

## 中國國際金融股份有限公司 (3908 HK, HK\$11.3, 目標價: HK\$13.7, 買入) — 醉翁之意不在酒, 大力推進財富管理業務

- ❖ **抓住行業變革機遇, 業務發展即將迎來拐點。** 中金日前公告, 確認向中央匯金收購中國中投證券有限責任公司 (“中投證券”) 100% 的股權, 收購代價將通過向中央匯金發行新股份支付, 交易作價人民幣 167 億元, 以中投證券 2016 上半年末的淨資產計, 相當於 1.13 倍市帳率。收購完成後, 匯金對中金的持股比例將由 28.57% 提升至 58.65%。我們相信, 在中國證券行業的大變革時期, 以大股東匯金為依託, 中金較之其他同業能夠更有利地把握市場機遇。本次收購還有待獲得獨立股東的通過, 預期將於 2017 年第一季度完成。
- ❖ **收購將為中金帶來財務及戰略方面的協同效應。** 作為第一間中外合資的投行, 我們預期本次收購將在以下幾個方面為中金帶來積極影響: 1) 預期 2017 年末中金的總資產及淨資產將在收購完成後提升至人民幣 2,156 億元和人民幣 389 億元, 預期將較 2016 年中期分別增長 100.4% 及 127.8%; 2) 手續費及佣金仍將是中金收入重要的增長引擎, 由於業務結構的調整, 融資融券業務的收入及經紀佣金收入佔比將有望大幅增加; 3) 中金的財富管理業務和中投證券的零售業務將形成互補, 中金仍將關注以機構業務為導向的客戶, 零售業務為導向的客戶則是中投持續關注的重點, 雙方整合之後的協同效應值得期待; 4) 未來, 以提升營運效率為目標, 證券行業將有更多資源整合。
- ❖ **珠聯璧合, 財富管理業務發力。** 中投證券與中金在業務結構和客戶群體上不甚相同, 中投證券收入結構較為傳統, 80% 以上的收入來自經紀業務; 而中金在投行、股票、固收等業務方面多點開花, 收入結構較為多元化且更均衡, 因此雙方不存在業務重合的問題。我們認為, 中金收購中投證券的醉翁之意, 不在於經紀業務, 而在乎財富管理業務。目前, 中金資管業務管理的資產規模已超過人民幣 4,000 億元, 戶均資產也達到了人民幣 1,500 萬元。2016 年上半年, 財富管理業務對中金收入的貢獻比例達到了 16.2%。中國證券公司由傳統單一經紀業務向財富管理平台轉型的大勢不可抵擋, 中金也將藉助此次收購著力發展財富管理業務。中金財富管理業務以機構和高淨值人群為目標客戶, 而中投證券則在全國布局了 192 家營業網點。整合之後, 雙方將形成優勢互補; 中金雄厚的研究實力以及不斷加強的產品研發能力, 搭配上中投證券龐大的零售客戶基礎和網點, 都將為財富管理業務的發展形成有力支撐。
- ❖ **目標價港幣 13.7 元。** 業務整合需時, 但財務影響則會很快顯現。我們預計, 中金 2017 年的收入和純利將分別較我們 2016 年的預測按年上升 131.0% 及 154.0%, 達到人民幣 172.7 億元及人民幣 37.7 億元。同時, 中投證券併表之後, 中金的收入結構也將發生相應的改變。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 1.0 倍。我們對中金未來發展保持樂觀, 給予目標價 13.7 元, 相當於 2017 財年預測市帳率的 1.23 倍, 同時也是同業公司的平均預測市帳率加一個標準差。**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	7,474	17,268	19,909
淨利潤 (百萬人民幣)	1,118	1,953	1,482	3,766	4,628
每股收益 (人民幣)	0.67	0.85	0.64	0.94	1.16
每股收益變動 (%)	202.19	26.21	(24.09)	47.05	22.88
市盈率(x)	14.7	11.7	15.4	10.5	8.5
市帳率(x)	2.1	1.4	1.3	1.0	0.9
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
權益收益率 (%)	15.1	16.0	8.6	13.3	11.3
淨財務杠杆率 (%)	37.8	5.9	11.2	33.6	36.9

來源: 公司及招銀國際研究部

張淳鑫

(852) 3900 0836

[zhangchunxin@cmbi.com.hk](mailto:zhangchunxin@cmbi.com.hk)

隋曉萌

(852) 3761 8775

[suixiaomeng@cmbi.com.hk](mailto:suixiaomeng@cmbi.com.hk)

### 中金公司(3908 HK)

評級	買入
收市價	HK\$11.3
目標價	HK\$13.7
市值 (港幣百萬)	26,065
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	35.03
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%)

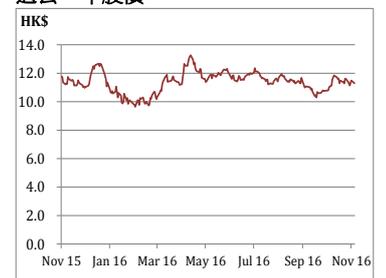
來源: 彭博

### 股價表現

	絕對	相對
1 月	2.9%	7.6%
3 月	-3.9%	-0.9%
6 月	-4.1%	-14.2%

來源: 彭博

### 過去一年股價



來源: 彭博

**利潤表**

年結：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>7,433</b>	<b>17,129</b>	<b>19,761</b>
佣金及手續費收入	4,152	6,588	5,172	11,131	12,924
利息收入	450	1,020	1,267	4,176	5,221
投資淨額收益	1,527	1,853	994	1,822	1,616
其他收入及收益	27	45	41	139	148
<b>收入及其他收益總額</b>	<b>6,156</b>	<b>9,507</b>	<b>7,474</b>	<b>17,268</b>	<b>19,909</b>
佣金及手續費支出	(228)	(420)	(345)	(747)	(866)
利息支出	(742)	(1,095)	(1,315)	(4,135)	(4,538)
員工成本	(2,556)	(4,051)	(3,064)	(5,871)	(6,570)
折舊及攤銷費用	(60)	(51)	(65)	(190)	(265)
營業稅及附加費	(248)	(406)	(149)	(345)	(398)
其他營業支出	(853)	(964)	(710)	(1,209)	(1,374)
減值損失準備 / (轉回)	(32)	(3)	(10)	(16)	(20)
<b>支出總額</b>	<b>(4,718)</b>	<b>(6,990)</b>	<b>(5,658)</b>	<b>(12,513)</b>	<b>(14,031)</b>
<b>營業利潤</b>	<b>1,438</b>	<b>2,517</b>	<b>1,815</b>	<b>4,755</b>	<b>5,878</b>
所占聯營企業和合營企業的業績	68	104	135	195	204
<b>所得稅前利潤</b>	<b>1,506</b>	<b>2,621</b>	<b>1,950</b>	<b>4,950</b>	<b>6,082</b>
所得稅費用	(387)	(668)	(468)	(1,188)	(1,460)
<b>年度利潤</b>	<b>1,118</b>	<b>1,953</b>	<b>1,482</b>	<b>3,762</b>	<b>4,623</b>
少數股東權益	0	0	0	4	5
<b>淨利潤</b>	<b>1,118</b>	<b>1,953</b>	<b>1,482</b>	<b>3,766</b>	<b>4,628</b>

來源：公司及招銀國際研究部

**資產負債表**

年結：12月31日（百万人民币）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
應收賬款	8,336	6,674	5,917	6,815	6,750
融資客戶墊款	3,458	3,296	2,376	27,815	29,519
可供出售金融資產	46	618	916	1,615	1,450
以公允價值計量的金融資產	21,654	45,459	55,368	72,856	74,295
衍生金融資產	733	736	1,890	2,150	2,087
買入返售金融資產	1,622	1,557	2,857	8,189	8,289
應收利息	342	479	611	1,689	1,789
代經紀客戶持有現金	11,085	24,301	21,156	66,089	74,589
現金及銀行結餘	3,418	8,434	14,489	17,098	18,590
其他	49	95	86	559	89
<b>總流動資產</b>	<b>50,741</b>	<b>91,649</b>	<b>105,664</b>	<b>204,875</b>	<b>217,446</b>
物業及設備	135	166	187	456	235
對聯營及合營公司投資	565	453	516	595	589
可供出售金融資產	388	581	714	3,815	4,215
存出保證金	325	518	814	1,005	1,113
延遲所得稅資產	484	680	437	792	511
其他	61	61	70	4,060	4,593
<b>總非流動資產</b>	<b>1,959</b>	<b>2,460</b>	<b>2,736</b>	<b>10,723</b>	<b>11,255</b>
<b>總資產</b>	<b>52,700</b>	<b>94,109</b>	<b>108,401</b>	<b>215,597</b>	<b>228,701</b>
短期債務工具	900	1,700	4,501	7,389	7,895
拆入資金	1,530	1,637	6,517	7,603	9,130
應付經紀業務客戶賬款	15,054	25,218	22,457	76,586	81,158
應付薪酬	2,142	3,014	1,416	2,689	2,865
賣出回購金融資產款	8,350	14,014	15,897	29,015	31,359
以公允價值計量且變動計入当期損益的金融負債	7,526	5,584	10,200	10,159	11,589
衍生金融負債	738	1,071	1,590	1,715	1,857
應付所得稅	119	626	589	389	226
其他	4,028	16,392	21,099	24,728	19,968
<b>總流動負債</b>	<b>40,387</b>	<b>69,256</b>	<b>84,264</b>	<b>160,273</b>	<b>166,046</b>
長期債券	4,010	6,071	5,494	15,131	17,589
長期應付薪酬	269	672	541	681	725
延遲所得稅負債	29	32	46	359	400
其他	13	13	13	268	300
<b>總非流動負債</b>	<b>4,321</b>	<b>8,411</b>	<b>6,093</b>	<b>16,439</b>	<b>19,014</b>
<b>總負債</b>	<b>44,708</b>	<b>77,667</b>	<b>90,357</b>	<b>176,712</b>	<b>185,060</b>
<b>股東總權益</b>	<b>7,992</b>	<b>16,442</b>	<b>18,043</b>	<b>38,744</b>	<b>43,416</b>
少數股東權益	0	0	0	141	225
<b>總權益</b>	<b>7,992</b>	<b>16,442</b>	<b>18,043</b>	<b>38,885</b>	<b>43,641</b>

來源：公司及招銀國際研究部

**現金流量表**

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	1,950	4,950	6,082
折旧及分摊	60	51	65	190	265
营运资本变动	(62)	(7,671)	(2,144)	(29,594)	(4,929)
税务开支	(131)	(382)	(156)	(831)	(1,038)
其他	(332)	155	559	1,385	469
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>1,042</b>	<b>(5,227)</b>	<b>274</b>	<b>(23,901)</b>	<b>849</b>
<b>投资活动</b>					
投资变动	(195)	(681)	(425)	(3,589)	(3,958)
股息及利息收入	16	13	50	1,030	1,259
其他	(60)	(96)	(29)	(27)	(306)
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(239)</b>	<b>(764)</b>	<b>(404)</b>	<b>(2,586)</b>	<b>(3,005)</b>
<b>融资活动</b>					
股票发行	0	5,300	0	16,701	0
银行贷款、债务工具以及债券变动	(100)	5,423	7,103	13,612	4,491
利息支付	(327)	(364)	(635)	(1,265)	(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>29,048</b>	<b>3,632</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>376</b>	<b>4,369</b>	<b>6,337</b>	<b>2,561</b>	<b>1,476</b>
年初现金及现金等价物	2,973	3,352	7,992	14,354	16,930
外汇差额	3	271	25	15	15
年末现金及现金等价物	3,352	7,992	14,354	16,930	18,422

來源：公司及招銀國際研究部

**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%	69.2%	64.5%	64.9%
利息收入	7.3%	10.7%	16.9%	24.2%	26.2%
投资净额收益	24.8%	19.5%	13.3%	10.5%	8.1%
其他收入及收益	0.4%	0.5%	0.5%	0.8%	0.7%
<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%	-21.4%	130.5%	15.4%
收入及其他收益增长	51.4%	54.4%	-21.4%	131.0%	15.3%
经营利润增长	217.7%	75.0%	-27.9%	161.9%	23.6%
净利润增长	202.2%	74.6%	-24.1%	154.0%	22.9%
<b>资产负债比率</b>					
流动比率 (x)	125.6%	132.3%	125.4%	127.8%	131.0%
总负债/ 权益比率	80.6%	57.2%	91.5%	77.7%	79.7%
净负债/ 权益比率	37.8%	5.9%	11.2%	33.6%	36.9%
<b>回报率</b>					
资本回报率	15.1%	16.0%	8.6%	13.3%	11.3%
资产回报率	2.6%	2.7%	1.5%	2.3%	2.1%
<b>每股数据</b>					
每股利润 (人民币)	0.67	0.85	0.64	0.94	1.16
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	7.82	9.72	10.89

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。