

中金公司 (3908 HK)

受惠于投行业务新机遇与财富管理业务整合转型

- ❖ 投行业务集中度提升及新机遇的受惠者。**今年以来，A股IPO审核趋严，过会率大幅下降，再融资也受到严格监管，首5个月IPO及再融资募集金额分别按年下跌52.0%及15.5%。中金尽管近年在境内投行业务中遇到的竞争加大，但仍然保持着业内第一梯队的地位，今年首5个月，中金及中投合计IPO及再融资承销金额分别列行业第四及第五位。在强监管背景下，行业龙头的优势得以凸显，行业集中度明显提升。此外，今年A股一级市场存在着独角兽上市及CDR发行等新机遇，特别是上周CDR发行细则正式发布，意味着巨型公司回A进程即将启动，为券商的投行、托管等业务带来新的增长点。而这些行业新机遇对券商的服务能力提出了更高的要求，因此这一诱人的蛋糕绝大部分将为龙头券商所分食。我们认为中金凭借其多年海外经营的经验、卓越的投行业务能力及与优质客户的坚实关系，将能够在迎接巨型公司回A的进程中占据优势地位，相信将为其今年的投行业务收入增长带来推动力。
- ❖ 财富管理业务持续推进整合与转型。**收购中投使得中金的分支网络和客群数目得到了大幅扩充，截至2017年末，中投拥有34.0万富裕客户及200多家营业部，为中金向财富管理业务转型提供了更广阔的客户基础。而中金在为高净值客户提供高端产品方面拥有强大的实力，未来我们相信双方在渠道、系统及销售人员的整合上将着重于面向中投富裕客户，令中金的产品优势将能够与中投的客户优势良好对接，同时带来与其他业务板块间的交叉销售，提升财富管理业务对收入的整体贡献。另一方面，针对中投245万大众客户，中金将着力于提升线上平台的服务能力，以提高营运效率。
- ❖ 股权结构渐趋多元化，期待更多协同效应。**上周五，中金公告，控股股东汇金转让9.5%内资股最终花落海尔金控。转让有待监管部门批准。转让完成后，汇金持股比例将下降至46.2%，中金的股东结构将更为多元化和市场化，同时我们也期待在自身产业领域具有领导地位、致力于产投融合的海尔集团能与中金在投行、直投等业务上展开合作。此外，今年3月，腾讯(700 HK)战略入股中金的交易正式交割，预期双方的战略合作也将逐步展开。拥有海量社交用户的腾讯与拥有金融用户与产品平台的中金如何在客户数据上进行对接、为转型中的中金财富管理业务带来协同效应，同样值得期待。
- ❖ 维持买入评级，下调目标价至19.6港元。**中金现时的股价相当于2018年预测市帐率的1.34倍，较大型可比同业的平均值0.95倍高出约42%，主要受惠于对中投的收购以及腾讯的战略入股。我们认为，中金在向财富管理转型上的战略和潜力得到市场的认可，同时作为我国金融业开放进程中具有明显优势的标的，中金相较于同业的估值溢价未来仍将持续。此外，我们也期待更多来自战略投资者的协同效应，进一步对公司的估值和业绩提升做出贡献。我们维持对中金的买入评级，但基于对市场假设的下调，将中金2018年及2019年的纯利预测下调至36.0亿元人民币及44.8亿元人民币。我们给予中金的最新目标价为19.6港元，相当于2018年预测市帐率的1.6倍。

财务资料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业收入(百万元人民币)	8,941	15,260	18,469	21,363	25,182
净利润(百万元人民币)	1,820	2,766	3,601	4,481	5,551
每股收益(元人民币)	0.76	0.76	0.86	1.06	1.31
每股收益变动(%)	(31.45)	(0.59)	12.65	23.27	24.19
市盈率(x)	17.57	17.67	15.69	12.73	10.25
市帐率(%)	1.67	1.45	1.35	1.23	1.10
股息率(%)	1.19	1.19	1.32	1.65	2.05
权益收益率(%)	10.74	10.22	9.35	10.43	11.65
财务杠杆(x)	4.6	5.2	4.9	4.8	4.7

资料来源：公司及招银国际研究部预测

买入(维持)

目标价	HK\$19.6
(此前目标价)	HK\$21.2)
潜在升幅	18.2%
当前股价	HK\$16.58

隋晓萌

电话：(852) 3761 8775

邮件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

文干森, CFA

电话：(852) 3900 0853

邮件：samsonman@cmbi.com.hk

中国证券业

市值(百万港元)	69,514
3月平均流通量(百万港元)	201.35
52周内股价高/低(港元)	19.08/10.68
总股本(百万)	3,985.1

资料来源：彭博

股东结构(H股)

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

资料来源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	0.9%	-2.6%
3-月	6.2%	4.5%
6-月	8.6%	-2.4%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

核数师：毕马威

公司网站：www.cicc.com

利润表

年结：12月31日（百万元人民币）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入	8,758	15,270	18,460	21,336	25,131
佣金及手续费收入	6,071	8,282	9,832	11,599	14,236
利息收入	984	2,980	3,903	4,440	4,892
投资净额收益	1,704	4,008	4,725	5,296	6,003
其他收入及收益	183	(10)	9	27	51
收入及其他收益总额	8,941	15,260	18,469	21,363	25,182
佣金及手续费支出	(331)	(822)	(896)	(1,076)	(1,325)
利息支出	(1,289)	(3,268)	(4,259)	(4,617)	(4,938)
员工成本	(3,690)	(5,522)	(6,279)	(7,178)	(8,562)
折旧及摊销费用	(72)	(230)	(265)	(289)	(305)
营业税及附加费	(106)	(62)	(74)	(85)	(101)
其他营业支出	(1,137)	(1,884)	(2,142)	(2,435)	(2,878)
减值损失准备/(转回)	(42)	59	29	15	10
支出总额	(6,667)	(11,730)	(13,886)	(15,666)	(18,099)
营业利润	2,274	3,531	4,583	5,697	7,083
所占联营企业和合营企业的业绩	56	71	90	101	110
所得税前利润	2,330	3,601	4,673	5,798	7,194
所得税费用	(490)	(790)	(1,023)	(1,264)	(1,583)
年度利润	1,840	2,811	3,649	4,534	5,611
少数股东权益	(20)	(45)	(48)	(53)	(60)
净利润	1,820	2,766	3,601	4,481	5,551

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（百万元人民币）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及银行结余	10,505	18,131	17,895	16,926	15,567
代经纪业务客户持有现金	16,717	44,226	46,437	49,224	53,162
融出资金	3,045	21,883	22,977	25,275	28,308
以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产	55,155	97,012	103,030	112,348	124,507
买入返售金融资产	3,940	14,438	15,059	16,186	17,737
可供出售金融资产	1,043	18,897	20,697	23,155	26,304
对联营及合营企业的投资	551	1,128	1,467	1,540	1,673
商誉	0	1,583	1,583	1,583	1,583
递延所得税资产	830	1,151	1,369	1,595	1,678
其他	10,163	19,363	19,070	19,465	20,413
总资产	101,948	237,812	249,583	267,297	290,931
债务工具总额	21,598	60,561	60,612	65,596	72,267
拆入资金	3,529	10,281	11,617	13,360	15,230
以公允价值计量且变动计入当期损益的金融负债	9,743	12,194	13,414	15,023	16,676
卖出回购金融资产款	5,478	30,654	32,186	33,474	36,152
应付经纪业务客户账款	17,392	47,347	49,688	52,669	56,883
递延所得税负债	40	227	310	333	351
其他	25,672	39,656	40,191	41,049	42,370
总负债	83,452	200,920	208,018	221,505	239,929
股东总权益	18,447	36,707	41,358	45,558	50,751
少数股东权益	50	186	207	234	251
总权益	18,497	36,892	41,565	45,792	51,002

来源：公司及招银国际研究部预测

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: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 及 46 楼

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。