

中金公司 (3908 HK)

受惠於投行業務新機遇與財富管理業務整合轉型

- ❖ **投行業務集中度提升及新機遇的受惠者。**今年以來，A股IPO審核趨嚴，過會率大幅下降，再融資也受到嚴格監管，首5個月IPO及再融資募集金額分別按年下跌52.0%及15.5%。中金儘管近年在境內投行業務中遇到的競爭加大，但仍然保持著業內第一梯隊的地位，今年首5個月，中金及中投合計IPO及再融資承銷金額分別列行業第四及第五位。在強監管背景下，行業龍頭的優勢得以凸顯，行業集中度明顯提升。此外，今年A股一級市場存在著獨角獸上市及CDR發行等新機遇，特別是上周CDR發行細則正式發佈，意味著巨型公司回A進程即將啟動，為券商的投行、託管等業務帶來新的增長點。而這些行業新機遇對券商的服務能力提出了更高的要求，因此這一誘人的蛋糕絕大部分將為龍頭券商所分食。我們認為中金憑藉其多年海外經營的經驗、卓越的投行業務能力及與優質客戶的堅實關係，將能夠在迎接巨型公司回A的進程中佔據優勢地位，相信將為其今年的投行業務收入增長帶來推動力。
- ❖ **財富管理業務持續推進整合與轉型。**收購中投使得中金的分支網路和客群數目得到了大幅擴充，截至2017年末，中投擁有34.0萬富裕客戶及200多家營業部，為中金向財富管理業務轉型提供了更廣闊的客戶基礎。而中金在為高淨值客戶提供高端產品方面擁有強大的實力，未來我們相信雙方在渠道、系統及銷售人員的整合上將著重於面向中投富裕客戶，令中金的產品優勢將能夠與中投的客戶優勢良好對接，同時帶來與其他業務板塊間的交叉銷售，提升財富管理業務對收入的整體貢獻。另一方面，針對中投245萬大眾客戶，中金將著力於提升線上平台的服務能力，以提高營運效率。
- ❖ **股權結構漸趨多元化，期待更多協同效應。**上週五，中金公告，控股股東匯金轉讓9.5%內資股最終花落海爾金控。轉讓有待監管部門批准。轉讓完成後，匯金持股比例將下降至46.2%，中金的股東結構將更為多元化和市場化，同時我們也期待在自身產業領域具有領導地位、致力於產投融合的海爾集團能與中金在投行、直投等業務上展開合作。此外，今年3月，騰訊(700 HK)戰略入股中金的交易正式交割，預期雙方的戰略合作也將逐步展開。擁有海量社交用戶的騰訊與擁有金融使用者與產品平台的中金如何在客戶數據上進行對接、為轉型中的中金財富管理業務帶來協同效應，同樣值得期待。
- ❖ **維持買入評級，下調目標價至19.6港元。**中金現時的股價相當於2018年預測市帳率的1.34倍，較大型可比同業的平均值0.95倍高出約42%，主要受惠於對中投的收購以及騰訊的戰略入股。我們認為，中金在向財富管理轉型上的戰略和潛力得到市場的認可，同時作為我國金融業開放進程中具有明顯優勢的標的，中金相較於同業的估值溢價未來仍將持續。此外，我們也期待更多來自戰略投資者的協同效應，進一步對公司的估值和業績提升做出貢獻。我們維持對中金的買入評級，但基於對市場假設的下調，將中金2018年及2019年的純利預測下調至36.0億元人民幣及44.8億元人民幣。我們給予中金的最新目標價為19.6港元，相當於2018年預測市帳率的1.6倍。

財務資料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業收入(百萬元人民幣)	8,941	15,260	18,469	21,363	25,182
淨利潤(百萬元人民幣)	1,820	2,766	3,601	4,481	5,551
每股收益(元人民幣)	0.76	0.76	0.86	1.06	1.31
每股收益變動(%)	(31.45)	(0.59)	12.65	23.27	24.19
市盈率(x)	17.57	17.67	15.69	12.73	10.25
市帳率(%)	1.67	1.45	1.35	1.23	1.10
股息率(%)	1.19	1.19	1.32	1.65	2.05
權益收益率(%)	10.74	10.22	9.35	10.43	11.65
財務杠杆(x)	4.6	5.2	4.9	4.8	4.7

資料來源：公司及招銀國際研究部預測

買入(維持)

目標價	HK\$19.6
(此前目標價)	HK\$21.2)
潛在升幅	18.2%
當前股價	HK\$16.58

隋曉萌

電話：(852) 3761 8775

郵件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

文幹森, CFA

電話：(852) 3900 0853

郵件：samsonman@cmbi.com.hk

中國證券業

市值(百萬元)	69,514
3月平均流通量(百萬元)	201.35
52周內股價高/低(港元)	19.08/10.68
總股本(百萬元)	3,985.1

資料來源：彭博

股東結構(H股)

Tencent Holdings Limited	12.01%
TPG Group Holdings (SBS)	
Advisors, Inc.	9.94%
GIC Private Limited	9.15%

資料來源：HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	0.9%	-2.6%
3-月	6.2%	4.5%
6-月	8.6%	-2.4%

資料來源：彭博

股價表現



核數師：畢馬威

公司網站：www.cicc.com

利潤表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入	8,758	15,270	18,460	21,336	25,131
佣金及手續費收入	6,071	8,282	9,832	11,599	14,236
利息收入	984	2,980	3,903	4,440	4,892
投資淨額收益	1,704	4,008	4,725	5,296	6,003
其他收入及收益	183	(10)	9	27	51
收入及其他收益總額	8,941	15,260	18,469	21,363	25,182
佣金及手續費支出	(331)	(822)	(896)	(1,076)	(1,325)
利息支出	(1,289)	(3,268)	(4,259)	(4,617)	(4,938)
員工成本	(3,690)	(5,522)	(6,279)	(7,178)	(8,562)
折舊及攤銷費用	(72)	(230)	(265)	(289)	(305)
營業稅及附加費	(106)	(62)	(74)	(85)	(101)
其他營業支出	(1,137)	(1,884)	(2,142)	(2,435)	(2,878)
減值損失準備/(轉回)	(42)	59	29	15	10
支出總額	(6,667)	(11,730)	(13,886)	(15,666)	(18,099)
營業利潤	2,274	3,531	4,583	5,697	7,083
所占聯營企業和合營企業的業績	56	71	90	101	110
所得稅前利潤	2,330	3,601	4,673	5,798	7,194
所得稅費用	(490)	(790)	(1,023)	(1,264)	(1,583)
年度利潤	1,840	2,811	3,649	4,534	5,611
少數股東權益	(20)	(45)	(48)	(53)	(60)
淨利潤	1,820	2,766	3,601	4,481	5,551

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（百萬元人民幣）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
現金及銀行結餘	10,505	18,131	17,895	16,926	15,567
代經紀業務客戶持有現金	16,717	44,226	46,437	49,224	53,162
融出資金	3,045	21,883	22,977	25,275	28,308
以公允價值計量且變動計入当期損益的金融資產	55,155	97,012	103,030	112,348	124,507
買入返售金融資產	3,940	14,438	15,059	16,186	17,737
可供出售金融資產	1,043	18,897	20,697	23,155	26,304
對聯營及合營企業的投资	551	1,128	1,467	1,540	1,673
商譽	0	1,583	1,583	1,583	1,583
遞延所得稅資產	830	1,151	1,369	1,595	1,678
其他	10,163	19,363	19,070	19,465	20,413
總資產	101,948	237,812	249,583	267,297	290,931
債務工具總額	21,598	60,561	60,612	65,596	72,267
拆入資金	3,529	10,281	11,617	13,360	15,230
以公允價值計量且變動計入当期損益的金融負債	9,743	12,194	13,414	15,023	16,676
賣出回購金融資產款	5,478	30,654	32,186	33,474	36,152
應付經紀業務客戶賬款	17,392	47,347	49,688	52,669	56,883
遞延所得稅負債	40	227	310	333	351
其他	25,672	39,656	40,191	41,049	42,370
總負債	83,452	200,920	208,018	221,505	239,929
股東總權益	18,447	36,707	41,358	45,558	50,751
少數股東權益	50	186	207	234	251
總權益	18,497	36,892	41,565	45,792	51,002

來源：公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年结：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入及其他收益总额					
佣金及手续费收入	67.9%	54.3%	53.2%	54.3%	56.5%
利息收入	11.0%	19.5%	21.1%	20.8%	19.4%
投资净额收益	19.1%	26.3%	25.6%	24.8%	23.8%
其他收入及收益	2.0%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.2%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
收入增长	-7.4%	74.4%	20.9%	15.6%	17.8%
收入及其他收益增长	-5.9%	70.7%	21.0%	15.7%	17.9%
经营利润增长	-9.6%	55.2%	29.8%	24.3%	24.3%
净利润增长	-6.8%	52.0%	30.2%	24.4%	23.9%
资产负债比率					
流动比率 (x)	154.1%	148.1%	150.3%	151.2%	152.0%
总负债/ 权益比率	189.0%	226.2%	207.1%	206.3%	205.3%
净负债/ 权益比率	132.1%	176.8%	163.8%	169.1%	174.6%
回报率					
平均资本回报率	10.74%	10.22%	9.35%	10.43%	11.6%
平均总资产回报率	1.86%	1.63%	1.48%	1.73%	2.0%
每股数据					
每股利润 (元人民币)	0.76	0.76	0.86	1.06	1.31
每股股息 (元人民币)	0.16	0.16	0.18	0.22	0.28
每股账面值 (元人民币)	8.02	9.26	9.91	10.92	12.16

来源：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，本公司及其雇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 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個人。