

# 中信建投證券 (6066 HK)

## 二季度投行業務表現亮眼

中信建投 2019 年上半年淨利潤同比增長 38%，至 23 億元人民幣，與業績快報一致，占我們及市場全年預測的 56%/51%。二季度經營收入環比下降 10% 至 28 億元人民幣，主要由於投行業務的強勁表現及資管業務的季節性增長被淨利息收入及投資收益下滑所拖累。減值撥備環比的大幅上升拖低二季度淨利潤至 8.4 億元人民幣，環比下降 44%。中信建投目前在科創板保薦項目數（包括已上市及未上市）中位列第一，今年上半年投行收入占經營收入比例達 27%，我們預期下半年公司的投行業務表現仍將為其業績帶來支持。維持買入評級。

- **業績正面因素：**1) 投行業務收入錄得強勁增長（二季度環比增長 47%，上半年同比增長 14%）。公司保持了投行業務的行業領先地位，上半年股權及債券融資額均列行業第二位。2) 經紀佣金環比增長 7%（同期 A 股日均成交增長 2%）。在市場成交整體回暖的背景下，公司在上半年保持了穩定的市場份額（2.81% vs. 2018 年全年 2.83%）。我們測算佣金率上半年下滑 6% 至萬分之 3.6，但仍高於行業平均的萬分之 3.0。3) 自營收益環比下滑幅度明顯較行業緩和，主要由於公司上半年持續增加債券持倉。4) 資管收入同比增長 4%（二季度環比的大幅增長存在季節性因素），同時資管規模繼去年下半年後持續錄得回升（環比增長 1%）。
- **業績負面因素：**1) 淨利息收入上半年同比大幅減少 47%，主要由於兩融餘額同比收縮 27%，二季度環比繼續收縮 8%。2) 二季度信用減值撥備 3.2 億元人民幣，而一季度則回撥 4.2 億元人民幣；減值撥備大幅回升的原因可能是在 A 股市場轉弱情況下，股票質押及兩融的資產質量受到不利影響。
- **估值。** 中信建投目前估值為 0.74 倍 2019 年預測市帳率，較自身歷史平均值（0.80 倍）低約 8%，同時與目前行業平均估值相若（0.73 倍）。公司上半年 ROE 達到 9.7%，應該是我們覆蓋公司中的最高水平，因此目前估值較為吸引。我們維持對公司的盈利預測不變，維持買入評級及目標價 8.0 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)	11,292	10,911	12,537	13,965	15,605
淨利潤 (百萬元人民幣)	4,015	3,087	4,179	4,909	5,690
每股盈利 (元人民幣)	0.55	0.41	0.55	0.64	0.74
每股盈利變動 (%)	(35)	(25)	32	17	16
市盈率 (倍)	8.7	11.7	8.8	7.5	6.5
市帳率 (倍)	0.80	0.78	0.74	0.69	0.64
股息率 (%)	3.9	3.7	3.4	4.0	4.6
權益收益率 (%)	9.5	6.8	8.6	9.5	10.3
財務杠杆(x)	3.8	3.4	3.5	3.5	3.6

資料來源：公司、招銀國際證券

買入 (維持)

目標價	HK\$ 8.0
(此前目標價)	HK\$ 8.0)
潛在升幅	+46.5%
當前股價	HK\$ 5.46

### 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

#### 公司數據

市值(百萬港元)	138,431
3月平均流通量(百萬港元)	41
52周內股價高/低(港元)	8.50/3.98
總股本(百萬)	1,261 (H)
	6,385 (A)

資料來源：彭博

#### 股東結構

北京國有資本經營管理中心	35.11%
中央匯金	31.21%
中信證券	5.58%

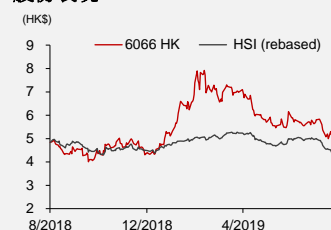
資料來源：公司

#### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-3.5%	4.9%
3-月	-4.2%	-0.2%
6-月	-26.1%	-18.7%

資料來源：彭博

#### 股份表現



資料來源：彭博

審計師：羅兵鹹永道

圖 1: 中信建投 2019 年第二季度業績概要

(百萬元人民幣)										
	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	QoQ	2Q18	YoY	1H18	1H19	YoY
<b>損益表</b>										
淨傭金及手續費收入	1,367	1,842	1,587	1,974	24%	1,626	21%	3,220	3,561	11%
經紀業務	501	454	723	776	7%	615	26%	1,336	1,499	12%
投行業務	595	1,119	656	965	47%	771	25%	1,421	1,621	14%
資管業務	182	349	158	291	84%	284	2%	430	449	4%
淨利息收入*	229	36	381	(171)	-145%	202	-185%	486	210	-57%
自營收益*	940	1,177	1,122	982	-13%	643	53%	1,542	2,104	36%
<b>營業收入</b>	<b>2,549</b>	<b>3,094</b>	<b>3,116</b>	<b>2,794</b>	<b>-10%</b>	<b>2,513</b>	<b>11%</b>	<b>5,268</b>	<b>5,911</b>	<b>12%</b>
營業支出	(1,357)	(1,576)	(1,545)	(1,400)	-9%	(1,391)	1%	(2,773)	(2,946)	6%
<b>撥備前利潤</b>	<b>1,192</b>	<b>1,518</b>	<b>1,571</b>	<b>1,394</b>	<b>-11%</b>	<b>1,122</b>	<b>24%</b>	<b>2,495</b>	<b>2,965</b>	<b>19%</b>
減值撥備	(503)	(395)	424	(324)	N/A	(192)	69%	(256)	100	N/A
<b>稅前利潤</b>	<b>688</b>	<b>1,124</b>	<b>1,995</b>	<b>1,070</b>	<b>-46%</b>	<b>930</b>	<b>15%</b>	<b>2,239</b>	<b>3,065</b>	<b>37%</b>
所得稅	(197)	(219)	(496)	(227)	-54%	(219)	3%	(533)	(723)	36%
<b>淨利潤</b>	<b>493</b>	<b>902</b>	<b>1,489</b>	<b>841</b>	<b>-44%</b>	<b>703</b>	<b>20%</b>	<b>1,693</b>	<b>2,330</b>	<b>38%</b>
<b>資產負債表</b>										
融出資金	30,755	25,148	29,168	26,910	-8%	37,078	-27%	25,148	26,910	7%
金融投資	87,073	88,482	102,574	107,190	5%	84,712	27%	88,482	107,190	21%
買入返售金融資產	19,770	23,797	19,009	28,779	51%	26,184	10%	23,797	28,779	21%
代理買賣證券款	37,364	35,039	54,067	52,877	-2%	43,308	22%	35,039	52,877	51%
股東權益	48,481	47,577	49,280	48,763	-1%	47,685	2%	47,577	48,763	2%
<b>比率</b>										
平均淨資產回報率	4.1%	7.5%	12.3%	6.9%	-5.4ppt	6.1%	0.8ppt	7.4%	9.7%	2.3ppt
平均總資產回報率	0.9%	1.8%	2.8%	1.4%	-1.4ppt	1.3%	0.1ppt	1.6%	2.1%	0.5ppt
杠杆倍數	3.5x	3.4x	3.5x	3.8x	0.3x	3.8x	0.0x	3.7x	3.8x	0.1x
投資收益率	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

資料來源：公司、招銀國際證券

\*:由于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	3,046	2,291	3,065	3,433	3,993
投行業務淨收入	3,348	3,135	3,602	4,069	4,408
資管業務淨收入	1,179	961	1,023	1,121	1,236
淨利息收入	1,325	751	903	1,058	1,286
自營收益	2,414	3,659	3,930	4,269	4,665
其他	(20)	114	14	16	17
<b>營業收入</b>	<b>11,292</b>	<b>10,911</b>	<b>12,537</b>	<b>13,965</b>	<b>15,605</b>
營業支出	(5,860)	(5,706)	(6,481)	(7,080)	(7,832)
撥備前利潤	5,432	5,205	6,055	6,885	7,773
減值撥備	(76)	(1,154)	(562)	(432)	(295)
所得稅前利潤	5,355	4,051	5,493	6,453	7,478
所得稅費用	(1,294)	(948)	(1,285)	(1,510)	(1,750)
少數股東權益	(46)	(16)	(28)	(34)	(39)
<b>淨利潤</b>	<b>4,015</b>	<b>3,087</b>	<b>4,179</b>	<b>4,909</b>	<b>5,690</b>

### 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	33,746	29,288	35,019	39,303	45,213
結算備付金	9,247	7,628	9,900	11,174	12,208
融出資金	47,821	25,148	31,435	35,836	39,420
買入返售金融資產	26,065	23,797	26,653	28,785	31,088
金融投資	72,809	88,482	98,215	105,090	111,396
其他資產	16,194	20,739	14,559	14,882	18,515
<b>總資產</b>	<b>205,883</b>	<b>195,082</b>	<b>215,781</b>	<b>235,070</b>	<b>257,839</b>
代理買賣證券款	41,417	35,039	42,023	47,163	55,612
短期負債及借款	72,840	51,453	56,476	60,737	64,541
長期負債及借款	23,873	44,853	49,787	54,765	59,694
其他負債	23,756	15,875	17,083	18,586	20,224
<b>總負債</b>	<b>161,885</b>	<b>147,219</b>	<b>165,368</b>	<b>181,251</b>	<b>200,072</b>
<b>股東總權益</b>	<b>43,754</b>	<b>47,577</b>	<b>50,098</b>	<b>53,473</b>	<b>57,403</b>
其中：永續債	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
少數股東權益	245	286	315	346	364

### 主要比率

年結：12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>營業收入結構</b>					
經紀業務淨收入	27%	21%	24%	25%	26%
投行業務淨收入	30%	29%	29%	29%	28%
資管業務淨收入	10%	9%	8%	8%	8%
淨利息收入	12%	7%	7%	8%	8%
自營收益	21%	34%	31%	31%	30%
其他	0%	1%	0%	0%	0%
總計	100%	100%	100%	100%	100%
<b>同比增速</b>					
經紀業務淨收入	-22%	-25%	34%	12%	16%
投行業務淨收入	-20%	-6%	15%	13%	8%
資管業務淨收入	7%	-19%	6%	10%	10%
淨利息收入	-17%	-43%	20%	17%	22%
自營淨收益	0%	52%	7%	9%	9%
<b>營業收入</b>	<b>-15%</b>	<b>-3%</b>	<b>15%</b>	<b>11%</b>	<b>12%</b>
撥備前利潤	-23%	-4%	16%	14%	13%
<b>淨利潤</b>	<b>-24%</b>	<b>-23%</b>	<b>35%</b>	<b>17%</b>	<b>16%</b>
總資產	13%	-5%	11%	9%	10%
<b>經營效率</b>					
成本收入比	51%	52%	51%	50%	49%
<b>杠杆水平</b>					
財務杠杆 (倍)	3.8	3.4	3.5	3.5	3.6
金融投資/股東權益	166%	186%	196%	197%	194%
<b>盈利能力</b>					
平均權益回報率	9.5%	6.8%	8.6%	9.5%	10.3%
平均資產回報率	2.1%	1.5%	2.0%	2.2%	2.3%
<b>每股數據</b>					
每股淨利潤 (元人民幣)	0.55	0.41	0.55	0.64	0.74
每股股息 (元人民幣)	0.19	0.18	0.16	0.19	0.22
每股賬面值 (元人民幣)	6.04	6.22	6.55	6.99	7.51

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）發表于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并無直接或間接關係。

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	: 招銀國際并未給予投資評級

### 招銀國際證券行業投資評級

優于大市	: 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。報告所載數據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。而過去的表现亦不代表未來的表现，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，并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，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。報告中的信息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，本公司及其僱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责任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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并不時自行及/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，任何機構或個人于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信息，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。