	-3ppt

資料來源：公司、招銀國際證券

*: 1H19 業績中，有 5.66 億元人民幣收益從淨利息收入調整至自營收益。由於會計準則變更且未經重述，2Q19 的

淨利息收入及自營收益與 2Q18 及 1Q19 均不可比。

財務報表

利潤表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
經紀業務淨收入	8,045	7,429	9,370	10,347	11,700
投行業務淨收入	4,406	3,639	4,837	5,761	6,361
資管業務淨收入	5,715	5,834	6,106	6,500	7,227
淨利息收入	2,405	1,568	1,879	2,132	2,342
自營收益	12,713	8,901	11,313	13,961	15,488
其他	1,860	2,869	2,089	2,120	2,187
營業收入	35,143	30,239	35,595	40,822	45,306
營業支出	(17,249)	(15,563)	(17,361)	(19,691)	(21,633)
撥備前利潤	17,895	14,676	18,234	21,131	23,672
減值撥備	(1,721)	(2,211)	(1,518)	(1,258)	(1,098)
所得稅前利潤	16,174	12,466	16,716	19,872	22,575
所得稅費用	(4,196)	(2,589)	(3,858)	(4,587)	(5,218)
少數股東權益	(544)	(487)	(529)	(596)	(657)
淨利潤	11,433	9,390	12,329	14,689	16,699

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
客戶存款	69,478	74,291	96,618	105,523	119,233
結算備付金	27,873	24,922	33,316	37,687	43,358
融出資金	73,983	57,198	66,349	71,657	77,390
買入返售金融資產	114,592	67,370	74,107	79,295	84,846
金融投資	237,380	299,297	329,227	355,565	376,899
其他資產	102,269	130,054	135,457	137,335	146,982
總資產	625,575	653,133	735,075	787,062	848,708
代理買賣證券款	99,855	97,774	127,535	139,290	158,580
短期負債及借款	160,984	164,700	181,170	195,664	210,673
長期負債及借款	107,342	118,082	125,077	133,728	142,985
其他負債	104,251	115,746	122,183	129,246	136,229
總負債	472,432	496,301	555,965	597,928	648,467
股東總權益	149,799	153,141	175,234	185,065	195,968
其中: 永續債	0	0	0	0	0
少數股東權益	3,344	3,691	3,875	4,069	4,272

主要比率

年結: 12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入結構					
經紀業務淨收入	23%	25%	26%	25%	26%
投行業務淨收入	13%	12%	14%	14%	14%
資管業務淨收入	16%	19%	17%	16%	16%
淨利息收入	7%	5%	5%	5%	5%
自營收益	36%	29%	32%	34%	34%
其他	5%	9%	6%	5%	5%
總計	100%	100%	100%	100%	100%
同比增速					
經紀業務淨收入	-15%	-8%	26%	10%	13%
投行業務淨收入	-18%	-17%	33%	19%	10%
資管業務淨收入	-10%	2%	5%	6%	11%
淨利息收入	2%	-35%	20%	14%	10%
自營淨收益	54%	-30%	27%	23%	11%
營業收入	3%	-14%	18%	15%	11%
撥備前利潤	10%	-18%	24%	16%	12%
淨利潤	10%	-18%	31%	19%	14%
總資產	5%	4%	13%	7%	8%
經營效率					
成本收入比	48%	51%	48%	47%	47%
杠杆水準					
財務杠杆 (倍)	3.6	3.7	3.6	3.7	3.7
金融投資/股東權益	158%	195%	188%	192%	192%
盈利能力					
平均權益回報率	7.8%	6.2%	7.5%	8.2%	8.8%
平均資產回報率	1.9%	1.5%	1.8%	1.9%	2.0%
每股數據					
每股淨利潤 (元人民幣)	0.94	0.77	0.99	1.14	1.29
每股股息 (元人民幣)	0.40	0.35	0.38	0.46	0.52
每股帳面值 (元人民幣)	12.36	12.64	13.57	14.33	15.18

資料來源: 公司、招銀國際證券預測

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。

招銀國際證券投資評級

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

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價于未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價于未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價于未來12個月預期表現跑輸大市指標

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。