


**中信证券 (6030 HK)**
**2018年上半年业绩快报符合预期；维持买入**
**入**

- ❖ **2018年上半年纯利按年增长13.4%**。中信证券昨晚公布2018年上半年业绩快报，纯利按年增长13.4%，至56亿元人民币。中国会计准则下，经营收入及经营利润分别按年增长6.9%及4.8%，至200亿元人民币及73亿元人民币。纯利占我们的及一致预期的全年预测43%/44%，表现大致符合市场预期。A+H股上市国内券商前六个月财务数据显示，各家上半年纯利分别倒退10%~50%不等。在经营环境不利、行业纯利预期全面倒退的情况下，中信证券取得了明显优于行业的中期业绩，印证了我们此前的观点，即行业集中度将不断提升，作为龙头的中信证券领先优势将得到不断巩固。
- ❖ **主要业务行业领先地位持续巩固**。2018年上半年券商经营环境较为不利：市场日均成交按年持平，主要股指向下，监管持续趋严，外部环境不确定性增加。但中信证券仍在各项主要业务中保持了其龙头地位。根据Wind最新数据，公司2018年一季度股基成交市场占有率按年提升0.3个百分点至5.9%，列行业第二位。尽管股权融资市场受监管影响较为低迷，但中信证券依然保持了在股权和债券承销金额上的行业头名，市场占有率分别达到12.8%及13.0%。此外，行业资管业务在资管新规落地之后持续向主动管理转型，至今年3月末，资管规模仍有小幅缩减。中信证券继续保持全行业最高的月均主动管理规模及总管理规模。业务的多元化及转型的领先地位令中信证券能够减少受到股市波动带来的负面冲击，取得较同业更为优秀的业绩。在CDR发行（如市况允许，能顺利推进）及资管业务逐步趋稳的情况下，我们认为这些业务将为公司2018年下半年的表现带来支持。
- ❖ **创新业务倾向行业龙头，拓宽发展机遇**。今年以来证券行业监管依然没有松动，但在创新业务上监管明显倾向于优质的行业龙头，相信一方面是出于防范金融系统风险的目的，另一方面也是在金融业加速开放的背景下，培育更具竞争力的本土券商。譬如CDR业务明显利好具备海外经营经验、具有优质客户群体及投行业务实力雄厚的券商。而场外期权新规对参与者进行了分级，限定了市场参与者，目前仅有两家一级交易商，其中包括中信证券。龙头券商自身实力与政策红利相结合，将加速龙头券商的转型进程，在具备发展潜力的机构业务、海外业务及转型中的资管、投行业务上进一步与其他同业拉开距离，加大行业分化。我们重申看好行业龙头的看法。
- ❖ **维持买入评级**。近期的大幅调整已经令中信证券的市帐率跌至接近五年低位，目前股价相当于2018年预测市帐率1.0倍。基于对部分市场假设的下调，我们将中信证券2018年及2019年的净利润预测分别下调4.7%及6.8%，至124.0亿元及138.6亿元人民币。我们给予中信证券的最新目标价为19.2港元，相当于2018年预测市帐率1.25倍，也是可比同业2018年的平均预测市帐率加两个标准差。最新目标价主要反映公司在行业中不断巩固的龙头地位、近期市场对板块偏好的改变以及我们对港元兑人民币的汇率假设。维持买入评级。

**财务资料**

| (截至12月31日)   | FY15A  | FY16A  | FY17A  | FY18E  | FY19E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元人民币) | 72,924 | 50,067 | 56,960 | 61,306 | 66,770 |
| 净利润(百万元人民币)  | 19,800 | 10,365 | 11,433 | 12,403 | 13,861 |
| 每股收益(元人民币)   | 1.71   | 0.86   | 0.94   | 1.02   | 1.14   |
| 每股收益变动(%)    | 66.0   | (49.9) | 10.3   | 8.5    | 11.8   |
| 市盈率(x)       | 7.8    | 15.5   | 14.1   | 13.0   | 11.6   |
| 市帐率(%)       | 1.1    | 1.1    | 1.1    | 1.0    | 1.0    |
| 股息率(%)       | 3.8    | 2.6    | 3.0    | 3.1    | 3.4    |
| 权益收益率(%)     | 16.6   | 7.4    | 7.8    | 8.1    | 8.6    |
| 财务杠杆(x)      | 3.3    | 3.2    | 3.5    | 3.6    | 3.7    |

**买入 (维持)**

|         |           |
|---------|-----------|
| 目标价     | HK\$19.2  |
| (此前目标价) | HK\$21.5  |
| 潜在升幅    | +24.4%    |
| 当前股价    | HK\$15.44 |

**隋晓萌**

电话: (852) 3761 8775

 邮件: [suixiaomeng@cmbi.com.hk](mailto:suixiaomeng@cmbi.com.hk)
**文千森, CFA**

电话: (852) 3900 0853

 邮件: [samsonman@cmbi.com.hk](mailto:samsonman@cmbi.com.hk)
**中国证券业**

|                   |             |
|-------------------|-------------|
| 市值(百万港元)          | 227,187     |
| 3月平均流通股<br>(百万港元) | 317.26      |
| 52周内股价高/低<br>(港元) | 22.95/14.44 |
| 总股本(百万)           | 12,116.9    |

资料来源: 彭博

**股东结构 (H股)**

|  |        |
|--|--------|
| The Bank of New York<br>Mellon Corporation | 12.47% |
| Citigroup Inc.                             | 8.62%  |
| GIC Private Limited                        | 7.03%  |

资料来源: HKEx

**股价表现**

|     | 绝对回报   | 相对回报   |
|-----|--------|--------|
| 1-月 | -20.3% | -13.0% |
| 3-月 | -18.7% | -12.0% |
| 6-月 | -11.6% | -3.4%  |

资料来源: 彭博

**股价表现**


资料来源: 彭博

审计师: 罗兵咸永道

 公司网站: [www.cs.ecitic.com](http://www.cs.ecitic.com)

资料来源：公司及招银国际研究部预测

**利润表**

| 年结：12月31日（百万元人民币） | 2015            | 2016            | 2017            | 2018E           | 2019E           |
|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>收入</b>         | <b>69,384</b>   | <b>45,273</b>   | <b>48,185</b>   | <b>52,092</b>   | <b>57,095</b>   |
| 佣金及手续费收入          | 34,253          | 25,775          | 22,665          | 25,263          | 27,928          |
| 利息收入              | 15,622          | 11,233          | 12,807          | 15,720          | 16,858          |
| 投资净额收益            | 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           |
| <b>收入及其他收益总额</b>  | <b>72,924</b>   | <b>50,067</b>   | <b>56,960</b>   | <b>61,306</b>   | <b>66,770</b>   |
| 折旧及摊销             | (285)           | (413)           | (503)           | (611)           | (742)           |
| 雇员成本              | (14,798)        | (11,507)        | (12,141)        | (13,181)        | (14,356)        |
| 佣金及手续费支出          | (4,621)         | (3,331)         | (3,708)         | (4,305)         | (4,737)         |
| 利息支出              | (12,831)        | (8,885)         | (10,402)        | (12,586)        | (13,679)        |
| 减值损失              | (2,481)         | (1,935)         | (1,721)         | (203)           | (174)           |
| 营业税金及附加           | (2,768)         | (797)           | (256)           | (245)           | (267)           |
| 其他经营费用            | (8,499)         | (9,285)         | (12,659)        | (13,487)        | (14,356)        |
| <b>支出总额</b>       | <b>(46,282)</b> | <b>(36,153)</b> | <b>(41,390)</b> | <b>(44,618)</b> | <b>(48,310)</b> |
| <b>经营利润</b>       | <b>26,642</b>   | <b>13,913</b>   | <b>15,570</b>   | <b>16,688</b>   | <b>18,460</b>   |
| 所占联营企业和合营企业的业绩    | 646             | 349             | 604             | 785             | 989             |
| <b>所得税前利润</b>     | <b>27,287</b>   | <b>14,263</b>   | <b>16,174</b>   | <b>17,473</b>   | <b>19,450</b>   |
| 所得税费用             | (6,927)         | (3,281)         | (4,196)         | (4,499)         | (4,989)         |
| <b>年度利润</b>       | <b>20,360</b>   | <b>10,981</b>   | <b>11,977</b>   | <b>12,974</b>   | <b>14,461</b>   |
| 少数股东权益            | (561)           | (616)           | (544)           | (571)           | (600)           |
| <b>净利润</b>        | <b>19,800</b>   | <b>10,365</b>   | <b>11,433</b>   | <b>12,403</b>   | <b>13,861</b>   |

来源：公司及招银国际研究部预测

**资产负债表**

| 年结：12月31日（百万元人民币） | 2015           | 2016           | 2017           | 2018E          | 2019E          |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 融资客户垫款            | 75,523         | 65,021         | 73,983         | 76,141         | 80,665         |
| 金融投资              | 216,419        | 205,522        | 200,682        | 224,258        | 251,182        |
| 代客户持有之现金          | 143,554        | 129,877        | 92,386         | 96,082         | 100,886        |
| 现金及银行结余           | 68,907         | 36,713         | 34,303         | 37,398         | 38,041         |
| 其他                | 66,296         | 91,007         | 148,145        | 154,869        | 164,064        |
| <b>总流动资产</b>      | <b>570,699</b> | <b>528,139</b> | <b>549,499</b> | <b>588,748</b> | <b>634,837</b> |
| 物业及设备             | 3,856          | 3,923          | 8,265          | 8,372          | 8,464          |
| 投资物业              | 71             | 68             | 872            | 880            | 889            |
| 金融投资              | 12,508         | 38,976         | 36,698         | 39,699         | 42,734         |
| 其他                | 28,974         | 26,332         | 30,241         | 30,884         | 31,625         |
| <b>总非流动资产</b>     | <b>45,409</b>  | <b>69,299</b>  | <b>76,076</b>  | <b>79,835</b>  | <b>83,712</b>  |
| <b>总资产</b>        | <b>616,108</b> | <b>597,439</b> | <b>625,575</b> | <b>668,583</b> | <b>718,550</b> |
| 短期银行贷款            | 4,722          | 3,479          | 5,991          | 7,489          | 8,538          |
| 短期应付融资款           | 12,848         | 21,346         | 33,538         | 44,270         | 53,124         |
| 代理买卖证券款           | 150,457        | 134,398        | 99,855         | 100,886        | 105,930        |
| 拆入资金              | 18,033         | 19,550         | 9,835          | 8,852          | 8,852          |
| 其他                | 214,154        | 193,170        | 240,475        | 259,949        | 281,368        |
| <b>总流动负债</b>      | <b>400,213</b> | <b>371,943</b> | <b>389,694</b> | <b>421,446</b> | <b>457,811</b> |
| 长期债券              | 67,836         | 69,752         | 77,642         | 83,542         | 88,890         |
| 长期银行借款            | 2,345          | 1,114          | 1,085          | 1,063          | 1,074          |
| 其他                | 3,977          | 8,840          | 4,011          | 2,907          | 1,611          |
| <b>总非流动负债</b>     | <b>74,158</b>  | <b>79,707</b>  | <b>82,738</b>  | <b>87,513</b>  | <b>91,575</b>  |
| <b>总负债</b>        | <b>474,371</b> | <b>451,650</b> | <b>472,432</b> | <b>508,958</b> | <b>549,387</b> |
| <b>股东总权益</b>      | <b>139,138</b> | <b>142,696</b> | <b>149,799</b> | <b>156,042</b> | <b>165,328</b> |
| 少数股东权益            | 2,599          | 3,093          | 3,344          | 3,583          | 3,834          |
| <b>总权益</b>        | <b>141,737</b> | <b>145,789</b> | <b>153,143</b> | <b>159,625</b> | <b>169,163</b> |

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          | 2017          | 2018E         | 2019E         |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>收入及其他收益总额</b> |               |               |               |               |               |
| 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%         |
| <b>总额</b>        | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> |
| <b>增长</b>        |               |               |               |               |               |
| 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%         |
| <b>资产负债比率</b>    |               |               |               |               |               |
| 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%         |
| <b>回报率</b>       |               |               |               |               |               |
| 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%         |
| <b>每股数据</b>      |               |               |               |               |               |
| 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: 香港中环花园道3号冠君大厦45及46楼 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。