

中信证券 (6030 HK, HK\$17.16 目标价: HK\$20.7, 买入) — 较早涉足海外资本市场业务的公司

- ❖ **2014 海外业务收入贡献占比达到 20%。** 我们认为中信 2013 年收购里昂证券可以看做是公司大举扩张海外资本市场业务的里程碑。公司成功的扩张至海外资本市场。中信 20% 的海外业务收入贡献占比是我们覆盖的公司当中最高的。收购里昂证券不仅可以增强公司在海外市场投行业务的实力，同时也增强了公司的研究实力以及完善了机构销售业务。除此而外，我们预测中信在未来将还会有更多的收购计划以便增强其海外业务的实力，尤其是集中在资产管理以及大宗商品交易的领域。
- ❖ **2015 上半年公司投行业务表现依然强劲。** 2015 年上半年，公司在 A 股市场上的参与承销的数量和金额都排名第一。公司在 2015 年上半年完成了 36 个 A 股市场上的承销项目，参与承销的总金额达到人民币 959 亿元，市场占有率也达到了 13.3%。在国际资本市场上，中信也受益于收购里昂证券带来的协同效应。2015 上半年，公司在离岸市场参与了 6 单 IPO 项目，13 个增发以及大宗交易项目。公司参与香港市场上的资本项目总金额在 2015 上半年也排名全亚洲第一。我们认为未来中信在 A 股市场的投行业务领域将会持续保持其领先地位，同时在国际市场上的投行业务实力也会得到不断的提高。
- ❖ **2015 净利润增长预计将会放缓。** 2015 上半年，公司总收入和净利润分别按年上升 1.4 倍和 2.06 倍至人民币 393 亿元和人民币 125 亿元。这主要是由于 2015 上半年 A 股市场上的牛市气氛所带动。我们预测公司 2015 全年总收入和净利润将分别按年增长 52.8% 和 82.4% 至人民币 604 亿元和人民币 207 亿元。全年增长的放缓主要是由于 A 股市场在 2015 年下半年较不景气，同时我们短期之内也看不到 A 股市场有明显的好转迹象。
- ❖ **目标价港币 20.7。** 公司近期被卷入一些公司治理上的问题，但是我们不认为这会影响到国有企业长期的经营。我们 2015-17 年的净利润预测分别为人民币 206 亿、人民币 343 亿及人民币 537 亿。公司现时的股价分别相当于 2015 年和 2016 年预测市净率的 1.1 倍和 1.0 倍。我们的目标价为港币 20.7 元，相当于 2016 财年预测市净率的 1.2x，同时也是同业公司 2016 财年的平均预测市净率。**首次覆盖给与买入评级。**

中信证券(6030HK)

评级	买入
收市价	HK\$17.16
目标价	HK\$20.7
市值(港币百万)	229,336
过去 3 月平均交易(港币百万)	397.94
52 周高/低(港币)	40.5/12.8
发行股数(百万)	11,016
主要股东(港股)	全国社保基金 (58.6%)
来源:	彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	20.1%	9.9%
3 月	-19.9%	-15.8%
6 月	-52.2%	-42.1%

来源:彭博

过去一年股价



来源:彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
营业额(百万人民币)	20,279	39,525	60,400	90,493	132,413
净利润(百万人民币)	5,244	11,337	20,622	34,282	53,683
每股收益(人民币)	0.48	1.03	1.87	2.83	4.43
每股收益变动(%)	23.75	116.20	81.90	51.15	56.59
市盈率(x)	29.6	13.7	7.5	5.0	3.2
市帐率(x)	1.8	1.6	1.1	1.0	0.8
股息率(%)	1.1	2.2	3.6	4.4	5.7
权益收益率(%)	6.0	12.1	16.5	21.2	28.1
净财务杠杆率(%)	20.9	42.3	52.1	38.2	净现金

来源:公司及招銀国际研究部

利润表

年结：12月31日（百万人民币）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入	20,048	36,971	60,050	89,601	131,402
佣金及手续费收入	10,699	18,915	30,818	43,940	65,992
利息收入	4,090	7,851	14,407	23,365	34,437
投资净额收益	5,259	10,204	14,825	22,296	30,973
其他收入及收益	231	2,555	350	892	1,011
收入及其他收益总额	20,279	39,525	60,400	90,493	132,413
折旧及摊销	(331)	(377)	(390)	(410)	(415)
雇员成本	(5,077)	(9,463)	(14,496)	(22,623)	(34,427)
佣金及手续费支出	(1,061)	(1,799)	(1,886)	(2,506)	(3,383)
利息支出	(3,260)	(6,901)	(7,650)	(8,540)	(10,765)
其他经营支出	(2,790)	(4,336)	(6,100)	(7,689)	(8,950)
减值损失	(353)	(600)	(300)	(202)	(222)
支出总额	(13,644)	(24,733)	(33,272)	(46,071)	(62,813)
所占联营企业和合营企业的业绩	211	629	730	850	910
所得税前利润	6,846	15,422	27,858	45,273	70,510
所得税费用	(1,538)	(3,560)	(6,686)	(10,413)	(16,217)
年度利润	5,308	11,861	21,172	34,860	54,293
少数股东权益	(64)	(524)	(550)	(578)	(610)
净利润	5,244	11,337	20,622	34,282	53,683

来源：公司及招银国际研究部

资产负债表

年结：12月31日（百万人民币）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
融资客户垫款	34,302	74,135	53,000	60,000	65,489
佣金及费用应收账款	440	663	930	998	1,020
可供出售金融资产	22,817	38,278	56,000	49,850	50,000
可供交易金融资产	57,862	113,752	240,000	180,000	158,960
买入返售金融资产	22,092	42,863	40,025	46,890	50,000
以公允价值计量的金融资产	11,914	12,128	13,000	12,089	13,589
衍生金融资产	6,491	7,282	15,000	13,890	14,589
带客持有现金	40,125	96,841	235,800	215,890	200,050
公司银行结余及现金	27,685	37,967	45,613	72,270	176,183
其他	11,742	21,345	890	35,000	33,800
总流动资产	235,470	445,253	700,258	686,877	763,680
物业及设备	3,637	1,222	1,361	1,390	1,489
投资物业	432	74	73	75	75
商誉	10,047	10,075	10,510	10,590	10,610
其他无形资产	1,916	1,887	1,880	1,869	1,795
对联营以及合营企业的投资	4,298	3,962	4,650	4,895	5,130
可供出售金融资产	12,887	10,558	16,580	12,250	11,035
以公允价值计量的金融资产	122	306	205	350	126
持有到期投资	0	143	85	102	110
可返还存款	1,025	3,353	3,900	4,250	4,195
延迟税项资产	1,323	2,596	2,890	3,150	3,489
其他	196	198	198	130	175
总非流动资产	35,884	34,374	42,332	39,051	38,229
总资产	271,354	479,626	742,590	725,928	801,909
短期银行贷款	2,525	4,651	7,500	6,800	6,930
短期应付融资款	11,998	17,998	41,000	38,598	42,000
客户存款	45,196	101,846	230,200	185,900	215,698
衍生金融负债	1,326	5,339	7,200	6,789	6,900
为交易而持有的金融负债	2,842	2,608	6,300	6,250	7,125
指定以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	16,441	25,809	25,000	22,000	30,000
卖出回购款项	55,704	124,914	185,000	178,956	164,230
拆入资金	4,710	11,751	300	689	900
应付税费	2,203	3,295	5,123	6,150	7,089
其他	9,761	29,352	652	850	100
总流动负债	152,708	327,565	508,275	452,982	480,972
长期债券	26,177	43,167	72,589	89,562	99,865
长期银行借款	567	2,314	2,658	2,400	2,558
指定以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	1,487	2,647	2,489	2,865	3,156
延迟所得税负债	872	2,610	2,895	3,156	3,356
其他	141	190	600	0	0
总非流动负债	29,245	50,930	81,231	97,983	108,935
总负债	181,952	378,495	589,506	550,965	589,907
股东总权益	87,688	99,099	150,494	172,274	209,264
少数股东权益	1,714	2,033	2,590	2,689	2,738
总权益	89,402	101,131	153,084	174,963	212,002

来源：公司及招银国际研究部

现金流量表

年结：12月31日（百万人民币）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动					
税前利润	6,846	15,422	27,858	45,273	70,510
折旧及分摊	574	736	780	820	830
营运资本变动	(28,385)	(34,477)	(80,133)	(18,434)	42,213
1. 融资客户垫款变动	(24,879)	(39,833)	21,135	(7,000)	(5,489)
2. 交易金融资产变动	(21,028)	(49,881)	(126,248)	60,000	21,040
3. 带客持有现金变动	(4,104)	(56,715)	(138,959)	19,910	15,840
4. 应付客户账款变动	3,925	53,528	128,354	(44,300)	29,798
5. 回购款项变动	33,661	69,210	60,086	(6,044)	(14,726)
6. 其他	(15,960)	(10,787)	(24,500)	(41,000)	(4,250)
税务开支	(894)	(2,972)	(6,000)	(9,650)	(15,000)
其他	(855)	(4,992)	(5,320)	(6,158)	(5,980)
经营活动所得现金净额	(22,714)	(26,283)	(62,815)	11,851	92,573
投资活动					
资本开支	(333)	(604)	(750)	(690)	(735)
投资变动	4,013	(8,401)	(11,699)	1,820	(1,365)
金融资产利息收入	1,208	1,793	2,810	1,989	1,689
其他	(2,287)	7,237	7,189	5,600	7,856
投资活动所得现金净额	2,601	24	(2,450)	8,719	7,445
融资活动					
股票发行	0	8,807	21,508	0	0
银行贷款变动	24,389	31,679	55,616	13,613	13,993
股息	(4,018)	(4,185)	(6,150)	(7,950)	(9,320)
其他	(73)	(28)	(45)	(60)	(89)
融资活动所得现金净额	20,298	36,273	70,929	5,603	4,584
现金增加净额	185	10,013	5,664	26,173	104,602
年初现金及现金等价物	25,836	25,669	35,569	41,113	67,140
外汇差额	(352)	(114)	(120)	(145)	(179)
年末现金及现金等价物	25,669	35,569	41,113	67,140	171,563

来源：公司及招银国际研究部

主要比率

年结：12月31日（百万人民币）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入及其他收益总额					
佣金及手续费收入	52.8%	47.9%	51.0%	48.6%	49.8%
利息收入	20.2%	19.9%	23.9%	25.8%	26.0%
投资净额收益	25.9%	25.8%	24.5%	24.6%	23.4%
其他收入及收益	1.1%	6.5%	0.6%	1.0%	0.8%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
收入增长	55.3%	84.4%	62.4%	49.2%	46.7%
收入及其他收益增长	55.1%	94.9%	52.8%	49.8%	46.3%
营业收入增长	31.3%	122.9%	83.4%	63.8%	56.7%
净利润增长	23.8%	116.2%	81.9%	66.2%	56.6%
资产负债比率					
流动比率 (x)	154.2%	135.9%	137.8%	151.6%	158.8%
总负债/权益比率	52.43%	80.61%	82.43%	80.13%	72.76%
净负债/权益比率	20.86%	42.30%	52.12%	38.18%	Net cash
回报率					
资本回报率	6.0%	12.1%	16.5%	21.2%	28.1%
资产回报率	2.4%	3.0%	3.4%	4.7%	7.0%
每股数据					
每股利润（人民币）	0.48	1.03	1.87	2.83	4.43
每股股息（人民币）	0.15	0.31	0.50	0.62	0.80
每股账面值（人民币）	7.96	9.00	12.42	14.22	17.27

来源：公司及招银国际研究部

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”)为招银国际金融控股有限公司之全资附属公司(招银国际金融控股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 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个人。