

中信建投证券 (6066 HK)

二季度投行业务表现亮眼

中信建投 2019 年上半年净利润同比增长 38%，至 23 亿元人民币，与业绩快报一致，占我们及市场全年预测的 56%/51%。二季度经营收入环比下降 10% 至 28 亿元人民币，主要由于投行业务的强劲表现及资管业务的季节性增长被净利息收入及投资收益下滑所拖累。减值拨备环比的大幅上升拖低二季度净利润至 8.4 亿元人民币，环比下降 44%。中信建投目前在科创板保荐项目数（包括已上市及未上市）中位列第一，今年上半年投行收入占经营收入比例达 27%，我们预期下半年公司的投行业务表现仍将为业绩带来支持。维持买入评级。

- **业绩正面因素：1) 投行业务收入录得强劲增长**（二季度环比增长 47%，上半年同比增长 14%）。公司保持了投行业务的行业领先地位，上半年股权及债券融资额均列行业第二位。**2) 经纪佣金环比增长 7%**（同期 A 股日均成交增长 2%）。在市场成交整体回暖的背景下，公司在上半年保持了稳定的市场份额（2.81% vs. 2018 年全年 2.83%）。我们测算佣金率上半年下滑 6% 至万分之 3.6，但仍高于行业平均的万分之 3.0。**3) 自营收益环比下滑幅度明显较行业缓和**，主要由于公司上半年持续增加债券持仓。**4) 资管收入同比增长 4%**（二季度环比的大幅增长存在季节性因素），同时资管规模继去年下半年后持续录得回升（环比增长 1%）。
- **业绩负面因素：1) 净利息收入上半年同比大幅减少 47%**，主要由于两融余额同比收缩 27%，二季度环比继续收缩 8%。**2) 二季度信用减值拨备 3.2 亿元人民币**，而一季度则回拨 4.2 亿元人民币；减值拨备大幅回升的原因可能是在 A 股市场转弱情况下，股票质押及两融的资产质量受到不利影响。
- **估值**。中信建投目前估值为 0.74 倍 2019 年预测市帐率，较自身历史平均值（0.80 倍）低约 8%，同时与目前行业平均估值相若（0.73 倍）。公司上半年 ROE 达到 9.7%，应该是我们覆盖公司中的最高水平，因此目前估值较为吸引。我们维持对公司的盈利预测不变，维持买入评级及目标价 8.0 港元。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入(百万元人民币)	11,292	10,911	12,537	13,965	15,605
净利润(百万元人民币)	4,015	3,087	4,179	4,909	5,690
每股盈利(元人民币)	0.55	0.41	0.55	0.64	0.74
每股盈利变动(%)	(35)	(25)	32	17	16
市盈率(倍)	8.7	11.7	8.8	7.5	6.5
市帐率(倍)	0.80	0.78	0.74	0.69	0.64
股息率(%)	3.9	3.7	3.4	4.0	4.6
权益收益率(%)	9.5	6.8	8.6	9.5	10.3
财务杠杆(x)	3.8	3.4	3.5	3.5	3.6

资料来源：公司、招银国际证券

买入 (维持)

目标价	HK\$ 8.0
(此前目标价)	HK\$ 8.0)
潜在升幅	+46.5%
当前股价	HK\$ 5.46

中国证券行业

隋晓萌

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

孙明, CFA

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

公司数据

市值(百万港元)	138,431
3 月平均流通量(百万港元)	41
52 周内股价高/低(港元)	8.50/3.98
总股本(百万)	1,261 (H)
	6,385 (A)

资料来源：彭博

股东结构

北京国有资本经营管理中心	35.11%
中央汇金	31.21%
中信证券	5.58%

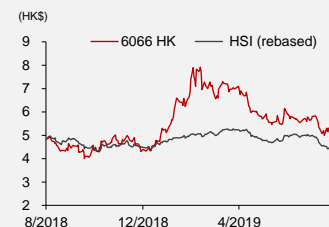
资料来源：公司

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-3.5%	4.9%
3-月	-4.2%	-0.2%
6-月	-26.1%	-18.7%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：罗兵咸永道

图 1: 中信建投 2019 年第二季度业绩概要

(百万元人民币)										
损益表	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	QoQ	2Q18	YoY	1H18	1H19	YoY
净佣金及手续费收入	1,367	1,842	1,587	1,974	24%	1,626	21%	3,220	3,561	11%
经纪业务	501	454	723	776	7%	615	26%	1,336	1,499	12%
投行业务	595	1,119	656	965	47%	771	25%	1,421	1,621	14%
资管业务	182	349	158	291	84%	284	2%	430	449	4%
净利息收入*	229	36	381	(171)	-145%	202	-185%	486	210	-57%
自营收益*	940	1,177	1,122	982	-13%	643	53%	1,542	2,104	36%
营业收入	2,549	3,094	3,116	2,794	-10%	2,513	11%	5,268	5,911	12%
营业支出	(1,357)	(1,576)	(1,545)	(1,400)	-9%	(1,391)	1%	(2,773)	(2,946)	6%
拨备前利润	1,192	1,518	1,571	1,394	-11%	1,122	24%	2,495	2,965	19%
减值拨备	(503)	(395)	424	(324)	N/A	(192)	69%	(256)	100	N/A
税前利润	688	1,124	1,995	1,070	-46%	930	15%	2,239	3,065	37%
所得税	(197)	(219)	(496)	(227)	-54%	(219)	3%	(533)	(723)	36%
净利润	493	902	1,489	841	-44%	703	20%	1,693	2,330	38%
资产负债表	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	QoQ	2Q18	YoY	FY18	1H19	HoH
融出资金	30,755	25,148	29,168	26,910	-8%	37,078	-27%	25,148	26,910	7%
金融投资	87,073	88,482	102,574	107,190	5%	84,712	27%	88,482	107,190	21%
买入返售金融资产	19,770	23,797	19,009	28,779	51%	26,184	10%	23,797	28,779	21%
代理买卖证券款	37,364	35,039	54,067	52,877	-2%	43,308	22%	35,039	52,877	51%
股东权益	48,481	47,577	49,280	48,763	-1%	47,685	2%	47,577	48,763	2%
比率	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	QoQ	2Q18	YoY	1H18	1H19	YoY
平均净资产回报率	4.1%	7.5%	12.3%	6.9%	-5.4ppt	6.1%	0.8ppt	7.4%	9.7%	2.3ppt
平均总资产回报率	0.9%	1.8%	2.8%	1.4%	-1.4ppt	1.3%	0.1ppt	1.6%	2.1%	0.5ppt
杠杆倍数	3.5x	3.4x	3.5x	3.8x	0.3x	3.8x	0.0x	3.7x	3.8x	0.1x
投资收益率	4.4%	5.4%	4.7%	3.7%	-1.0ppt	3.1%	0.6ppt	3.9%	4.3%	0.4ppt
成本收入比	53%	50%	49%	49%	0.3ppt	54%	-5.2ppt	52%	51%	-0.8ppt

资料来源: 公司、招银国际证券

*: 由于会计准则变更且未经重述, 2Q19 的净利息收入及自营收益与 2Q18 及 1Q19 均不可比。

财务报表

利润表

年结: 12月31日 (百万元人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
经纪业务净收入	3,046	2,291	3,065	3,433	3,993
投行业务净收入	3,348	3,135	3,602	4,069	4,408
资管业务净收入	1,179	961	1,023	1,121	1,236
净利息收入	1,325	751	903	1,058	1,286
自营收益	2,414	3,659	3,930	4,269	4,665
其他	(20)	114	14	16	17
营业收入	11,292	10,911	12,537	13,965	15,605
营业支出	(5,860)	(5,706)	(6,481)	(7,080)	(7,832)
拨备前利润	5,432	5,205	6,055	6,885	7,773
减值拨备	(76)	(1,154)	(562)	(432)	(295)
所得税前利润	5,355	4,051	5,493	6,453	7,478
所得税费用	(1,294)	(948)	(1,285)	(1,510)	(1,750)
少数股东权益	(46)	(16)	(28)	(34)	(39)
净利润	4,015	3,087	4,179	4,909	5,690

资产负债表

年结: 12月31日 (百万元人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
客户存款	33,746	29,288	35,019	39,303	45,213
结算备付金	9,247	7,628	9,900	11,174	12,208
融出资金	47,821	25,148	31,435	35,836	39,420
买入返售金融资产	26,065	23,797	26,653	28,785	31,088
金融投资	72,809	88,482	98,215	105,090	111,396
其他资产	16,194	20,739	14,559	14,882	18,515
总资产	205,883	195,082	215,781	235,070	257,839
代理买卖证券款	41,417	35,039	42,023	47,163	55,612
短期负债及借款	72,840	51,453	56,476	60,737	64,541
长期负债及借款	23,873	44,853	49,787	54,765	59,694
其他负债	23,756	15,875	17,083	18,586	20,224
总负债	161,885	147,219	165,368	181,251	200,072
股东总权益	43,754	47,577	50,098	53,473	57,403
其中: 永续债	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
少数股东权益	245	286	315	346	364

主要比率

年结: 12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入结构					
经纪业务净收入	27%	21%	24%	25%	26%
投行业务净收入	30%	29%	29%	29%	28%
资管业务净收入	10%	9%	8%	8%	8%
净利息收入	12%	7%	7%	8%	8%
自营收益	21%	34%	31%	31%	30%
其他	0%	1%	0%	0%	0%
总计	100%	100%	100%	100%	100%
同比增速					
经纪业务净收入	-22%	-25%	34%	12%	16%
投行业务净收入	-20%	-6%	15%	13%	8%
资管业务净收入	7%	-19%	6%	10%	10%
净利息收入	-17%	-43%	20%	17%	22%
自营净收益	0%	52%	7%	9%	9%
营业收入	-15%	-3%	15%	11%	12%
拨备前利润	-23%	-4%	16%	14%	13%
净利润	-24%	-23%	35%	17%	16%
总资产	13%	-5%	11%	9%	10%
经营效率					
成本收入比	51%	52%	51%	50%	49%
杠杆水平					
财务杠杆 (倍)	3.8	3.4	3.5	3.5	3.6
金融投资/ 股东权益	166%	186%	196%	197%	194%
盈利能力					
平均权益回报率	9.5%	6.8%	8.6%	9.5%	10.3%
平均资产回报率	2.1%	1.5%	2.0%	2.2%	2.3%
每股数据					
每股净利润 (元人民币)	0.55	0.41	0.55	0.64	0.74
每股股息 (元人民币)	0.19	0.18	0.16	0.19	0.22
每股账面值 (元人民币)	6.04	6.22	6.55	6.99	7.51

资料来源: 公司、招银国际证券预测

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。

招银国际证券投资评级

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

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

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年证券交易法规则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。