

中国银河 (6881 HK)

经纪业务转攻为守



❖ **财务表现符合预期。**2016年，中国银河收益及其他收入总额按年下跌45.5%至184亿元人民币，与我们此前的预期相符。受惠于利息支出控制得当，公司的纯利高于我们的预测，按年跌幅47.6%，至52亿元人民币。我们预计，2017年至2019年，公司的收入总额将由209亿元人民币增长至267亿元人民币，年复合增长率为13.1%。这主要是由于：1) 2016年基数较低；2) 预期较为活跃的资本市场气氛；3) 公司拥有健康的资产负债表和较大的杠杆提升空间，有助支持未来的业务发展；4) 公司不断对传统业务进行升级，同时挖掘新的增长动力，特别是在资本业务方面。

❖ **传统经纪业务转攻为守。**以代理买卖证券业务净收入及股基交易量计，中国银河2016年的市占率分别为5.36%及4.84%，按年下跌0.22个百分点及0.33个百分点。在市场竞争日益加剧的背景下，大型券商的经纪业务已经从主动出击逐渐转向防守。这些公司的主要目标不再是争夺更多的市场份额，而是提升现有客户的活跃度同时不断激活存量客户。以中国境内逾300家网点及877万证券客户（其中有市值交易的客户约260万）为基础，我们相信中国银河能够更好地利用自身的渠道优势，提升现有客户的活跃度。不过，在转型过程中，我们认为公司的佣金率将持续承压，预计2017年及2018年分别下跌至万分之3.6和万分之3.1（2016年佣金率为万分之4.3）。

❖ **健康的财务状况为未来发展提供潜力。**由于缺乏市场机遇，根据我们的计算，公司截至2016年底的财务杠杆率按年下降0.47倍，至2.78倍。公司目前杠杆率较同业为低，另外A股上市也募集了约40亿元人民币，在行业监管趋严的背景下，我们相信公司良好的资产负债情况为未来发展预留了更多空间，特别是在资本型业务方面。截至2016年末，公司的股票质押回购余额按年飙升2.6倍，至226亿元人民币（其中表内余额为128亿元人民币），为公司的利息收入贡献了3.8亿元人民币。我们预计公司至2017年末的表内回购业务余额将达到145亿元人民币，利息收入贡献预计将达到5.5亿元人民币，按年增长43.6%。

❖ **维持买入评级。**我们将公司2017年及2018年的纯利预测分别上调22.9%及14.2%，至64亿元人民币及74亿元人民币，主要由于公司良好的利息支出控制。公司目前的股价相当于2017年预测市帐率的0.92倍，低于可比同业平均的1.08倍。同时，公司现时A股对H股的溢价为96.4%。我们给予公司的最新目标价为8.24港元，相当于公司2017年预测市帐率的1.08倍。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	20,883	23,434	26,696
净利润(百万人民币)	9,836	5,154	6,385	7,443	8,755
每股收益(人民币)	1.11	0.54	0.63	0.73	0.86
每股收益变动(%)	121.95	(51.4)	17.13	16.01	17.62
市盈率(x)	5.58	11.47	9.79	8.44	7.18
市帐率(x)	1.04	1.08	0.92	0.84	0.75
股息率(%)	5.30	2.50	3.05	3.55	4.18
权益收益率(%)	22.9	9.0	10.1	10.4	11.0
财务杠杆(x)	3.25	2.78	2.36	2.28	2.20

资料来源：公司及招银国际研究预测

买入 (维持)

目标价	HK\$8.24
(此前目标价)	HK\$8.62)
潜在升幅	+17.7%
当前股价	HK\$7.00

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)	114,718
3月平均流通量(百万港元)	178.6
5周内股价高/低(港元)	8.2/6.1
总股本(百万)	9,537.3

资料来源：彭博

股东结构

Wenze International Investment Limited	5.95%
国海富兰克林基金管理有限公司	5.88%
BlackRock, Inc.	5.53%

资料来源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-8.0%	-5.9%
3-月	-1.3%	-6.1%
6-月	-3.9%	-6.7%

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	20,697	23,062	25,953
佣金及手续费收入	17,279	7,987	9,298	10,162	11,284
利息收入	11,725	7,302	7,748	8,778	10,015
投资净额收益	4,454	3,021	3,652	4,122	4,653
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	20,883	23,434	26,696
折旧及摊销	(184)	(202)	(235)	(258)	(277)
雇员成本	(9,559)	(4,427)	(5,325)	(5,976)	(6,808)
佣金及手续费支出	(447)	(279)	(322)	(349)	(383)
利息支出	(7,030)	(4,840)	(4,303)	(4,516)	(4,778)
减值损失	(142)	(253)	(395)	(421)	(528)
其他经营支出	(3,263)	(1,826)	(2,067)	(2,320)	(2,643)
支出总额	(20,625)	(11,826)	(12,648)	(13,839)	(15,416)
经营利润	13,134	6,577	8,235	9,595	11,280
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	8,235	9,595	11,280
所得税费用	(3,257)	(1,391)	(1,812)	(2,111)	(2,482)
年度利润	9,877	5,185	6,424	7,484	8,798
少数股东权益	(41)	(32)	(39)	(41)	(43)
净利润	9,836	5,154	6,385	7,443	8,755

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	50,048	51,950	54,053
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	25,871	26,906	28,520
银行结余	102,582	68,164	65,231	69,657	76,400
其他	21,467	6,680	7,582	8,620	9,814
总流动资产	279,171	215,596	214,252	225,500	240,477
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	22,142	23,628	25,214
其他	1,305	8,558	10,255	10,347	10,537
总非流动资产	21,484	30,285	33,397	34,989	36,782
总资产	300,656	245,881	247,649	260,490	277,259
短期负债	34,888	35,604	37,384	39,253	41,216
应付经纪业务客户账款	117,992	90,404	78,049	80,391	84,410
其他	57,164	34,525	35,980	37,560	39,781
总流动负债	210,045	160,533	151,413	157,204	165,406
长期负债	30,571	24,012	24,253	24,495	24,740
其他	2,790	2,981	3,034	3,040	3,271
总非流动负债	33,361	26,993	27,287	27,535	28,010
总负债	243,406	187,527	178,699	184,739	193,417
股东总权益	56,914	57,989	68,485	75,221	83,254
少数股东权益	336	365	465	529	588
总权益	57,249	58,354	68,950	75,750	83,842

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	8,235	9,595	11,280
折旧及分摊	184	202	235	258	277
营运资本变动	(41,319)	10,318	(13,042)	(3,461)	(3,772)
税务开支	(2,873)	(1,734)	(1,631)	(1,900)	(2,233)
其他	556	980	104	(42)	(97)
经营活动所得现金净额	(30,317)	16,342	(6,098)	4,450	5,455
投资活动					
资本开支	(270)	(158)	(151)	(189)	(210)
投资金额变动	(17,326)	(5,085)	(48)	(592)	(431)
其他	(2,324)	58	373	595	821
投资活动所得现金净额	(19,920)	(5,186)	173	(186)	180
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)	(1,915)	(2,233)
债券及应付短期金融款净额	31,225	(6,463)	1,931	2,018	2,109
其他	850	(2,585)	(2,152)	(2,258)	(2,389)
融资活动所得现金净额	50,879	(11,585)	2,383	(2,061)	(2,414)
现金增加净额	642	(428)	(3,541)	2,202	3,220
年初现金及现金等价物	7,504	8,415	8,011	4,829	7,464
外汇差额	270	24	359	433	434
年末现金及现金等价物	8,415	8,011	4,829	7,464	11,118

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%	44.5%	43.4%	42.3%
利息收入	34.7%	39.7%	37.1%	37.5%	37.5%
投资净额收益	13.2%	16.4%	17.5%	17.6%	17.4%
其他收入及收益	0.9%	0.5%	0.9%	1.6%	2.8%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
收入	158.0%	-45.3%	13.0%	11.4%	12.5%
收入及其他收益	159.4%	-45.5%	13.5%	12.2%	13.9%
经营利润	162.5%	-49.9%	25.2%	16.5%	17.6%
净利润	160.8%	-47.6%	23.9%	16.6%	17.6%
资产负债比率					
流动比率 (x)	132.9%	134.3%	141.5%	143.4%	145.4%
总负债/ 权益比率	115.0%	102.8%	90.0%	84.7%	79.2%
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	22.9%	9.0%	10.1%	10.4%	11.0%
资产回报率	4.1%	1.9%	2.6%	2.9%	3.3%
每股数据					
每股利润 (元人民币)	1.11	0.54	0.63	0.73	0.86
每股股息 (元人民币)	0.33	0.16	0.19	0.22	0.26
每股账面值 (元人民币)	5.97	5.72	6.76	7.42	8.21

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

本报告期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士。