

中国银河 (6881 HK, HK\$7.32, 目标价: HK\$8.62, 买入) — 翻开发展新篇章

- ❖ **获准 A 股上市, 成为首家“先 H 后 A”上市大型券商。**中国银河早前公布, 2016 年 12 月 23 日, 该公司 A 股上市计划已获中国证监会核准。作为首家以“先 H 后 A”方式上市的中国大型券商, 我们预计公司将在 2017 年首季成功完成 A 股上市。根据公告, 中国银河计划发行不多于 6 亿股 A 股, 占该公司经扩大股本的 5.92%, 预计可筹集资金人民币 39.5 亿元。根据已公布的信息和我们的预测, 发行价格将为每股人民币 6.59 元, 相当于 2016 年预测市账率的 1.07 倍, 及 2017 年预测市账率的 1.06 倍, 相对于 H 股现价有 1.2% 的溢价。
- ❖ **有机会领导行业下一次潜在并购。**随着中国证券市场的双边开放程度不断提升, 我们相信, 证券行业内部的资源整合及外部的协同合作将成为未来的主导趋势。中金公司 (3908 HK, 买入) 近期已宣布从中央汇金手中收购中投证券的全部股份, 为行业兼并整合拉开了序幕。值得注意的是, 此次交易中的两家公司, 股东中都有中央汇金的身影。而与之相似, 中国银河的大股东也是中央汇金。在 A 股发行前, 中央汇金透过中国银河金融控股, 间接持有中国银河 43.0% 的股份。受惠于强大的股东背景以及不断强化的资本实力, 我们预计中国银河将有机会受惠于中国证券行业不断整合所带来的发展机遇, 成为潜在的收购者。
- ❖ **“双翼”助力核心业务。**中国银河已经确立了以“大交易”为核心, 同时“双翼”, 即投资银行业务及投资管理业务为辅佐的核心战略发展计划。中国股市在 2015 年经历了跌宕起伏之后, 展望未来, 我们认为中国证监会将以加强监管力度为首要任务之一, 出台更多针对证券公司财务状况以及运营过程的相关规定。对于中国银河而言, A 股上市将是一个新的里程碑, 上市募集的资金增强了公司的资金实力, 为其未来的业务扩张储备了充足的弹药, 同时也令其能够更好地应对中国证券行业的转型和改革趋势。我们相信, 中国银河能够充分地利用好公司在营业网点网络和客户基础上的传统优势, 进一步巩固和增强其在零售经纪业务、财富管理业务以及资金中介业务上的实力。
- ❖ **评级升至「买入」, 目标价 8.62 港元。**尽管我们认为中国的证券行业仍然具备较高的增长潜力, 但未来几年, 更加严格的监管措施将成为伴随行业发展的重要主题。而这一情况在短期内很有可能对券商的扩张计划形成阻力。因此, 我们将中国银河 2016 至 2018 年的纯利预测分别下调 24.2%、32.9% 和 32.8%, 至人民币 46.0 亿元、人民币 52.0 亿元及人民币 65.2 亿元。中国银河现时股价相当于 2017 年预测市账率的 1.06 倍。基于公司不断强化的资本实力, 我们给予公司的目标价为 8.62 港元, 相当于 2017 年预测市账率的 1.24 倍; 这也是 2017 年行业的平均预测市账率水平加上一个标准差。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
营业额 (百万人民币)	13,017	33,759	18,070	20,653	24,220
净利润 (百万人民币)	3,771	9,836	4,599	5,195	6,518
每股收益 (人民币)	0.50	1.11	0.48	0.52	0.64
每股收益变动 (%)	62.63	121.95	(56.57)	6.80	24.85
市盈率 (%)	13.10	5.90	13.59	12.72	10.19
市账率 (%)	1.70	1.10	1.07	1.06	0.98
股息率 (%)	1.9	5.0	2.2	2.4	3.0
权益收益率 (%)	13.9	22.9	8.0	8.6	10.0
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源: 公司及招银国际研究部预测

张淳鑫

(852) 3900 0836

zhangchunxin@cmbi.com.hk

隋晓萌

(852) 3761 8775

suixiaomeng@cmbi.com.hk

中国银河(6881 HK)

评级	买入
收市价	HK\$7.32
目标价	HK\$8.62
市值 (港币百万)	69,813
过去 3 月平均交易 (港币百万)	158.26
52 周高/低 (港币)	8.3/ 5.06
发行 H 股数 (百万)	9,537.3
主要股东 (H 股)	Wenze International Investment Ltd.(6.0%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-1.5%	-0.5%
3 月	1.5%	7.8%
6 月	6.2%	-2.0%

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
收入	12,970	33,459	17,755	20,317	23,883
佣金及手续费收入	7,135	17,279	8,205	9,615	11,176
利息收入	4,182	11,725	6,549	7,609	9,042
投资净额收益	1,653	4,454	3,002	3,092	3,665
其他收入及收益	47	301	315	336	337
收入及其他收益总额	13,017	33,759	18,070	20,653	24,220
折旧及摊销	(187)	(184)	(210)	(235)	(248)
雇员成本	(4,191)	(9,559)	(4,518)	(5,370)	(6,346)
佣金及手续费支出	(201)	(447)	(188)	(212)	(239)
利息支出	(1,377)	(7,030)	(5,315)	(5,776)	(6,292)
减值损失	(41)	(142)	(29)	(45)	(55)
其他经营支出	(2,016)	(3,263)	(1,681)	(2,065)	(2,325)
支出总额	(8,014)	(20,625)	(11,940)	(13,703)	(15,504)
经营利润	5,003	13,134	6,130	6,950	8,716
所占联营企业和合营企业的业绩	0	0	0	0	0
所得税前利润	5,003	13,134	6,130	6,950	8,716
所得税费用	(1,213)	(3,257)	(1,502)	(1,724)	(2,161)
年度利润	3,790	9,877	4,628	5,226	6,554
少数股东权益	(20)	(41)	(29)	(31)	(36)
净利润	3,771	9,836	4,599	5,195	6,518

来源：公司及招银国际研究部预测

资产负债表

年结：12月31日（百万人民币）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
融资客户垫款	61,443	70,138	62,000	64,586	70,135
应收账款	458	764	689	756	812
其他应收款项及预付款项	1,117	2,373	3,526	3,316	3,256
投资	25,709	76,516	62,924	65,519	69,303
交易所及其他机构保证金	5,808	3,539	5,136	5,469	5,685
结算备付金	31,260	23,260	21,569	21,896	22,358
公司银行结余	51,812	102,582	101,617	128,069	141,285
其他	0	0	0	0	0
总流动资产	177,606	279,171	257,462	289,611	312,834
物业及设备	380	451	455	461	485
商誉	223	223	223	223	223
其他无形资产	355	363	356	356	356
对联营以及合营企业的投资	872	19,466	21,271	21,031	19,971
投资	590	981	735	735	735
总非流动资产	2,419	21,484	23,040	22,806	21,770
总资产	180,026	300,656	280,502	312,417	334,604
短期负债	27,930	34,888	41,618	47,000	47,328
应付经纪业务客户账款	78,408	117,992	103,586	110,859	120,258
其他	35,377	57,164	44,664	55,368	66,992
总流动负债	141,715	210,045	189,868	213,227	234,578
长期负债	6,200	30,571	29,359	24,500	22,589
其他	2,775	2,790	2,496	11,473	9,249
总非流动负债	8,975	33,361	31,855	35,973	31,838
总负债	150,690	243,406	221,723	249,200	266,415
股东总权益	29,024	56,914	58,383	62,752	67,660
少数股东权益	312	336	396	465	529
总权益	29,336	57,249	58,778	63,217	68,189

来源：公司及招银国际研究部预测

现金流量表

年结：12月31日（百万人民币）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动					
税前利润	5,003	13,134	6,130	6,950	8,716
折旧及分摊	187	184	210	235	248
营运资本变动	(25,833)	(41,319)	2,895	1,769	(3,817)
税务开支	(1,076)	(2,873)	(1,715)	(2,170)	(2,850)
其他	(188)	556	1,646	7	(722)
经营活动所得现金净额	(21,906)	(30,317)	9,166	6,791	1,574
投资活动					
资本开支	(188)	(270)	(345)	(351)	(389)
投资金额变动	(962)	(20,195)	(13,156)	(18,965)	(21,335)
其他	759	545	805	816	739
投资活动所得现金净额	(391)	(19,920)	(12,696)	(18,500)	(20,985)
融资活动					
股票发行	0	18,923	0	3,954	0
银行贷款变动	5,927	1,104	159	250	240
股息	(918)	(1,223)	(3,130)	(1,426)	(1,611)
债券及应付短期金融款净额	22,900	31,225	27,094	23,411	25,177
其他	(305)	850	710	632	800
融资活动所得现金净额	27,605	50,879	24,833	26,821	24,606
现金增加净额	5,308	642	21,303	15,113	5,196
年初现金及现金等价物	2,195	7,504	8,415	30,028	45,500
外汇差额	1	270	310	359	433
年末现金及现金等价物	7,504	8,415	30,028	45,500	51,129

来源：公司及招银国际研究部预测

主要比率

年结：12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收入及其他收益总额					
佣金及手续费收入	54.8%	51.2%	45.4%	46.6%	46.1%
利息收入	32.1%	34.7%	36.2%	36.8%	37.3%
投资净额收益	12.7%	13.2%	16.6%	15.0%	15.1%
其他收入及收益	0.4%	0.9%	1.7%	1.6%	1.4%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
收入	54.3%	158.0%	-46.9%	14.4%	17.6%
收入及其他收益	54.5%	159.4%	-46.5%	14.3%	17.3%
经营利润	72.9%	162.5%	-53.3%	13.4%	25.4%
净利润	76.6%	160.8%	-53.2%	13.0%	25.5%
资产负债比率					
流动比率 (x)	125.3%	132.9%	135.6%	135.8%	133.4%
总负债/ 权益比率	117.6%	115.0%	121.6%	113.9%	103.3%
净负债/ 权益比率	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率					
资本回报率	13.9%	22.9%	8.0%	8.6%	10.0%
资产回报率	2.9%	4.1%	1.6%	1.8%	2.0%
每股数据					
每股利润 (人民币)	0.50	1.11	0.48	0.52	0.64
每股股息 (人民币)	0.13	0.33	0.14	0.16	0.20
每股账面值 (人民币)	3.85	5.97	6.12	6.19	6.67

来源：公司及招银国际研究部预测

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法律责任。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国投资者

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。