

# 中國銀河 (6881 HK)

## 今年首季盈利高增速但並非高質量

❖ 今年首季淨利潤環比同比均增長 51%。受惠於 A 股市場年初至今的顯著復甦，今年首季中國銀河錄得營業淨收入 36 億元（人民幣，下同），環比/同比增長 24%/37%，淨利潤則環比同比均增長 51%至 15 億元。年化平均股本回報率環比提升 3 個百分點至 9.2%。淨利潤佔我們/市場一致預期 2019 年全年盈利預測的 41%/37%。不過，我們認為這一業績表現並未帶來驚喜，因為淨利潤的同比反彈幅度小於公司在月度母公司財務資料中披露的水準（2019 年首三個月同比增長 67%）。

❖ 業績正面因素：1）根據新的會計準則，中國銀河的自營收益同比大幅增長 7.3 倍（季度資料不可比），主要是由於中國股市反彈（滬深 300 指數/創業板指數在 2019 年一季度上升 29%/35%）和公司擴大投資規模（環比增長 17%，同比增長 31%）；2）淨經紀佣金環比增長 57%，主要受市場股票和基金日均成交額環比增長 76%所推動；3）由於股市回升，信用風險緩解，信用減值撥備 5,400 萬元；4）成本收入比環比下降 7 個百分點/同比下降 5 個百分點至 45%，達到 2016 年四季度以來單季最低水平。

❖ 業績負面因素：1）淨利息收入同比下降 26%（季度資料不可比），因來自融資融券業務的利息收入減少，這可能部分源自融出資金規模同比縮小（環比增長 14%/同比下降 11%）以及今年融資利率定價在火熱的市場需求下存在一定下行壓力，此外更高的利息支出（債務同比增長 30%）也對淨利息收入形成擠壓；2）投行和資產管理的淨收入仍然低迷（環比下降 9%/7%），顯示中國銀河在這些業務領域的競爭力仍然疲弱。

❖ 高速增長但非高品質增長；維持「持有」評級。中國銀河目前估值為 0.68 倍 2019 年預測市帳率，低於其歷史平均水平（自 2013 年 5 月上市以來）的 0.84 倍。公司的股價月初至今再上漲 4.5%，屬 4 月同業中表現最好（行業平均-1.1%）。我們認為主要歸因於 1）估值偏低（相對行業平均的 0.96 倍）和 2）臨近季度業績公佈，市場看好其對日均成交額的高敏感性，因而期待更好的盈利回升。然而，我們認為今年一季度的整體業績僅僅達到市場預期，並缺乏增長質量。A 股市場的樂觀情緒似乎將會持續，而由於 2018 年二至四季度的低基數，中國銀河可能在未來幾個季度實現更高的同比增長。但我們認為公司在經紀業務以外其他業務的競爭力較弱，在 A 股機構化和直接融資市場發展的趨勢（例如目前科創板的 92 個申請人中尚未有中國銀河保薦的項目）中難以取得更好的發展機遇，因此缺乏中長期增長潛力。我們維持中國銀河的「持有」評級和 4.80 港元目標價不變，目標價對應 0.61 倍 2019 財年預測市帳率。

### 財務資料

| (截至 12 月 31 日) | FY17A  | FY18A | FY19E  | FY20E  | FY21E  |
|----------------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 營業額 (百萬人民幣)    | 11,304 | 9,239 | 10,585 | 11,928 | 13,215 |
| 淨利潤 (百萬人民幣)    | 3,981  | 2,887 | 3,701  | 4,368  | 4,988  |
| 每股收益 (人民幣)     | 0.39   | 0.28  | 0.37   | 0.43   | 0.49   |
| 每股收益變動 (%)     | (27)   | (28)  | 28     | 18     | 14     |
| 市盈率 (x)        | 11.8   | 16.3  | 12.7   | 10.8   | 9.4    |
| 市帳率 (x)        | 0.73   | 0.71  | 0.68   | 0.65   | 0.62   |
| 股息率 (%)        | 2.6    | 1.9   | 2.4    | 2.8    | 3.2    |
| 權益收益率 (%)      | 6.5    | 4.4   | 5.5    | 6.2    | 6.7    |
| 財務杠杆 (x)       | 3.0    | 3.0   | 3.0    | 3.1    | 3.1    |

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

### 持有 (維持)

|         |           |
|---------|-----------|
| 目標價     | HK\$4.80  |
| (此前目標價) | HK\$4.80) |
| 潛在升幅    | -10.9%    |
| 當前股價    | HK\$5.39  |

### 隋曉萌

電話：(852) 3761 8775

郵件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

### 孫明, CFA

電話：(852) 3900 0836

郵件：terrysun@cmbi.com.hk

### 中國證券業

|                 |           |
|-----------------|-----------|
| 市值(百萬港元)        | 117,971   |
| 3 月平均流通量 (百萬港元) | 219.95    |
| 52 周內股價高/低 (港元) | 6.06/3.21 |
| 總股本 (百萬)        | 10,137.3  |

資料來源：彭博

### 股東結構

|                 |        |
|-----------------|--------|
| 中國銀河金融控股有限責任公司  | 50.91% |
| BlackRock, Inc. | 2.41%  |
| 中國證券金融股份有限公司    | 0.83%  |

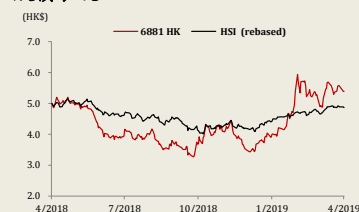
資料來源：公司、彭博

### 股價表現

|      | 絕對回報  | 相對回報  |
|------|-------|-------|
| 1 個月 | 4.5%  | 1.5%  |
| 3 個月 | 37.9% | 24.3% |
| 6 個月 | 46.5% | 23.9% |

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

**圖 1: 中國銀河 2019 年一季度業績概要**

| (百萬元人民幣)     |              |              |            |              |            |
|--------------|--------------|--------------|------------|--------------|------------|
| <b>損益表</b>   | 4Q18         | 1Q19         | QoQ        | 1Q18         | YoY        |
| 淨佣金及手續費收入    | 1,026        | 1,429        | 39%        | 1,428        | 0%         |
| 經紀業務         | 730          | 1,145        | 57%        | 1,074        | 7%         |
| 投行业務         | 112          | 103          | -9%        | 147          | -30%       |
| 資管業務         | 174          | 163          | -7%        | 206          | -21%       |
| 淨利息收入*       | 370          | 742          | 100%       | 1,006        | -26%       |
| 自營收益*        | 1,493        | 1,430        | -4%        | 171          | 734%       |
| <b>營業收入</b>  | <b>2,916</b> | <b>3,602</b> | <b>24%</b> | <b>2,621</b> | <b>37%</b> |
| 營業支出         | (1,551)      | (1,654)      | 7%         | (1,362)      | 21%        |
| <b>撥備前利潤</b> | <b>1,365</b> | <b>1,948</b> | <b>43%</b> | <b>1,258</b> | <b>55%</b> |
| 減值撥備         | (92)         | 54           | N/A        | (23)         | N/A        |
| <b>稅前利潤</b>  | <b>1,273</b> | <b>2,001</b> | <b>57%</b> | <b>1,235</b> | <b>62%</b> |
| 所得稅          | (245)        | (459)        | 87%        | (208)        | 121%       |
| <b>淨利潤</b>   | <b>1,018</b> | <b>1,533</b> | <b>51%</b> | <b>1,014</b> | <b>51%</b> |
| <b>資產負債表</b> | 4Q18         | 1Q19         | QoQ        | 1Q18         | YoY        |
| 融出資金         | 44,632       | 51,060       | 14%        | 57,502       | -11%       |
| 金融投資         | 92,477       | 108,275      | 17%        | 82,461       | 31%        |
| 買入返售金融資產     | 39,967       | 38,982       | -2%        | 42,863       | -9%        |
| 代理買賣證券款      | 56,695       | 83,594       | 47%        | 68,275       | 22%        |
| 股東權益         | 65,982       | 67,966       | 3%         | 65,564       | 4%         |
| <b>比率</b>    | 4Q18         | 1Q19         | QoQ        | 1Q18         | YoY        |
| 平均淨資產回報率     | 6.2%         | 9.2%         | 3.0ppt     | 6.2%         | 2.9ppt     |
| 平均總資產回報率     | 1.6%         | 2.2%         | 0.6ppt     | 1.5%         | 0.7ppt     |
| 槓桿倍數         | 3.0x         | 3.2x         | 0.2x       | 3.1x         | 0.1x       |
| 投資收益率        | 6.8%         | 5.7%         | -1.1ppt    | 0.9%         | 4.8ppt     |
| 成本收入比        | 52%          | 45%          | -7ppt      | 51%          | -6ppt      |

資料來源：公司及招銀國際證券

\*：由於會計準則變更，1Q19 淨利息收入與自營收益與 4Q18 數字不可比，因為來自以公允價值且其變動計入其他綜合收益的債務工具和按攤余成本計量的債務工具的利息收入被從投資收益重分類至利息收入，導致本期實際自營收入減少及淨利息收入增加；1Q18 數字已經過重述。

## 利潤表

| 年結：12月31日（百萬元人民幣） | 2017           | 2018           | 2019E          | 2020E          | 2021E          |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>淨手續費及佣金收入</b>  | <b>6,085</b>   | <b>4,805</b>   | <b>5,803</b>   | <b>6,428</b>   | <b>7,098</b>   |
| 經紀業務              | 4,757          | 3,464          | 4,412          | 4,905          | 5,452          |
| 投行業務              | 557            | 531            | 563            | 642            | 719            |
| 資管業務              | 700            | 747            | 761            | 814            | 880            |
| 其他                | 72             | 64             | 67             | 67             | 48             |
| <b>淨利息收入</b>      | <b>2,986</b>   | <b>2,267</b>   | <b>2,518</b>   | <b>2,773</b>   | <b>3,055</b>   |
| <b>自營淨收益</b>      | <b>2,256</b>   | <b>2,123</b>   | <b>2,268</b>   | <b>2,730</b>   | <b>3,065</b>   |
| 其他收入及收益淨額         | (24)           | 43             | (4)            | (4)            | (4)            |
| <b>經營收入</b>       | <b>11,304</b>  | <b>9,239</b>   | <b>10,585</b>  | <b>11,928</b>  | <b>13,215</b>  |
| <b>經營支出</b>       | <b>(5,813)</b> | <b>(5,149)</b> | <b>(5,605)</b> | <b>(6,192)</b> | <b>(6,739)</b> |
| <b>撥備前利潤</b>      | <b>5,491</b>   | <b>4,090</b>   | <b>4,980</b>   | <b>5,735</b>   | <b>6,475</b>   |
| 減值撥備              | (682)          | (408)          | (307)          | (219)          | (178)          |
| <b>所得稅前利潤</b>     | <b>4,809</b>   | <b>3,682</b>   | <b>4,673</b>   | <b>5,517</b>   | <b>6,297</b>   |
| 所得稅費用             | (790)          | (750)          | (926)          | (1,099)        | (1,259)        |
| <b>年度利潤</b>       | <b>4,019</b>   | <b>2,932</b>   | <b>3,747</b>   | <b>4,417</b>   | <b>5,038</b>   |
| 少數股東權益            | (38)           | (45)           | (47)           | (49)           | (50)           |
| <b>淨利潤</b>        | <b>3,981</b>   | <b>2,887</b>   | <b>3,701</b>   | <b>4,368</b>   | <b>4,988</b>   |

資料來源：公司、招銀國際證券預測

## 資產負債表

| 年結：12月31日（百萬元人民幣） | 2017           | 2018           | 2019E          | 2020E          | 2021E          |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 客戶存款              | 50,777         | 42,529         | 57,884         | 63,708         | 70,050         |
| 結算備付金             | 12,538         | 12,687         | 13,842         | 15,573         | 17,513         |
| 融出資金              | 60,064         | 44,632         | 49,095         | 52,532         | 56,209         |
| 金融投資              | 71,250         | 92,477         | 104,499        | 113,904        | 121,877        |
| 衍生金融資產            | 23             | 76             | 114            | 149            | 193            |
| 買入返售金融資產          | 38,256         | 39,967         | 41,166         | 43,636         | 46,254         |
| 長期股權投資            | 0              | 877            | 877            | 877            | 877            |
| 其他資產              | 21,906         | 18,119         | 10,188         | 9,084          | 9,412          |
| <b>總資產</b>        | <b>254,815</b> | <b>251,363</b> | <b>277,665</b> | <b>299,463</b> | <b>322,385</b> |
| 代理買賣證券款           | 64,787         | 56,695         | 73,513         | 80,910         | 88,263         |
| 短期負債及借款           | 50,095         | 39,833         | 44,165         | 48,553         | 53,148         |
| 長期負債及借款           | 62,881         | 79,501         | 81,886         | 88,437         | 95,512         |
| 其他負債              | 12,166         | 8,996          | 8,947          | 9,121          | 9,312          |
| <b>總負債</b>        | <b>189,929</b> | <b>185,025</b> | <b>208,510</b> | <b>227,021</b> | <b>246,235</b> |
| <b>股東總權益</b>      | <b>64,513</b>  | <b>65,982</b>  | <b>68,781</b>  | <b>72,049</b>  | <b>75,737</b>  |
| 少數股東權益            | 373            | 356            | 374            | 392            | 412            |
| <b>總權益</b>        | <b>64,887</b>  | <b>66,338</b>  | <b>69,154</b>  | <b>72,441</b>  | <b>76,149</b>  |

資料來源：公司、招銀國際證券預測

**主要比率**

| 年结：12月31日     | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>经营收入结构</b> |      |      |       |       |       |
| 净手续费及佣金收入     | 54%  | 52%  | 55%   | 54%   | 54%   |
| 经纪业务          | 42%  | 37%  | 42%   | 41%   | 41%   |
| 投行业务          | 5%   | 6%   | 5%    | 5%    | 5%    |
| 资管业务          | 6%   | 8%   | 7%    | 7%    | 7%    |
| 净利息收入         | 26%  | 25%  | 24%   | 23%   | 23%   |
| 自营净收益         | 20%  | 23%  | 21%   | 23%   | 23%   |
| 总计            | 100% | 100% | 100%  | 100%  | 100%  |
| <b>同比增速</b>   |      |      |       |       |       |
| 净手续费及佣金收入     | -21% | -21% | 21%   | 11%   | 10%   |
| 经纪业务          | -22% | -27% | 27%   | 11%   | 11%   |
| 投行业务          | -46% | -5%  | 6%    | 14%   | 12%   |
| 资管业务          | 54%  | 7%   | 2%    | 7%    | 8%    |
| 净利息收入         | 21%  | -24% | 11%   | 10%   | 10%   |
| 自营净收益         | -25% | -6%  | 7%    | 20%   | 12%   |
| 经营收入          | -15% | -18% | 15%   | 13%   | 11%   |
| 拨备前利润         | -20% | -26% | 22%   | 15%   | 13%   |
| 净利润           | -23% | -27% | 28%   | 18%   | 14%   |
| <b>经营效率指标</b> |      |      |       |       |       |
| 成本收入比         | 51%  | 55%  | 52%   | 51%   | 50%   |
| 净利润率          | 35%  | 31%  | 35%   | 37%   | 38%   |
| <b>杠杆水平</b>   |      |      |       |       |       |
| 财务杠杆（倍）       | 3.0  | 3.0  | 3.0   | 3.1   | 3.1   |
| <b>回报率</b>    |      |      |       |       |       |
| 平均权益回报率       | 6.5% | 4.4% | 5.5%  | 6.2%  | 6.7%  |
| 平均资产回报率       | 1.6% | 1.1% | 1.4%  | 1.5%  | 1.6%  |
| <b>每股数据</b>   |      |      |       |       |       |
| 每股净利润（元人民币）   | 0.39 | 0.28 | 0.37  | 0.43  | 0.49  |
| 每股股息（元人民币）    | 0.12 | 0.09 | 0.11  | 0.13  | 0.15  |
| 每股账面值（元人民币）   | 6.36 | 6.51 | 6.78  | 7.11  | 7.47  |

資料來源：公司、招銀國際證券預測

## 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 | : 招銀國際並未給予投資評級                 |

### 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做出投資決定。

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做出任何擔保。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，且不承諾做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士。