

中信建投证券 (6066 HK)

2018年业绩符合预期，投行及投资业务表现亮眼

- ❖ **2018年净利润同比下降23%，与业绩快报一致。**中信建投2018年营业收入及净利润分别达到109亿及31亿元人民币（同比下跌3%及23%），与业绩快报一致，表现远优于行业整体水平（同比下跌14%及41%）。由于信用业务规模缩减，净利息收入受到拖累（同比下降43%），而减值损失大幅增加（同比增长14.1倍，主要因新会计准则导致融出资金相关减值损失增加）亦侵蚀了利润。
- ❖ **投资银行业务亮眼。**在市场疲弱的情况下，中信建投2018年投行业务净收入同比仅下降6%，更加突出其在投行业务中的领先地位。公司的IPO/再融资承销/债务融资主承销金额变动（同比下跌0.5%、4%和上升55%）均优于市场表现（同比下跌40%、29%和上升28%）。
- ❖ **强劲自营交易反映其韧性。**中信建投的自营收益同比增长52%，并在2018年录得不俗的4.5%收益率（沪深300指数和中债全价指数分别同比下跌25%和上升6%）。我们认为这是由于公司投资组合中的债券比例相对较高（约66%）及其场外期权业务快速增长（2018年新增名义本金排名第二，市场份额为19%）。
- ❖ **市场活动疲弱，经纪和融资融券业务市场份额减少。**经纪业务净收入同比下降25%，与行业趋势（同比下降24%）相若，但降幅较市场股基日均成交额下降程度（同比下跌18%）更为显著，主要由于其市场份额同比减少0.17个百分点，及佣金率下跌2个基点（2018年分别为2.83%/3.8个基点）。融资融券年末余额全年同比下降47%/2018年下半年环比下降18%，市场份额全年同比下降1.2个百分点。不过，中信建投的佣金率仍较同业平均值高出22%，同时我们预期今年融资成本将有所降低，利好券商的信用业务表现。由于年初至今券商的经营环境已出现实质性改善，因此市场毋须对2018年的疲弱表现过分忧虑。
- ❖ **维持买入评级。**中信建投证券目前估值为0.96倍2019年预测市帐率，与行业平均水平相若。年初至今，公司的股价表现为内地券商中最佳（增长64%），不过，基于其9.5%的2019年预测ROE（在我们覆盖的公司中仅次于中金公司），我们认为其估值仍具备向上修复的条件。除行业环境复苏外，我们认为公司强大的投行业务优势将使其在科创板以及债券市场上更具竞争力，进一步拉动公司2019年的增长。我们维持对中信建投的买入评级，目标价为8.20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	12,512	13,939	15,600
净利润(百万元人民币)	4,015	3,087	4,179	4,908	5,690
每股收益(元人民币)	0.55	0.41	0.55	0.64	0.74
每股收益变动(%)	(35)	(25)	32	17	16
市盈率(x)	11.3	15.1	11.5	9.8	8.4
市帐率(%)	1.04	1.01	0.96	0.90	0.84
股息率(%)	3.0	2.9	2.6	3.1	3.6
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：彭博、招银国际证券预测

买入（维持）

目标价	HK\$8.20
(此前目标价)	HK\$8.20
潜在升幅	+12.5%
当前股价	HK\$7.29

隋晓萌

电话：(852) 3761 8775

邮件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

孙明，CFA

电话：(852) 3900 0836

邮件：terrison@cmbi.com.hk

中国证券业

市值(百万港元)	207,079
3月平均流通量(百万港元)	87.69
52周内股价高/低(港元)	8.5/3.98
总股本(百万)	1,261.0

资料来源：彭博

股东结构

北京国管中心	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	12.4%	8.1%
3-月	50.9%	35.7%
6-月	61.7%	50.1%

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

图 1：中信建投 4Q18 业绩概要

(百万元人民币)								
	3Q18	4Q18	QoQ	4Q17	YoY	FY17	FY18	YoY
损益表								
净佣金及手续费收入	1,367	1,842	35%	2,253	-18%	7,609	6,429	-16%
经纪业务	501	454	-9%	752	-40%	3,046	2,291	-25%
投行业务	595	1,119	88%	1,063	5%	3,348	3,135	-6%
资管业务	182	349	91%	537	-35%	1,179	961	-19%
净利息收入*	229	36	-84%	243	-85%	1,325	751	-43%
自营收益*	940	1,177	25%	504	133%	2,414	3,659	52%
营业收入	2,549	3,094	21%	2,994	3%	11,292	10,911	-3%
营业支出	(1,357)	(1,576)	16%	(1,671)	-6%	(5,860)	(5,706)	-3%
拨备前利润	1,192	1,518	27%	1,323	15%	5,432	5,205	-4%
减值拨备	(503)	(395)	-22%	(50)	685%	(76)	(1,154)	1412%
税前利润	688	1,124	63%	1,273	-12%	5,355	4,051	-24%
所得税	(197)	(219)	11%	(286)	-24%	(1,294)	(948)	-27%
净利润	493	902	83%	982	-8%	4,015	3,087	-23%
资产负债表								
融出资金	30,755	25,148	-18%	47,821	-36%	47,821	25,148	-47%
金融投资	87,073	88,482	2%	72,809	20%	72,809	88,482	22%
买入返售金融资产	19,770	23,797	20%	26,065	-24%	26,065	23,797	-9%
代理买卖证券款	37,364	35,039	-6%	41,417	-10%	41,417	35,039	-15%
股东权益	48,481	47,577	-2%	43,754	11%	43,754	47,577	9%
比率								
平均净资产回报率	4.1%	7.5%	3.4ppt	18.0%	-10.4ppt	9.5%	6.8%	-2.7ppt
平均总资产回报率	0.9%	1.8%	0.9ppt	3.8%	-2.0ppt	2.1%	1.5%	-0.5ppt
杠杆倍数	3.5x	3.4x	-0.1x	3.8x	-0.4x	3.8x	3.4x	-0.4x
投资收益率	4.4%	N/A	N/A	N/A	N/A	3.6%	4.5%	1.0ppt
成本收入比	53%	50%	-2.3ppt	55%	-4.7ppt	51%	52%	0.4ppt

资料来源：公司、招银国际证券

*：已将分类至利息收入的约 12 亿元人民币投资收益重新调整至自营收益

利润表

年结：12月31日（百万元人民币）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净手续费及佣金收入	7,609	6,429	7,656	8,596	9,631
经纪业务	3,046	2,291	3,065	3,433	3,993
投行业务	3,348	3,135	3,602	4,069	4,408
资管业务	1,179	961	989	1,095	1,230
其他	36	42	0	0	0
净利息收入	1,325	751	912	1,058	1,286
自营净收益	2,414	3,659	3,930	4,269	4,665
其他收入及收益净额	(56)	72	14	16	17
经营收入	11,292	10,911	12,512	13,939	15,600
经营支出	(5,860)	(5,706)	(6,469)	(7,067)	(7,830)
拨备前利润	5,432	5,205	6,043	6,872	7,769
减值拨备	(76)	(1,154)	(551)	(419)	(291)
所得税前利润	5,355	4,051	5,492	6,453	7,479
所得税费用	(1,294)	(948)	(1,285)	(1,510)	(1,750)
年度利润	4,062	3,103	4,207	4,943	5,729
少数股东权益	(46)	(16)	(28)	(34)	(39)
净利润	4,015	3,087	4,179	4,908	5,690

资料来源：公司、招银国际证券预测

资产负债表

年结：12月31日（百万元人民币）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
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
金融投资	72,809	88,482	98,215	105,090	111,396
衍生金融资产	120	1,240	1,289	1,354	1,760
买入返售金融资产	26,065	23,797	26,653	28,785	31,088
长期股权投资	206	163	168	173	178
其他资产	15,867	19,337	13,102	13,355	16,065
总资产	205,883	195,082	215,780	235,069	257,327
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	53,472	56,891
少数股东权益	245	286	315	346	364
总权益	43,999	47,863	50,412	53,818	57,255

资料来源：公司、招银国际证券预测

主要比率

年结：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营收入结构					
净手续费及佣金收入	67%	59%	61%	62%	62%
经纪业务	27%	21%	24%	25%	26%
投行业务	30%	29%	29%	29%	28%
资管业务	10%	9%	8%	8%	8%
净利息收入	12%	7%	7%	8%	8%
自营净收益	21%	34%	31%	31%	30%
总计	100%	100%	100%	100%	100%
同比增速					
净手续费及佣金收入	-17%	-16%	19%	12%	12%
经纪业务	-22%	-25%	34%	12%	16%
投行业务	-20%	-6%	15%	13%	8%
资管业务	7%	-19%	3%	11%	12%
净利息收入	-17%	-43%	21%	16%	22%
自营净收益	0%	52%	7%	9%	9%
经营收入	-15%	-3%	15%	11%	12%
拨备前利润	-23%	-4%	16%	14%	13%
净利润	-24%	-23%	35%	17%	16%
经营效率指标					
成本收入比	51%	52%	51%	50%	49%
净利润率	36%	28%	33%	35%	36%
杠杆水平					
财务杠杆（倍）	3.8	3.4	3.5	3.5	3.6
回报率					
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	7.44

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: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 及 46 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人。