

中國國際金融股份有限公司 (3908 HK, HK\$11.82, 目標價: HK\$14.1, 買入) — 紮根中國, 拓展海外

- ❖ **業績明顯優於同業。**2016年, 中金取得了優異的財務表現, 總收入及其他收入以及純利跌幅僅為 5.9%及 6.8%, 分別至人民幣 89 億元及人民幣 18 億元。這得益於公司多年以來的業務轉型。2016年, 公司二級市場收入對總收入的貢獻為 44.0%, 較同業平均水準低 27 個百分點。展望未來, 我們認為, 國內市場滲透率的不斷提升, 以及海外業務的不斷擴張, 將成為中金發展的核心方向。
- ❖ **紮根中國, 拓展海外。**中金公司對中投證券的整合正在順利推進中。中投的業務網絡將為中金現有業務平台帶來極為重要的補充, 特別是在中國二三線城市。作為中金最具發展潛力的業務板塊, 財富管理也將成為平台延伸的最大收益者。2016年, 財富管理貢獻了中金 15.6%的收入, 客戶資產達到人民幣 6,188 億元。期內, 海外業務收入按年增長 15.2%, 至人民幣 20 億元, 對總收入的貢獻達到 22.7%。除了鞏固自身在海外市場的領先地位, 中金還計畫與一家老牌私人銀行合作, 將財富管理業務拓展至海外市場, 更好地為客戶進行環球資產配置。未來, 除了中金境內境外平台的互動能力不斷加強以外, 我們認為不斷強化的財富管理的客戶基礎和投行業務的承銷能力將會產生更多協同效應。
- ❖ **國內 IPO 業務重回第一梯隊。**2016年, 中金的境內 IPO 主承銷額按年急升 1.9 倍, 至人民幣 129 億元, 在國內市場排名第二。我們相信, 在 IPO 進程加速的背景下, 憑藉公司充足的項目儲備, 這一業務的增長勢頭將在 2017 年得以延續。
- ❖ **2016 年財務杠杆有所提升。**2016年, 中國證券行業的財務杠杆率按年下降 0.3 倍, 至 2.7 倍。不過, 中金公司的財務杠杆率則按年微升 0.4 倍, 至 4.6 倍。在相對平穩的市場環境下, 杠杆率的提升導致利息支出按年增長 17.8%, 至人民幣 13 億元。隨著收購中投證券後業務的整合與轉型, 我們認為佣金和手續費相關業務對於總收入的貢獻比例將會上升, 而這也將緩解一部分利息支出的壓力。我們預計 2017 年至 2019 年, 中金的財務杠杆率將分別下降至 3.5 倍、3.7 倍及 3.8 倍。
- ❖ **目標價港幣 14.1 元。**計及對中投證券的整合, 我們將中金 2017 年及 2018 年的淨利潤預測分別上調 12.8%及 3.1%, 至人民幣 43 億元及 48 億元, 同時預測 2019 年的淨利潤將達到人民幣 57 億元; 2017 年至 2019 年間的淨利潤年複合增長率預計達到 15.5%。公司目前的股價相當於 2017 年預測市帳率的 1.05 倍。我們給予公司的目標價為 14.1 元, 相當於 2017 年預測市帳率的 1.26 倍, 同時也是同業公司的 2017 年平均預測市帳率加一個標準差。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)	9,507	8,941	17,521	21,534	25,822
淨利潤 (百萬人民幣)	1,953	1,820	4,248	4,773	5,671
每股收益 (人民幣)	1.12	0.76	1.07	1.20	1.42
每股收益變動 (%)	66.24	-31.45	39.44	12.35	18.80
市盈率(x)	9.39	13.70	9.83	8.75	7.36
市帳率(x)	1.47	1.31	1.05	0.96	0.87
股息率 (%)	0.00	1.53	3.01	3.39	4.03
權益收益率 (%)	16.0	10.4	14.8	11.6	12.5
杠杆率 (%)	75.1	77.5	70.0	70.9	71.6

來源: 公司及招銀國際研究部預測

張淳鑫

(852) 3900 0836

zhangchunxin@cmbi.com.hk

隋曉萌

(852) 3761 8775

suixiaomeng@cmbi.com.hk

中金公司(3908 HK)

評級	買入
收市價	HK\$11.82
目標價	HK\$14.1
市值(港幣百萬)	27,265
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	33.08
52 周高/低(港幣)	13.6/ 10.26
發行股數(百萬)	2,306.7
主要股東	GIC Private Limited (18.0%)

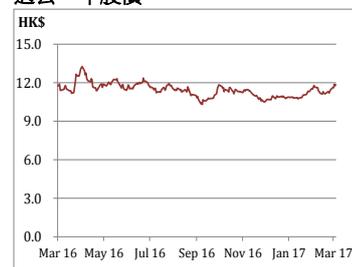
來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	2.4%	0.9%
3 月	10.1%	-2.4%
6 月	7.9%	5.4%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

利潤表

年结：12月31日（百万人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入	9,462	8,758	17,060	20,866	24,940
佣金及手续费收入	6,588	6,071	11,442	12,616	15,315
利息收入	1,020	984	3,165	5,763	6,837
投资净额收益	1,853	1,704	2,453	2,486	2,788
其他收入及收益	45	183	461	668	882
收入及其他收益总额	9,507	8,941	17,521	21,534	25,822
佣金及手续费支出	(420)	(331)	(744)	(838)	(1,023)
利息支出	(1,095)	(1,289)	(2,318)	(3,452)	(4,211)
员工成本	(4,051)	(3,690)	(7,009)	(8,614)	(10,329)
折旧及摊销费用	(51)	(72)	(190)	(265)	(264)
营业税及附加费	(406)	(106)	(140)	(172)	(207)
其他营业支出	(964)	(1,137)	(1,752)	(2,153)	(2,582)
减值损失准备 / (转回)	(3)	(42)	(52)	(53)	(54)
支出总额	(6,990)	(6,667)	(12,205)	(15,547)	(18,670)
营业利润	2,517	2,274	5,316	5,988	7,152
所占联营企业和合营企业的业绩	104	56	195	204	205
所得税前利润	2,621	2,330	5,511	6,192	7,357
所得税费用	(668)	(490)	(1,268)	(1,424)	(1,692)
年度利润	1,953	1,840	4,244	4,767	5,665
少数股东权益	0	(20)	4	5	6
净利润	1,953	1,820	4,248	4,773	5,671

来源：公司及招銀國際研究部預測

資產負債表

年结：12月31日（百万人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
应收账款	6,674	6,581	7,568	7,644	7,797
融资客户垫款	3,296	3,045	30,452	35,020	33,269
可供出售金融资产	618	313	345	362	369
以公允价值计量的金融资产	45,459	55,155	45,960	51,465	57,297
衍生金融资产	736	1,722	1,636	1,554	1,476
买入返售金融资产	1,557	3,940	6,934	7,974	8,771
应收利息	479	481	1,082	1,190	1,368
代经纪客户持有现金	24,301	16,717	66,870	76,900	88,435
现金及银行结余	8,434	10,505	35,529	42,391	58,935
其他	95	76	100	89	90
总流动资产	91,649	98,535	196,475	224,588	257,807
物业及设备	166	208	532	585	643
对联营及合营公司投资	453	551	606	636	668
可供出售金融资产	581	730	3,418	3,760	4,173
存出保证金	518	1,024	1,280	1,471	1,692
延迟所得税资产	680	830	1,500	1,512	1,595
其他	61	71	3,388	3,707	3,338
总非流动资产	2,460	3,414	10,723	11,670	12,109
总资产	94,109	101,948	207,197	236,258	269,916
短期债务工具	1,700	2,650	9,729	12,032	14,081
拆入资金	1,637	3,529	5,928	8,003	10,804
应付经纪业务客户账款	25,218	17,392	69,392	79,801	91,771
应付薪酬	3,014	2,989	2,895	2,895	2,895
卖出回购金融资产款	14,014	5,478	12,053	15,066	18,832
以公允价值计量且变动计入当期损益的金融负债	5,584	9,743	10,230	10,332	10,435
衍生金融负债	1,071	1,676	1,751	1,817	1,828
应付所得税	626	566	628	636	689
其他	16,392	19,906	25,939	28,137	30,173
总流动负债	69,256	63,928	138,545	158,719	181,508
长期债券	6,071	18,948	28,143	33,004	39,179
长期应付薪酬	672	523	681	725	726
延迟所得税负债	32	40	59	61	63
其他	1,636	12	180	210	237
总非流动负债	8,411	19,523	29,063	34,000	40,204
总负债	77,667	83,452	167,607	192,719	221,712
股东总权益	16,442	18,447	39,090	42,924	47,515
少数股东权益	0	50	500	615	689
总权益	16,442	18,497	39,590	43,539	48,204

来源：公司及招銀國際研究部預測

現金流量表

年結：12月31日（百万人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动					
税前利润	2,621	2,330	5,511	6,192	7,357
折旧及分摊	51	72	190	265	264
营运资本变动	(7,671)	(12,503)	(13,678)	(8,510)	(1,659)
税务开支	(382)	(670)	(831)	(1,038)	(1,037)
其他	155	673	1,286	1,434	1,768
经营活动所得现金净额	(5,227)	(10,098)	(7,522)	(1,657)	6,693
投资活动					
投资变动	(681)	(8)	(2,505)	(64)	(114)
股息及利息收入	13	204	1,030	1,259	1,260
其他	(96)	(121)	(27)	(32)	(25)
投资活动所得现金净额	(764)	75	(1,501)	1,163	1,121
融资活动					
股票发行	5,300	0	16,701	0	0
银行贷款、债务工具以及债券变动	5,423	12,048	18,673	9,240	11,025
利息支付	(364)	(517)	(1,333)	(1,909)	(2,273)
股息	0	0	(638)	(1,257)	(1,415)
其他	0	0	0	0	1
融资活动所得现金净额	10,360	11,503	33,850	6,637	7,976
现金增加净额	4,369	1,481	24,827	6,143	15,791
年初现金及现金等价物	3,352	7,992	9,899	35,294	42,076
外汇差额	271	426	568	639	699
年末现金及现金等价物	7,992	9,899	35,294	42,076	58,566

來源：公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結：12月31日（百万人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入及其他收益總額					
佣金及手續費收入	69.3%	67.9%	65.3%	58.6%	59.3%
利息收入	10.7%	11.0%	18.1%	26.8%	26.5%
投資淨額收益	19.5%	19.1%	14.0%	11.5%	10.8%
其他收入及收益	0.5%	2.0%	2.6%	3.1%	3.4%
總額	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增長					
收入增長	54.4%	-7.4%	94.8%	22.3%	19.5%
收入及其他收益增長	54.4%	-5.9%	96.0%	22.9%	19.9%
經營利潤增長	75.0%	-9.6%	133.8%	12.6%	19.5%
淨利潤增長	74.6%	-6.8%	133.4%	12.4%	18.8%
資產負債比率					
流動比率 (x)	132.3%	154.1%	141.8%	141.5%	142.0%
總負債 / 權益比率	57.2%	136.2%	112.0%	123.6%	134.8%
淨負債 / 權益比率	5.9%	79.3%	21.2%	24.8%	10.8%
回報率					
資本回報率	16.0%	10.4%	14.8%	11.6%	12.5%
資產回報率	2.7%	1.9%	2.7%	2.2%	2.2%
每股數據					
每股利潤 (人民币)	1.12	0.76	1.07	1.20	1.42
每股股息 (人民币)	0.00	0.16	0.32	0.35	0.42
每股賬面值 (人民币)	7.13	8.02	9.93	10.93	12.09

來源：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，本公司及其僱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。

