

中国银河 (6881 HK)

经纪业务触底反弹

❖ **资本强化，为未来快速发展提供潜力。**2017 年上半年，中国银河的收入总额和纯利分别按年下跌 16.7% 和 6.4%，至 77.0 亿元人民币和 21.1 亿元人民币。收入的下降主要由证券经纪业务和承销保荐业务的佣金收入下跌所导致，二者分别按年下跌 31.1% 和 72.9%，至 21.8 亿元人民币和 1.1 亿元人民币。不过，公司的财务状况仍然健康，资产负债率和财务杠杆分别为 59.3% 和 2.47 倍，较 2016 年年末降低 3.18 个百分点和 0.21 倍。这主要是由于公司的资本实力得到增强，为其未来发展提供了更高的增长潜力，特别是在资本密集型业务方面。

❖ **传统经纪业务见底。**经纪业务，作为我国证券公司最基础的业务，目前面临着两大挑战：一是市场成交量的波动，二是佣金率的下行压力，其中尤以后者为甚。2017 年上半年行业佣金率下降到万分之 3.66。不过，监管部门计划针对“佣金战”出台更为严格的监管措施，为行业带来了利好信号。我们预计中国银河经纪业务的盈利能力将触底反弹，主要由于公司转型方向清晰，客户群国际化程度高以及能够提供高附加值服务。现在，中国银河拥有 960 万经纪客户。在“以量补价”和“以费补佣”的战略下，我们认为，目前对于客户的分级和对资本密集型业务的扩充将是中国银河的首要任务。我们预测，公司 2017 年至 2019 年资本密集型业务的利息收入将分别达到 54 亿元人民币、63 亿元人民币和 73 亿元人民币，年复合增长率 15.6%。

❖ **在市场转型期中更具有竞争力。**中国银河与马来西亚联昌集团签订协议，将收购联昌旗下联昌证券国际 50% 的股权。交易预计于 2017 年年底完成。除了能够将业务拓展至东南亚及包括“一带一路”沿线国家在内的其他市场以外，我们相信中国银河在市场的转型期中也将因此具有更强的竞争力。中国的监管部门或将放宽对于外资投资中国证券公司以及有关经营业务范畴的限制，而银河与联昌的合作将令公司在面对其他具有国际背景的市场参与者时更具有竞争力。

❖ **估值仍有提升空间，维持买入评级。**我们将公司 2017 年及 2019 年的纯利预测分别下调 7.6%、8.4% 和 8.6%，至 59 亿元人民币、68 亿元人民币及 80 亿元人民币。公司目前的股价相当于 2017 年和 2018 年预测市帐率的 0.89 倍和 0.81 倍，大幅低于可比同业平均的 1.18 倍和 1.10 倍。我们给予公司的最新目标价为 8.61 港元，相当于公司 2017 年预测市帐率的 1.00 倍，同时也是同业公司的平均预测市帐率减去一个标准差，以反映其较为简单的业务模式。维持买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额 (百万人民币)	33,759	18,403	19,316	21,750	24,774
净利润 (百万人民币)	9,836	5,154	5,897	6,817	8,001
每股收益 (人民币)	1.11	0.54	0.58	0.67	0.79
每股收益变动 (%)	121.95	(51.4)	8.20	15.02	17.36
市盈率 (x)	5.37	11.04	10.21	8.87	7.56
市帐率 (x)	1.00	1.04	0.89	0.81	0.74
股息率 (%)	5.50	2.60	2.92	3.38	3.97
权益收益率 (%)	22.9	9.0	9.4	9.6	10.3
财务杠杆 (x)	3.25	2.78	2.48	2.41	2.35

资料来源：公司及招银国际研究预测

买入 (维持)

目标价	HK\$8.61
(此前目标价)	HK\$8.24)
潜在升幅	+22.6%
当前股价	HK\$7.02

张淳鑫

电话：(852) 3900 0836

邮件：zhangchunxin@cmbi.com.hk

隋晓萌

电话：(852) 3761 8775

邮件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

中国证券业

市值(百万港元)	137,910
3 月平均流通量 (百万港元)	174.90
5 周内股价高/低(港元)	8.14/6.65
总股本(百万)	9,537.3

资料来源：彭博

股东结构

BlackRock, Inc.	6.05%
Wenze International	
Investment Limited	5.95%
国海富兰克林基金管理有限 公司	5.88%

资料来源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	5.6%	3.0%
3-月	0.0%	-8.7%
6-月	-4.3%	-17.2%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：德勤

公司网站：www.chinastock.com.cn

利润表

年结：12月31日（百万元人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入	33,459	18,310	19,131	21,379	24,031
佣金及手续费收入	17,279	7,987	8,006	8,814	9,776
利息收入	11,725	7,302	7,821	8,845	10,094
投资净额收益	4,454	3,021	3,304	3,719	4,161
其他收入及收益	301	93	186	372	743
收入及其他收益总额	33,759	18,403	19,316	21,750	24,774
折旧及摊销	(184)	(202)	(235)	(258)	(277)
雇员成本	(9,559)	(4,427)	(4,636)	(5,220)	(5,946)
佣金及手续费支出	(447)	(279)	(262)	(288)	(319)
利息支出	(7,030)	(4,840)	(4,265)	(4,618)	(4,938)
减值损失	(142)	(253)	(395)	(421)	(528)
其他经营支出	(3,263)	(1,826)	(1,912)	(2,153)	(2,453)
支出总额	(20,625)	(11,826)	(11,706)	(12,958)	(14,461)
经营利润	13,134	6,577	7,611	8,792	10,313
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	13,134	6,577	7,611	8,792	10,313
所得税费用	(3,257)	(1,391)	(1,674)	(1,934)	(2,269)
年度利润	9,877	5,185	5,936	6,858	8,044
少数股东权益	(41)	(32)	(39)	(41)	(43)
净利润	9,836	5,154	5,897	6,817	8,001

来源：公司及招银国际研究部

资产负债表

年结：12月31日（百万元人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
融资客户垫款	70,138	55,477	54,922	57,668	60,551
应收账款	764	775	813	854	897
其他应收款项及预付款项	2,373	3,709	3,316	3,256	3,257
投资	55,049	48,788	50,352	52,260	54,373
交易所及其他机构保证金	3,539	6,641	6,469	6,589	6,985
结算备付金	23,260	25,363	18,861	19,784	20,794
银行结余	102,582	68,164	67,206	72,529	79,063
其他	21,467	6,680	8,786	10,004	11,406
总流动资产	279,171	215,596	210,725	222,945	237,326
物业及设备	451	398	421	435	451
商誉	223	223	223	223	223
其他无形资产	363	354	356	356	356
投资	19,143	20,751	21,789	22,692	23,634
其他	1,305	8,558	9,834	10,011	10,700
总非流动资产	21,484	30,285	32,623	33,718	35,365
总资产	300,656	245,881	243,349	256,663	272,690
短期负债	34,888	35,604	32,924	34,570	36,298
应付经纪业务客户账款	117,992	90,404	72,693	74,874	77,120
其他	57,164	34,525	35,980	37,560	39,781
总流动负债	210,045	160,533	141,596	147,004	153,199
长期负债	30,571	24,012	30,256	31,768	33,357
其他	2,790	2,981	3,034	3,107	3,826
总非流动负债	33,361	26,993	33,290	34,876	37,183
总负债	243,406	187,527	174,886	181,880	190,382
股东总权益	56,914	57,989	67,998	74,254	81,720
少数股东权益	336	365	465	529	588
总权益	57,249	58,354	68,463	74,783	82,308

来源：公司及招银国际研究部

现金流量表

年结：12月31日（百万元人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动					
税前利润	13,134	6,577	7,611	8,792	10,313
折旧及分摊	184	202	235	258	277
营运资本变动	(41,319)	10,318	(8,177)	(3,568)	(3,729)
税务开支	(2,873)	(1,734)	(1,507)	(1,741)	(2,042)
其他	556	980	341	293	328
经营活动所得现金净额	(30,317)	16,342	(1,497)	4,035	5,147
投资活动					
资本开支	(270)	(158)	(151)	(189)	(210)
投资金额变动	(17,326)	(5,085)	38	(307)	(118)
其他	(2,324)	58	384	607	808
投资活动所得现金净额	(19,920)	(5,186)	271	111	480
融资活动					
股票发行	18,923	0	4,086	0	0
银行贷款变动	1,104	595	89	94	98
股息	(1,223)	(3,132)	(1,571)	(1,769)	(2,045)
债券及应付短期金融款净额	31,225	(6,463)	3,474	3,065	3,218
其他	850	(2,585)	(2,133)	(2,309)	(2,469)
融资活动所得现金净额	50,879	(11,585)	3,946	(919)	(1,197)
现金增加净额	642	(428)	2,719	3,227	4,430
年初现金及现金等价物	7,504	8,415	8,011	11,090	14,750
外汇差额	270	24	359	433	434
年末现金及现金等价物	8,415	8,011	11,090	14,750	19,614

来源：公司及招银国际研究部

主要比率

年结：12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入及其他收益总额					
佣金及手续费收入	51.2%	43.4%	41.4%	40.5%	39.5%
利息收入	34.7%	39.7%	40.5%	40.7%	40.7%
投资净额收益	13.2%	16.4%	17.1%	17.1%	16.8%
其他收入及收益	0.9%	0.5%	1.0%	1.7%	3.0%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
收入	158.0%	-45.3%	4.5%	11.8%	12.4%
收入及其他收益	159.4%	-45.5%	5.0%	12.6%	13.9%
经营利润	162.5%	-49.9%	15.7%	15.5%	17.3%
净利润	160.8%	-47.6%	14.4%	15.6%	17.4%
资产负债比率					
流动比率	132.9%	134.3%	148.8%	151.7%	154.9%
总负债/ 权益比率	115.0%	102.8%	92.9%	89.3%	85.2%
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	22.89%	8.97%	9.36%	9.58%	10.26%
资产回报率	4.09%	1.89%	2.41%	2.73%	3.02%
每股数据					
每股利润（元人民币）	1.11	0.54	0.58	0.67	0.79
每股股息（元人民币）	0.33	0.16	0.17	0.20	0.24
每股账面值（元人民币）	5.97	5.72	6.71	7.32	8.06

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管理人员；（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做出投资决定。

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做出任何担保。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上责任。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，且不承诺做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，请与我们联络。

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士。