

### 中国国际金融股份有限公司 (3908 HK, HK\$11.58, 目标价: HK\$13.6, 买入) — 潜在合并预计带来财务以及战略协同效应

❖ **纯利按年跌 49.4%，但跌幅低于同业。**2016 年上半年，公司收入及其他收益总额按年跌 34.0% 至人民币 32.3 亿元，纯利按年跌 49.4% 至人民币 5.8 亿元。中金业务模式较均衡，对经纪业务的依赖度较同业为低。截至目前，在已披露中期业绩的行业领先券商中，中金纯利跌幅较小，表现优于同业。

❖ **潜在并购将带来更多财务以及战略协同效应。**中金与中投证券正就潜在并购事宜进行商谈。中金作为中国第一家中外合资的投资银行，过去其业绩表现逐渐落后于同业，特别是在中小企业板及创业板的投行业务和经纪业务方面。我们相信此次潜在并购将会给中金带来财务以及战略上的协同效应。2015 年，按股票交易额来衡量，中投的市占率为 1.64%，比中金高 0.48 个百分点。我们认为中投广阔的营业网点将会很好地支持中金在二级市场上的业务。此次潜在并购亦被视为中央汇金对旗下资源的一次整合，它分别持有 28.5% 的中金股权及 100% 的中投证券股权。

❖ **公司的海外平台发挥重要作用。**2016 年上半年，公司的海外业务对总收入的贡献占比为 24.1%，与去年同期占比相同。今年上半年，中国公司的收购合并活动持续活跃，跨境收购合并录得总交易额 1,528.5 亿美元，按年增长 129.9%。凭借着强有力的海外平台，中金以 640 亿美元的交易额，成为财务顾问中的佼佼者。此外，我们预期海外平台还将为其财富管理业务和固定收益业务带来更多协同效应。

❖ **目标价港币 13.6 元。**我们将公司 2016 和 2017 财年的纯利预测下调至人民币 14 亿元和人民币 19 亿元。尽管公司对经纪业务的依赖度较低，但低迷的市场气氛仍会对所有业务板块造成实质性影响。同时，我们预测 2018 财年的纯利为人民币 24 亿元。公司现时的股价分别相当于 2016 和 2017 财年预测市帐率的 1.3 倍和 1.2 倍。我们的目标价为港币 13.6 元，相当于 2017 财年预测市帐率的 1.4 倍，同时也是同业公司的平均预测市帐率。**维持「买入」评级。**

### ❖ 财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
营业额 (百万人民币)	6,156	9,507	7,994	9,530	11,317
净利润 (百万人民币)	1,118	1,953	1,404	1,908	2,367
每股收益 (人民币)	0.67	0.85	0.61	0.83	1.03
每股收益变动 (%)	202.19	26.21	(28.08)	35.85	24.07
市盈率(x)	14.8	11.8	16.4	12.0	9.7
市帐率(x)	2.1	1.4	1.3	1.2	1.1
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
权益收益率 (%)	15.1	16.0	8.2	10.2	11.6
净财务杠杆率 (%)	37.8	5.9	20.8	51.6	58.5

来源: 公司及招銀国际研究部

### 中金公司(3908 HK)

评级	买入
收市价	HK\$11.58
目标价	HK\$13.6
市值 (港币百万)	26,711
过去 3 月平均交易 (港币百万)	47.95
52 周高/低 (港币)	13.6/9.52
发行股数(百万)	2,306.7
主要股东	GIC Private Limited (18.0%)

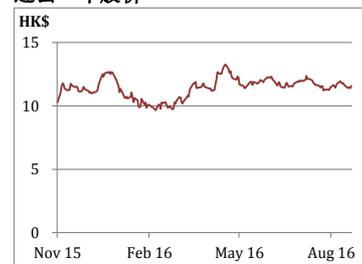
来源: 彭博

### 股价表现

	绝对	相对
1 月	-0.3%	-3.3%
3 月	-5.3%	-14.6%
6 月	15.6%	-4.3%

来源: 彭博

### 过去一年股价



来源: 彭博

**利润表**

年结: 12月31日 (百万人民币)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>收入</b>	<b>6,128</b>	<b>9,462</b>	<b>7,953</b>	<b>9,491</b>	<b>11,266</b>
佣金及手续费收入	4,152	6,588	5,176	6,126	7,238
利息收入	450	1,020	1,267	1,583	1,977
投资净额收益	1,527	1,853	1,510	1,781	2,051
其他收入及收益	27	45	41	39	51
<b>收入及其他收益总额</b>	<b>6,156</b>	<b>9,507</b>	<b>7,994</b>	<b>9,530</b>	<b>11,317</b>
佣金及手续费支出	(228)	(420)	(304)	(330)	(382)
利息支出	(742)	(1,095)	(1,250)	(1,396)	(1,525)
员工成本	(2,556)	(4,051)	(3,613)	(4,193)	(4,923)
折旧及摊销费用	(60)	(51)	(65)	(70)	(85)
营业税及附加费	(248)	(406)	(320)	(381)	(453)
其他营业支出	(853)	(964)	(719)	(829)	(1,019)
减值损失准备 / (转回)	(32)	(3)	(10)	(16)	(20)
<b>支出总额</b>	<b>(4,718)</b>	<b>(6,990)</b>	<b>(6,281)</b>	<b>(7,215)</b>	<b>(8,406)</b>
<b>营业利润</b>	<b>1,438</b>	<b>2,517</b>	<b>1,713</b>	<b>2,315</b>	<b>2,911</b>
所占联营企业和合营企业的业绩	68	104	135	195	204
<b>所得税前利润</b>	<b>1,506</b>	<b>2,621</b>	<b>1,848</b>	<b>2,510</b>	<b>3,115</b>
所得税费用	(387)	(668)	(443)	(602)	(747)
<b>年度利润</b>	<b>1,118</b>	<b>1,953</b>	<b>1,404</b>	<b>1,908</b>	<b>2,367</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>1,118</b>	<b>1,953</b>	<b>1,404</b>	<b>1,908</b>	<b>2,367</b>

来源: 公司及招银国际研究部

**资产负债表**

年结: 12月31日 (百万人民币)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>应收账款</b>	<b>8,336</b>	<b>6,674</b>	<b>5,917</b>	<b>6,355</b>	<b>6,750</b>
融资客户垫款	3,458	3,296	2,376	3,189	3,490
可供出售金融资产	46	618	916	1,036	1,159
以公允价值计量的金融资产	21,654	45,459	55,368	61,529	64,589
衍生金融资产	733	736	1,890	2,150	2,087
买入返售金融资产	1,622	1,557	2,857	3,052	3,569
应收利息	342	479	611	653	716
代经纪客户持有现金	11,085	24,301	21,156	22,056	23,896
现金及银行结余	3,418	8,434	12,775	9,970	10,805
其他	49	95	86	79	89
<b>总流动资产</b>	<b>50,741</b>	<b>91,649</b>	<b>103,950</b>	<b>110,068</b>	<b>117,148</b>
物业及设备	135	166	187	211	235
无形资产	3	1	1	1	1
对联营及合营公司投资	565	453	516	547	589
可供出售金融资产	388	581	714	737	885
存出保证金	325	518	814	841	856
延迟所得税资产	484	680	437	457	511
其他	58	60	69	78	81
<b>总非流动资产</b>	<b>1,959</b>	<b>2,460</b>	<b>2,736</b>	<b>2,871</b>	<b>3,158</b>
<b>总资产</b>	<b>52,700</b>	<b>94,109</b>	<b>106,687</b>	<b>112,939</b>	<b>120,306</b>
短期债务工具	900	1,700	4,501	5,800	7,895
拆入资金	1,530	1,637	6,517	8,500	9,130
应付经纪业务客户账款	15,054	25,218	22,457	24,569	26,589
应付薪酬	2,142	3,014	1,416	1,569	1,635
卖出回购金融资产款	8,350	14,014	15,897	16,175	17,359
以公允价值计量且变动计入当期损益的金融负债	7,526	5,584	10,200	10,159	11,589
衍生金融负债	738	1,071	1,590	1,715	1,857
应付所得税	119	626	589	216	226
其他	4,028	16,392	19,505	18,617	15,206
<b>总流动负债</b>	<b>40,387</b>	<b>69,256</b>	<b>82,670</b>	<b>87,320</b>	<b>91,486</b>
长期债券	4,010	6,071	5,494	5,639	6,450
长期应付薪酬	269	672	541	590	629
延迟所得税负债	29	32	46	62	63
其他	13	13	13	13	13
<b>总非流动负债</b>	<b>4,321</b>	<b>8,411</b>	<b>6,093</b>	<b>6,303</b>	<b>7,155</b>
<b>总负债</b>	<b>44,708</b>	<b>77,667</b>	<b>88,763</b>	<b>93,623</b>	<b>98,641</b>
<b>股东总权益</b>	<b>7,992</b>	<b>16,442</b>	<b>17,924</b>	<b>19,316</b>	<b>21,665</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0
<b>总权益</b>	<b>7,992</b>	<b>16,442</b>	<b>17,924</b>	<b>19,316</b>	<b>21,665</b>

来源: 公司及招银国际研究部

**现金流量表**

年结：12月31日（百万人民币）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动</b>					
税前利润	1,506	2,621	1,848	2,510	3,115
折旧及分摊	60	51	65	70	85
营运资本变动	(62)	(7,671)	(2,144)	(6,167)	(3,129)
税务开支	(131)	(382)	(148)	(201)	(249)
其他	(332)	155	(1,061)	(1,305)	(1,187)
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>1,042</b>	<b>(5,227)</b>	<b>(1,440)</b>	<b>(5,092)</b>	<b>(1,365)</b>
<b>投资活动</b>					
投资变动	(195)	(681)	(425)	(510)	(510)
股息及利息收入	16	13	50	79	79
其他	(60)	(96)	(29)	(22)	(61)
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(239)</b>	<b>(764)</b>	<b>(404)</b>	<b>(453)</b>	<b>(492)</b>
<b>融资活动</b>					
股票发行	0	5,300	0	0	0
银行贷款、债务工具以及债券变动	(100)	5,423	7,103	3,428	3,536
利息支付	(327)	(364)	(635)	(736)	(859)
股息	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>(427)</b>	<b>10,360</b>	<b>6,468</b>	<b>2,692</b>	<b>2,677</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>376</b>	<b>4,369</b>	<b>4,623</b>	<b>(2,853)</b>	<b>821</b>
年初现金及现金等价物	2,973	3,352	7,992	12,640	9,802
外汇差额	3	271	25	15	15
年末现金及现金等价物	3,352	7,992	12,640	9,802	10,637

来源：公司及招银国际研究部

**主要比率**

年结：12月31日（百万人民币）	2,014	2,015	2016E	2017E	2018E
<b>收入及其他收益总额</b>					
佣金及手续费收入	67.4%	69.3%	64.7%	64.3%	64.0%
利息收入	7.3%	10.7%	15.8%	16.6%	17.5%
投资净额收益	24.8%	19.5%	18.9%	18.7%	18.1%
其他收入及收益	0.4%	0.5%	0.5%	0.4%	0.5%
<b>总额</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>
<b>增长</b>					
收入增长	52.2%	54.4%	-15.9%	19.3%	18.7%
收入及其他收益增长	51.4%	54.4%	-15.9%	19.2%	18.7%
经营利润增长	217.7%	75.0%	-31.9%	35.2%	25.7%
净利润增长	202.2%	74.6%	-28.1%	35.8%	24.1%
<b>资产负债比率</b>					
流动比率 (x)	125.6%	132.3%	125.7%	126.1%	128.1%
总负债/ 权益比率	80.6%	57.2%	92.1%	103.2%	108.4%
净负债/ 权益比率	37.8%	5.9%	20.8%	51.6%	58.5%
<b>回报率</b>					
资本回报率	15.1%	16.0%	8.2%	10.2%	11.6%
资产回报率	2.6%	2.7%	1.4%	1.7%	2.0%
<b>每股数据</b>					
每股利润（人民币）	0.67	0.85	0.61	0.83	1.03
每股股息（人民币）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股账面值（人民币）	4.79	7.13	7.77	8.37	9.39

来源：公司及招银国际研究部

## 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有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，请与我们联系。

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商投资者

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士。