

中国国际金融股份有限公司 (3908 HK, HK\$11.82, 目标价: HK\$14.1, 买入)
— 扎根中国, 拓展海外

- ❖ **业绩明显优于同业。**2016年, 中金取得了优异的财务表现, 总收入及其他收入以及纯利跌幅仅为 5.9% 及 6.8%, 分别至人民币 89 亿元及人民币 18 亿元。这得益于公司多年以来的业务转型。2016年, 公司二级市场收入对总收入的贡献为 44.0%, 较同业平均水准低 27 个百分点。展望未来, 我们认为, 国内市场渗透率的不断提升, 以及海外业务的不断扩张, 将成为中金发展的核心方向。
- ❖ **扎根中国, 拓展海外。**中金公司对中投证券的整合正在顺利推进中。中投的业务网络将为中金现有业务平台带来极为重要的补充, 特别是在中国二三线城市。作为中金最具发展潜力的业务板块, 财富管理也将成为平台延伸的最大收益者。2016年, 财富管理贡献了中金 15.6% 的收入, 客户资产达到人民币 6,188 亿元。期内, 海外业务收入按年增长 15.2%, 至人民币 20 亿元, 对总收入的贡献达到 22.7%。除了巩固自身在海外市场的领先地位, 中金还计划与一家老牌私人银行合作, 将财富管理业务拓展至海外市场, 更好地为客户进行环球资产配置。未来, 除了中金境内境外平台的互动能力不断加强以外, 我们认为不断强化的财富管理的客户基础和投行业务的承销能力将会产生更多协同效应。
- ❖ **国内 IPO 业务重回第一梯队。**2016年, 中金的境内 IPO 主承销额按年急升 1.9 倍, 至人民币 129 亿元, 在国内市场排名第二。我们相信, 在 IPO 进程加速的背景下, 凭借公司充足的项目储备, 这一业务的增长势头将在 2017 年得以延续。
- ❖ **2016 年财务杠杆有所提升。**2016年, 中国证券行业的财务杠杆率按年下降 0.3 倍, 至 2.7 倍。不过, 中金公司的财务杠杆率则按年微升 0.4 倍, 至 4.6 倍。在相对平稳的市场环境下, 杠杆率的提升导致利息支出按年增长 17.8%, 至人民币 13 亿元。随着收购中投证券后业务的整合与转型, 我们认为佣金和手续费相关业务对于总收入的贡献比例将会上升, 而这也缓解一部分利息支出的压力。我们预计 2017 年至 2019 年, 中金的财务杠杆率将分别下降至 3.5 倍、3.7 倍及 3.8 倍。
- ❖ **目标价港币 14.1 元。**计及对中投证券的整合, 我们将中金 2017 年及 2018 年的净利润预测分别上调 12.8% 及 3.1%, 至人民币 43 亿元及 48 亿元, 同时预测 2019 年的净利润将达到人民币 57 亿元; 2017 年至 2019 年间的净利润复合增长率预计达到 15.5%。公司目前的股价相当于 2017 年预测市帐率的 1.05 倍。我们给予公司的目标价为 14.1 元, 相当于 2017 年预测市帐率的 1.26 倍, 同时也是同业公司的 2017 年平均预测市帐率加一个标准差。维持买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额 (百万人民币)	9,507	8,941	17,521	21,534	25,822
净利润 (百万人民币)	1,953	1,820	4,248	4,773	5,671
每股收益 (人民币)	1.12	0.76	1.07	1.20	1.42
每股收益变动 (%)	66.24	-31.45	39.44	12.35	18.80
市盈率(x)	9.39	13.70	9.83	8.75	7.36
市帐率(x)	1.47	1.31	1.05	0.96	0.87
股息率 (%)	0.00	1.53	3.01	3.39	4.03
权益收益率 (%)	16.0	10.4	14.8	11.6	12.5
杠杆率 (%)	75.1	77.5	70.0	70.9	71.6

来源: 公司及招银国际研究部预测

张淳鑫

(852) 3900 0836

zhangchunxin@cmbi.com.hk

隋晓萌

(852) 3761 8775

suixiaomeng@cmbi.com.hk
中金公司(3908 HK)

评级	买入
收市价	HK\$11.82
目标价	HK\$14.1
市值(港币百万)	27,265
过去 3 月平均交易(港币百万)	33.08
52 周高/低(港币)	13.6/ 10.26
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	2.4%	0.9%
3 月	10.1%	-2.4%
6 月	7.9%	5.4%

来源: 彭博

过去一年股价


来源: 彭博

利润表

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: 公司及招银国际研究部预测

资产负债表

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: 公司及招银国际研究部预测

现金流量表

年结：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

来源：公司及招银国际研究部预测

主要比率

年结：12月31日（百万人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入及其他收益总额					
佣金及手续费收入	69.3%	67.9%	65.3%	58.6%	59.3%
利息收入	10.7%	11.0%	18.1%	26.8%	26.5%
投资净额收益	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%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
收入增长	54.4%	-7.4%	94.8%	22.3%	19.5%
收入及其他收益增长	54.4%	-5.9%	96.0%	22.9%	19.9%
经营利润增长	75.0%	-9.6%	133.8%	12.6%	19.5%
净利润增长	74.6%	-6.8%	133.4%	12.4%	18.8%
资产负债比率					
流动比率 (x)	132.3%	154.1%	141.8%	141.5%	142.0%
总负债/ 权益比率	57.2%	136.2%	112.0%	123.6%	134.8%
净负债/ 权益比率	5.9%	79.3%	21.2%	24.8%	10.8%
回报率					
资本回报率	16.0%	10.4%	14.8%	11.6%	12.5%
资产回报率	2.7%	1.9%	2.7%	2.2%	2.2%
每股数据					
每股利润（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
每股账面值（人民币）	7.13	8.02	9.93	10.93	12.09

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。报告所载资料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。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，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资料。报告中的资讯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上责任。任何使用本报告资讯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资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、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。

本公司或其附属关联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资讯，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。

敬请参阅尾页之免责声明

