

公司研究報告

2018 年 2 月 26 日

張健民, CFA

研究部主管

[ivan.cheung@sinopac.com](mailto:ivan.cheung@sinopac.com)

李文傑

研究員

[mkli@sinopac.com](mailto:mkli@sinopac.com)

伍其峰

研究員

[dkfng@sinopac.com](mailto:dkfng@sinopac.com)

黃景成

研究員

[gary.wong@sinopac.com](mailto:gary.wong@sinopac.com)

股票資料

股份編號:	3908.HK
市價:	HKD15.82
H 股市值:	HKD240.5 億
52 周低/高位:	HKD10.46/ HKD19.08
市盈率:	25.92
股息率:	1.24

# 中金公司(3908.HK)

## 公司簡介

- 中國國際金融股份有限公司 (下稱中金公司) 早成立於 1995 年, 主要業務是為國企提供海外上市融資服務, 曾為中國聯通 (762)、中國石油 (857)、中國工商銀行 (1398) 等公司完成上市。
- 中金公司亦是國內首家中國與外國合資的投資銀行 (初期股東有中國建設銀行及摩根士丹利等), 其後於 2015 年 11 月份來港上市, 現時集團的大股東是國家所擁有的中央匯金投資有限公司。
- 於 2016 年 11 月份中金公司向中央匯金投資有限公司買入 100% 中國中投證券的股權, 令中金公司的業務擴展至經紀、零售客戶及資產管理等業務。

圖 1: 中金公司股價圖

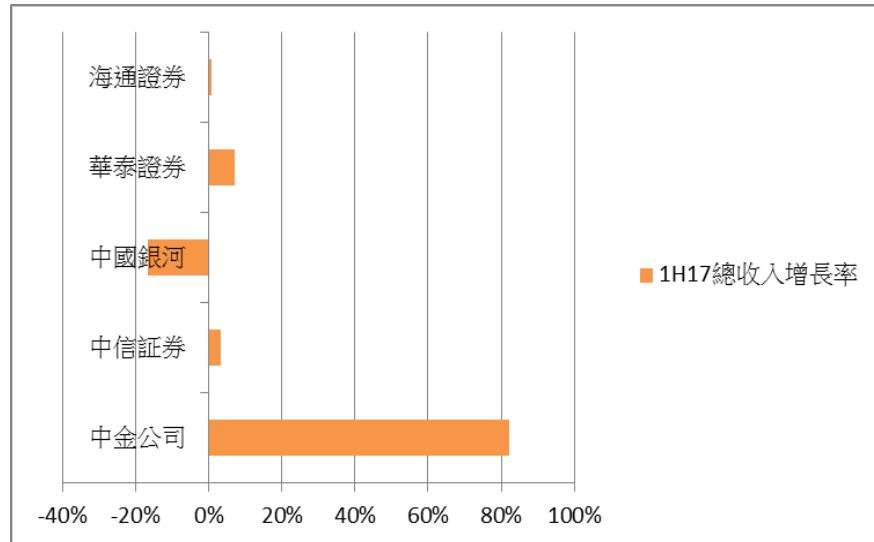


資料來源: 永豐金證券(亞洲)、彭博

## 獨特的經營模式

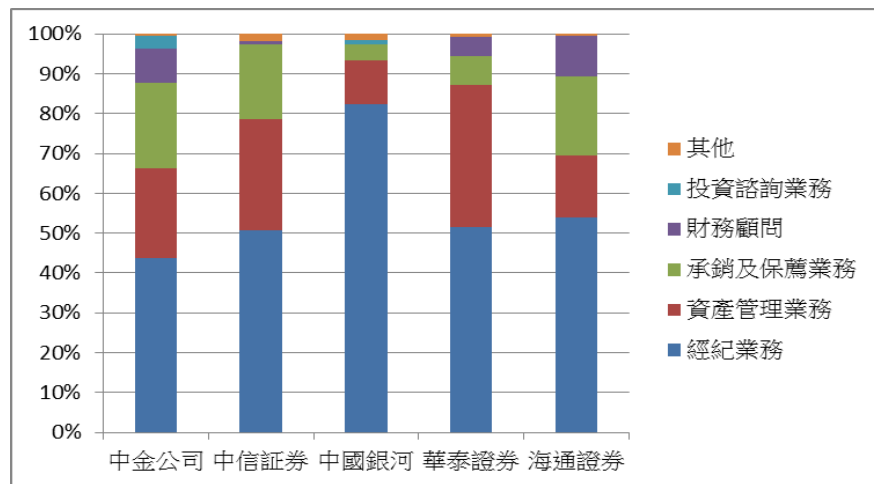
- 中金公司前身是一家為企業上市提供上市服務為主要的公司, 但自上市後積極改變集團的經營模式, 特別是於 2016 年 11 月份收購中投證券, 成功拓展零售市場的業務, 令集團 2017 年上半年的業績按年比大幅跑贏同業 (見圖 2)。
- 由下圖可以看出, 中金公司收購中投證券的協同效應非常強勁。其他同業的收入增幅只有約數個百分點, 甚至錄得下跌, 而中金證券的收入增按年比大幅上升 8 成, 預料集團 17 年能交出一份亮麗的成績表。
- 另外, 集團於收購過後令業務更加多元化, 相對上並不會過份偏重於經紀業務方面的收入 (見圖 3), 尤其整個行業正面對佣金收入下降的問題, 中金就能藉較平均的業務收入來維持較理想的業績增長。

圖 2：各國內證券公司 1H17 收入同比增長率比較



資料來源：永豐金證券(亞洲)、公司資料

圖 3：各國內證券公司手續費及佣金收入分佈



資料來源：永豐金證券(亞洲)、公司資料

### 引入騰訊成為戰略投資者

- 中金公司於 2017 年 9 月份宣佈引入騰訊 ( 700 ) 成為集團的戰略投資者，騰訊於當時以 13.80 元認購中金 2.08 億 H 股新股，佔中金 H 股 12.01%及總股本的 4.95%，鎖定期為 3 年。
- 自阿里巴巴於 2013 年成立「餘額寶」以來，僅用了 4 年時間便成為了全球最大的貨幣市場基金。騰訊作為科技巨企同樣想打入市場，因此設立了「理財通」作為理財平台打入市場。
- 中金公司作為騰訊的戰略合作伙伴，即可藉此機會將集團的產品及資訊經由騰訊去接觸客戶。現時集團於 2017 年上半年的高淨值客戶總數約為 36.4 萬名，但全國的高淨值客戶可能多達近 1000 萬，加上中國居民的財富仍是處於快速上升的狀態，若以傳統的方式去拓展客戶群明顯要花較長的時間。

- 因此，是次合作除了對騰訊的理財平台有利之外，中金公司亦可充分利用騰訊及其金融科技的優勢，透過騰訊數以億計的客戶平台來進行宣傳，同時希望能滲透至更多高淨值客戶的層面，達事半功倍之效。

#### 港交所改革上市制度

- 港交所於上周五進一步推進有關於主板上市制度的改革，諮詢為期一個月，內容包括：1) 容許未有收益的生物科技公司上市；2) 容許同股不同權公司上市；3) 接納大中華及海外公司來港第二上市。
- 中金公司於幫助企業於港上市向來處於活躍的地位置（見圖 2），以彭博的資料顯示，中金公司於 2017 年的 IPO 排名表中名列第 2。
- 有鑑於近年 H 股來港上市的趨勢轉弱，港交所是次改革必然會令更多的 H 股有興趣或合乎資格在港上市，我們相信有著豐富上市經驗的中金公司會是是次改革的受益者之一。

圖 4：2017 年香港 IPO 券商排名表

經理人	排行	量 (MM USD)	發行	費用	排行榜市佔率(%)	市佔率差異
101) 招商銀行	1	1,024.27	14	1,997	6.29	1.02
102) 中金公司	2	966.68	15	2,185	5.93	2.84
103) 招商證券	3	940.45	10	2,152	5.77	1.54
104) 建設銀行	4	924.00	15	1,729	5.67	0.28
105) 農業銀行	5	802.38	10	2,001	4.92	0.27
106) 摩根士丹利	6	742.96	6	2,621	4.56	-0.06
107) 中國銀行	7	729.28	10	2,253	4.48	-0.75
108) 海通證券	8	677.45	15	2,006	4.16	-1.58
109) 瑞信集團	9	582.02	5	2,430	3.57	2.17
110) 瑞士銀行	10	581.48	5	2,335	3.57	1.07
111) HSBC	11	555.97	5	2,507	3.41	1.08
112) 美國銀行美林	12	554.12	6	2,311	3.40	0.85
113) 工商銀行	13	537.10	7	2,169	3.30	0.13
114) 中信證券	14	429.18	7	2,185	2.63	-0.69
115) 花旗集團	15	418.80	4	2,580	2.57	0.05
116) 摩根大通銀行	16	405.90	3	2,060	2.49	-0.08
117) 廣發證券	17	319.28	8	1,287	1.96	0.77
118) 交通銀行	18	314.22	4	1,649	1.93	-0.86
119) 中信建投証券	19	313.48	6	2,288	1.92	-0.52
120) 中國平安	20	237.63	11	2,856	1.46	0.91
121) 浦發銀行	21	236.74	4	1,554	1.45	1.17

資料來源：永豐金證券(亞洲)、公司資料

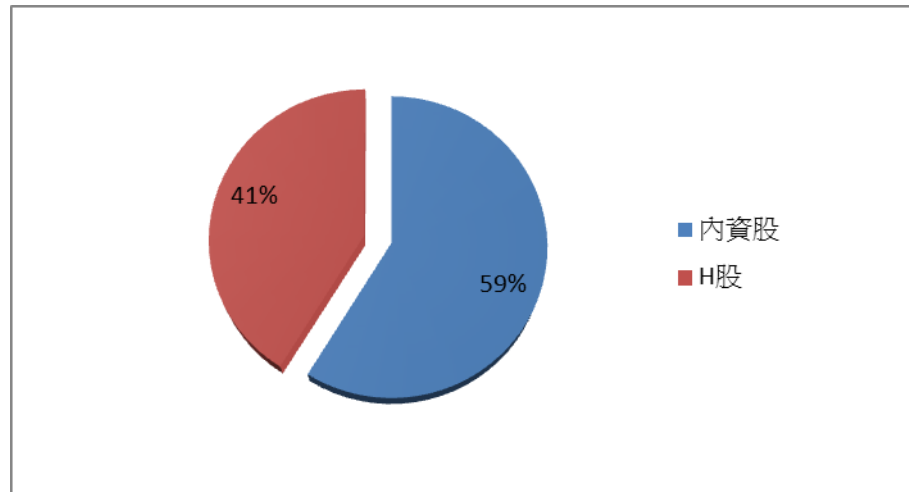
#### H 股全流通計劃有利中金公司

- 中證監於 2017 年 12 月底的新聞會上公佈 H 股全流通試點計劃，意指以往只能以場外交易 ( over-the-counter ) 方式進行買賣的內資股 ( 只向中國境內投資者發行的股份 )，能於公開市場上自由買賣。
- 現時中證監公佈 H 股全流通試點企業不超過 3 家，並以「成熟一家，推出一家」的方式推進。
- 假如 H 股全流通能全面於香港 H 股市場全面推展的話，則意味港股近 2.5 萬億元的內資股將可於市場流通，我們相信流通市值的上升能刺激港股成交，而中金公司作

為證券公司之一能同樣受惠。

- 另一方面，以往內資股股東因為股權不流通，不論H股價格波動與否均未與內資股股東扯上關係，從而令內資股股東失去令公司提升治理能力與競爭力的興趣，畢竟公司賺錢或是虧損，內資股股東均不受影響，亦因此會造成公司的價格被長期低估。
- 長遠而言，如H股全流通開放於市場，內資股股東的利益便會與公司利益掛勾，內資股股東便更有動力去提升公司的營運效率及盈利能力。
- 中金公司有超過 50%的股本為內資股（見圖 5），我們期望公司除了於上述H股全流通能受惠於交投上升外，公司的整體競增力亦會從是次改革中得到改善。

圖 5：中金公司股本分佈圖

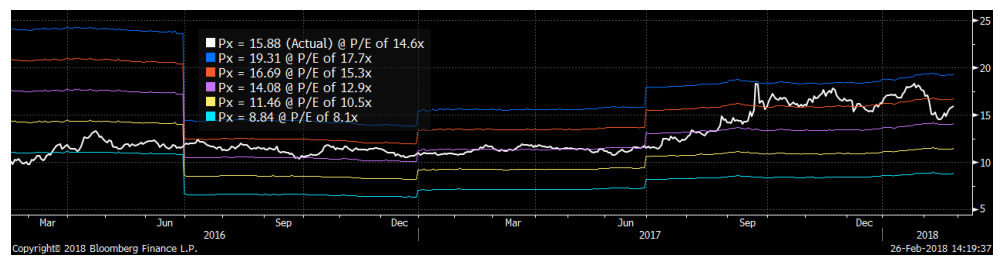


資料來源：永豐金證券(亞洲)、彭公司資料

### 我們的看法

- 現時中金公司的市盈率正處於 14.6 倍左右，只較兩年內平均的市盈率略高（見圖 7）。
- 我們預料中金能交出一份對辦的成績表，公司於首三季的純利經已超越去年全年的總和，亦有發出盈喜的潛在利好因素。
- 長遠而言，中金公司的業務屬多元化，擁有騰訊的推廣平台名金融科技作配合，加上外在因素如H股全流通及港交所開放「同股不同權」等配合下，我們相信中金公司整體業務能維持良好增長。
- 作為同業中最高資本回報率的公司，股價現時為於區間的較低水平，股值亦算吸引。建議買入價為 15.5 元，上望市盈率 17.9 倍的 19.41 元，止蝕價 14 元。

圖 6：中金公司過去 2 年市盈率



資料來源：永豐金證券(亞洲)、彭博

表 1：損益表 (人民幣十億元，除非另有註明)

百萬人民幣	FY14	FY15	FY16	1H16	1H17
收入	6,128	9,462	8,758	3,169	5,820
手續費及佣金收入	4,152	6,588	6,071	2,107	3,002
利息收入	450	1,020	984	455	1,250
投資收益	1,527	1,853	1,704	606	1,568
其他收入	27	45	183	52	48
收入及其他收益總計	6,156	9,507	8,941	3,221	5,867
支出					
手續費及佣金支出	(228)	(420)	(331)	(135)	(283)
利息支出	(742)	(1,095)	(1,289)	(628)	(1,226)
職工薪酬	(2,556)	(4,051)	(3,690)	(1,150)	(2,073)
折舊及攤銷費用	(60)	(51)	(72)	(32)	(85)
稅金及附加	(248)	(406)	(106)	(85)	(21)
其他營業費用及成本	(853)	(964)	(1,137)	(477)	(744)
減值損失 / 減值損失轉回	(32)	(3)	(42)	1	2
營業利潤	1,438	2,517	2,274	714	1,438
應佔聯營及合營企業利潤	68	104	56	26	39
所得稅前利潤	1,506	2,621	2,330	739	1,477
所得稅	(387)	(668)	(490)	(164)	(348)
淨利潤	1,118	1,953	1,840	575	1,129
非控制性權益	0	0	(20)	(0)	(18)
公司股東所得利潤	1,118	1,953	1,820	575	1,111

資料來源：公司資料，永豐金證券(亞洲)

表 2：盈利與股息 (人民幣，除非另有註明)

	FY15	FY16	1H16	1H17
每股盈利 (基本) (人民幣)	1.12	0.76	0.24	0.34
每股盈利 (攤薄) (人民幣)	1.12	0.76	0.24	0.34
每股派息 (人民幣)	不適用	0.16	不適用	不適用
股息分派率	不適用	21%	不適用	不適用
股息率	不適用	1.25%	不適用	不適用
有效稅率	25%	21%	22%	24%

資料來源：公司資料，永豐金證券(亞洲)

表 3：增長 (同比)

	FY15	FY16	1H16	1H17
收益增長	54%	-6%	-34%	82%
純利率	18%	21%	20%	18%

資料來源：公司資料，永豐金證券(亞洲)

表 4：估值

	FY15	FY16
市盈率	17.49	25.78
市帳率	1.48	1.23

資料來源：公司資料，永豐金證券(亞洲)

表 5：回報率

	FY15	FY16	1H17(年度倍化計算)
總資產回報率	15.98%	10.43%	8.25%
股本回報率	2.66%	1.86%	1.46%

資料來源：公司資料，永豐金證券(亞洲)

表 6：財務狀況表 (人民幣十億元，除非另有註明)

百萬人民幣	FY14	FY15	FY16	1H17
非流動資產				
物業及設備	135	166	208	451
對聯營及合營企業投資	565	453	551	835
可供出售金融資產	388	581	730	1,254
存出保證金	325	518	1,024	2,465
其他非流動資產	545	741	901	5,553
	1,959	2,460	3,414	10,558
流動資產				
應收賬款	8,336	6,674	6,581	10,323
融出資金	3,458	3,296	3,045	19,150
可供出售金融資產	46	618	313	11,306
以公允價值計量且其變動計入當期損益的金融資產	21,654	45,459	55,155	69,689
代經紀業務客戶持有的現金	11,085	24,301	16,717	48,712
現金及銀行結餘	3,418	8,434	10,505	21,293
其他流動資產	2,745	2,866	6,219	12,343
	50,741	91,649	98,535	192,815
資產總額	52,700	94,109	101,948	203,373
流動負債				
以公允價值計量且其變動計入當期損益的金融負債	7,526	5,584	9,743	10,004
應付經紀業務客戶款項	15,054	25,218	17,392	53,463
賣出回購金融資產款項	8,350	14,014	5,478	29,600
其他流動負債	9,456	24,440	31,315	38,209
	40,387	69,256	63,928	131,276
流動資產淨額	12,313	24,853	38,020	72,096
非流動負債	4,321	8,411	19,523	36,517
權益				
股本	1,667	2,307	2,307	3,985
其他權益工具	0	1,000	1,000	1,000
儲備	1,219	9,085	9,639	24,522
未分配利潤	5,106	4,050	5,501	5,916
歸屬於母公司股東及其他權益工具持有人的權益總額	7,992	16,442	18,447	35,423
非控制性權益	0	0	50	156
	7,992	16,442	18,497	35,580
權益及負債總額	52,700	94,109	101,948	203,373

資料來源：公司資料，永豐金證券(亞洲)

## 免責聲明

本報告所載資訊、工具及資料僅作參考資料用途，並不用作或視作為銷售、提呈或招攬購買或認購本報告所述證券、投資產品或其他金融工具之邀請或要約，也不構成對有關證券、投資產品或其他金融工具的任何意見或建議。編制本研究報告僅作一般發送。並不考慮接獲本報告之任何特定人士之特定投資對象、財政狀況及特別需求。閣下須就個別投資作出獨立評估，於作出任何投資或訂立任何交易前，閣下須就本報告所述任何證券諮詢獨立財務顧問。

本報告所載資訊、工具及資料並非用作或擬作分派予在分派、刊發、提供或使用有關資訊、工具及資料抵觸適用法例或規例之司法權區或導致永豐金證券（亞洲）及 / 或其附屬公司或聯屬公司須遵守該司法權區之任何註冊或申領牌照規定的有關司法權區的公民或居民。

本報告所載資料及意見均獲自或源於永豐金證券（亞洲）可信之資料來源，但永豐金證券（亞洲）並不就其準確性或完整性作出任何聲明，於法律及 / 或法規准許情況下，永豐金證券（亞洲）概不會就本報告所載之資料引致之損失承擔任何責任。本報告不應倚賴以取代獨立判斷。永豐金證券（亞洲）可能已刊發與本報告不一致及與本報告所載資料達致不同結論之其他報告。該等報告反映不同假設、觀點及編制報告之分析員之分析方法。

主要負責編制本報告之研究分析員確認：（a）本報告所載所有觀點準確反映其有關任何及所有所述證券或發行人之個人觀點；及（b）其於本報告所載之具體建議或觀點於過去、現在或將來，不論直接或間接概與其薪酬無關。

過往表現並不可視作未來表現之指標或保證，亦概不會對未來表現作出任何明示或暗示之聲明或保證。

永豐金證券（亞洲）之董事或僱員，如有投資於本報告內所涉及的任何公司之證券或衍生產品時，其所作出的投資決定，可能與這報告所述的觀點並不一致。

## 一般披露事項

永豐金證券（亞洲）及其高級職員、董事及僱員（包括編制或刊發本報告之相關人士）可以在法律准許下不時參與及投資本報告所述證券發行人之融資交易，為有關發行人提供服務或招攬業務，及 / 或於有關發行人之證券或期權或其他有關投資中持倉或持有權益或其他重大權益或進行交易。此外，其可能為本報告所呈列資料所述之證券擔任市場莊家。永豐金證券（亞洲）可以在法律准許下，在本報告所呈列的資料刊發前利用或使用有關資料行事或進行研究或分析。永豐金證券（亞洲）一名或以上之董事、高級職員及 / 或僱員可擔任本報告所載證券發行人之董事。永豐金證券（亞洲）在過去三年之內可能曾擔任本報告所提供及任何或所有實體之證券公開發售之經辦人或聯合經辦人，或現時為其證券發行建立初級市場，或正在或在過去十二個月內就本報告所述投資或一項有關投資提供重要意見或投資服務。

本研究報告的編制僅供一般刊發。本報告並無考慮收取本報告的任何個別人士之特定投資目標、財務狀況及個別需要。本報告所載資料相信為可予信賴，然而其完整性及準確性並無保證。本報告所發表之意見可予更改而毋須通知，本報告任何部分不得解釋為提呈或招攬購買或出售任何於報告或其他刊物內提及的任何證券或金融工具。本公司毋須承擔因使用本報告所載資料而可能直接或間接引致之任何責任。

## 根據香港證券及期貨事務監察委員會規定之監管披露事項

永豐金證券（亞洲）有限公司（「永豐金證券（亞洲）」）之政策：

- 刊發投資研究之研究分析員並不直接受投資銀行或銷售及交易人員監督，並不直接向其報告。
- 研究分析員之薪酬或酬金不應與特定之投資銀行工作或研究建議掛鉤。
- 禁止研究分析員或其聯係人從事其研究 / 分析 / 涉及範圍內的任何公司之證券或衍生產品的買賣活動。
- 禁止研究分析員或其聯係人擔任其研究 / 分析 / 涉及範圍內的任何公司之董事職務或其他職務。

永豐金證券（亞洲）集團於香港從事投資銀行、坐盤交易、市場莊家或促銷或代理買賣之公司 [包括永豐金證券（亞洲）]（「該等公司」）並非本報告所分析之公司證券之市場莊家。

該公司與報告中提到的公司在最近的 12 個月內沒有任何投資銀行業務關係。

截至 2018 年 2 月 26 日，若永豐金證券（亞洲）有限公司擁有上述任何公司的財務權益，其合計總額未有相等於或高於上述任何公司市場資本值的 1%。

## 分析員認證：

本研究報告中所表達的意見，準確地反映了分析員對於有關證券或發行人的個人觀點。研究分析員的薪酬與在報告中表達的具體建議或觀點沒有任何直接或間接的相關。

© 2017 永豐金證券（亞洲）有限公司。保留所有權利。除非特別允許，該報告任何部分不得未經永豐金證券（亞洲）有限公司事先書面許可以任何方式進行複製或分發。永豐金證券（亞洲）有限公司概不承擔第三方此方面行為的任何責任。