睿智投資

中國銀河 (6881 HK)

經紀業務轉攻為守

❖ **財務表現符合預期。**2016 年，中國銀河收益及其他收入總額按年下跌 45.5%至 184 億元人民幣，與我們此前的預期相符。受惠於利息支出控制得當，公司的純利高於我們的預測，按年跌幅 47.6%，至 52 億元人民幣。我們預計，2017 年至 2019 年，公司的收入總額將由 209 億元人民幣增長至 267 億元人民幣，年複合增長率為 13.1%。這主要是由於：1) 2016 年基數較低；2) 預期較為活躍的資本市場氣氛；3) 公司擁有健康的資產負債表和較大的槓桿提升空間，有助支援未來的業務發展；4) 公司不斷對傳統業務進行升級，同時挖掘新的增長動力，特別是在資本業務方面。

❖ **傳統經紀業務轉攻為守。**以代理買賣證券業務淨收入及股基交易量計，中國銀河 2016 年的市佔率分別為 5.36%及 4.84%，按年下跌 0.22 個百分點及 0.33 個百分點。在市場競爭日益加劇的背景下，大型券商的經紀業務已經從主動出擊逐漸轉向防守。這些公司的主要目標不再是爭奪更多的市場份額，而是提升現有客戶的活躍度同時不斷激活存量客戶。以中國境內逾 300 家網點及 877 萬證券客戶（其中有市值交易的客戶約 260 萬）為基礎，我們相信中國銀河能夠更好地利用自身的渠道優勢，提升現有客戶的活躍度。不過，在轉型過程中，我們認為公司的佣金率將持續承壓，預計 2017 年及 2018 年分別下跌至萬分之 3.6 和萬分之 3.1（2016 年佣金率為萬分之 4.3）。

❖ **健康的財務狀況為未來發展提供潛力。**由於缺乏市場機遇，根據我們的計算，公司截至 2016 年底的財務槓桿率按年下降 0.47 倍，至 2.78 倍。公司目前槓桿率較同業為低，另外 A 股上市也募集了約 40 億元人民幣，在行業監管趨嚴的背景下，我們相信公司良好的資產負債情況為未來發展預留了更多空間，特別是在資本型業務方面。截至 2016 年末，公司的股票質押回購餘額按年飆升 2.6 倍，至 226 億元人民幣（其中表內餘額為 128 億元人民幣），為公司的利息收入貢獻了 3.8 億元人民幣。我們預計公司至 2017 年末的表內回購業務餘額將達到 145 億元人民幣，利息收入貢獻預計將達到 5.5 億元人民幣，按年增長 43.6%。

❖ **維持買入評級。**我們將公司 2017 年及 2018 年的純利預測分別上調 22.9%及 14.2%，至 64 億元人民幣及 74 億元人民幣，主要由於公司良好的利息支出控制。公司目前的股價相當於 2017 年預測市帳率的 0.92 倍，低於可比同業平均的 1.08 倍。同時，公司現時 A 股對 H 股的溢價為 96.4%。我們給予公司的最新目標價為 8.24 港元，相當於公司 2017 年預測市帳率的 1.08 倍。維持**買入**評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬人民幣)	33,759	18,403	20,883	23,434	26,696
淨利潤 (百萬人民幣)	9,836	5,154	6,385	7,443	8,755
每股收益 (人民幣)	1.11	0.54	0.63	0.73	0.86
每股收益變動 (%)	121.95	(51.4)	17.13	16.01	17.62
市盈率(x)	5.58	11.47	9.79	8.44	7.18
市帳率 (x)	1.04	1.08	0.92	0.84	0.75
股息率 (%)	5.30	2.50	3.05	3.55	4.18
權益收益率 (%)	22.9	9.0	10.1	10.4	11.0
財務杠杆 (x)	3.25	2.78	2.36	2.28	2.20

資料來源：公司及招銀國際研究預測

買入（維持）

目標價	HK$8.24
(此前目標價	HK$8.62)
潛在升幅	+17.7%
當前股價	HK$7.00

張淳鑫
電話：(852) 3900 0836
郵件：zhangchunxin@cmbi.com.hk

隋曉萌
電話：(852) 3761 8775
郵件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

中國證券業

市值(百萬港元)	114,718
3 月平均流通量 (百萬港元)	178.6
5 周內股價高/低 (港元)	8.2/6.1
總股本 (百萬)	9,537.3

資料來源: 彭博

股東結構

Wenze International Investment Limited	5.95%
國海佛蘭克林基金管理有限公司	5.88%
BlackRock, Inc.	5.53%

資料來源: HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-8.0%	-5.9%
3-月	-1.3%	-6.1%
6-月	-3.9%	-6.7%

資料來源：彭博

股價表現

資料來源：彭博

審計師: 德勤

公司網站: www.chinastock.com.cn

利潤表

年结：12月31日（百万元人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入	**33,459**	**18,310**	**20,697**	**23,062**	**25,953**
佣金及手续费收入	17,279	7,987	9,298	10,162	11,284
利息收入	11,725	7,302	7,748	8,778	10,015
投资净额收益	4,454	3,021	3,652	4,122	4,653
其他收入及收益	301	93	186	372	743
收入及其他收益总额	**33,759**	**18,403**	**20,883**	**23,434**	**26,696**
折旧及摊销	(184)	(202)	(235)	(258)	(277)
雇员成本	(9,559)	(4,427)	(5,325)	(5,976)	(6,808)
佣金及手续费支出	(447)	(279)	(322)	(349)	(383)
利息支出	(7,030)	(4,840)	(4,303)	(4,516)	(4,778)
减值损失	(142)	(253)	(395)	(421)	(528)
其他经营支出	(3,263)	(1,826)	(2,067)	(2,320)	(2,643)
支出总额	**(20,625)**	**(11,826)**	**(12,648)**	**(13,839)**	**(15,416)**
经营利润	**13,134**	**6,577**	**8,235**	**9,595**	**11,280**
所占联营企业和合营企业的业绩	0	0	0	0	0
所得税前利润	**13,134**	**6,577**	**8,235**	**9,595**	**11,280**
所得税费用	(3,257)	(1,391)	(1,812)	(2,111)	(2,482)
年度利润	**9,877**	**5,185**	**6,424**	**7,484**	**8,798**
少数股东权益	(41)	(32)	(39)	(41)	(43)
净利润	**9,836**	**5,154**	**6,385**	**7,443**	**8,755**

來源: 公司及招銀國際研究部

資產負債表

年结：12月31日（百万元人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
融资客户垫款	70,138	55,477	54,922	57,668	60,551
应收账款	764	775	813	854	897
其他应收款项及预付款项	2,373	3,709	3,316	3,256	3,257
投资	55,049	48,788	50,048	51,950	54,053
交易所及其他机构保证金	3,539	6,641	6,469	6,589	6,985
结算备付金	23,260	25,363	25,871	26,906	28,520
银行结余	102,582	68,164	65,231	69,657	76,400
其他	21,467	6,680	7,582	8,620	9,814
总流动资产	**279,171**	**215,596**	**214,252**	**225,500**	**240,477**
物业及设备	451	398	421	435	451
商誉	223	223	223	223	223
其他无形资产	363	354	356	356	356
投资	19,143	20,751	22,142	23,628	25,214
其他	1,305	8,558	10,255	10,347	10,537
总非流动资产	**21,484**	**30,285**	**33,397**	**34,989**	**36,782**
总资产	**300,656**	**245,881**	**247,649**	**260,490**	**277,259**
短期负债	34,888	35,604	37,384	39,253	41,216
应付经纪业务客户账款	117,992	90,404	78,049	80,391	84,410
其他	57,164	34,525	35,980	37,560	39,781
总流动负债	**210,045**	**160,533**	**151,413**	**157,204**	**165,406**
长期负债	30,571	24,012	24,253	24,495	24,740
其他	2,790	2,981	3,034	3,040	3,271
总非流动负债	**33,361**	**26,993**	**27,287**	**27,535**	**28,010**
总负债	**243,406**	**187,527**	**178,699**	**184,739**	**193,417**
股东总权益	**56,914**	**57,989**	**68,485**	**75,221**	**83,254**
少数股东权益	336	365	465	529	588
总权益	**57,249**	**58,354**	**68,950**	**75,750**	**83,842**

來源: 公司及招銀國際研究部

现金流量表

年结：12月31日（百万元人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动					
税前利润	13,134	6,577	8,235	9,595	11,280
折旧及分摊	184	202	235	258	277
营运资本变动	(41,319)	10,318	(13,042)	(3,461)	(3,772)
税务开支	(2,873)	(1,734)	(1,631)	(1,900)	(2,233)
其他	556	980	104	(42)	(97)
经营活动所得现金净额	**(30,317)**	**16,342**	**(6,098)**	**4,450**	**5,455**
投资活动					
资本开支	(270)	(158)	(151)	(189)	(210)
投资金额变动	(17,326)	(5,085)	(48)	(592)	(431)
其他	(2,324)	58	373	595	821
投资活动所得现金净额	**(19,920)**	**(5,186)**	**173**	**(186)**	**180**
融资活动					
股票发行	18,923	0	4,086	0	0
银行贷款变动	1,104	595	89	94	98
股息	(1,223)	(3,132)	(1,571)	(1,915)	(2,233)
债券及应付短期金融款净额	31,225	(6,463)	1,931	2,018	2,109
其他	850	(2,585)	(2,152)	(2,258)	(2,389)
融资活动所得现金净额	**50,879**	**(11,585)**	**2,383**	**(2,061)**	**(2,414)**
现金增加净额	**642**	**(428)**	**(3,541)**	**2,202**	**3,220**
年初现金及现金等价物	**7,504**	**8,415**	**8,011**	**4,829**	**7,464**
外汇差额	**270**	**24**	**359**	**433**	**434**
年末现金及现金等价物	**8,415**	**8,011**	**4,829**	**7,464**	**11,118**

来源: 公司及招銀國際研究部

主要比率

年结：12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入及其他收益总额					
佣金及手续费收入	51.2%	43.4%	44.5%	43.4%	42.3%
利息收入	34.7%	39.7%	37.1%	37.5%	37.5%
投资净额收益	13.2%	16.4%	17.5%	17.6%	17.4%
其他收入及收益	0.9%	0.5%	0.9%	1.6%	2.8%
总额	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**
增长					
收入	158.0%	-45.3%	13.0%	11.4%	12.5%
收入及其他收益	159.4%	-45.5%	13.5%	12.2%	13.9%
经营利润	162.5%	-49.9%	25.2%	16.5%	17.6%
净利润	160.8%	-47.6%	23.9%	16.6%	17.6%
资产负债比率					
流动比率（x）	132.9%	134.3%	141.5%	143.4%	145.4%
总负债/ 权益比率	115.0%	102.8%	90.0%	84.7%	79.2%
净负债/ 权益比率	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率					
资本回报率	22.9%	9.0%	10.1%	10.4%	11.0%
资产回报率	4.1%	1.9%	2.6%	2.9%	3.3%
每股数据					
每股利润（元人民币）	1.11	0.54	0.63	0.73	0.86
每股股息（元人民币）	0.33	0.16	0.19	0.22	0.26
每股账面值（元人民币）	5.97	5.72	6.76	7.42	8.21

来源: 公司及招銀國際研究部

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: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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。