

中信建投证券 (6066 HK)

一个新的“A+H”投资机遇

❖ **资本实力增强，负债结构得到优化。**净资本是中国证监会考察证券公司的一项重要指标，而证券公司的业务拓展也基于它们的资本实力。中信建投早前公告，计划发行不超过4亿股A股。目前，A+H两地上市证券公司的A股平均市帐率约为1.61倍。若以发行价相当于中信建投2016年市帐率的1.1倍至1.2倍计算，我们预计公司通过A股发行可筹得资金25.04亿元人民币至27.31亿元人民币。随着内地IPO进程的加速，我们相信公司可在2017年年内完成A股上市。此外，公司赎回了票面年利率为5.45%的60亿元人民币次级债，另发行了两期额度分别为40亿元及30亿元人民币的公司债券，票面年利率分别4.48%及4.88%。在市场流动性偏紧的情况下，控制平均融资成本将成为公司的首要任务之一。债务结构的优化以及融资成本的降低，将为公司未来的业务扩展提供良好的支撑。

❖ **在不断变革的市场中维持领军地位。**自2016年下半年以来，国内的股权融资市场发生了显著变化，主要包括IPO进程的提速、再融资活动受到更严格监管，以及日趋严格的公司高管和大股东减持新规等。这些措施将为市场带来诸多长期影响，特别是在IPO定价、“壳公司”价值和A股市场整体估值几大方面。中信建投在过去数年间已建立起了具有品牌口碑的投行业务，而这一优势在现今的市场环境下仍得以持续。2017年1至5月，公司的IPO及再融资主承销额分别排名行业第二位及第三位。投行业务的发展不仅仅为公司带来了相关收入贡献；在股权融资市场中的竞争力及与企业客户之间确立的良好合作关系，将为公司其他业务板块带来更多协同效应，同时提升公司交叉销售的能力。

❖ **财富管理业务将进一步扩大。**截至2016年底，公司的杠杆率为3.07倍。假设公司能够在2017年完成A股上市，我们预计公司的杠杆率将在今年底下降至2.83倍，意味着公司仍有较大空间提升杠杆来进行业务扩张，特别是发展财富管理业务和FICC业务。截至2016年底，公司境内的融资融券业务余额为299亿元人民币，排名行业第11位；而截至2017年5月底，公司的行业排名已升至第8位，同时融资融券余额也增长了70亿元人民币至369亿元人民币。我们预计公司今年的融资融券利息收入将达到27亿元人民币，按年增长13.3%。

❖ **目标价 8.7 港元。**我们预期中信建投将持续为股东带来优异的回报，预计2017年公司的资本回报率将达到15.3%，而A+H两地上市的其他可比同业平均资本回报率水平仅为9.03%。我们给予公司的最新目标价格为8.7港元，相当于公司2017年预测市帐率的1.2倍，同时也是A+H两地上市可比同业的2017年平均预测市帐率加一个标准差。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	20,468	24,399	29,246
净利润(百万元人民币)	8,639	5,259	6,903	8,296	9,974
每股收益(元人民币)	1.37	0.81	0.91	1.10	1.34
每股收益变动(%)	144.92	(41.12)	13.23	21.08	20.96
市盈率(x)	4.51	7.66	6.76	5.59	4.62
市帐率(%)	1.25	1.09	0.96	0.85	0.75
股息率(%)	0.0	2.8	3.7	4.5	5.4
权益收益率(%)	36.9	14.8	15.3	15.8	16.8
财务杠杆(x)	3.7	3.1	2.8	2.8	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\$8.7
(此前目标价)	HK\$8.3)
潜在升幅	+22.9%
当前股价	HK\$7.08

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)	51,304
3月平均流通量 (百万港元)	19.21
52周内股价高/低(港元)	7.6/6.51
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%

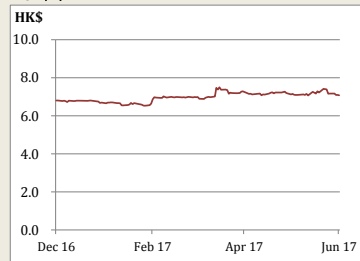
资料来源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-0.4%	-5.8%
3-月	1.6%	-8.1%

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	20,224	23,989	28,541
手续费及佣金收入	14,901	10,584	12,725	14,900	17,616
利息收入	5,573	4,441	4,824	5,953	7,134
投资收益	3,980	2,412	2,676	3,135	3,790
其他收入	59	148	244	410	705
收入合计	24,512	17,585	20,468	24,399	29,246
支出总额	(13,051)	(10,524)	(11,213)	(13,286)	(15,885)
营业利润	11,461	7,061	9,255	11,113	13,361
分占联营公司损益	0	(3)	1	5	7
税前利润	11,461	7,057	9,256	11,118	13,369
所得税费用	(2,810)	(1,744)	(2,268)	(2,724)	(3,275)
年度利润	8,652	5,313	6,988	8,395	10,094
少数股东权益	(13)	(54)	(85)	(99)	(120)
净利润	8,639	5,259	6,903	8,296	9,974

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	7,237	7,857	8,604
买入返售款项	0	625	0	0	1
其他	3,055	4,464	4,968	5,650	6,227
非流动资产总额	5,638	12,375	13,166	14,439	15,737
融出资金	35,931	31,007	37,208	44,650	51,347
应收款项	153	378	410	430	464
金融资产	46,036	56,462	58,763	62,537	68,701
买入返售款项	6,896	7,080	8,090	8,495	9,344
代客户持有之现金	70,664	55,083	68,853	79,181	95,018
现金及银行结余	16,154	17,526	20,530	26,546	29,495
其他	1,715	1,785	1,856	1,918	1,919
流动资产总额	177,551	169,320	195,711	223,757	256,288
总资产	183,188	181,695	208,877	238,196	272,025
代理买卖证券款	72,045	56,736	70,258	80,797	96,957
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	57,543	63,317	66,866
流动负债总额	135,899	126,212	138,877	154,828	172,953
已发行债券	15,072	13,653	19,797	26,726	34,744
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	20,525	27,358	35,364
总负债	153,005	140,432	159,402	182,187	208,317
股东总权益	30,106	41,063	49,237	55,704	63,261
非控制性权益	77	200	238	306	447
总权益	30,183	41,263	49,475	56,010	63,708

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	9,255	11,113	13,361
经营活动现金流变动	302	916	(129)	(33)	(141)
营运资本变动	(20,675)	15,008	(8,513)	(3,866)	(2,662)
税务开支	(2,506)	(2,570)	(2,042)	(2,451)	(6,222)
经营活动所得现金净额	(11,418)	20,411	(1,429)	4,762	4,336
投资活动					
投资变动	(5,024)	(18,010)	(4,349)	(3,759)	(5,956)
股息及利息收入	900	715	1,220	1,691	1,988
投资活动所得现金净额	(4,124)	(17,294)	(3,129)	(2,068)	(3,968)
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	2,731	0	0
利息支付	0	0	(1,304)	(1,657)	(1,991)
总债务变动	15,030	(1,650)	6,339	5,103	4,776
融资活动所得现金净额	20,030	4,868	7,766	3,447	2,785
现金及现金等价物变动净额	4,488	1,372	2,914	5,847	2,859
年初现金及现金等价物余额	11,448	15,967	17,428	20,410	26,346
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	20,410	26,346	29,295

来源：公司及招银国际研究部预测

主要比率

年结：12月31日（百万元人民币）	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
收入合计					
手续费及佣金收入	60.8%	60.2%	62.2%	61.1%	60.2%
利息收入	22.7%	25.3%	23.6%	24.4%	24.4%
投资收益	16.2%	13.7%	13.1%	12.9%	13.0%
其他收入	0.2%	0.8%	1.2%	1.7%	2.4%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
收入增长	115.0%	-28.7%	16.0%	18.6%	19.0%
收入及其他收益增长	114.1%	-28.3%	16.4%	19.2%	19.9%
经营利润增长	152.3%	-38.4%	31.1%	20.1%	20.2%
净利润增长	153.6%	-39.1%	31.2%	20.2%	20.2%
资产负债比率					
流动比率	130.6%	134.2%	140.9%	144.5%	148.2%
总负债/ 权益比率	91.4%	56.5%	62.7%	67.2%	69.4%
净负债/ 权益比率	37.7%	13.8%	21.0%	19.6%	22.7%
回报率					
资本回报率	36.9%	14.8%	15.3%	15.8%	16.8%
资产回报率	5.6%	2.9%	3.5%	3.7%	3.9%
每股数据					
每股利润（元人民币）	1.37	0.81	0.91	1.10	1.34
每股股息（元人民币）	0.00	0.17	0.23	0.27	0.33
每股账面值（元人民币）	4.94	5.67	6.44	7.28	8.27

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风险。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，请与我们联络。

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。