


中信證券 (6030 HK)
2018年上半年業績快報符合預期；維持買入

- ❖ **2018年上半年純利按年增長13.4%**。中信證券昨晚公布2018年上半年業績快報，純利按年增長13.4%，至56億元人民幣。中國會計準則下，經營收入及經營利潤分別按年增長6.9%及4.8%，至200億元人民幣及73億元人民幣。純利占我們的及一致預期的全年預測43%/44%，表現大致符合市場預期。A+H股上市國內券商前六個月財務數據顯示，各家上半年純利分別倒退10%~50%不等。在經營環境不利、行業純利預期全面倒退的情況下，中信證券取得了明顯優於行業的中期業績，印證了我們此前的觀點，即行業集中度將不斷提升，作為龍頭的中信證券領先優勢將得到不斷鞏固。
- ❖ **主要業務行業領先地位持續鞏固**。2018年上半年券商經營環境較為不利：市場日均成交按年持平，主要股指向下，監管持續趨嚴，外部環境不確定性增加。但中信證券仍在各項主要業務中保持了其龍頭地位。根據Wind最新數據，公司2018年一季度股基成交市占率按年提升0.3個百分點至5.9%，列行業第二位。儘管股權融資市場受監管影響較為低迷，但中信證券依然保持了在股權和債券承銷金額上的行業頭名，市占率分別達到12.8%及13.0%。此外，行業資管業務在資管新規落地之後持續向主動管理轉型，至今年3月末，資管規模仍有小幅縮減。中信證券繼續保持全行業最高的月均主動管理規模及總管理規模。業務的多元化及轉型的領先位置令中信證券能夠減少受到股市波動帶來的負面衝擊，取得較同業更為優秀的業績。在CDR發行（如市況允許，能順利推進）及資管業務逐步趨穩的情況下，我們認為這些業務將為公司2018年下半年的表現帶來支持。
- ❖ **創新業務傾向行業龍頭，拓寬發展機遇**。今年以來證券行業監管依然沒有鬆動，但在創新業務上監管明顯傾向於優質的行業龍頭，相信一方面是出於防範金融系統風險的目的，另一方面也是在金融業加速開放的背景下，培育更具備競爭力的本土券商。譬如CDR業務明顯利好具備海外經營經驗、具有優質客戶群體及投行業務實力雄厚的券商。而場外期權新規對參與者進行了分級，限定了市場參與者，目前僅有兩家一級交易商，其中包括中信證券。龍頭券商自身實力與政策紅利相結合，將加速龍頭券商的轉型進程，在具備發展潛力的機構業務、海外業務及轉型中的資管、投行業務上進一步與其他同業拉開距離，加大行業分化。我們重申看好行業龍頭的看法。
- ❖ **維持買入評級**。近期的大幅調整已經令中信證券的市帳率跌至接近五年低位，目前股價相當於2018年預測市帳率1.0倍。基於對部分市場假設的下調，我們將中信證券2018年及2019年的淨利潤預測分別下調4.7%及6.8%，至124.0億元及138.6億元人民幣。我們給予中信證券的最新目標價為19.2港元，相當於2018年預測市帳率1.25倍，也是可比同業2018年的平均預測市帳率加兩個標準差。最新目標價主要反映公司在行業中不斷鞏固的龍頭地位、近期市場對板塊偏好的改變以及我們對港元兌人民幣的匯率假設。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	61,306	66,770
淨利潤(百萬元人民幣)	19,800	10,365	11,433	12,403	13,861
每股收益(元人民幣)	1.71	0.86	0.94	1.02	1.14
每股收益變動(%)	66.0	(49.9)	10.3	8.5	11.8
市盈率(x)	7.8	15.5	14.1	13.0	11.6
市帳率(%)	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
股息率(%)	3.8	2.6	3.0	3.1	3.4
權益收益率(%)	16.6	7.4	7.8	8.1	8.6
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\$19.2
(此前目標價)	HK\$21.5)
潛在升幅	+24.4%
當前股價	HK\$15.44

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(百萬元港元)	227,187
3月平均流通量 (百萬元港元)	317.26
52周內股價高/低 (港元)	22.95/14.44
總股本(百萬元)	12,116.9

資料來源：彭博

股東結構 (H股)

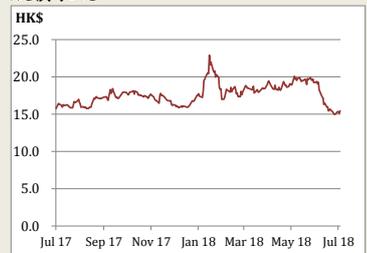
The Bank of New York Mellon Corporation	12.47%
Citigroup Inc.	8.62%
GIC Private Limited	7.03%

資料來源：HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-20.3%	-13.0%
3-月	-18.7%	-12.0%
6-月	-11.6%	-3.4%

資料來源：彭博

股價表現


資料來源：彭博

審計師：羅兵鹹永道

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	52,092	57,095
佣金及手續費收入	34,253	25,775	22,665	25,263	27,928
利息收入	15,622	11,233	12,807	15,720	16,858
投資淨額收益	19,510	8,265	12,713	11,108	12,309
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	61,306	66,770
折舊及攤銷	(285)	(413)	(503)	(611)	(742)
雇員成本	(14,798)	(11,507)	(12,141)	(13,181)	(14,356)
佣金及手續費支出	(4,621)	(3,331)	(3,708)	(4,305)	(4,737)
利息支出	(12,831)	(8,885)	(10,402)	(12,586)	(13,679)
減值損失	(2,481)	(1,935)	(1,721)	(203)	(174)
營業稅金及附加	(2,768)	(797)	(256)	(245)	(267)
其他經營費用	(8,499)	(9,285)	(12,659)	(13,487)	(14,356)
支出總額	(46,282)	(36,153)	(41,390)	(44,618)	(48,310)
經營利潤	26,642	13,913	15,570	16,688	18,460
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	17,473	19,450
所得稅費用	(6,927)	(3,281)	(4,196)	(4,499)	(4,989)
年度利潤	20,360	10,981	11,977	12,974	14,461
少數股東權益	(561)	(616)	(544)	(571)	(600)
淨利潤	19,800	10,365	11,433	12,403	13,861

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	76,141	80,665
金融投資	216,419	205,522	200,682	224,258	251,182
代客戶持有之現金	143,554	129,877	92,386	96,082	100,886
現金及銀行結餘	68,907	36,713	34,303	37,398	38,041
其他	66,296	91,007	148,145	154,869	164,064
總流動資產	570,699	528,139	549,499	588,748	634,837
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	39,699	42,734
其他	28,974	26,332	30,241	30,884	31,625
總非流動資產	45,409	69,299	76,076	79,835	83,712
總資產	616,108	597,439	625,575	668,583	718,550
短期銀行貸款	4,722	3,479	5,991	7,489	8,538
短期應付融資款	12,848	21,346	33,538	44,270	53,124
代理買賣證券款	150,457	134,398	99,855	100,886	105,930
拆入資金	18,033	19,550	9,835	8,852	8,852
其他	214,154	193,170	240,475	259,949	281,368
總流動負債	400,213	371,943	389,694	421,446	457,811
長期債券	67,836	69,752	77,642	83,542	88,890
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	1,611
總非流動負債	74,158	79,707	82,738	87,513	91,575
總負債	474,371	451,650	472,432	508,958	549,387
股東總權益	139,138	142,696	149,799	156,042	165,328
少數股東權益	2,599	3,093	3,344	3,583	3,834
總權益	141,737	145,789	153,143	159,625	169,163

來源：公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年结：12月31日	2015	2016	2017	2018E	2019E
收入及其他收益总额					
佣金及手续费收入	47.0%	51.5%	39.8%	41.2%	41.8%
利息收入	21.4%	22.4%	22.5%	25.6%	25.2%
投资净额收益	26.8%	16.5%	22.3%	18.1%	18.4%
其他收入及收益	4.9%	9.6%	15.4%	15.0%	14.5%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
收入增长	87.7%	-34.8%	6.4%	8.1%	9.6%
收入及其他收益增长	84.5%	-31.3%	13.8%	7.6%	8.9%
营业收入增长	80.1%	-47.8%	11.9%	7.2%	10.6%
净利润增长	74.6%	-47.7%	10.3%	8.5%	11.8%
资产负债比率					
流动比率	142.6%	142.0%	141.0%	139.7%	138.7%
总负债/权益	76.0%	80.8%	85.5%	93.1%	97.1%
净负债/权益	26.5%	55.0%	62.6%	69.1%	74.1%
回报率					
资本回报率	16.6%	7.36%	7.82%	8.11%	8.63%
资产回报率	3.6%	1.71%	1.87%	1.92%	2.00%
每股数据					
每股利润(元人民币)	1.71	0.86	0.94	1.02	1.14
每股股息(元人民币)	0.50	0.35	0.40	0.41	0.46
每股账面值(元人民币)	11.70	12.03	12.64	13.17	13.96

来源：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。