

中國銀河 (6881 HK, HK\$7.32, 目標價: HK\$8.62, 買入) — 翻開發展新篇章

- ❖ **獲准 A 股上市，成為首家“先 H 後 A”上市大型券商。**中國銀河早前公佈，2016 年 12 月 23 日，該公司 A 股上市計畫已獲中國證監會核准。作為首家以“先 H 後 A”方式上市的中國大型券商，我們預計公司將在 2017 年首季成功完成 A 股上市。根據公告，中國銀河計畫發行不多於 6 億股 A 股，佔該公司經擴大股本的 5.92%，預計可籌集資金人民幣 39.5 億元。根據已公佈的信息和我們的預測，發行價格將為每股人民幣 6.59 元，相當於 2016 年預測市賬率的 1.07 倍，及 2017 年預測市賬率的 1.06 倍，相對於 H 股現價有 1.2% 的溢價。
- ❖ **有機會領導行業下一次潛在併購。**隨著中國證券市場的雙邊開放程度不斷提升，我們相信，證券行業內部的資源整合及外部的協同合作將成為未來的主導趨勢。中金公司 (3908 HK, 買入) 近期已宣佈從中央匯金手中收購中投證券的全部股份，為行業兼併整合拉開了序幕。值得注意的是，此次交易中的兩家公司，股東中都有中央匯金的身影。而與之相似，中國銀河的大股東也是中央匯金。在 A 股發行前，中央匯金透過中國銀河金融控股，間接持有中國銀河 43.0% 的股份。受惠於強大的股東背景以及不斷強化的資本實力，我們預計中國銀河將有機會受惠於中國證券行業不斷整合所帶來的發展機遇，成為潛在的收購者。
- ❖ **“雙翼”助力核心業務。**中國銀河已經確立了以“大交易”為核心，同時“雙翼”，即投資銀行業務及投資管理業務為輔佐的核心戰略發展計畫。中國股市在 2015 年經歷了跌宕起伏之後，展望未來，我們認為中國證監會將以加強監管力度為首要任務之一，出臺更多針對證券公司財務狀況以及運營過程的相關規定。對於中國銀河而言，A 股上市將是一個新的里程碑，上市募集的資金增強了公司的資金實力，為其未來的業務擴張儲備了充足的彈藥，同時也令其能夠更好地應對中國證券行業的轉型和改革趨勢。我們相信，中國銀河能夠充分地利用好公司在營業網點網路和客戶基礎上的傳統優勢，進一步鞏固和增強其在零售經紀業務、財富管理業務以及資金中介業務上的實力。
- ❖ **評級升至「買入」，目標價 8.62 港元。**儘管我們認為中國的證券行業仍然具備較高的增長潛力，但未來幾年，更加嚴格的監管措施將成為伴隨行業發展的重要主題。而這一情況在短期內很有可能對券商的擴張計畫形成阻力。因此，我們將中國銀河 2016 至 2018 年的純利預測分別下調 24.2%、32.9% 和 32.8%，至人民幣 46.0 億元、人民幣 52.0 億元及人民幣 65.2 億元。中國銀河現時股價相當於 2017 年預測市賬率的 1.06 倍。基於公司不斷強化的資本實力，我們給予公司的目標價為 8.62 港元，相當於 2017 年預測市賬率的 1.24 倍；這也是 2017 年行業的平均預測市賬率水準加上一個標準差。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
營業額 (百萬人民幣)	13,017	33,759	18,070	20,653	24,220
淨利潤 (百萬人民幣)	3,771	9,836	4,599	5,195	6,518
每股收益 (人民幣)	0.50	1.11	0.48	0.52	0.64
每股收益變動 (%)	62.63	121.95	(56.57)	6.80	24.85
市盈率 (%)	13.10	5.90	13.59	12.72	10.19
市賬率 (%)	1.70	1.10	1.07	1.06	0.98
股息率 (%)	1.9	5.0	2.2	2.4	3.0
權益收益率 (%)	13.9	22.9	8.0	8.6	10.0
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

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

中國銀河(6881 HK)

評級	買入
收市價	HK\$7.32
目標價	HK\$8.62
市值 (港幣百萬)	69,813
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	158.26
52 周高/低 (港幣)	8.3/ 5.06
發行 H 股數 (百萬)	9,537.3
主要股東(H 股)	Wenze International Investment Ltd.(5.95%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-1.5%	-0.5%
3 月	1.5%	7.8%
6 月	6.2%	-2.0%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

利潤表

年結：12月31日（百万人民币）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收入	12,970	33,459	17,755	20,317	23,883
佣金及手续费收入	7,135	17,279	8,205	9,615	11,176
利息收入	4,182	11,725	6,549	7,609	9,042
投资净额收益	1,653	4,454	3,002	3,092	3,665
其他收入及收益	47	301	315	336	337
收入及其他收益总额	13,017	33,759	18,070	20,653	24,220
折旧及摊销	(187)	(184)	(210)	(235)	(248)
雇员成本	(4,191)	(9,559)	(4,518)	(5,370)	(6,346)
佣金及手续费支出	(201)	(447)	(188)	(212)	(239)
利息支出	(1,377)	(7,030)	(5,315)	(5,776)	(6,292)
减值损失	(41)	(142)	(29)	(45)	(55)
其他经营支出	(2,016)	(3,263)	(1,681)	(2,065)	(2,325)
支出总额	(8,014)	(20,625)	(11,940)	(13,703)	(15,504)
经营利润	5,003	13,134	6,130	6,950	8,716
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	5,003	13,134	6,130	6,950	8,716
所得税费用	(1,213)	(3,257)	(1,502)	(1,724)	(2,161)
年度利润	3,790	9,877	4,628	5,226	6,554
少数股东权益	(20)	(41)	(29)	(31)	(36)
净利润	3,771	9,836	4,599	5,195	6,518

來源：公司及招銀國際研究部預測

資產負債表

年結：12月31日（百万人民币）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
融资客户垫款	61,443	70,138	62,000	64,586	70,135
应收账款	458	764	689	756	812
其他应收款项及预付款项	1,117	2,373	3,526	3,316	3,256
投资	25,709	76,516	62,924	65,519	69,303
交易所及其他机构保证金	5,808	3,539	5,136	5,469	5,685
结算备付金	31,260	23,260	21,569	21,896	22,358
公司银行结余	51,812	102,582	101,617	128,069	141,285
其他	0	0	0	0	0
总流动资产	177,606	279,171	257,462	289,611	312,834
物业及设备	380	451	455	461	485
商誉	223	223	223	223	223
其他无形资产	355	363	356	356	356
对联营以及合营企业的投资	872	19,466	21,271	21,031	19,971
投资	590	981	735	735	735
总非流动资产	2,419	21,484	23,040	22,806	21,770
总资产	180,026	300,656	280,502	312,417	334,604
短期负债	27,930	34,888	41,618	47,000	47,328
应付经纪业务客户账款	78,408	117,992	103,586	110,859	120,258
其他	35,377	57,164	44,664	55,368	66,992
总流动负债	141,715	210,045	189,868	213,227	234,578
长期负债	6,200	30,571	29,359	24,500	22,589
其他	2,775	2,790	2,496	11,473	9,249
总非流动负债	8,975	33,361	31,855	35,973	31,838
总负债	150,690	243,406	221,723	249,200	266,415
股东总权益	29,024	56,914	58,383	62,752	67,660
少数股东权益	312	336	396	465	529
总权益	29,336	57,249	58,778	63,217	68,189

來源：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）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动					
税前利润	5,003	13,134	6,130	6,950	8,716
折旧及分攤	187	184	210	235	248
营运资本变动	(25,833)	(41,319)	2,895	1,769	(3,817)
税务开支	(1,076)	(2,873)	(1,715)	(2,170)	(2,850)
其他	(188)	556	1,646	7	(722)
经营活动所得现金净额	(21,906)	(30,317)	9,166	6,791	1,574
投资活动					
资本开支	(188)	(270)	(345)	(351)	(389)
投资金额变动	(962)	(20,195)	(13,156)	(18,965)	(21,335)
其他	759	545	805	816	739
投资活动所得现金净额	(391)	(19,920)	(12,696)	(18,500)	(20,985)
融资活动					
股票发行	0	18,923	0	3,954	0
银行贷款变动	5,927	1,104	159	250	240
股息	(918)	(1,223)	(3,130)	(1,426)	(1,611)
债券及应付短期金融款净额	22,900	31,225	27,094	23,411	25,177
其他	(305)	850	710	632	800
融资活动所得现金净额	27,605	50,879	24,833	26,821	24,606
现金增加净额	5,308	642	21,303	15,113	5,196
年初现金及现金等价物	2,195	7,504	8,415	30,028	45,500
外汇差额	1	270	310	359	433
年末现金及现金等价物	7,504	8,415	30,028	45,500	51,129

來源：公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結：12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收入及其他收益总额					
佣金及手续费收入	54.8%	51.2%	45.4%	46.6%	46.1%
利息收入	32.1%	34.7%	36.2%	36.8%	37.3%
投资净额收益	12.7%	13.2%	16.6%	15.0%	15.1%
其他收入及收益	0.4%	0.9%	1.7%	1.6%	1.4%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
收入	54.3%	158.0%	-46.9%	14.4%	17.6%
收入及其他收益	54.5%	159.4%	-46.5%	14.3%	17.3%
经营利润	72.9%	162.5%	-53.3%	13.4%	25.4%
净利润	76.6%	160.8%	-53.2%	13.0%	25.5%
资产负债比率					
流动比率 (x)	125.3%	132.9%	135.6%	135.8%	133.4%
总负债/ 权益比率	117.6%	115.0%	121.6%	113.9%	103.3%
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	13.9%	22.9%	8.0%	8.6%	10.0%
资产回报率	2.9%	4.1%	1.6%	1.8%	2.0%
每股数据					
每股利润 (人民币)	0.50	1.11	0.48	0.52	0.64
每股股息 (人民币)	0.13	0.33	0.14	0.16	0.20
每股账面值 (人民币)	3.85	5.97	6.12	6.19	6.67

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。