

中信證券 (6030 HK)

業績堅實，平穩穿越市場低谷

- ❖ **2018年純利同比下降18%，與業績快報一致。**中信證券公布2018年業績，營業收入/純利同比下降14%/18%，至302億元/94億元人民幣，與業績快報基本一致，同時純利跌幅遠小於行業水平的41%。公司在2018年較為艱難的市場環境下，各傳統業務條線持續表現出較強的業務韌性。信用類業務對業績拖累較大，主要由於融資成本上升及信用類業務規模收縮。自營收益同比下降30%，主要由於2018年下半年股票市場大幅下跌帶來公允價值損失以及2017年的高基數效應。
- ❖ **經紀業務收益於較高的機構客戶占比。**中信證券2018年經紀業務淨收入同比僅下降8%，而行業則下降24%，主要得益於公司市占率的提升（由2017年的5.7%提升至2018年的6.1%）。我們認為公司經紀業務較強的韌性主要受惠於其機構占比較高的客戶結構以及跨境交易（134家QFII/59家RQFII客戶，市占率43%/26%）。由於A股被逐步納入各大全球主要指數，我們預期外資將會持續流入A股市場，而中信證券也將受惠於這一趨勢。
- ❖ **投行及資管業務表現優於行業。**中信證券2018年保持了在投行業務上的優勢（股權及債權主承銷金額均排名行業第一），投行業務淨收入同比下降17%，遠優於行業的下降27%。我們預期科創板的推出將為公司帶來更多增量業務的機會。資管業務淨收入同比增長2%，而行業同期則下降11%，我們認為可能得益於較高的基金業務費率。
- ❖ **融資成本上升拖低淨利息收入，但情況已發生轉變。**2018年中信證券的淨利潤同比下跌35%，與行業下跌38%的趨勢相若，主要由於去年上半年融資成本大幅上升，以及下半年受市場影響信用業務收縮（年末融出資金餘額同比下降23%/股票質押式回購餘額同比下降51%）。此外，減值撥備同比增長28%，主要來自股票質押式回購。不過自2018年下半年以來，融資成本逐步走低，今年貨幣政策預計也將保持較為寬鬆，我們相信公司的淨利息收入將在需求復蘇、風險緩釋及成本降低的情況下恢復增長。
- ❖ **維持買入評級。**中信證券目前估值為1.14倍2019年預測市帳率，較其歷史平均值1.25倍低9%。月度財務數據顯示，中信證券在今年前兩個月繼續錄得行業領先的收入/淨利潤（母公司層面），同比增長56%/60%。公司各項業務全面領先的優勢支撐其平穩度過2018年低迷的市場，我們相信也將繼續在2019年為公司的業績增長帶來支持。維持買入評級，目標價21.80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)	35,143	30,239	35,595	40,821	45,305
淨利潤(百萬元人民幣)	11,433	9,390	12,329	14,689	16,699
每股收益(元人民幣)	0.94	0.77	0.99	1.14	1.29
每股收益變動(%)	10	(18)	27	15	14
市盈率(x)	16.5	20.0	15.8	13.7	12.0
市帳率(%)	1.26	1.23	1.14	1.08	1.02
股息率(%)	2.6	2.3	2.5	2.9	3.3
權益收益率(%)	7.8	6.2	7.5	8.2	8.8
財務杠杆(x)	3.6	3.7	3.6	3.7	3.7

資料來源：公司、招銀國際證券預測

買入（維持）

目標價	HK\$21.8
(此前目標價)	HK\$21.8)
潛在升幅	+20.7%
當前股價	HK\$18.06

隋曉萌

電話：(852) 3761 8775

郵件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

孫明，CFA

電話：(852) 3900 0836

郵件：terrysun@cmbi.com.hk

中國證券業

市值(百萬元)	328,457
3月平均流通量(百萬元)	594.76
52周內股價高/低(港元)	21.2/11.62
總股本(百萬)	12,116.9

資料來源：彭博

股東結構

中國中信有限公司	16.50%
中國證券金融股份有限公司	2.99%

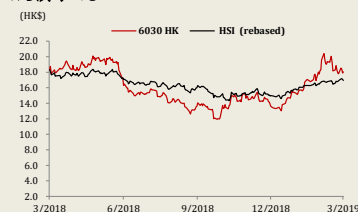
資料來源：公司

股價表現

	絕對回報	相對回報
1個月	-1.8%	-4.5%
3個月	29.3%	13.0%
6個月	31.4%	23.2%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：羅兵咸永道

公司網站：www.cs.ecitic.com

圖 1：中信證券 4Q18 業績概要

(百萬元人民幣)								
損益表	3Q18	4Q18	QoQ	4Q17	YoY	FY17	FY18	YoY
淨佣金及手續費收入	3,809	4,521	19%	5,071	-11%	18,957	17,427	-8%
經紀業務	1,735	1,581	-9%	1,774	-11%	8,045	7,429	-8%
投行業務	680	1,209	78%	1,358	-11%	4,406	3,639	-17%
資管業務	1,231	1,692	37%	1,813	-7%	5,715	5,834	2%
淨利息收入*	567	69	-88%	452	-85%	2,405	1,568	-35%
自營收益*	1,599	2,353	47%	6,135	-62%	12,713	8,901	-30%
營業收入	6,532	7,879	21%	12,077	-35%	35,143	30,239	-14%
營業支出	(3,758)	(4,072)	8%	(5,344)	-24%	(17,249)	(15,563)	-10%
撥備前利潤	2,773	3,807	37%	6,733	-43%	17,895	14,676	-18%
減值撥備	(530)	(978)	84%	(1,475)	-34%	(1,721)	(2,211)	28%
稅前利潤	2,243	2,829	26%	5,258	-46%	16,174	12,466	-23%
所得稅	(383)	(635)	66%	(1,619)	-61%	(4,196)	(2,589)	-38%
淨利潤	1,749	2,076	19%	3,506	-41%	11,433	9,390	-18%
資產負債表	3Q18	4Q18	QoQ	4Q17	YoY	FY17	FY18	YoY
融出資金	61,103	57,198	-6%	73,983	-17%	73,983	57,198	-23%
金融投資	256,978	299,297	16%	178,154	44%	237,380	299,297	26%
買入返售金融資產	57,953	67,370	16%	114,592	-49%	114,592	67,370	-41%
代理買賣證券款	107,313	97,774	-9%	99,855	7%	99,855	97,774	-2%
股東權益	152,792	153,141	0%	149,799	2%	149,799	153,141	2%
比率	3Q18	4Q18	QoQ	4Q17	YoY	FY17	FY18	YoY
平均淨資產回報率	4.6%	5.4%	0.8ppt	9.4%	-4.0ppt	7.8%	6.2%	-1.6ppt
平均總資產回報率	1.1%	1.3%	0.2ppt	2.3%	-1.0ppt	1.9%	1.5%	-0.4ppt
槓桿倍數	3.6x	3.6x	0.0x	3.4x	0.1x	3.6x	3.7x	0.1x
投資收益率	2.5%	N/A	N/A	12.1%	N/A	5.3%	3.3%	-2.0ppt
成本收入比	57%	51%	-6ppt	44%	7ppt	48%	51%	2ppt

資料來源：公司、招銀國際證券

*：已將分類至利息收入的約 8.6 億元人民幣投資收益重新調整至自營收益

利潤表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
淨手續費及佣金收入	18,957	17,427	20,547	22,841	25,521
經紀業務	8,045	7,429	9,370	10,347	11,700
投行業務	4,406	3,639	4,837	5,761	6,361
資管業務	5,715	5,834	6,106	6,500	7,227
其他	791	525	233	233	233
淨利息收入	2,405	1,568	1,879	2,132	2,342
自營淨收益	12,713	8,901	11,313	13,961	15,488
其他收入及收益淨額	1,068	2,344	1,856	1,887	1,954
經營收入	35,143	30,239	35,595	40,821	45,305
經營支出	(17,249)	(15,563)	(17,361)	(19,692)	(21,633)
撥備前利潤	17,895	14,676	18,234	21,129	23,672
減值撥備	(1,721)	(2,211)	(1,518)	(1,258)	(1,098)
所得稅前利潤	16,174	12,466	16,716	19,871	22,574
所得稅費用	(4,196)	(2,589)	(3,858)	(4,586)	(5,218)
年度利潤	11,977	9,876	12,858	15,285	17,356
少數股東權益	(544)	(487)	(529)	(596)	(657)
淨利潤	11,433	9,390	12,329	14,689	16,699

資料來源：公司、招銀國際證券預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
客戶存款	69,478	74,291	96,618	105,523	119,233
結算備付金	27,873	24,922	33,316	37,687	43,358
融出資金	73,983	57,198	66,349	71,657	77,390
金融投資	237,380	299,297	329,227	355,565	376,899
衍生金融資產	5,901	11,388	13,666	15,032	16,536
買入返售金融資產	114,592	67,370	74,107	79,295	84,846
長期股權投資	8,586	9,038	9,309	9,589	9,876
其他資產	87,783	109,627	112,481	112,713	120,569
總資產	625,575	653,133	735,075	787,061	848,706
代理買賣證券款	99,855	97,774	127,535	139,290	158,580
短期負債及借款	160,984	164,700	181,170	195,664	210,673
長期負債及借款	107,342	118,082	125,077	133,728	142,985
其他負債	104,251	115,746	122,183	129,246	136,229
總負債	472,432	496,301	555,965	597,928	648,467
股東總權益	149,799	153,141	175,234	185,064	195,967
少數股東權益	3,344	3,691	3,875	4,069	4,272
總權益	153,143	156,831	179,109	189,133	200,240

資料來源：公司、招銀國際證券預測

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	54%	58%	58%	56%	56%
经纪业务	23%	25%	26%	25%	26%
投行业务	13%	12%	14%	14%	14%
资管业务	16%	19%	17%	16%	16%
净利息收入	7%	5%	5%	5%	5%
自营净收益	36%	29%	32%	34%	34%
总计	100%	100%	100%	100%	100%
同比增速					
净手续费及佣金收入	-16%	-8%	18%	11%	12%
经纪业务	-15%	-8%	26%	10%	13%
投行业务	-18%	-17%	33%	19%	10%
资管业务	-10%	2%	5%	6%	11%
净利息收入	2%	-35%	20%	14%	10%
自营净收益	54%	-30%	27%	23%	11%
经营收入	3%	-14%	18%	15%	11%
拨备前利润	10%	-18%	24%	16%	12%
净利润	10%	-18%	31%	19%	14%
经营效率指标					
成本收入比	48%	51%	48%	47%	47%
净利润率	33%	31%	35%	36%	37%
杠杆水平					
财务杠杆（倍）	3.6	3.7	3.6	3.7	3.7
回报率					
平均权益回报率	7.8%	6.2%	7.5%	8.2%	8.8%
平均资产回报率	1.9%	1.5%	1.8%	1.9%	2.0%
每股数据					
每股净利润（元人民币）	0.94	0.77	0.99	1.14	1.29
每股股息（元人民币）	0.40	0.35	0.38	0.46	0.52
每股账面值（元人民币）	12.36	12.64	13.57	14.33	15.18

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。

招銀證券投資評級

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	: 招銀國際并未給予投資評級

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及46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，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。

本報告基於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士。