

中信證券 (6030 HK)

確認龍頭地位

- ❖ **2017 年業績遠超行業總體水平。**中信證券 2017 年全年收入總額按年增長 13.8%，至人民幣 570 億元，純利按年增長 10.3%，至 114 億元人民幣，而行業整體純利則下跌 8%。公司能夠取得如此良好業績的原因，要歸功於投資收入的大幅增長，按年漲幅達到 58%，相信主要由於公司在今年實行 IFRS 9 前提前兌現部分投資收益。成本收入比按年大致持平，約為 72.7%，較上年輕微上升 0.5 個百分點。
- ❖ **傳統業務維持行業領先地位。**儘管 2017 年國內資本市場的整體環境對券商而言並不有利，但中信證券仍然鞏固了其在幾項傳統業務中的領先地位。**1) 經紀業務：**公司 2017 年的股票基金成交額達到 13.1 萬億元人民幣，按年下跌 12.5%，與市場趨勢相若；市占率達到 5.69%，按年小幅下降 0.03 個百分點，仍保持行業第二的位置。**2) 投行業務：**憑藉在 IPO 業務上的強勁表現，中信證券繼續領跑投行業務，將股權融資業務市占率優勢擴大 0.53 個百分點至 12.29%；而在債券發行市場低迷的情況下，公司的債券承銷業務逆勢而上，承銷額按年增長 34.7%，市占率大幅提升 1.74 個百分點至 4.29%，躍居行業首位。展望 2018 年，在目前 IPO 常態化且過會趨嚴、潛在獨角獸企業上市加速和潛在 CDR 發行的情況下，我們認為中信證券的投行業務將繼續得益於其優質的客戶群和強大的承銷能力，保持行業龍頭地位。**3) 資產管理業務：**中信證券的資管總規模及主動管理規模均列行業第一位，儘管資管規模受強監管影響，按年收縮 13.2%。我們認為在監管引導下，公司將持續提升主動管理規模占比，資管總規模收縮放緩，有利於資管業務盈利能力的穩定。
- ❖ **收入結構優化。**中信證券的收入結構漸趨平衡，以手續費佣金類收入為主的經紀、投行及資管業務占比按年下降 10.4 個百分點至 46.5%，而交易類及其他類等依靠資本為主的業務占比明顯上升。**1) 股票質押式回購業務帶動利息收入增長。**公司去年減少了對固定收益類的投資，而增加了對股票質押式回購業務的投入。年末股票質押回購表內餘額達到 780 億元人民幣，按年增長 98.0%，利息收入按年增長 61.8%。此外，公司在股權類衍生品業務上也保持行業領先，並計畫下一步加速發展包括場外期權在內的業務。鑒於公司在服務機構客戶上的優勢，我們認為相關業務將會帶來更多貢獻。**2) 子公司盈利貢獻提升。**中信證券去年完成對海外業務平台進行整合，令營運效率和業績均得以提升，2017 年純利按年增長 2.8 倍至 5.9 億元人民幣。另一方面，旗下 PE 金石投資和直投公司中信證券投資純利合共增長 29%，至 24 億元人民幣。我們期待未來子公司對中信證券的利潤貢獻逐步提升，進一步優化收入結構。
- ❖ **維持買入評級。**我們將對市場資料的假設下調，並將對中信證券 2018 年和 2019 年的純利預測分別下調至 130 億元人民幣和 149 億元人民幣。我們將對公司的目標價由 20.1 港元提升至 21.5 港元，相當於公司 2018 年預測市帳率的 1.35 倍，同時也是同業 2018 年的平均預測市帳率加兩個標準差，以體現公司在行業中的龍頭地位。維持買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E
營業收入 (百萬元人民幣)	72,924	50,067	56,960	63,151	70,107
淨利潤 (百萬元人民幣)	19,800	10,365	11,433	13,018	14,873
每股收益 (元人民幣)	1.71	0.86	0.94	1.07	1.23
每股收益變動 (%)	66.0	(49.9)	10.3	13.9	14.3
市盈率 (x)	8.77	17.52	15.88	13.95	12.21
市帳率 (%)	1.28	1.25	1.19	1.12	1.05
股息率 (%)	3.34	2.34	2.67	2.87	3.28
權益收益率 (%)	16.6	7.4	7.8	8.4	9.1
財務杠杆 (x)	3.3	3.2	3.5	3.6	3.7

資料來源：公司及招銀國際研究部預測

買入 (維持)

目標價	HK\$21.5
(此前目標價)	HK\$20.1
潛在升幅	+20.7%
當前股價	HK\$17.84

隋曉萌

電話：(852) 3761 8775

郵件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

文幹森, CFA

電話：(852) 3900 0853

郵件：samsonman@cmbi.com.hk

中國證券業

市值(百萬元)	256,705
3 月平均流通量 (百萬元)	534.10
52 周內股價高/低 (港元)	22.95/15.46
總股本 (百萬)	12,116.9

資料來源：彭博

股東結構 (H 股)

全國社會保障基金理事會	30.30%
The Bank of New York Mellon Corporation	12.47%
Citigroup Inc.	7.92%

資料來源：HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	4.5%	3.8%
3-月	16.7%	11.1%
6-月	1.7%	-8.0%

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

利潤表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2015	2016	2017	2018E	2019E
收入	69,384	45,273	48,185	53,937	60,433
佣金及手續費收入	34,253	25,775	22,665	25,787	29,024
利息收入	15,622	11,233	12,807	17,332	20,000
投資淨額收益	19,510	8,265	12,713	10,818	11,409
其他收入及收益	3,540	4,794	8,775	9,214	9,675
收入及其他收益總額	72,924	50,067	56,960	63,151	70,107
折舊及攤銷	(285)	(413)	(503)	(611)	(742)
僱員成本	(14,798)	(11,507)	(12,141)	(13,578)	(15,073)
佣金及手續費支出	(4,621)	(3,331)	(3,708)	(4,422)	(4,972)
利息支出	(12,831)	(8,885)	(10,402)	(12,714)	(14,005)
減值損失	(2,481)	(1,935)	(1,721)	(164)	(140)
營業稅金及附加	(2,768)	(797)	(256)	(253)	(280)
其他經營費用	(8,499)	(9,285)	(12,659)	(13,893)	(15,073)
支出總額	(46,282)	(36,153)	(41,390)	(45,635)	(50,285)
經營利潤	26,642	13,913	15,570	17,517	19,822
所占聯營企業和合營企業的業績	646	349	604	785	989
所得稅前利潤	27,287	14,263	16,174	18,302	20,811
所得稅費用	(6,927)	(3,281)	(4,196)	(4,713)	(5,338)
年度利潤	20,360	10,981	11,977	13,589	15,473
少數股東權益	(561)	(616)	(544)	(571)	(600)
淨利潤	19,800	10,365	11,433	13,018	14,873

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	2017	2018E	2019E
融資客戶墊款	75,523	65,021	73,983	80,638	90,321
金融投資	216,419	205,522	200,682	210,838	226,445
代客戶持有之現金	143,554	129,877	92,386	96,082	101,847
現金及銀行結余	68,907	36,713	34,303	44,074	50,075
其他	66,296	91,007	148,145	166,142	185,148
總流動資產	570,699	528,139	549,499	597,774	653,837
物業及設備	3,856	3,923	8,265	8,372	8,464
投資物業	71	68	872	880	889
金融投資	12,508	38,976	36,698	37,393	37,799
其他	28,974	26,332	30,241	30,884	31,513
總非流動資產	45,409	69,299	76,076	77,529	78,666
總資產	616,108	597,439	625,575	675,303	732,503
短期銀行貸款	4,722	3,479	5,991	7,489	8,463
短期應付融資款	12,848	21,346	33,538	44,270	54,452
代理買賣證券款	150,457	134,398	99,855	100,886	106,939
拆入資金	18,033	19,550	9,835	8,852	9,117
其他	214,154	193,170	240,475	263,585	288,422
總流動負債	400,213	371,943	389,694	425,082	467,393
長期債券	67,836	69,752	77,642	83,853	89,723
長期銀行借款	2,345	1,114	1,085	1,063	1,074
其他	3,977	8,840	4,011	2,907	1,645
總非流動負債	74,158	79,707	82,738	87,823	92,442
總負債	474,371	451,650	472,432	512,905	559,835
股東總權益	139,138	142,696	149,799	158,804	168,804
少數股東權益	2,599	3,093	3,344	3,594	3,864
總權益	141,737	145,789	153,143	162,398	172,667

來源：公司及招銀國際研究部預測

現金流量表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2015	2016	2017	2018E	2019E
經營活動					
稅前利潤	27,287	14,263	16,174	18,302	20,811
折舊及分攤	685	892	1,000	999	1,138
營運資本變動	19,332	(45,534)	(77,988)	(11,401)	(13,826)
稅務開支	(6,398)	(5,709)	(3,895)	(4,241)	(4,804)
其他	(1,373)	374	(1,994)	13,623	10,597
經營活動所得現金淨額	39,533	(35,715)	(66,703)	17,281	13,917
投資活動					
資本開支	(4,288)	(574)	(392)	(713)	(815)
投資變動	(35,462)	7,833	26,233	3,390	3,052
金融資產利息收入	1,362	2,680	2,432	2,032	2,065
其他	477	(1)	0	0	0
投資活動所得現金淨額	(37,910)	9,938	28,273	4,710	4,302
融資活動					
股票發行	21,472	0	0	0	0
銀行貸款變動	19,736	2,879	48,910	1,903	1,194
股息	(7,970)	(10,833)	(8,494)	(11,906)	(12,968)
其他	(5,928)	(44)	(2,930)	(45)	(12)
融資活動所得現金淨額	27,309	(7,999)	37,485	(10,048)	(11,786)
現金增加淨額	28,932	(33,776)	(945)	11,943	6,433
年初現金及現金等价物	35,569	65,671	33,230	30,939	40,882
外匯差額	1,170	1,336	(1,347)	(2,000)	(1,000)
年末現金及現金等价物	65,671	33,230	30,939	40,882	46,314

來源：公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結：12月31日	2015	2016	2017	2018E	2019E
收入及其他收益總額					
佣金及手續費收入	47.0%	51.5%	39.8%	40.8%	41.4%
利息收入	21.4%	22.4%	22.5%	27.4%	28.5%
投資淨額收益	26.8%	16.5%	22.3%	17.1%	16.3%
其他收入及收益	4.9%	9.6%	15.4%	14.6%	13.8%
總額	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增長					
收入增長	87.7%	-34.8%	6.4%	11.9%	12.0%
收入及其他收益增長	84.5%	-31.3%	13.8%	10.9%	11.0%
營業收入增長	80.1%	-47.8%	11.9%	12.5%	13.2%
淨利潤增長	74.6%	-47.7%	10.3%	13.9%	14.3%
資產負債比率					
流動比率	142.6%	142.0%	141.0%	140.6%	139.9%
總負債 / 權益	76.0%	80.8%	85.5%	91.6%	96.5%
淨負債 / 權益	26.5%	55.0%	62.6%	63.9%	66.8%
回報率					
資本回報率	16.6%	7.36%	7.82%	8.44%	9.08%
資產回報率	3.6%	1.71%	1.87%	2.00%	2.11%
每股數據					
每股利潤（元人民幣）	1.71	0.86	0.94	1.07	1.23
每股股息（元人民幣）	0.50	0.35	0.40	0.43	0.49
每股賬面值（元人民幣）	11.70	12.03	12.64	13.40	14.25

來源：公司及招銀國際研究部預測

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

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&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。報告所載資料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，並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，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)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。