

### 中國國際金融股份有限公司 (3908 HK, HK\$11.58, 目標價: HK\$13.6, 買入) — 潛在合併預計帶來財務以及戰略協同效應

- ❖ **純利按年跌 49.4%，但跌幅低於同業。** 2016 年上半年，公司收入及其他收益總額按年跌 34.0% 至人民幣 32.3 億元，純利按年跌 49.4% 至人民幣 5.8 億元。中金業務模式較均衡，對經紀業務的依賴度較同業為低。截至目前，在已披露中期業績的行業領先券商中，中金純利跌幅較小，表現優於同業。
- ❖ **潛在併購將帶來更多財務以及戰略協同效應。** 中金與中投證券正就潛在併購事宜進行商談。中金作為中國第一家中外合資的投資銀行，過去其業績表現逐漸落後於同業，特別是在中小企業板及創業板的投行業務和經紀業務方面。我們相信此次潛在併購將會給中金帶來財務以及戰略上的協同效應。2015 年，按股票交易額來衡量，中投的市佔率為 1.64%，比中金高 0.48 個百分點。我們認為中投廣闊的營業網點將會很好地支援中金在二級市場上的業務。此次潛在併購亦被視為中央匯金對旗下資源的一次整合，它分別持有 28.5% 的中金股權及 100% 的中投證券股權。
- ❖ **公司的海外平臺發揮重要作用。** 2016 年上半年，公司的海外業務對總收入的貢獻佔比為 24.1%，與去年同期佔比相同。今年上半年，中國公司的收購合併活動持續活躍，跨境收購合併錄得總交易額 1,528.5 億美元，按年增長 129.9%。憑藉著強有力的海外平臺，中金以 640 億美元的交易額，成為財務顧問中的佼佼者。此外，我們預期海外平臺還將為其財富管理業務和固定收益業務帶來更多協同效應。
- ❖ **目標價港幣 13.6 元。** 我們將公司 2016 和 2017 財年的純利預測下調至人民幣 14 億元和人民幣 19 億元。儘管公司對經紀業務的依賴度較低，但低迷的市場氣氛仍會對所有業務板塊造成實質性影響。同時，我們預測 2018 財年的純利為人民幣 24 億元。公司現時的股價分別相當於 2016 和 2017 財年預測市帳率的 1.3 倍和 1.2 倍。我們的目標價為港幣 13.6 元，相當於 2017 財年預測市帳率的 1.4 倍，同時也是同業公司的平均預測市帳率。**維持「買入」評級。**

### ❖ 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
營業額 (百萬人民幣)	6,156	9,507	7,994	9,530	11,317
淨利潤 (百萬人民幣)	1,118	1,953	1,404	1,908	2,367
每股收益 (人民幣)	0.67	0.85	0.61	0.83	1.03
每股收益變動 (%)	202.19	26.21	(28.08)	35.85	24.07
市盈率(x)	14.8	11.8	16.4	12.0	9.7
市帳率(x)	2.1	1.4	1.3	1.2	1.1
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
權益收益率 (%)	15.1	16.0	8.2	10.2	11.6
淨財務槓桿率 (%)	37.8	5.9	20.8	51.6	58.5

來源: 公司及招銀國際研究部

### 中金公司(3908 HK)

評級	買入
收市價	HK\$11.58
目標價	HK\$13.6
市值 (港幣百萬)	26,711
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	47.95
52 周高/低 (港幣)	13.6/9.52
發行股數(百萬)	2,306.7
主要股東	GIC Private Limited (18.0%)

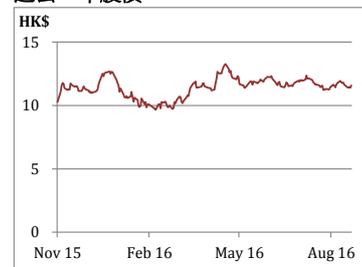
來源: 彭博

### 股價表現

	絕對	相對
1 月	-0.3%	-3.3%
3 月	-5.3%	-14.6%
6 月	15.6%	-4.3%

來源: 彭博

### 過去一年股價



來源: 彭博

**利潤表**

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：公司及招銀國際研究部

**資產負債表**

年结：12月31日（百万人民币）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
应收账款	8,336	6,674	5,917	6,355	6,750
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：公司及招銀國際研究部

**現金流量表**

年結：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

來源：公司及招銀國際研究部

**主要比率**

年結：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

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	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 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 年證券交易法規則 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。