

中金公司 (3908 HK)

更多驚喜在路上

- ❖ **與騰訊的戰略合作只是一個開始。**在成功合併中投證券之後，中金又宣佈與騰訊（700 HK）展開戰略合作，並以每股 13.8 港元的價格向騰訊配發 2.08 億股新 H 股。交易完成後，騰訊將成為中金第三大股東（前兩大股東為匯金和 GIC，分別持股 55.8% 及 5.9%）。展望未來，中金將充分利用騰訊在金融科技方面的優勢，並將其自身的財富管理產品植入到騰訊平台上，不斷開拓高端財富管理市場並提供更多高附加值的服務。不過，我們認為雙方此次的戰略合作僅僅是一個開始。
- ❖ **未來還有更多驚喜。**中金現正處於轉型期，從一個在業界享有盛名的投行，轉型成為一家能夠提供更為多元化服務的證券公司，特別是要建立一個領先的財富管理平台。市場目前對公司與騰訊的戰略合作做出了非常積極的反應，但我們相信未來還可以期待更多驚喜。中金的杠杆率一直高於同業平均，2015 年及 2016 年分別達到了 4.2 倍和 4.6 倍。此次向騰訊配股所帶來的淨融資額預計將達到 24.3 億元人民幣。我們認為中金未來非常有可能在業務擴張上有更多大的動作。儘管中金今年已有兩單大的合併及戰略合作，我們依然預期未來一至兩年公司將進行更多此類舉動。
- ❖ **上調純利預測。**我們將對中金 2017 年至 2019 年的純利預測分別提升 0.53%、3.93% 和 6.52%，至 34 億元人民幣、46 億元人民幣及 60 億元人民幣，主要由於公司銷售金融產品的管道得到拓寬，我們預期相關銷售佣金將得以提升。同時，中金的資本金也得到增強，我們預計 2017 年至 2019 年公司的杠杆率將下降至 3.3 倍、3.6 倍和 3.7 倍，意味著公司將有更多空間提升杠杆來擴大業務規模。
- ❖ **上升至買入評級。**中金現時的股價相當於 2017 年預測市帳率的 1.60 倍以及 2018 年預測市帳率的 1.46 倍，而同業的 2017 年及 2018 年平均預測市帳率則分別為 1.16 倍及 1.09 倍。我們相信，與騰訊展開戰略合作的消息已基本反映在了公司目前的估值中。但考慮到未來潛在的更多戰略合作或收購合併，我們將對中金的評級上調至買入，並給予新目標價 21.2 港元，相當於 2018 年預測市帳率的 1.7 倍。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業收入 (百萬元人民幣)	9,507	8,941	14,663	20,107	25,286
淨利潤 (百萬元人民幣)	1,953	1,820	3,366	4,648	5,956
每股收益 (元人民幣)	1.12	0.76	0.84	1.17	1.49
每股收益變動 (%)	66.24	-31.45	10.48	38.09	28.13
市盈率 (x)	13.96	20.37	18.44	13.35	10.42
市帳率 (%)	2.18	1.94	1.60	1.46	1.31
股息率 (%)	0.00	1.03	1.60	2.22	2.85
權益收益率 (%)	15.98	10.43	11.39	10.90	12.65
財務杠杆 (x)	4.2	4.6	3.3	3.6	3.7

資料來源：公司及招銀國際研究部預測

買入 (上調)

目標價	HK\$21.2
(此前目標價)	HK\$16.1)
潛在升幅	15.7%
當前股價	HK\$18.32

張淳鑫

電話：(852) 3900 0836

郵件：zhangchunxin@cmbi.com.hk

隋曉萌

電話：(852) 3761 8775

郵件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

中國證券業

市值(百萬元港元)	73,008
3 月平均流通量 (百萬元港元)	86.11
52 周內股價高/低(港元)	18.48/10.26
總股本(百萬)	2,306.7
資料來源：彭博	

股東結構 (H 股)

GIC	16.16%
TPG	11.30%
KKR Institutions Investments	10.97%
資料來源：HKEx	

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	16.4%	12.3%
3-月	34.3%	22.6%
6-月	30.5%	12.8%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

核數師：畢馬威

公司網站：www.cicc.com

利潤表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入	9,462	8,758	14,325	19,616	24,638
佣金及手續費收入	6,588	6,071	8,405	10,767	14,216
利息收入	1,020	984	2,760	5,056	6,208
投資淨額收益	1,853	1,704	3,160	3,793	4,214
其他收入及收益	45	183	338	491	648
收入及其他收益總額	9,507	8,941	14,663	20,107	25,286
佣金及手續費支出	(420)	(331)	(563)	(682)	(896)
利息支出	(1,095)	(1,289)	(2,331)	(3,308)	(4,049)
員工成本	(4,051)	(3,690)	(5,572)	(7,641)	(9,609)
折舊及摊销費用	(51)	(72)	(190)	(265)	(264)
營業稅及附加費	(406)	(106)	(117)	(161)	(202)
其他營業支出	(964)	(1,137)	(1,496)	(2,011)	(2,529)
減值損失準備 / (轉回)	(3)	(42)	(52)	(53)	(54)
支出總額	(6,990)	(6,667)	(10,321)	(14,120)	(17,603)
營業利潤	2,517	2,274	4,342	5,987	7,683
所佔聯營企業和合營企業的業績	104	56	61	85	93
所得稅前利潤	2,621	2,330	4,403	6,071	7,776
所得稅費用	(668)	(490)	(1,013)	(1,396)	(1,788)
年度利潤	1,953	1,840	3,391	4,675	5,987
少數股東權益	0	(20)	(25)	(27)	(31)
淨利潤	1,953	1,820	3,366	4,648	5,956

來源：公司及招銀國際研究部預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
應收賬款	6,674	6,581	8,227	8,309	8,475
融資客戶墊款	3,296	3,045	21,316	24,514	23,288
可供出售金融資產	618	313	1,091	1,200	1,320
以公允價值計量的金融資產	45,459	55,155	69,699	77,579	86,022
衍生金融資產	736	1,722	1,636	1,554	1,476
買入返售金融資產	1,557	3,940	6,934	7,974	8,771
應收利息	479	481	1,082	1,190	1,368
代經紀客戶持有現金	24,301	16,717	66,870	76,900	88,435
現金及銀行結餘	8,434	10,505	13,238	28,972	41,658
其他	95	76	100	89	90
總流動資產	91,649	98,535	190,192	228,280	260,903
物業及設備	166	208	532	585	643
對聯營及合營公司投資	453	551	908	954	1,001
可供出售金融資產	581	730	1,278	1,406	1,561
存出保證金	518	1,024	1,894	2,178	2,504
遞延所得稅資產	680	830	1,500	1,512	1,595
其他	61	71	3,717	4,037	4,346
總非流動資產	2,460	3,414	9,829	10,672	11,651
總資產	94,109	101,948	200,021	238,951	272,554
短期債務工具	1,700	2,650	1,987	2,583	3,229
拆入資金	1,637	3,529	3,881	5,240	7,074
應付經紀業務客戶賬款	25,218	17,392	56,839	79,801	91,771
應付薪酬	3,014	2,989	3,015	3,200	3,325
賣出回購金融資產款	14,014	5,478	16,435	20,544	25,680
以公允價值計量且變動計入当期損益的金融負債	5,584	9,743	10,230	10,332	10,435
衍生金融負債	1,071	1,676	1,751	1,817	1,828
應付所得稅	626	566	628	636	689
其他	16,392	19,906	27,113	28,137	30,173
總流動負債	69,256	63,928	121,879	152,290	174,205
長期債券	6,071	18,948	34,986	39,748	45,765
長期應付薪酬	672	523	681	725	726
遞延所得稅負債	32	40	259	310	333
其他	1,636	12	1,379	1,039	1,712
總非流動負債	8,411	19,523	37,305	41,822	48,535
總負債	77,667	83,452	159,184	194,112	222,740
股東總權益	16,442	18,447	40,642	44,617	49,528
少數股東權益	0	50	194	223	287
總權益	16,442	18,497	40,837	44,840	49,815

來源：公司及招銀國際研究部預測

現金流量表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
經營活動					
稅前利潤	2,621	2,330	4,403	6,071	7,776
折舊及分攤	51	72	190	265	264
營運資本變動	(7,671)	(12,503)	(35,543)	4,285	(3,293)
稅務開支	(382)	(670)	(831)	(1,038)	(1,037)
其他	155	673	1,420	1,524	1,831
經營活動所得現金淨額	(5,227)	(10,098)	(30,360)	11,108	5,541
投資活動					
投資變動	(681)	(8)	(1,123)	(16)	(49)
股息及利息收入	13	204	1,030	1,259	1,260
其他	(96)	(121)	(27)	(32)	(25)
投資活動所得現金淨額	(764)	75	(120)	1,211	1,187
融資活動					
股票發行	5,300	0	19,135	0	0
銀行貸款、債務工具以及債券變動	5,423	12,048	15,728	6,717	8,498
利息支付	(364)	(517)	(1,321)	(1,792)	(2,116)
股息	0	0	(638)	(2,366)	(1,377)
其他	0	0	0	0	1
融資活動所得現金淨額	10,360	11,503	33,016	2,697	5,205
現金增加淨額	4,369	1,481	2,536	15,015	11,933
年初現金及現金等价物	3,352	7,992	9,899	13,003	28,657
外匯差額	271	426	568	639	699
年末現金及現金等价物	7,992	9,899	13,003	28,657	41,289

來源：公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結：12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入及其他收益總額					
佣金及手續費收入	69.3%	67.9%	57.3%	53.6%	56.2%
利息收入	10.7%	11.0%	18.8%	25.1%	24.6%
投資淨額收益	19.5%	19.1%	21.5%	18.9%	16.7%
其他收入及收益	0.5%	2.0%	2.3%	2.4%	2.6%
總額	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增長					
收入增長	54.4%	-7.4%	63.6%	36.9%	25.6%
收入及其他收益增長	54.4%	-5.9%	64.0%	37.1%	25.8%
經營利潤增長	75.0%	-9.6%	90.9%	37.9%	28.3%
淨利潤增長	74.6%	-6.8%	84.9%	38.1%	28.2%
資產負債比率					
流動比率 (x)	132.3%	154.1%	156.0%	149.9%	149.8%
總負債/ 權益比率	57.2%	136.2%	100.5%	106.6%	113.2%
淨負債/ 權益比率	5.9%	79.3%	67.9%	41.7%	29.1%
回報率					
資本回報率	16.0%	10.4%	11.4%	10.9%	12.7%
資產回報率	2.7%	1.9%	2.2%	2.1%	2.3%
每股數據					
每股利潤（元人民幣）	1.12	0.76	0.84	1.17	1.49
每股股息（元人民幣）	0.00	0.16	0.25	0.35	0.44
每股賬面值（元人民幣）	7.13	8.02	9.74	10.69	11.88

來源：公司及招銀國際研究部預測

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	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 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。而過去的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。