

中信證券 (6030 HK, HK\$16.54, 目標價: HK\$17.8, 持有) — 伴隨資源的不斷整合, 預測公司未來表現維持穩健

- ❖ **業績表現符合預期。**2016 年, 中信證券錄得總收入及其他收入總計人民幣 501 億元, 淨利潤達到人民幣 104 億元, 分別按年下跌 31.1% 及 47.7%, 跌幅與我們的預測相若。收入的下降主要受投資收益拖累。期內, 投資收益按年下跌 57.6%, 其中為交易而持有的金融資產錄得淨損失人民幣 15.4 億元。除此之外, 營業費用持續高企, 成本收入比按年上升 8.7 個百分點, 至 72.2%, 同樣為盈利能力帶來壓力。
- ❖ **預計今年投行業務的增長將會放緩。**2016 年, 中信證券在股權融資市場以人民幣 2,408 億元的主承銷額拔得頭籌, 其中 IPO 主承銷額及再融資主承銷額分別達到人民幣 119 億元及人民幣 2,289 億元。然而, 股權融資市場正在發生新的變化, IPO 進程加速, 再融資嚴格規管, 我們預計公司今年的股權融資主承銷金額增速將放緩至 12.8%, 按年下降 23.1 個百分點。此外, 2016 年, 公司的債券及結構融資產品主承銷金額按年輕微下跌 1.6%。由於政府著力推行“去杠杆”, 我們認為 2017 年債券融資市場潛力有限。我們相信今年中信證券在投資銀行業務的領先地位將得以保持, 但業務總體缺乏增長動力。我們預計, 公司投行業務收入的增速將由 2016 年的 18.9%, 放緩至 2017 年的 4.1%, 收入總額達到人民幣 57 億元, 佔公司總收入比下降至 9.8%。
- ❖ **多元化業務模式, 在市場低迷期提供更強抵禦能力。**中信證券的業務模式不斷優化, 2016 年, 經紀業務僅佔總收入的 31.0%。受惠於市場氣氛轉好, 我們預計證券交易業務對總收入的貢獻將由 2016 年的 25.5%, 提升至 2017 年的 32.6%。隨著市場的逐步開放與發展, 我們認為, 較為均衡的業務架構讓公司更具防守性與競爭力, 尤其是在市場低迷時期。
- ❖ **伴隨著資源的不斷整合, 預計公司未來將維持穩定的財務表現。**展望未來, 我們認為公司將持續保持在中國證券行業的領先地位。然而, 伴隨著監管政策的不斷完善, 我們認為“穩定”將會是未來幾年市場的重要基調。在業務結構持續多元化的大背景下, 結合市場趨勢, 我們認為公司將保持較為穩定的增長, 同時預測總收入將從 2017 年的人幣 579 億元增長至 2019 年的 778 億元, 年複合增長率為 16.8%。除此之外, 中信證券國際和中信里昂業務的持續整合也將是公司另外一個發展重點。
- ❖ **目標價港幣 17.8 元。**我們將公司 2017 年及 2018 年的純利預測, 分別下調 3.3% 和上調 0.03%, 至人民幣 145.1 億元以及人民幣 179.2 億元。公司目前的股價相當於 2017 年預測市帳率的 1.14 倍。我們的目標價為港幣 17.8 元, 相當於 2017 年預測市帳率的 1.23 倍, 同時也是香港上市同業的平均市帳率加上一個標準差, 這主要是基於公司多項主要業務分別處在市場的領先地位。維持持有評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬人民幣)	72,924	50,067	57,913	67,523	77,783
淨利潤 (百萬人民幣)	19,800	10,365	14,514	17,920	20,587
每股收益 (人民幣)	1.71	0.86	1.20	1.48	1.70
每股收益變動 (%)	65.97	(49.92)	40.02	23.47	14.88
市盈率(x)	8.59	17.16	12.26	9.93	8.64
市帳率(x)	1.25	1.22	1.14	1.04	0.95
股息率 (%)	3.41	2.38	2.45	2.72	2.72
權益收益率 (%)	16.6	7.4	9.8	11.2	11.8
淨財務杠杆率 (%)	26.5	55.0	42.8	32.6	23.8

來源: 公司及招銀國際研究部

張淳鑫

(852) 3900 0836

zhangchunxin@cmbi.com.hk

隋曉萌

(852) 3761 8775

suixiaomeng@cmbi.com.hk

中信證券(6030 HK)

評級	持有
收市價	HK\$16.54
目標價	HK\$17.8
市值 (港幣百萬)	215,936
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	159.46
52 周高/低 (港幣)	19.4/15.14
發行股數 (百萬)	12,117
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	-2.2%	-3.7%
3 月	7.5%	-4.7%
6 月	-3.5%	-5.7%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

利潤表

年結：12月31日（百万人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入	69,384	45,273	53,071	62,439	72,444
佣金及手续费收入	34,253	25,775	28,892	32,949	38,088
利息收入	15,622	11,233	12,496	14,387	16,667
投资净额收益	19,510	8,265	11,683	15,103	17,689
其他收入及收益	3,540	4,794	4,842	5,084	5,338
收入及其他收益总额	72,924	50,067	57,913	67,523	77,783
折旧及摊销	(285)	(413)	(516)	(619)	(743)
雇员成本	(14,798)	(11,507)	(13,320)	(15,530)	(17,890)
佣金及手续费支出	(4,621)	(3,331)	(2,940)	(3,391)	(3,968)
利息支出	(12,831)	(8,885)	(11,940)	(13,028)	(14,434)
减值损失	(2,481)	(1,935)	(2,103)	(2,260)	(3,072)
营业税金及附加	(2,768)	(797)	(579)	(675)	(778)
其他经营费用	(8,499)	(9,285)	(6,950)	(7,968)	(9,334)
支出总额	(46,282)	(36,153)	(38,348)	(43,472)	(50,219)
经营利润	26,642	13,913	19,565	24,051	27,563
所占联营企业和合营企业的业绩	646	349	384	427	478
所得税前利润	27,287	14,263	19,949	24,478	28,041
所得税费用	(6,927)	(3,281)	(4,788)	(5,875)	(6,730)
年度利润	20,360	10,981	15,162	18,603	21,311
少数股东权益	(561)	(616)	(648)	(684)	(725)
净利润	19,800	10,365	14,514	17,920	20,587

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）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
融资客户垫款	75,523	65,021	74,291	85,459	92,303
金融投资	216,419	205,522	197,095	192,550	195,317
代客户持有之现金	143,554	129,877	149,358	171,762	188,938
现金及银行结余	68,907	36,713	55,129	69,559	84,129
其他	66,296	91,007	73,269	75,650	78,151
总流动资产	570,699	528,139	549,142	594,979	638,838
物业及设备	3,856	3,923	3,974	4,026	4,078
投资物业	71	68	68	69	69
金融投资	12,508	38,976	20,282	22,500	24,237
其他	28,974	26,332	26,510	26,829	27,199
总非流动资产	45,409	69,299	50,834	53,424	55,583
总资产	616,108	597,439	599,976	648,403	694,420
短期银行贷款	4,722	3,479	3,827	3,866	3,904
短期应付融资款	12,848	21,346	23,481	23,950	24,429
代理买卖证券款	150,457	134,398	153,839	176,915	194,606
拆入资金	18,033	19,550	21,701	23,871	26,258
其他	214,154	193,170	160,169	167,178	174,798
总流动负债	400,213	371,943	363,016	395,779	423,996
长期债券	67,836	69,752	70,450	71,154	71,866
长期银行借款	2,345	1,114	1,170	1,228	1,327
其他	3,977	8,840	8,929	9,042	9,214
总非流动负债	74,158	79,707	80,548	81,425	82,406
总负债	474,371	451,650	443,565	477,204	506,402
股东总权益	139,138	142,696	153,009	167,117	183,119
少数股东权益	2,599	3,093	3,402	4,082	4,899
总权益	141,737	145,789	156,411	171,199	188,018

來源：公司及招銀國際研究部

現金流量表

年结：12月31日（百万人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动					
税前利润	27,287	14,263	19,949	24,478	28,041
折旧及分摊	685	892	935	1,094	1,285
营运资本变动	19,332	(45,534)	10,365	22,407	28,516
税务开支	(6,398)	(5,709)	(4,309)	(5,287)	(6,057)
其他	(1,373)	374	29,855	14,189	11,438
经营活动所得现金净额	39,533	(35,715)	56,795	56,881	63,224
投资活动					
资本开支	(4,288)	(574)	(625)	(713)	(815)
投资变动	(35,462)	7,833	2,737	5,042	3,904
金融资产利息收入	1,362	2,680	3,479	4,225	4,647
其他	477	(1)	5	5	5
投资活动所得现金净额	(37,910)	9,938	5,597	8,560	7,740
融资活动					
股票发行	21,472	0	0	0	0
银行贷款变动	19,736	2,879	(35,786)	(41,960)	(46,344)
股息	(7,970)	(10,833)	(9,792)	(10,120)	(11,596)
其他	(5,928)	(44)	(31)	(45)	(12)
融资活动所得现金净额	27,309	(7,999)	(45,609)	(52,125)	(57,952)
现金增加净额	28,932	(33,776)	16,782	13,315	13,012
年初现金及现金等价物	35,569	65,671	33,231	51,268	65,898
外汇差额	1,170	1,336	1,255	1,315	1,458
年末现金及现金等价物	65,671	33,231	51,268	65,898	80,368

來源：公司及招銀國際研究部

主要比率

年结：12月31日（百万人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入及其他收益总额					
佣金及手续费收入	47.0%	51.5%	49.9%	48.8%	49.0%
利息收入	21.4%	22.4%	21.6%	21.3%	21.4%
投资净额收益	26.8%	16.5%	20.2%	22.4%	22.7%
其他收入及收益	4.9%	9.6%	8.4%	7.5%	6.9%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
收入增长	87.7%	-34.8%	17.2%	17.7%	16.0%
收入及其他收益增长	84.5%	-31.3%	15.7%	16.6%	15.2%
营业收入增长	80.1%	-47.8%	40.6%	22.9%	14.6%
净利润增长	74.6%	-47.7%	40.0%	23.5%	14.9%
资产负债比率					
流动比率 (x)	142.6%	142.0%	151.3%	150.3%	150.7%
总负债/权益比率	76.0%	80.8%	78.8%	74.2%	69.8%
净负债/权益比率	26.5%	55.0%	42.8%	32.6%	23.8%
回报率					
资本回报率	16.6%	7.4%	9.8%	11.2%	11.8%
资产回报率	3.6%	1.7%	2.4%	2.9%	3.1%
每股数据					
每股利润（人民币元）	1.71	0.86	1.20	1.48	1.70
每股股息（人民币元）	0.50	0.35	0.36	0.40	0.40
每股账面值（人民币元）	11.70	12.03	12.91	14.13	15.52

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。而過去的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做出投資決定。

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做出任何擔保。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，且不承諾做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。