

中国国际金融股份有限公司 (3908 HK, HK\$9.85, 目标价: HK\$12.3, 买入) —

领先的投行业务带动各项业务均衡发展

- ❖ **中国第一家中外合资的投资银行。**中国国际金融股份有限公司(“中金公司”)是1995年7月成立的中国第一家中外合资的投资银行。1997年,中金公司在香港开设了其第一家海外分支机构,同年中金公司也作为第一家中资背景的投资银行在香港市场参与股票承销业务。目前,中金公司的海外分支机构分别布局在4个主要的国际金融中心,包括香港、纽约、伦敦和新加坡。在2013年、2014年以及2015上半年,海外业务收入占收入及其他收益总额分别达到24.1%、27.9%以及19.4%。
- ❖ **各项业务均衡发展。**中金公司的业务主要包括5个板块,分别是投资银行业务、股票销售及交易业务、固定收益业务、财富管理业务以及投资管理业务。在2015上半年,5大业务板块分别贡献了收入和其他收益总额的20.4%、30.4%、20.4%、18.4%以及9.2%。相比较其他中国的大型券商,我们认为中金公司未来的竞争力将会变得更强,这主要是由于其各项业务的均衡发展、高质量的客户群体以及国际化的业务布局。
- ❖ **预测2016年以及2017年净利润增速将会逐渐放缓。**我们预测中金公司2015年的收入及其他收益总额以及净利润增长分别为55.1%和77.4%,达到人民币95.4亿元和人民币19.9亿元。我们同时预测2016年以及2017年的中金公司收入及其他收益总额的增速将会分别放缓至25.1%和21.9%。增速放缓的原因这主要是由于2015年的基数较高,同时我们也预测2016年A股市场以及港股市场的每日平均成交额也将减少。
- ❖ **首次覆盖给与买入评级。**我们预计中金公司2015-17年的净利润将分别达到人民币19.9亿元、人民币29.9亿元和人民币40.0亿元,同期的年复合增长率为41.9%。我们首次覆盖给与中金公司的目标价为港币12.3元,目标价是根据2016年预测市账率的1.3倍,同时也是同业2016年预测市账率的平均值加上一个标准差。**首次覆盖给与买入评级。**

财务资料

(截至12月31日)	FY13	FY14	FY15E	FY16E	FY17E
营业额(百万元人民币)	4,065	6,156	9,543	11,934	14,546
净利润(百万元人民币)	370	1,118	1,985	2,986	3,997
每股收益(人民币)	0.22	0.67	0.86	1.29	1.73
每股收益变动(%)	20.27	202.19	28.27	50.45	33.87
市盈率(x)	37.7	12.5	9.7	6.5	4.8
市帐率(x)	2.0	1.7	1.2	1.0	0.9
股息率(%)	0.0	0.0	2.9	3.5	4.1
权益收益率(%)	5.5	15.1	16.3	17.1	19.9
净财务杠杆率(%)	35.5	37.8	净现金	净现金	净现金

来源: 公司、招银国际证券预测

中金公司(3908 HK)

评级	买入
收市价	HK\$9.85
目标价	HK\$12.3
市值(港币百万)	22,721
过去3月平均交易(港币百万)	不适用
52周高/低(港币)	13.0/9.63
发行股数(百万)	2,306.7
主要股东	GIC Private Limited (18.0%)

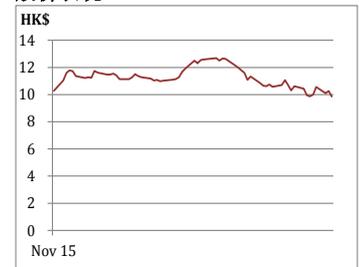
来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1月	-34.2%	-23.7%
3月	不适用	不适用
6月	不适用	不适用

来源: 彭博

股价表现



来源: 彭博

利润表

年结：12月31日（百万人民币）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入	4,027	6,128	9,508	11,893	14,507
佣金及手续费收入	2,994	4,152	5,992	6,075	7,588
利息收入	325	450	748	911	1,202
投资净额收益	707	1,527	2,767	4,907	5,717
其他收入及收益	38	27	35	41	39
收入及其他收益总额	4,065	6,156	9,543	11,934	14,546
佣金及手续费支出	(168)	(228)	(370)	(280)	(328)
利息支出	(644)	(742)	(1,037)	(1,111)	(1,238)
员工成本	(1,684)	(2,556)	(4,135)	(5,200)	(6,258)
折旧及摊销费用	(110)	(60)	(58)	(65)	(70)
营业税及附加费	(176)	(248)	(350)	(325)	(340)
其他营业支出	(803)	(853)	(1,010)	(1,200)	(1,300)
减值损失准备 / (转回)	(26)	(32)	(13)	(10)	(16)
支出总额	(3,612)	(4,718)	(6,973)	(8,191)	(9,550)
营业利润	453	1,438	2,570	3,743	4,996
所占联营企业和合营企业的业绩	49	68	110	135	195
所得税前利润	502	1,506	2,680	3,878	5,191
所得税费用	(131)	(387)	(695)	(892)	(1,194)
年度利润	370	1,118	1,985	2,986	3,997
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	370	1,118	1,985	2,986	3,997

来源：公司、招银国际证券预测

资产负债表

年结：12月31日（百万人民币）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
应收账款	3,444	8,336	9,230	8,795	9,458
融资客户垫款	2,098	3,458	2,956	2,850	3,189
可供出售金融资产	31	46	40	51	65
以公允价值计量的金融资产	12,952	21,654	32,591	36,374	37,947
衍生金融资产	1,358	733	1,450	1,890	2,150
买入返售金融资产	2,499	1,622	1,580	1,800	2,050
应收利息	307	342	410	498	520
代经纪客户持有现金	5,236	11,085	24,530	25,000	26,500
现金及银行结余	3,096	3,418	16,064	18,873	20,134
其他	44	49	25	10	43
总流动资产	31,064	50,741	88,876	96,142	102,055
物业及设备	136	135	136	137	141
无形资产	5	3	2	3	3
对联营及合营公司投资	397	565	710	718	735
可供出售金融资产	317	388	510	569	680
存出保证金	220	325	625	599	610
递延所得税资产	636	484	510	598	615
其他	59	58	62	69	78
总非流动资产	1,771	1,959	2,555	2,693	2,862
总资产	32,835	52,700	91,431	98,834	104,917
短期债务工具	1,000	900	3,100	3,450	3,900
拆入资金	526	1,530	2,250	2,580	2,950
应付经纪业务客户账款	5,706	15,054	31,000	33,550	35,520
应付薪酬	2,060	2,142	2,256	2,315	2,458
卖出回购金融资产款	7,276	8,350	9,678	9,988	9,589
以公允价值计量且变动计入当期损益的金融负债	788	7,526	9,850	10,200	9,989
衍生金融负债	1,338	738	1,450	1,689	1,980
应付所得税	28	119	405	589	689
其他	2,997	4,028	7,000	7,552	6,971
总流动负债	21,719	40,387	66,989	71,913	74,046
长期债券	4,006	4,010	6,500	6,800	7,300
长期应付薪酬	218	269	400	386	350
递延所得税负债	12	29	1,100	1,235	1,550
其他	13	13	16	25	25
总非流动负债	4,248	4,321	8,016	8,446	9,225
总负债	25,968	44,708	75,005	80,359	83,271
股东总权益	6,867	7,992	16,426	18,475	21,646
少数股东权益	0	0	0	0	0
总权益	6,867	7,992	16,426	18,475	21,646

来源：公司、招银国际证券预测

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动					
税前利润	502	1,506	2,680	3,878	5,191
折旧及分摊	110	60	58	65	70
营运资本变动	(3,441)	(62)	118	968	(1,646)
1. 融资客户垫款变动	(1,554)	(1,360)	(502)	(106)	339
2. 应收账款及其他应收款项变动	(1,478)	(4,908)	(894)	435	(663)
3. 代客持有现金变动	1,696	(5,849)	(13,445)	(470)	(1,500)
4. 应付账款变动	(2,110)	9,348	15,946	2,550	1,970
5. 其他应付款项变动	1,499	2,203	114	59	143
6. 其他	(1,494)	505	(1,100)	(1,500)	(1,935)
税务开支	(25)	(131)	(232)	(297)	(398)
其他	315	(332)	(560)	(1,073)	(1,308)
经营活动所得现金净额	(2,539)	1,042	2,064	3,541	1,909
投资活动					
投资变动	104	(195)	(268)	(425)	(510)
股息及利息收入	31	16	38	50	79
其他	(17)	(60)	(84)	(49)	(42)
投资活动所得现金净额	118	(239)	(314)	(424)	(473)
融资活动					
股票发行	0	0	6,570	0	0
银行贷款、债务工具以及债券变动	1,700	(100)	5,411	980	1,320
利息支付	(235)	(327)	(587)	(635)	(736)
股息	0	0	(577)	(692)	(807)
其他	10	0	0	0	0
融资活动所得现金净额	1,475	(427)	10,817	(347)	(223)
现金增加净额	(947)	376	12,567	2,770	1,212
年初现金及现金等价物	4,004	2,973	3,352	15,944	18,738
外汇差额	(84)	3	25	25	15
年末现金及现金等价物	2,973	3,352	15,944	18,738	19,966

来源: 公司、招银国际证券预测

主要比率

年结: 12月31日 (百万人民币)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入及其他收益总额					
佣金及手续费收入	73.7%	67.4%	62.8%	50.9%	52.2%
利息收入	8.0%	7.3%	7.8%	7.6%	8.3%
投资净额收益	17.4%	24.8%	29.0%	41.1%	39.3%
其他收入及收益	0.9%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
收入增长	-0.6%	52.2%	55.1%	25.1%	22.0%
收入及其他收益增长	-0.8%	51.4%	55.0%	25.1%	21.9%
经营利润增长	9.0%	217.7%	78.7%	45.7%	33.5%
净利润增长	20.3%	202.2%	77.4%	50.5%	33.9%
资产负债比率					
流动比率 (x)	143.0%	125.6%	132.7%	133.7%	137.8%
总负债/ 权益比率	80.6%	80.6%	72.1%	69.4%	65.4%
净负债/ 权益比率	35.5%	37.8%	Net cash	Net cash	Net cash
回报率					
资本回报率	5.5%	15.1%	16.3%	17.1%	19.9%
资产回报率	1.2%	2.6%	2.8%	3.1%	3.9%
每股数据					
每股利润 (人民币)	0.22	0.67	0.86	1.29	1.73
每股股息 (人民币)	0.00	0.00	0.25	0.30	0.35
每股账面值 (人民币)	4.12	4.79	7.12	8.01	9.38

来源: 公司、招银国际证券预测

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。

本公司的关联机构在过去 12 个月内与报告中提到的公司有投资银行业务的关系。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士。