

中信證券 (6030 HK)

280 億人民幣 A + H 供股計劃可增強資本基礎

2月26日，中信證券公告 A+H 供股方案，計畫最多募集 280 億元人民幣，旨在增強其資本基礎並擴大資本密集型業務。儘管供股可能使公司發行股數增加 13%，並攤薄短期每股收益和淨資產收益率，但我們認為，資本補充將支援公司中期業務擴展，以滿足更複雜和多樣化的客戶需求，提高盈利能力，並鞏固市場領導地位。**維持買入評級。**

■ **供股計畫詳情：** 中信證券計畫面向全體 A 和 H 股東進行供股，最高募集 280 億元人民幣，每 10 股現有 A/H 股可認購 1.5 股 A/H 股。總供股數量將達到 19 億股，包括 16 億股 A 股和 3 億股 H 股，總數佔經擴大股本的 13%。A 股及 H 股的供股價格經外匯調整後將保持一致。該提案尚需獲得股東和監管機構的批准；此外，只有至少 70% 的 A 股供股股份獲得認購，A 股供股才算成功。

■ **補充資本對於發展資本密集型業務至關重要。** 中信證券計畫將募集資金的 68% 用於擴大其資本密集型業務，另外將 18% 的資金用於對子公司增資。我們認為，供股計畫對於改善公司的資本狀況和支持其中期增長至關重要。隨著客戶需求的增長，在金融投資和融資餘額增長的推動下，公司的總資產在 2019 財年及 2020 財年迅速增長。憑藉其在機構化業務中的優勢，公司在融券和場外衍生品等創新業務方面也保持市場領先地位。而衍生品相關的業務對資本的佔用更高，需要更多資本以滿足監管要求。截至 2020 年第三季度末，公司的風險管理指標逐漸下降至接近監管預警線水準，因此此次資本補充具備必要性。假設槓桿比率為 4.75 倍（與 2020 年第三季度末相同），280 億元人民幣的募集資金未來可撬動 1,330 億元人民幣的資產擴張。

■ **估計 2022 財年每股收益將被攤薄約 10%；短期股價可能承壓。** 根據公告方案，每股認購價格對應為人民幣 14.44 元，高於 2020 財年的每股淨資產（公司業績快報顯示為人民幣 14.06 元），較 A 股和 H 股的最新收市價分別有 47% 的折讓和 4% 的溢價。我們估計，如果公司能夠在 2022 財年內有效利用募集資金的 1/3，而這些資金可產生 8% 的股本回報率，則 2022 財年的每股收益攤薄可能從 13% 收窄至 10%。供股計畫和潛在的盈利攤薄影響可能會在短期內打擊公司的股價表現，儘管 H 股估值已處於歷史相對低位（0.9 倍預估市淨率）。**維持買入評級。**

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業收入 (百萬元人民幣)	30,239	37,440	42,973	47,424	52,261
淨收入 (百萬元人民幣)	9,390	12,229	15,016	17,587	20,178
每股盈利 (元人民幣)	0.77	1.01	1.18	1.36	1.56
每股盈利變動 (%)	(18)	30	17	16	15
市場預測每股盈利 (元人民幣)	不適用	不適用	1.28	1.53	1.75
市盈率 (倍)	19.4	14.9	12.7	11.0	9.6
市帳率 (倍)	1.19	1.12	1.06	0.99	0.93
股息率 (%)	2.3	3.6	3.1	3.6	4.2
權益收益率 (%)	6.2	7.8	8.7	9.3	10.0
財務槓桿 (x)	3.6	4.1	4.1	4.2	4.2

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

買入 (維持)

目標價	HK\$24.60
(此前目標價)	HK\$24.60
潛在升幅	+47.1%
當前股價	HK\$16.72

中國證券行業

隋曉萌

(852) 3761 8775

suixiaomeng@cmbi.com.hk

公司資料

市值(百萬港元)	385,815
3 月平均流通量 (百萬港元)	302.06
52 周內股價高/低 (港元)	20.75/12.55
總股本 (百萬)	2,278 (H)
	10,648 (A)

資料來源：萬得

股東結構

中國中信有限公司	15.5%
廣州越秀金融控股集團有限公司	4.2%
中國證券金融股份有限公司	2.8%

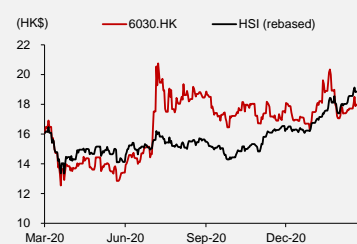
資料來源：公司

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-2.9%	1.5%
3-月	-4.7%	7.8%
6-月	-9.4%	14.0%

資料來源：萬得

股份表現



資料來源：萬得

審計師：羅兵鹹永道

財務分析

利潤表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
經紀業務淨收入	7,429	7,414	9,352	10,275	11,155
投行業務淨收入	3,639	4,465	5,202	6,285	7,423
資管業務淨收入	5,834	5,707	6,348	6,886	7,504
淨利息收入	2,422	2,045	1,600	2,146	2,350
自營收益	8,046	15,891	18,953	20,216	22,096
其他	2,869	1,918	1,519	1,615	1,732
營業收入	30,239	37,440	42,973	47,424	52,261
營業支出	(15,563)	(17,855)	(20,525)	(22,171)	(23,909)
撥備前利潤	14,676	19,585	22,449	25,253	28,351
減值撥備	(2,211)	(2,590)	(2,374)	(1,787)	(1,434)
所得稅前利潤	12,466	16,995	20,075	23,467	26,917
所得稅費用	(2,589)	(4,346)	(4,626)	(5,402)	(6,212)
少數股東權益	(487)	(420)	(434)	(478)	(527)
淨利潤	9,390	12,229	15,016	17,587	20,178

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
客戶存款	74,291	95,417	132,168	148,159	162,389
結算備付金	24,922	32,692	45,575	51,089	55,996
融出資金	57,198	70,674	83,395	91,735	96,321
買入返售金融資產	67,370	58,830	62,360	66,101	71,390
金融投資	299,297	395,312	454,608	500,069	550,076
其他資產	130,054	138,798	138,975	145,377	150,575
總資產	653,133	791,722	917,082	1,002,531	1,086,748
代理買賣證券款	97,774	123,352	171,818	191,125	209,482
短期負債及借款	164,700	235,126	258,639	284,503	315,064
長期負債及借款	118,082	126,394	145,296	164,135	175,597
其他負債	115,746	141,400	153,657	163,293	173,748
總負債	496,301	626,273	729,410	803,055	873,891
股東總權益	153,141	161,625	183,733	195,418	208,677
其中: 永續債	0	0	0	0	0
少數股東權益	3,691	3,825	3,939	4,058	4,179

主要比率

年結: 12月31日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業收入結構					
經紀業務淨收入	25%	20%	22%	22%	21%
投行業務淨收入	12%	12%	12%	13%	14%
資管業務淨收入	19%	15%	15%	15%	14%
淨利息收入	8%	5%	4%	5%	4%
自營收益	27%	42%	44%	43%	42%
其他	9%	5%	4%	3%	3%
總計	100%	100%	100%	100%	100%
同比增速					
經紀業務淨收入	-8%	0%	26%	10%	9%
投行業務淨收入	-17%	23%	16%	21%	18%
資管業務淨收入	2%	-2%	11%	8%	9%
淨利息收入	1%	-16%	-22%	34%	10%
自營淨收益	-37%	98%	19%	7%	9%
營業收入	-14%	24%	15%	10%	10%
撥備前利潤	-18%	33%	3%	12%	12%
淨利潤	-18%	30%	23%	17%	15%
總資產	4%	21%	16%	9%	8%
經營效率					
成本收入比	51%	47%	47%	46%	45%
杠杆水準					
財務杠杆 (倍)	3.6	4.1	4.1	4.2	4.2
金融投資/ 股東權益	195%	245%	247%	256%	264%
盈利能力					
平均權益回報率	6.2%	7.8%	8.7%	9.3%	10.0%
平均資產回報率	1.5%	1.7%	1.8%	1.8%	1.9%
每股數據					
每股淨利潤 (元人民幣)	0.77	1.01	1.18	1.36	1.56
每股股息 (元人民幣)	0.35	0.53	0.46	0.54	0.62
每股帳面值 (元人民幣)	12.64	13.34	14.21	15.12	16.14

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

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）發表於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並無直接或間接關係。

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。

披露

招銀國際證券或其關聯機構曾在過去12個月內與本報告內所提及發行人有投資銀行業務的關係。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際證券並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來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(“招銀國際證券”)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。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際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。而過去表現亦不代表未來的表現，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，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，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資料。報告中的資訊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，本公司及其雇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責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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。招銀國際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並不時自行及/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投資銀行相關業務聯繫。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，任何機構或個人於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聞，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，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)不時修訂之英國2000年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，未經招銀國際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

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監管局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)規則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。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。