

中信证券 (6030 HK, HK\$16.54, 目标价: HK\$17.8, 持有) — 伴随资源的不断整合, 预测公司未来表现维持稳健

- ❖ **业绩表现符合预期。**2016 年, 中信证券录得总收入及其他收入总计人民币 501 亿元, 净利润达到人民币 104 亿元, 分别按年下跌 31.1% 及 47.7%, 跌幅与我们的预测相若。收入的下降主要受投资收益拖累。期内, 投资收益按年下跌 57.6%, 其中为交易而持有的金融资产录得净损失人民币 15.4 亿元。除此之外, 营业费用持续高企, 成本收入比按年上升 8.7 个百分点, 至 72.2%, 同样为盈利能力带来压力。
- ❖ **预计今年投行业务的增长将会放缓。**2016 年, 中信证券在股权融资市场以人民币 2,408 亿元的主承销额拔得头筹, 其中 IPO 主承销额及再融资主承销额分别达到人民币 119 亿元及人民币 2,289 亿元。然而, 股权融资市场正在发生新的变化, IPO 进程加速, 再融资严格规管, 我们预计公司今年的股权融资主承销金额增速将放缓至 12.8%, 按年下降 23.1 个百分点。此外, 2016 年, 公司的债券及结构融资产品主承销金额按年轻微下跌 1.6%。由于政府着力推行“去杠杆”, 我们认为 2017 年债券融资市场潜力有限。我们相信今年中信证券在投资银行业务的领先地位将得以保持, 但业务总体缺乏增长动力。我们预计, 公司投行业务收入的增速将由 2016 年的 18.9%, 放缓至 2017 年的 4.1%, 收入总额达到人民币 57 亿元, 占公司总收入比下降至 9.8%。
- ❖ **多元化业务模式, 在市场低迷期提供更强抵御能力。**中信证券的业务模式不断优化, 2016 年, 经纪业务仅占总收入的 31.0%。受惠于市场气氛转好, 我们预计证券交易业务对总收入的贡献将由 2016 年的 25.5%, 提升至 2017 年的 32.6%。随着市场的逐步开放与发展, 我们认为, 较为均衡的业务架构让公司更具防守性与竞争力, 尤其是在市场低迷时期。
- ❖ **伴随着资源的不断整合, 预计公司未来将维持稳定的财务表现。**展望未来, 我们认为公司将持续保持在中国证券行业的领先地位。然而, 伴随着监管政策的不断完善, 我们认为“稳定”将会是未来几年市场的重要基调。在业务结构持续多元化的大背景下, 结合市场趋势, 我们认为公司将保持较为稳定的增长, 同时预测总收入将从 2017 年的人民币 579 亿元增长至 2019 年的 778 亿元, 年复合增长率为 16.8%。除此之外, 中信证券国际和中信里昂业务的持续整合也将是公司另外一个发展重点。
- ❖ **目标价港币 17.8 元。**我们将公司 2017 年及 2018 年的纯利预测, 分别下调 3.3% 和上调 0.03%, 至人民币 145.1 亿元以及人民币 179.2 亿元。公司目前的股价相当于 2017 年预测市帐率的 1.14 倍。我们的目标价为港币 17.8 元, 相当于 2017 年预测市帐率的 1.23 倍, 同时也是香港上市同业的平均市帐率加上一个标准差, 这主要是基于公司多项主要业务分别处在市场的领先地位。维持持有评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额 (百万人民币)	72,924	50,067	57,913	67,523	77,783
净利润 (百万人民币)	19,800	10,365	14,514	17,920	20,587
每股收益 (人民币)	1.71	0.86	1.20	1.48	1.70
每股收益变动 (%)	65.97	(49.92)	40.02	23.47	14.88
市盈率(x)	8.59	17.16	12.26	9.93	8.64
市帐率(x)	1.25	1.22	1.14	1.04	0.95
股息率 (%)	3.41	2.38	2.45	2.72	2.72
权益收益率 (%)	16.6	7.4	9.8	11.2	11.8
净财务杠杆率 (%)	26.5	55.0	42.8	32.6	23.8

来源: 公司及招银国际研究部

张淳鑫

(852) 3900 0836

zhangchunxin@cmbi.com.hk

隋晓萌

(852) 3761 8775

suixiaomeng@cmbi.com.hk

中信证券(6030 HK)

评级	持有
收市价	HK\$16.54
目标价	HK\$17.8
市值 (港币百万)	215,936
过去 3 月平均交易 (港币百万)	159.46
52 周高/低 (港币)	19.4/15.14
发行股数 (百万)	12,117
主要股东 (港股) 全国社保基金 (58.6%)	

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-2.2%	-3.7%
3 月	7.5%	-4.7%
6 月	-3.5%	-5.7%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

利润表

年结：12月31日（百万人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入	69,384	45,273	53,071	62,439	72,444
佣金及手续费收入	34,253	25,775	28,892	32,949	38,088
利息收入	15,622	11,233	12,496	14,387	16,667
投资净额收益	19,510	8,265	11,683	15,103	17,689
其他收入及收益	3,540	4,794	4,842	5,084	5,338
收入及其他收益总额	72,924	50,067	57,913	67,523	77,783
折旧及摊销	(285)	(413)	(516)	(619)	(743)
雇员成本	(14,798)	(11,507)	(13,320)	(15,530)	(17,890)
佣金及手续费支出	(4,621)	(3,331)	(2,940)	(3,391)	(3,968)
利息支出	(12,831)	(8,885)	(11,940)	(13,028)	(14,434)
减值损失	(2,481)	(1,935)	(2,103)	(2,260)	(3,072)
营业税金及附加	(2,768)	(797)	(579)	(675)	(778)
其他经营费用	(8,499)	(9,285)	(6,950)	(7,968)	(9,334)
支出总额	(46,282)	(36,153)	(38,348)	(43,472)	(50,219)
经营利润	26,642	13,913	19,565	24,051	27,563
所占联营企业和合营企业的业绩	646	349	384	427	478
所得税前利润	27,287	14,263	19,949	24,478	28,041
所得税费用	(6,927)	(3,281)	(4,788)	(5,875)	(6,730)
年度利润	20,360	10,981	15,162	18,603	21,311
少数股东权益	(561)	(616)	(648)	(684)	(725)
净利润	19,800	10,365	14,514	17,920	20,587

来源：公司及招银国际研究部

资产负债表

年结：12月31日（百万人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
融资客户垫款	75,523	65,021	74,291	85,459	92,303
金融投资	216,419	205,522	197,095	192,550	195,317
代客户持有之现金	143,554	129,877	149,358	171,762	188,938
现金及银行结余	68,907	36,713	55,129	69,559	84,129
其他	66,296	91,007	73,269	75,650	78,151
总流动资产	570,699	528,139	549,142	594,979	638,838
物业及设备	3,856	3,923	3,974	4,026	4,078
投资物业	71	68	68	69	69
金融投资	12,508	38,976	20,282	22,500	24,237
其他	28,974	26,332	26,510	26,829	27,199
总非流动资产	45,409	69,299	50,834	53,424	55,583
总资产	616,108	597,439	599,976	648,403	694,420
短期银行贷款	4,722	3,479	3,827	3,866	3,904
短期应付融资款	12,848	21,346	23,481	23,950	24,429
代理买卖证券款	150,457	134,398	153,839	176,915	194,606
拆入资金	18,033	19,550	21,701	23,871	26,258
其他	214,154	193,170	160,169	167,178	174,798
总流动负债	400,213	371,943	363,016	395,779	423,996
长期债券	67,836	69,752	70,450	71,154	71,866
长期银行借款	2,345	1,114	1,170	1,228	1,327
其他	3,977	8,840	8,929	9,042	9,214
总非流动负债	74,158	79,707	80,548	81,425	82,406
总负债	474,371	451,650	443,565	477,204	506,402
股东总权益	139,138	142,696	153,009	167,117	183,119
少数股东权益	2,599	3,093	3,402	4,082	4,899
总权益	141,737	145,789	156,411	171,199	188,018

来源：公司及招银国际研究部

现金流量表

年结：12月31日（百万人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动					
税前利润	27,287	14,263	19,949	24,478	28,041
折旧及分摊	685	892	935	1,094	1,285
营运资本变动	19,332	(45,534)	10,365	22,407	28,516
税务开支	(6,398)	(5,709)	(4,309)	(5,287)	(6,057)
其他	(1,373)	374	29,855	14,189	11,438
经营活动所得现金净额	39,533	(35,715)	56,795	56,881	63,224
投资活动					
资本开支	(4,288)	(574)	(625)	(713)	(815)
投资变动	(35,462)	7,833	2,737	5,042	3,904
金融资产利息收入	1,362	2,680	3,479	4,225	4,647
其他	477	(1)	5	5	5
投资活动所得现金净额	(37,910)	9,938	5,597	8,560	7,740
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)	(41,960)	(46,344)
股息	(7,970)	(10,833)	(9,792)	(10,120)	(11,596)
其他	(5,928)	(44)	(31)	(45)	(12)
融资活动所得现金净额	27,309	(7,999)	(45,609)	(52,125)	(57,952)
现金增加净额	28,932	(33,776)	16,782	13,315	13,012
年初现金及现金等价物	35,569	65,671	33,231	51,268	65,898
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	51,268	65,898	80,368

来源：公司及招银国际研究部

主要比率

年结：12月31日（百万人民币）	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%	49.9%	48.8%	49.0%
利息收入	21.4%	22.4%	21.6%	21.3%	21.4%
投资净额收益	26.8%	16.5%	20.2%	22.4%	22.7%
其他收入及收益	4.9%	9.6%	8.4%	7.5%	6.9%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
收入增长	87.7%	-34.8%	17.2%	17.7%	16.0%
收入及其他收益增长	84.5%	-31.3%	15.7%	16.6%	15.2%
营业收入增长	80.1%	-47.8%	40.6%	22.9%	14.6%
净利润增长	74.6%	-47.7%	40.0%	23.5%	14.9%
资产负债比率					
流动比率(x)	142.6%	142.0%	151.3%	150.3%	150.7%
总负债/权益比率	76.0%	80.8%	78.8%	74.2%	69.8%
净负债/权益比率	26.5%	55.0%	42.8%	32.6%	23.8%
回报率					
资本回报率	16.6%	7.4%	9.8%	11.2%	11.8%
资产回报率	3.6%	1.7%	2.4%	2.9%	3.1%
每股数据					
每股利润（人民币元）	1.71	0.86	1.20	1.48	1.70
每股股息（人民币元）	0.50	0.35	0.36	0.40	0.40
每股账面值（人民币元）	11.70	12.03	12.91	14.13	15.52

来源：公司及招银国际研究部

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做出投资决定。

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做出任何担保。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风险。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，且不承诺做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。