


中信证券 (6030 HK)
买入，基于其龙头地位

- ❖ **大宗商品贸易成为收入增长引擎。**2017年上半年，中信证券收入总额按年微升3.5%，至251亿元人民币。收入的增长部分源于大宗商品贸易收入的增加，该业务收入按年增长1.6倍，至37.4亿元人民币。不过，大宗商品贸易同样带来了高额的营业成本，达到37.0亿元人民币。期内，中信证券的成本收入比仍然高企，达到73.8%，按年上升3.8个百分点。纯利按年下跌6.0%，至49亿元人民币。我们预计，2017年至2019年，公司的收入总额将分别达到513亿元人民币、586亿元人民币及676亿元人民币，年复合增长率为14.8%。
- ❖ **传统优势得以保持。**股权融资和资产管理业务是中信证券的两个传统强项。尽管受市场环境影响，这两项业务的规模都有所减小，但2017年上半年，中信证券仍然以1,135亿元人民币的主承销金额和1.9万亿元人民币的管理资产规模分列行业的第二和第一位。展望未来，再融资不断收紧，通道投资业务持续收缩，我们认为公司的资产管理规模和股权承销额不会有明显回升，但公司在行业的领先地位将能够保持。与此同时，基于其庞大的业务规模，我们认为其建立起来的业务壁垒将很难被同业超越！
- ❖ **海外业务开始盈利。**2017年上半年，中信证券完成了对海外平台CLSA和CSI的整合。海外业务录得6,000万元人民币盈利，去年同期则录得2亿元人民币亏损。扭亏主要是由于业务整合后营运效率提升，营运开支下降所致。随着日后跨境交易的逐渐增多，中信证券的海外平台将立足于为中国企业提供全方位的金融服务。不过，我们认为海外业务不会成为收入的主要贡献部分，将持续发挥公司战略平台的作用。
- ❖ **财务杠杆上升，净资本下降。**截至2017年上半年末，中信证券的财务杠杆为3.8倍，较去年年末上升0.6倍。同时，母公司的净资本为788亿元人民币，较去年年末减少147亿元人民币。这主要是由于公司向中信证券投资公司注资110亿元人民币所致。该公司将逐步接手金石投资公司的私募股权投资业务。我们认为公司未来或有募集资金的需求。
- ❖ **上调至买入评级。**我们大幅下调了对中信证券2017年至2019年的纯利预测，分别下调31.1%、38.3%和35.6%，至100亿元人民币、111亿元人民币和133亿元人民币，年复合增长率15.1%。我们给予公司的最新目标价20.1港元相当于公司2018年预测市账率的1.30倍，同时也是可比同业的平均估值加两个标准差。基于其在国内证券行业的龙头地位，**上调至买入评级。**

财务资料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业收入(百万元人民币)	72,924	50,067	51,316	58,584	67,615
净利润(百万元人民币)	19,800	10,365	10,006	11,055	13,260
每股收益(元人民币)	1.71	0.86	0.83	0.91	1.09
每股收益变动(%)	65.97	(49.92)	(3.47)	10.48	19.95
市盈率(x)	8.58	17.13	17.75	16.06	13.39
市帐率(%)	1.25	1.22	1.17	1.10	1.03
股息率(%)	3.41	2.39	1.69	2.73	2.73
权益收益率(%)	16.62	7.36	6.87	7.23	8.16
财务杠杆(x)	3.3	3.2	3.0	3.0	2.9

资料来源：公司及招银国际研究部预测

买入(上调)

目标价	HK\$20.1
(此前目标价)	HK\$17.8)
潜在升幅	18.0%
当前股价	HK\$17.04

张淳鑫

电话：(852) 3900 0836

邮件：zhangchunxin@cmbi.com.hk
隋晓萌

电话：(852) 3761 8775

邮件：suixiaomeng@cmbi.com.hk
中国证券业

市值(百万港元)	248,792
3月平均流通量(百万港元)	232.25
52周内股价高/低(港元)	18.68/15.36
总股本(百万)	12,116.9

资料来源：彭博

股东结构(H股)

全国社会保障基金理事会	58.59%
Lazard Asset Management	6.87%
Banco BTG Pactual S.A.	5.35%

资料来源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	8.1%	4.6%
3-月	4.8%	-3.4%
6-月	2.8%	-11.8%

资料来源：彭博

股价表现


资料来源：彭博

核数师：罗兵咸永道

公司网站：www.cs.ecitic.com

利潤表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入	69,384	45,273	46,474	53,500	62,277
佣金及手續費收入	34,253	25,775	24,513	28,210	32,838
利息收入	15,622	11,233	12,496	14,387	16,667
投資淨額收益	19,510	8,265	9,465	10,904	12,772
其他收入及收益	3,540	4,794	4,842	5,084	5,338
收入及其他收益總額	72,924	50,067	51,316	58,584	67,615
折舊及攤銷	(285)	(413)	(516)	(619)	(743)
僱員成本	(14,798)	(11,507)	(11,546)	(13,181)	(15,213)
佣金及手續費支出	(4,621)	(3,331)	(3,009)	(3,717)	(4,586)
利息支出	(12,831)	(8,885)	(10,514)	(13,337)	(15,184)
減值損失	(2,481)	(1,935)	(1,320)	(408)	(443)
營業稅金及附加	(2,768)	(797)	(513)	(586)	(676)
其他經營費用	(8,499)	(9,285)	(10,263)	(11,717)	(12,847)
支出總額	(46,282)	(36,153)	(37,682)	(43,566)	(49,692)
經營利潤	26,642	13,913	13,634	15,019	17,923
所占聯營企業和合營企業的業績	646	349	384	427	478
所得稅前利潤	27,287	14,263	14,018	15,445	18,400
所得稅費用	(6,927)	(3,281)	(3,364)	(3,707)	(4,416)
年度利潤	20,360	10,981	10,654	11,738	13,984
少數股東權益	(561)	(616)	(648)	(684)	(725)
淨利潤	19,800	10,365	10,006	11,055	13,260

來源：公司及招銀國際研究部預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
融資客戶墊款	75,523	65,021	74,291	85,459	92,303
金融投資	216,419	205,522	197,877	194,643	199,167
代客戶持有之現金	143,554	129,877	149,358	171,762	188,938
現金及銀行結餘	68,907	36,713	58,986	70,567	76,383
其他	66,296	91,007	67,267	71,934	77,961
總流動資產	570,699	528,139	547,779	594,365	634,752
物業及設備	3,856	3,923	3,974	4,026	4,078
投資物業	71	68	68	69	69
金融投資	12,508	38,976	20,282	23,041	25,649
其他	28,974	26,332	26,510	26,829	27,199
總非流動資產	45,409	69,299	50,834	53,965	56,995
總資產	616,108	597,439	598,613	648,329	691,747
短期銀行貸款	4,722	3,479	3,827	3,866	3,904
短期應付融資款	12,848	21,346	23,481	23,950	24,429
代理買賣證券款	150,457	134,398	156,826	176,915	194,606
拆入資金	18,033	19,550	21,701	23,871	26,258
其他	214,154	193,170	160,169	167,178	174,289
總流動負債	400,213	371,943	366,004	395,779	423,486
長期債券	67,836	69,752	70,450	81,017	85,068
長期銀行借款	2,345	1,114	1,170	1,228	1,327
其他	3,977	8,840	8,929	9,079	9,253
總非流動負債	74,158	79,707	80,549	91,324	95,648
總負債	474,371	451,650	446,552	487,103	519,134
股東總權益	139,138	142,696	148,501	157,097	167,831
少數股東權益	2,599	3,093	3,560	4,129	4,782
總權益	141,737	145,789	152,061	161,226	172,613

來源：公司及招銀國際研究部預測

现金流量表

年结：12月31日（百万元人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动					
税前利润	27,287	14,263	14,018	15,445	18,400
折旧及分摊	685	892	935	1,094	1,285
营运资本变动	19,332	(45,534)	20,013	19,420	27,928
税务开支	(6,398)	(5,709)	(3,028)	(3,336)	(3,974)
其他	(1,373)	374	32,886	12,157	8,533
经营活动所得现金净额	39,533	(35,715)	64,824	44,780	52,172
投资活动					
资本开支	(4,288)	(574)	(625)	(713)	(815)
投资变动	(35,462)	7,833	(1,011)	3,293	1,335
金融资产利息收入	1,362	2,680	2,131	4,311	4,864
其他	477	(1)	5	5	5
投资活动所得现金净额	(37,910)	9,938	500	6,896	5,389
融资活动					
股票发行	21,472	0	0	0	0
银行贷款变动	19,736	2,879	(35,786)	(32,097)	(43,005)
股息	(7,970)	(10,833)	(8,867)	(9,068)	(10,287)
其他	(5,928)	(44)	(31)	(45)	(12)
融资活动所得现金净额	27,309	(7,999)	(44,684)	(41,211)	(53,303)
现金增加净额	28,932	(33,776)	20,640	10,466	4,258
年初现金及现金等价物	35,569	65,671	33,231	55,125	66,906
外汇差额	1,170	1,336	1,255	1,315	1,458
年末现金及现金等价物	65,671	33,231	55,125	66,906	72,622

来源：公司及招银国际研究部预测

主要比率

年结：12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入及其他收益总额					
佣金及手续费收入	47.0%	51.5%	47.8%	48.2%	48.6%
利息收入	21.4%	22.4%	24.4%	24.6%	24.7%
投资净额收益	26.8%	16.5%	18.4%	18.6%	18.9%
其他收入及收益	4.9%	9.6%	9.4%	8.7%	7.9%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
收入增长	87.7%	-34.8%	2.7%	15.1%	16.4%
收入及其他收益增长	84.5%	-31.3%	2.5%	14.2%	15.4%
营业收入增长	80.1%	-47.8%	-2.0%	10.2%	19.3%
净利润增长	74.6%	-47.7%	-3.5%	10.5%	19.9%
资产负债比率					
流动比率 (x)	142.6%	142.0%	149.7%	150.2%	149.9%
总负债/权益比率	76.0%	80.8%	81.2%	85.3%	84.0%
净负债/权益比率	26.5%	55.0%	41.5%	40.3%	38.5%
回报率					
资本回报率	16.6%	7.4%	6.9%	7.2%	8.2%
资产回报率	3.6%	1.7%	1.7%	1.8%	2.0%
每股数据					
每股利润 (元人民币)	1.71	0.86	0.83	0.91	1.09
每股股息 (元人民币)	0.50	0.35	0.25	0.40	0.40
每股账面值 (元人民币)	11.70	12.03	12.55	13.31	14.25

来源：公司及招银国际研究部预测

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。