

中國銀河 (6881 HK)

收入結構集中，對不利市況抵抗能力較弱

❖ **弱市抵禦能力較低，下調至「持有」評級。**我們下調中國銀河的 2018 年 / 2019 年 / 2020 年的淨利潤預測至 24 億元/29 億元/36 億元人民幣。銀河的收入高度依賴于經紀佣金收入和淨利息收入（2018 年前三季占收入比重為 43%/ 30%，行業平均則為 26%/ 11%），因此更容易受到市場日均交易額減少所帶來的影響。與此同時，因業務轉型方面較同業落後，銀河難以抓住投行及投資等業務的潛在發展機遇。我們將銀河證券的評級下調至「持有」，基于 GGM 估值法的目標價為 4.70 港元，相等於 0.57 倍 2019 年預測市帳率。

❖ **自營收益及股權融資弱勢預計將會持續。**除了 A 股日均成交額收縮，銀河今年的收入亦受到自營收益及投行業務收入減少的拖累（同比下降 51% 及 44%）。儘管債券承銷業務在今年有所改善，但銀河的股權承銷業務仍然缺乏增長潛力，而且項目儲備較為薄弱。市場下行，銀河投資表現同樣欠理想，根據我們估計，其 2018 年前三季度投資收益率僅為 1.1%。因短期內市場仍然波動，自營收益表現或將持續受到影響。

❖ **下行空間有限，但同樣缺乏催化劑。**目前銀河的 2018 年預測市帳率為 0.57 倍，比同業平均 0.85 倍低 33%；不過，其 2018 年預測淨資產收益率也低至 3.7%（相對於同業平均的 6.5%）。除了因其業績與市場日均交易額高度相關外，截至 2018 年上半年末，銀河的表內股權質押餘額占其淨資產的 63%（同業平均約為 35%），我們認為這一點同樣拖累了公司估值。不過，由于其業績對經紀業務依賴度較高，在政府積極採取措施穩定資本市場之後，銀河或受惠于近期 A 股市場日均交易額的回暖，但其他業務的疲弱也限制了估值繼續向上修復的空間。我們的敏感度分析顯示，若 2019 年市場日均交易額增加 5%，將令銀河的淨利潤提升 3%。

❖ **券商股價表現將回歸業績；偏好業務全面的龍頭。**我們認為券商板塊近期估值從歷史低位回升，主要是由於市場對股權質押風險的擔憂有所舒緩，以及對中美達成潛在貿易協議存有期望。我們認為，利好消息很大程度已反映在當前股價中，下一步估值的修復將取決於市場日均交易額及券商經營業績是否取得實質性改善。近期的一些政策，如加快并購重組和設立科创板等，預示著投行業務 2019 年將迎來更有利的政策環境，但我們認為，擁有優質客戶群的領先企業將是主要受益者。我們仍然偏好業務全面及具備海外經營優勢的證券公司。維持中信證券（6030 HK，買入）和華泰證券（6886 HK，買入）為我們的行業首選。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額 (百萬人民幣)	13,249	11,304	8,191	8,476	9,943
淨利潤 (百萬人民幣)	5,154	3,981	2,431	2,855	3,604
每股收益 (人民幣)	0.54	0.39	0.24	0.28	0.36
每股收益變動 (%)	(51)	(27)	(39)	17	26
市盈率 (x)	6.9	9.5	15.6	13.2	10.5
市帳率 (x)	0.61	0.59	0.57	0.51	0.49
股息率 (%)	4.4	3.2	1.9	2.3	2.9
權益收益率 (%)	9.0	6.5	3.7	4.1	4.8
財務杠杆 (x)	2.8	3.0	3.2	3.1	3.2

資料來源：公司及招銀國際研究預測

持有（下調）

目標價	HK\$4.70
(此前目標價)	HK\$8.61
潛在升幅	+10.8%
當前股價	HK\$4.24

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)	69,431
3 月平均流通量 (百萬港元)	81.11
5 周內股價高/低 (港元)	6.98/3.21
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%
中國人民財產保險股份有限公司	1.13%
蘭州銀行股份有限公司	0.89%

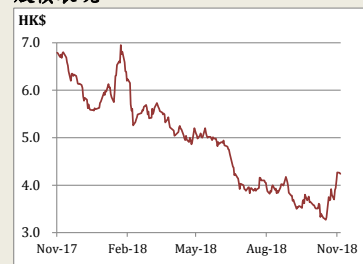
資料來源：公司

股價表現

	絕對回報	相對回報
1 個月	20.8%	22.9%
3 個月	9.8%	19.3%
6 個月	-16.7%	-3.0%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：德勤

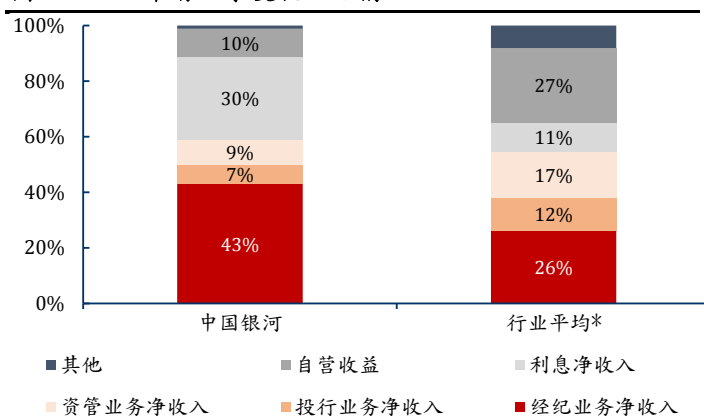
公司網站：www.chinastock.com.cn

圖 1: 中國銀河 2018 年三季度業績概要

(百萬元人民幣)								
損益表	2Q18	3Q18	QoQ	3Q17	YoY	9M17	9M18	YoY
淨佣金及手續費收入	1,314	1,037	-21%	1,735	-40%	4,483	3,770	-16%
經紀業務	785	761	-3%	1,279	-40%	3,530	2,733	-23%
投行業務	186	85	-54%	152	-44%	292	418	44%
資管業務	177	190	8%	193	-2%	506	572	13%
淨利息收入	457	633	39%	758	-16%	2,289	1,897	-17%
自營收益	(108)	368	-	749	-51%	2,129	630	-70%
經營淨收入	1,695	2,008	18%	3,256	-38%	8,919	6,323	-29%
經營開支	(1,019)	(1,216)	19%	(1,587)	-23%	(4,399)	(3,598)	-18%
撥備前利潤	676	791	17%	1,669	-53%	4,520	2,726	-40%
減值撥備	(191)	(102)	-47%	(156)	-35%	(390)	(317)	-19%
稅前利潤	485	689	42%	1,513	-54%	4,130	2,409	-42%
所得稅	(178)	(120)	-32%	(230)	-48%	(716)	(505)	-29%
淨利潤	297	559	88%	1,271	-56%	3,383	1,870	-45%
資產負債表	2Q18	3Q18	QoQ	3Q17	YoY	FY17	3Q18	YTD
融出資金	53,651	47,376	-12%	56,104	-16%	60,064	47,376	-21%
金融投資	78,358	84,011	7%	69,627	21%	71,250	84,011	18%
買入返售金融資產	43,829	42,400	-3%	28,329	50%	38,256	42,400	11%
代理買賣證券款	67,435	59,302	-12%	66,850	-11%	64,787	59,302	-8%
股東權益	64,526	65,517	2%	64,162	2%	64,513	65,517	2%
比率	2Q18	3Q18	QoQ	3Q17	YoY			
平均淨資產回報率	1.8%	3.4%	1.6ppt	8.0%	-4.6ppt			
平均總資產回報率	0.4%	0.9%	0.4ppt	2.1%	-1.3ppt			
槓桿倍數	3.1x	3.1x	0.0x	2.7x	0.4x			
投資收益率	-0.5%	1.8%	2.4ppt	4.4%	-2.6ppt			
成本收入比	59%	59%	0ppt	48%	11ppt			

資料來源: 公司及招銀國際研究部

圖 2: 2018 年前三季度收入結構



資料來源: 公司及招銀國際研究部

*: 行業平均指招銀國際覆蓋下的證券公司平均值

利潤表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
淨手續費及佣金收入	7,708	6,085	4,856	5,105	5,551
經紀業務	6,122	4,757	3,489	3,749	4,048
投行業務	1,024	557	551	577	624
資管業務	453	700	738	703	803
其他	109	72	78	77	77
淨利息收入	2,462	2,986	2,454	1,950	2,153
自營淨收益	3,021	2,256	835	1,426	2,243
其他收入及收益淨額	58	(24)	45	(4)	(4)
經營收入	13,249	11,304	8,191	8,476	9,943
經營支出	(6,419)	(5,813)	(4,548)	(4,315)	(4,963)
撥備前利潤	6,830	5,491	3,643	4,161	4,980
減值撥備	(253)	(682)	(528)	(534)	(495)
所得稅前利潤	6,577	4,809	3,115	3,628	4,485
所得稅費用	(1,391)	(790)	(636)	(722)	(828)
年度利潤	5,186	4,019	2,480	2,906	3,657
少數股東權益	(32)	(38)	(48)	(50)	(53)
淨利潤	5,154	3,981	2,431	2,855	3,604

資料來源：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）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
客戶存款	61,215	50,777	46,146	50,471	53,887
結算備付金	25,363	12,538	11,998	12,618	13,736
融出資金	55,477	60,064	48,051	50,454	54,490
金融投資	69,330	71,250	85,501	97,471	106,243
衍生金融資產	8	23	235	352	458
買入返售金融資產	13,006	38,256	42,082	43,344	45,945
長期股權投資	0	0	803	803	803
其他資產	21,480	21,906	24,725	25,367	24,519
總資產	245,881	254,815	259,540	280,880	300,081
代理買賣證券款	90,404	64,787	59,990	65,108	69,515
賣出回購金融資產	24,495	18,716	30,320	35,172	39,040
短期負債及借款	13,304	31,379	16,277	16,842	18,269
長期負債及借款	46,312	62,881	72,941	76,588	82,716
衍生金融負債	#REF!	#REF!	#REF!	#REF!	#REF!
其他負債	13,012	12,166	12,985	12,954	13,217
總負債	187,527	189,929	192,513	206,663	222,757
股東總權益	57,989	64,513	66,674	73,845	76,935
少數股東權益	365	373	353	371	390
總權益	58,354	64,887	67,027	74,217	77,324

資料來源：公司及招銀國際研究部

主要比率

年結：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营收入结构					
净手续费及佣金收入	58%	54%	59%	60%	56%
经纪业务	46%	42%	43%	44%	41%
投行业务	8%	5%	7%	7%	6%
资管业务	3%	6%	9%	8%	8%
其他	1%	1%	1%	1%	1%
净利息收入	19%	26%	30%	23%	22%
自营净收益	23%	20%	10%	17%	23%
其他收入及收益净额	0%	0%	1%	0%	0%
总计	100%	100%	100%	100%	100%
同比增速					
净手续费及佣金收入	-54%	-21%	-20%	5%	9%
经纪业务	-61%	-22%	-27%	7%	8%
投行业务	35%	-46%	-1%	5%	8%
资管业务	1%	54%	5%	-5%	14%
净利息收入	-48%	21%	-18%	-21%	10%
自营净收益	-32%	-25%	-63%	71%	57%
经营收入	-50%	-15%	-28%	3%	17%
拨备前利润	-49%	-20%	-34%	14%	20%
净利润	-48%	-23%	-39%	17%	26%
经营效率指标					
成本收入比	46%	51%	55%	50%	49%
净利润率	39%	35%	30%	34%	36%
杠杆水平					
财务杠杆（倍）	2.8	3.0	3.2	3.1	3.2
总投资/总权益	118.8%	109.8%	127.6%	131.3%	137.4%
回报率					
平均权益回报率	9.0%	6.5%	3.7%	4.1%	4.8%
平均资产回报率	1.9%	1.6%	0.9%	1.1%	1.2%
每股数据					
每股净利润（元人民币）	0.54	0.39	0.24	0.28	0.36
每股股息（元人民币）	0.16	0.12	0.07	0.08	0.11
每股账面值（元人民币）	6.08	6.36	6.58	7.28	7.59

資料來源：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）發表于本報告的觀點準確地反映有關于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并無直接或間接關係。

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	: 招銀國際并未給予投資評級

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。報告所載數據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，并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，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便做出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾做出任何相關變更的通知。本公司可發布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并不時自行及/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，任何機構或個人于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信息，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。接收本報告之行爲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。