

中國銀河 (6881 HK)

經紀業務觸底反彈

❖ **資本強化，為未來快速發展提供潛力。**2017 年上半年，中國銀河的收入總額和純利分別按年下跌 16.7% 和 6.4%，至 77.0 億元人民幣和 21.1 億元人民幣。收入的下降主要由證券經紀業務和承銷保薦業務的佣金收入下跌所導致，二者分別按年下跌 31.1% 和 72.9%，至 21.8 億元人民幣和 1.1 億元人民幣。不過，公司的財務狀況仍然健康，資產負債率和財務杠杆分別為 59.3% 和 2.47 倍，較 2016 年年末降低 3.18 個百分點和 0.21 倍。這主要是由於公司的資本實力得到增強，為其未來發展提供了更高的增長潛力，特別是在資本密集型業務方面。

❖ **傳統經紀業務見底。**經紀業務，作為我國證券公司最基礎的業務，目前面臨著兩大挑戰：一是市場成交量的波動，二是佣金率的下行壓力，其中尤以後者為甚。2017 年上半年行業佣金率下降到萬分之 3.66。不過，監管部門計畫針對“佣金戰”出台更為嚴格的監管措施，為行業帶來了利好信號。我們預計中國銀河經紀業務的盈利能力將觸底反彈，主要由於公司轉型方向清晰，客戶群國際化程度高以及能夠提供高附加值服務。現在，中國銀河擁有 960 萬經紀客戶。在“以量補價”和“以費補佣”的戰略下，我們認為，目前對於客戶的分級和對資本密集型業務的擴充將是中國銀河的首要任務。我們預測，公司 2017 年至 2019 年資本密集型業務的利息收入將分別達到 54 億元人民幣、63 億元人民幣和 73 億元人民幣，年複合增長率 15.6%。

❖ **在市場轉型期中更具有競爭力。**中國銀河與馬來西亞聯昌集團簽訂協定，將收購聯昌旗下聯昌證券國際 50% 的股權。交易預計於 2017 年年底完成。除了能夠將業務拓展至東南亞及包括“一帶一路”沿線國家在內的其他市場以外，我們相信中國銀河在市場的轉型期中也將因此具有更強的競爭力。中國的監管部門或將放寬對於外資投資中國證券公司以及有關經營業務範疇的限制，而銀河與聯昌的合作將令公司在面對其他具有國際背景的市場參與者時更具有競爭力。

❖ **估值仍有提升空間，維持買入評級。**我們將公司 2017 年及 2019 年的純利預測分別下調 7.6%、8.4% 和 8.6%，至 59 億元人民幣、68 億元人民幣及 80 億元人民幣。公司目前的股價相當於 2017 年和 2018 年預測市帳率的 0.89 倍和 0.81 倍，大幅低於可比同業平均的 1.18 倍和 1.10 倍。我們給予公司的最新目標價為 8.61 港元，相當於公司 2017 年預測市帳率的 1.00 倍，同時也是同業公司的平均預測市帳率減去一個標準差，以反映其較為簡單的業務模式。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)	33,759	18,403	19,316	21,750	24,774
淨利潤 (百萬人民幣)	9,836	5,154	5,897	6,817	8,001
每股收益 (人民幣)	1.11	0.54	0.58	0.67	0.79
每股收益變動 (%)	121.95	(51.4)	8.20	15.02	17.36
市盈率 (x)	5.37	11.04	10.21	8.87	7.56
市帳率 (x)	1.00	1.04	0.89	0.81	0.74
股息率 (%)	5.50	2.60	2.92	3.38	3.97
權益收益率 (%)	22.9	9.0	9.4	9.6	10.3
財務杠杆 (x)	3.25	2.78	2.48	2.41	2.35

資料來源：公司及招銀國際研究預測

買入 (維持)

目標價	HK\$8.61
(此前目標價)	HK\$8.24
潛在升幅	+22.6%
當前股價	HK\$7.02

張淳鑫

電話：(852) 3900 0836

郵件：zhangchunxin@cmbi.com.hk

隋曉萌

電話：(852) 3761 8775

郵件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

中國證券業

市值 (百萬港元)	137,910
3 月平均流通量 (百萬港元)	174.90
5 周內股價高/低 (港元)	8.14/6.65
總股本 (百萬)	9,537.3

資料來源：彭博

股東結構

BlackRock, Inc.	6.05%
Wenze International Investment Limited	5.95%
國海佛蘭克林基金管理有限	
公司	5.88%

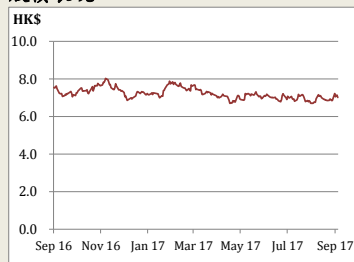
資料來源：HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	5.6%	3.0%
3-月	0.0%	-8.7%
6-月	-4.3%	-17.2%

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

利潤表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入	33,459	18,310	19,131	21,379	24,031
佣金及手續費收入	17,279	7,987	8,006	8,814	9,776
利息收入	11,725	7,302	7,821	8,845	10,094
投資淨額收益	4,454	3,021	3,304	3,719	4,161
其他收入及收益	301	93	186	372	743
收入及其他收益總額	33,759	18,403	19,316	21,750	24,774
折舊及攤銷	(184)	(202)	(235)	(258)	(277)
僱員成本	(9,559)	(4,427)	(4,636)	(5,220)	(5,946)
佣金及手續費支出	(447)	(279)	(262)	(288)	(319)
利息支出	(7,030)	(4,840)	(4,265)	(4,618)	(4,938)
減值損失	(142)	(253)	(395)	(421)	(528)
其他經營支出	(3,263)	(1,826)	(1,912)	(2,153)	(2,453)
支出總額	(20,625)	(11,826)	(11,706)	(12,958)	(14,461)
經營利潤	13,134	6,577	7,611	8,792	10,313
所占聯營企業和合營企業的業績	0	0	0	0	0
所得稅前利潤	13,134	6,577	7,611	8,792	10,313
所得稅費用	(3,257)	(1,391)	(1,674)	(1,934)	(2,269)
年度利潤	9,877	5,185	5,936	6,858	8,044
少數股東權益	(41)	(32)	(39)	(41)	(43)
淨利潤	9,836	5,154	5,897	6,817	8,001

來源：公司及招銀國際研究部

資產負債表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
融資客戶墊款	70,138	55,477	54,922	57,668	60,551
應收賬款	764	775	813	854	897
其他應收款項及預付款項	2,373	3,709	3,316	3,256	3,257
投資	55,049	48,788	50,352	52,260	54,373
交易所及其他機構保證金	3,539	6,641	6,469	6,589	6,985
結算備付金	23,260	25,363	18,861	19,784	20,794
銀行結餘	102,582	68,164	67,206	72,529	79,063
其他	21,467	6,680	8,786	10,004	11,406
總流動資產	279,171	215,596	210,725	222,945	237,326
物業及設備	451	398	421	435	451
商譽	223	223	223	223	223
其他無形資產	363	354	356	356	356
投資	19,143	20,751	21,789	22,692	23,634
其他	1,305	8,558	9,834	10,011	10,700
總非流動資產	21,484	30,285	32,623	33,718	35,365
總資產	300,656	245,881	243,349	256,663	272,690
短期負債	34,888	35,604	32,924	34,570	36,298
應付經紀業務客戶賬款	117,992	90,404	72,693	74,874	77,120
其他	57,164	34,525	35,980	37,560	39,781
總流動負債	210,045	160,533	141,596	147,004	153,199
長期負債	30,571	24,012	30,256	31,768	33,357
其他	2,790	2,981	3,034	3,107	3,826
總非流動負債	33,361	26,993	33,290	34,876	37,183
總負債	243,406	187,527	174,886	181,880	190,382
股東總權益	56,914	57,989	67,998	74,254	81,720
少數股東權益	336	365	465	529	588
總權益	57,249	58,354	68,463	74,783	82,308

來源：公司及招銀國際研究部

現金流量表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
經營活動					
稅前利潤	13,134	6,577	7,611	8,792	10,313
折舊及分攤	184	202	235	258	277
營運資本變動	(41,319)	10,318	(8,177)	(3,568)	(3,729)
稅務開支	(2,873)	(1,734)	(1,507)	(1,741)	(2,042)
其他	556	980	341	293	328
經營活動所得現金淨額	(30,317)	16,342	(1,497)	4,035	5,147
投資活動					
資本開支	(270)	(158)	(151)	(189)	(210)
投資金額變動	(17,326)	(5,085)	38	(307)	(118)
其他	(2,324)	58	384	607	808
投資活動所得現金淨額	(19,920)	(5,186)	271	111	480
融資活動					
股票發行	18,923	0	4,086	0	0
銀行貸款變動	1,104	595	89	94	98
股息	(1,223)	(3,132)	(1,571)	(1,769)	(2,045)
債券及應付短期金融款淨額	31,225	(6,463)	3,474	3,065	3,218
其他	850	(2,585)	(2,133)	(2,309)	(2,469)
融資活動所得現金淨額	50,879	(11,585)	3,946	(919)	(1,197)
現金增加淨額	642	(428)	2,719	3,227	4,430
年初現金及現金等价物	7,504	8,415	8,011	11,090	14,750
外匯差額	270	24	359	433	434
年末現金及現金等价物	8,415	8,011	11,090	14,750	19,614

來源：公司及招銀國際研究部

主要比率

年結：12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入及其他收益總額					
佣金及手續費收入	51.2%	43.4%	41.4%	40.5%	39.5%
利息收入	34.7%	39.7%	40.5%	40.7%	40.7%
投資淨額收益	13.2%	16.4%	17.1%	17.1%	16.8%
其他收入及收益	0.9%	0.5%	1.0%	1.7%	3.0%
總額	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增長					
收入	158.0%	-45.3%	4.5%	11.8%	12.4%
收入及其他收益	159.4%	-45.5%	5.0%	12.6%	13.9%
經營利潤	162.5%	-49.9%	15.7%	15.5%	17.3%
淨利潤	160.8%	-47.6%	14.4%	15.6%	17.4%
資產負債比率					
流動比率	132.9%	134.3%	148.8%	151.7%	154.9%
總負債/ 權益比率	115.0%	102.8%	92.9%	89.3%	85.2%
淨負債/ 權益比率	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率					
資本回報率	22.89%	8.97%	9.36%	9.58%	10.26%
資產回報率	4.09%	1.89%	2.41%	2.73%	3.02%
每股數據					
每股利潤（元人民幣）	1.11	0.54	0.58	0.67	0.79
每股股息（元人民幣）	0.33	0.16	0.17	0.20	0.24
每股賬面值（元人民幣）	5.97	5.72	6.71	7.32	8.06

來源：公司及招銀國際研究部

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 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。