

中金公司 (3908 HK)

更多惊喜在路上

- ❖ **与腾讯的战略合作只是一个开始。**在成功合并中投证券之后，中金又宣布与腾讯（700 HK）展开战略合作，并以每股 13.8 港元的价格向腾讯配发 2.08 亿股新 H 股。交易完成后，腾讯将成为中金第三大股东（前两大股东为汇金和 GIC，分别持股 55.8% 及 5.9%）。展望未来，中金将充分利用腾讯在金融科技方面的优势，并将其自身的财富管理产品植入到腾讯平台上，不断开拓高端财富管理市场并提供更多高附加值的服务。不过，我们认为双方此次的战略合作仅仅是一个开始。
- ❖ **未来还有更多惊喜。**中金现正处于转型期，从一个在业界享有盛名的投行，转型成为一家能够提供更为多元化服务的证券公司，特别是要建立一个领先的财富管理平台。市场目前对公司与腾讯的战略合作做出了非常积极的反应，但我们相信未来还可以期待更多惊喜。中金的杠杆率一直高于同业平均，2015 年及 2016 年分别达到了 4.2 倍和 4.6 倍。此次向腾讯配股所带来的净融资额预计将达到 24.3 亿元人民币。我们认为中金未来非常有可能在业务扩张上有更多大的动作。尽管中金今年已有两单大的合并及战略合作，我们依然预期未来一至两年公司将进行更多此类举动。
- ❖ **上调纯利预测。**我们将对中金 2017 年至 2019 年的纯利预测分别提升 0.53%、3.93% 和 6.52%，至 34 亿元人民币、46 亿元人民币及 60 亿元人民币，主要由于公司销售金融产品的渠道得到拓宽，我们预期相关销售佣金将得以提升。同时，中金的资本金也得到增强，我们预计 2017 年至 2019 年公司的杠杆率将下降至 3.3 倍、3.6 倍和 3.7 倍，意味着公司将有更多空间提升杠杆来扩大业务规模。
- ❖ **上升至买入评级。**中金现时的股价相当于 2017 年预测市帐率的 1.60 倍以及 2018 年预测市帐率的 1.46 倍，而同业的 2017 年及 2018 年平均预测市帐率则分别为 1.16 倍及 1.09 倍。我们相信，与腾讯展开战略合作的消息已基本反映在了公司目前的估值中。但考虑到未来潜在的更多战略合作或收购合并，我们将对中金评级上调至**买入**，并给予新目标价 21.2 港元，相当于 2018 年预测市帐率的 1.7 倍。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业收入(百万元人民币)	9,507	8,941	14,663	20,107	25,286
净利润(百万元人民币)	1,953	1,820	3,366	4,648	5,956
每股收益(元人民币)	1.12	0.76	0.84	1.17	1.49
每股收益变动(%)	66.24	-31.45	10.48	38.09	28.13
市盈率(x)	13.96	20.37	18.44	13.35	10.42
市帐率(%)	2.18	1.94	1.60	1.46	1.31
股息率(%)	0.00	1.03	1.60	2.22	2.85
权益收益率(%)	15.98	10.43	11.39	10.90	12.65
财务杠杆(x)	4.2	4.6	3.3	3.6	3.7

资料来源：公司及招银国际研究部预测

买入（上调）

目标价	HK\$21.2
(此前目标价)	HK\$16.1)
潜在升幅	15.7%
当前股价	HK\$18.32

张淳鑫

电话：(852) 3900 0836

邮件：zhangchunxin@cmbi.com.hk

隋晓萌

电话：(852) 3761 8775

邮件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

中国证券业

市值(百万港元)	73,008
3 月平均流通量 (百万港元)	86.11
52 周内股价高/低(港元)	18.48/10.26
总股本(百万)	2,306.7
资料来源：彭博	

股东结构（H 股）

GIC	16.16%
TPG	11.30%
KKR Institutions Investments	10.97%
资料来源：HKEx	

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	16.4%	12.3%
3-月	34.3%	22.6%
6-月	30.5%	12.8%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

核数师：毕马威

公司网站：www.cicc.com

利润表

年结：12月31日（百万元人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入	9,462	8,758	14,325	19,616	24,638
佣金及手续费收入	6,588	6,071	8,405	10,767	14,216
利息收入	1,020	984	2,760	5,056	6,208
投资净额收益	1,853	1,704	3,160	3,793	4,214
其他收入及收益	45	183	338	491	648
收入及其他收益总额	9,507	8,941	14,663	20,107	25,286
佣金及手续费支出	(420)	(331)	(563)	(682)	(896)
利息支出	(1,095)	(1,289)	(2,331)	(3,308)	(4,049)
员工成本	(4,051)	(3,690)	(5,572)	(7,641)	(9,609)
折旧及摊销费用	(51)	(72)	(190)	(265)	(264)
营业税及附加费	(406)	(106)	(117)	(161)	(202)
其他营业支出	(964)	(1,137)	(1,496)	(2,011)	(2,529)
减值损失准备 / (转回)	(3)	(42)	(52)	(53)	(54)
支出总额	(6,990)	(6,667)	(10,321)	(14,120)	(17,603)
营业利润	2,517	2,274	4,342	5,987	7,683
所占联营企业和合营企业的业绩	104	56	61	85	93
所得税前利润	2,621	2,330	4,403	6,071	7,776
所得税费用	(668)	(490)	(1,013)	(1,396)	(1,788)
年度利润	1,953	1,840	3,391	4,675	5,987
少数股东权益	0	(20)	(25)	(27)	(31)
净利润	1,953	1,820	3,366	4,648	5,956

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（百万元人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
应收账款	6,674	6,581	8,227	8,309	8,475
融资客户垫款	3,296	3,045	21,316	24,514	23,288
可供出售金融资产	618	313	1,091	1,200	1,320
以公允价值计量的金融资产	45,459	55,155	69,699	77,579	86,022
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	13,238	28,972	41,658
其他	95	76	100	89	90
总流动资产	91,649	98,535	190,192	228,280	260,903
物业及设备	166	208	532	585	643
对联营及合营公司投资	453	551	908	954	1,001
可供出售金融资产	581	730	1,278	1,406	1,561
存出保证金	518	1,024	1,894	2,178	2,504
延迟所得税资产	680	830	1,500	1,512	1,595
其他	61	71	3,717	4,037	4,346
总非流动资产	2,460	3,414	9,829	10,672	11,651
总资产	94,109	101,948	200,021	238,951	272,554
短期债务工具	1,700	2,650	1,987	2,583	3,229
拆入资金	1,637	3,529	3,881	5,240	7,074
应付经纪业务客户账款	25,218	17,392	56,839	79,801	91,771
应付薪酬	3,014	2,989	3,015	3,200	3,325
卖出回购金融资产款	14,014	5,478	16,435	20,544	25,680
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	27,113	28,137	30,173
总流动负债	69,256	63,928	121,879	152,290	174,205
长期债券	6,071	18,948	34,986	39,748	45,765
长期应付薪酬	672	523	681	725	726
延迟所得税负债	32	40	259	310	333
其他	1,636	12	1,379	1,039	1,712
总非流动负债	8,411	19,523	37,305	41,822	48,535
总负债	77,667	83,452	159,184	194,112	222,740
股东权益	16,442	18,447	40,642	44,617	49,528
少数股东权益	0	50	194	223	287
总权益	16,442	18,497	40,837	44,840	49,815

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（百万元人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动					
税前利润	2,621	2,330	4,403	6,071	7,776
折旧及分摊	51	72	190	265	264
营运资本变动	(7,671)	(12,503)	(35,543)	4,285	(3,293)
税务开支	(382)	(670)	(831)	(1,038)	(1,037)
其他	155	673	1,420	1,524	1,831
经营活动所得现金净额	(5,227)	(10,098)	(30,360)	11,108	5,541
投资活动					
投资变动	(681)	(8)	(1,123)	(16)	(49)
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	(120)	1,211	1,187
融资活动					
股票发行	5,300	0	19,135	0	0
银行贷款、债务工具以及债券变动	5,423	12,048	15,728	6,717	8,498
利息支付	(364)	(517)	(1,321)	(1,792)	(2,116)
股息	0	0	(638)	(2,366)	(1,377)
其他	0	0	0	0	1
融资活动所得现金净额	10,360	11,503	33,016	2,697	5,205
现金增加净额	4,369	1,481	2,536	15,015	11,933
年初现金及现金等价物	3,352	7,992	9,899	13,003	28,657
外汇差额	271	426	568	639	699
年末现金及现金等价物	7,992	9,899	13,003	28,657	41,289

来源：公司及招银国际研究部预测

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	69.3%	67.9%	57.3%	53.6%	56.2%
利息收入	10.7%	11.0%	18.8%	25.1%	24.6%
投资净额收益	19.5%	19.1%	21.5%	18.9%	16.7%
其他收入及收益	0.5%	2.0%	2.3%	2.4%	2.6%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
收入增长	54.4%	-7.4%	63.6%	36.9%	25.6%
收入及其他收益增长	54.4%	-5.9%	64.0%	37.1%	25.8%
经营利润增长	75.0%	-9.6%	90.9%	37.9%	28.3%
净利润增长	74.6%	-6.8%	84.9%	38.1%	28.2%
资产负债比率					
流动比率 (x)	132.3%	154.1%	156.0%	149.9%	149.8%
总负债/ 权益比率	57.2%	136.2%	100.5%	106.6%	113.2%
净负债/ 权益比率	5.9%	79.3%	67.9%	41.7%	29.1%
回报率					
资本回报率	16.0%	10.4%	11.4%	10.9%	12.7%
资产回报率	2.7%	1.9%	2.2%	2.1%	2.3%
每股数据					
每股利润 (元人民币)	1.12	0.76	0.84	1.17	1.49
每股股息 (元人民币)	0.00	0.16	0.25	0.35	0.44
每股账面值 (元人民币)	7.13	8.02	9.74	10.69	11.88

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关于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。报告所载数据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。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，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数据。报告中的信息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风险。任何使用本报告信息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信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、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信息，请与我们联络。

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。