交银國際 BOCOM International

非银金融

收盘价	目标价	潜在涨幅
港元 2.80	港元 3.70↓	+32.1%

2018 年 4 月 23 日

中国华融 (2799 HK)

短期股价超跌带来投资机会，上调至买入评级

- **事件：**根据公司公告，赖小民辞去董事长职务，公司拟提名王占峰（此前为广东银监局局长）担任董事长，李欣（此前为东方资产管理公司监事）担任总裁。公司 4 月 20 日复牌，股价出现较大跌幅。

- **四大资管公司(AMC)仍将在不良资产管理行业保持领先竞争优势，我们判断华融管理层变更不会影响公司的资本补充计划。**从不良资产管理行业来看，我们认为四大 AMC 在资金来源、网络优势、人才和专业队伍以及制度体系仍有领先竞争优势，尤其是信达(1359 HK)和华融在收购处置类业务的规模上仍保持绝对领先优势；在收购重组类业务上，华融的业务规模和增速显著高于信达，优势更为突出。华融拟于 2018 年发行 A 股，并在 A 股发行完成后发行优先股。我们判断管理层变更大概率不会影响公司的资本补充计划。

- **公司收购重组类业务的拨备覆盖水平较高。**2017 年收购重组类业务的拨贷比为 6.97%，远高于信达的 3.93%；拨备覆盖率为 309.5%，高于信达的 208.5%。此外，公司划分为应收款项类的其他金融资产拨贷比 4.1%，也属较高水平。

- **2018 年公司将更加强调增长的质量。**在收购处置类业务上，华融表示会更强调以合理的价格来收购，并加快处置。在收购重组类业务上，公司将调整优化客户结构，降低非标业务和房地产业务占比。

- **相对公司盈利能力，目前估值吸引，上调至买入评级。**2017 年公司的净资产收益率为 18.1%，远高于信达的 13.9%。我们考虑到 2018 年公司更强调增长的质量，规模增速将放缓，预计完成 A 股融资后 ROAE 将降至 16.3%左右，但仍比信达高约 2 个百分点，也高于其他国有大行不到 15%的水平，而我们预计 18 年盈利增速将达到 10%左右。目前公司 18 年市净率只有 0.61 倍，与信达接近，显著低于国有大行。考虑到管理层变更使未来业务战略面临一定不确定性，目标价从 4.00 港元下调至 3.70 港元，对应 18 年 0.82 倍市净率。关注短期股价超跌带来的投资机会，上调至**买入**评级。

财务数据一览

年结 12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入 (百万人民币)	95,208	128,071	146,921	164,999	185,357
同比增长 (%)	26.3	34.5	14.7	12.3	12.3
净利润 (百万人民币)	19,613	21,993	24,164	27,227	30,269
每股盈利 (人民币)	0.50	0.56	0.53	0.59	0.66
同比增长 (%)	35.4	12.1	-6.6	12.7	11.2
市盈率 (倍)	4.46	3.98	4.26	3.78	3.40
每股账面值 (人民币)	2.95	3.28	3.65	4.08	4.56
市账率 (倍)	0.76	0.68	0.61	0.55	0.49
股息率 (%)	6.72	7.54	7.04	7.93	8.82

资料来源：公司资料，交银国际预测，2018 年预测考虑 A 股发行

个股评级

买入↑

1 年股价表现

资料来源:彭博

股份资料

52 周高位 (港元)	4.13
52 周低位 (港元)	2.80
市值 (港元百万)	109,397
日均成交量 (百万)	37
年初至今变化 (%)	-24.1
200 天平均价 (港元)	3.5

资料来源:彭博

万丽 CFA, FRM
wanli@bocomgroup.com
(86)10 8800 9788 – 8051

交银国际荣幸地成为即将于香港举行的第 71 届 CFA 协会峰会的黄金赞助商。

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 https://research.bocomgroup.com

财务数据

损益表 (百万人民币)

年结 12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
应收款项类不良债权资产收入	25,140	30,753	38,285	43,976	51,167
不良债权资产公允价值变动	3,852	4,661	5,376	5,752	5,839
利息收入	16,444	21,015	23,880	26,932	29,573
投资收益	24,678	44,180	51,323	57,753	65,446
佣金及手续费收入	12,920	13,039	14,082	15,490	17,039
其他收入及净损益	12,173	14,422	13,976	15,096	16,292
营业收入总额	**95,208**	**128,071**	**146,921**	**164,999**	**185,357**
利息支出	(31,417)	(50,691)	(65,310)	(76,981)	(89,705)
佣金及手续费支出	(1,036)	(1,296)	(1,408)	(1,541)	(1,695)
资产减值损失	(16,717)	(17,464)	(18,114)	(17,811)	(17,677)
其他支出	(12,287)	(15,141)	(17,800)	(20,334)	(22,786)
营业支出总额	(61,457)	(84,592)	(102,631)	(116,667)	(131,864)
营业净收入	33,751	43,479	44,290	48,333	53,493
其他收益	(3,242)	(6,877)	(4,814)	(3,851)	(4,044)
税前利润	**30,509**	**36,602**	**39,476**	**44,481**	**49,450**
所得税费用	(7,401)	(10,014)	(10,264)	(11,565)	(12,857)
净利润	**23,109**	**26,588**	**29,212**	**32,916**	**36,593**
归属母公司所有者的净利润	19,613	21,993	24,164	27,227	30,269

资产负债表 (百万人民币)

截至 12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及存放中央银行款项	27,260	33,207	46,616	43,630	47,343
指定为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	95,167	230,045	283,566	383,285	493,035
应收款项类投资	549,478	701,192	805,409	906,673	1,023,765
同业资产	195,580	213,942	228,508	250,248	265,004
可供出售金融资产	140,293	195,521	230,639	284,463	343,888
客户贷款及垫款	118,406	158,222	189,866	218,346	244,548
应收融资租赁款	84,991	95,704	107,188	117,907	127,340
持有至到期投资	44,884	64,451	80,564	96,677	111,178
其他资产	155,910	177,976	207,906	204,858	191,769
总资产	**1,411,969**	**1,870,260**	**2,180,263**	**2,506,087**	**2,847,869**
借款	511,309	773,057	896,746	1,058,161	1,227,467
吸收存款	172,406	202,350	230,679	258,360	284,196
同业负债	67,632	72,577	76,206	80,016	84,017
应付债券及票据	243,075	331,963	404,995	477,894	554,357
其他负债	267,467	307,678	344,275	378,458	416,048
负债总额	**1,261,888**	**1,687,625**	**1,952,900**	**2,252,889**	**2,566,084**
股本	39,070	39,070	45,965	45,965	45,965
归属于母公司股东权益	115,243	128,175	167,680	187,657	209,756
非控制性权益	19,808	31,275	35,338	39,978	45,189
永续资本工具	15,030	23,185	24,345	25,562	26,840
权益总额	**150,081**	**182,635**	**227,363**	**253,198**	**281,785**
权益及负债总额	**1,411,969**	**1,870,260**	**2,180,263**	**2,506,087**	**2,847,869**

资料来源: 公司资料，交银国际预测，考虑 A 股发行

增长率及结构

年结 12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
增长率 (%)					
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	11.4	141.7	23.3	35.2	28.6
可供出售金融资产	115.9	39.4	18.0	23.3	20.9
应收款项类投资	67.2	27.6	14.9	12.6	12.9
客户贷款及垫款	45.1	33.6	20.0	15.0	12.0
总资产	62.9	32.5	16.6	14.9	13.6
借款	73.3	51.2	16.0	18.0	16.0
吸收存款	23.1	17.4	14.0	12.0	10.0
应付债券	69.9	36.6	22.0	18.0	16.0
负债总额	68.8	33.7	15.7	15.4	13.9
应收款项类不良债权资产收入	8.9	22.3	24.5	14.9	16.4
不良债权资产公允价值变动	135.3	21.0	15.3	7.0	1.5
利息收入	16.9	27.8	13.6	12.8	9.8
投资收益	28.8	79.0	16.2	12.5	13.3
佣金及手续费收入	24.3	0.9	8.0	10.0	10.0
营业收入总额	26.3	34.5	14.7	12.3	12.3
资产减值损失	32.6	4.5	3.7	-1.7	-0.8
营业支出总额	20.6	37.6	21.3	13.7	13.0
营业净收入	38.1	28.8	1.9	9.1	10.7
税前利润	37.1	20.0	7.9	12.7	11.2
净利润	36.3	15.1	9.9	12.7	11.2
归属母公司股东净利润	35.4	12.1	9.9	12.7	11.2

财务比率

年结 12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
ROAA (%)	2.03	1.51	1.44	1.40	1.37
ROAE (%)	18.4	17.7	16.3	15.3	15.2
A/E	9.4	10.2	9.6	9.9	10.1
成本收入比(%)	17.7	17.7	19.8	20.9	21.6
应收款项类不良资产月均年化收益率 (%)	12.1	9.8	-	-	-
处置类不良资产处置净收益率 (%)	3.8	8.1	6.7	6.5	6.0
处置类不良资产已结项目内含报酬率 (%)	15.9	11.9	-	-	-
每股指标及估值					
每股收益（人民币）	0.50	0.56	0.53	0.59	0.66
每股净资产（人民币）	2.95	3.28	3.65	4.08	4.56
分红率 (%)	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
市盈率（倍）	4.46	3.98	4.26	3.78	3.40
市账率（倍）	0.76	0.68	0.61	0.55	0.49
股息率（%）	6.72	7.54	7.04	7.93	8.82

交银国际
香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899　　传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：	分析员行业评级定义：
买入：预期个股未来 12 个月的总回报**高于**相关行业。 **中性**：预期个股未来 12 个月的总回报与相关行业**一致**。 **沽出**：预期个股未来 12 个月的总回报**低于**相关行业。 **无评级**：对于个股未来 12 个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。	**领先**：分析员预期所覆盖行业未来 12 个月的表现相对于大盘标竿指数**具吸引力**。 **同步**：分析员预期所覆盖行业未来 12 个月的表现与大盘标竿指数**一致**。 **落后**：分析员预期所覆盖行业未来 12 个月的表现相对于大盘标竿指数**不具吸引力**。 香港市场的标竿指数为**恒生综合指数**，A 股市场的标竿指数为 **MSCI 中国 A 股指数**，美国上市中概股的标竿指数为**标普美国中概股 50（美元）指数**。

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点;及 ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系; iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认： i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之 30 个日历日前处置/买卖该等证券; ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员;iii) 他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、郑州银行股份有限公司、盈健医疗集团有限公司、中粮肉食控股有限公司、河北翼辰实业集团股份有限公司、中国飞机租赁集团控股有限公司、东方证券股份有限公司、无锡市建设发展投资有限公司、国银金融租赁股份有限公司、凤凰医疗集团有限公司、光大证券股份有限公司、中国首控集团有限公司、佳源国际控股有限公司、泸州市兴泸水务（集团）有限公司、中国邮政储蓄银行股份有限公司、招商证券股份有限公司、山东省国际信托股份有限公司、广东康华医疗股份有限公司、中信建投证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、HPC Holdings Limited、国泰君安证券股份有限公司、中原银行股份有限公司、四川能投发展股份有限公司及光年控股有限公司有投资银行业务关系。

BOCOM International Global Investment Limited 现持有东方证券股份有限公司的股本证券逾 1%。

BOCOM International Global Investment Limited 现持有光大证券股份有限公司的股本证券逾 1%。

BOCOM International Global Investment Limited 现持有国联证券股份有限公司的股本证券逾 1%。

BOCOM International Global Investment Limited 现持有国泰君安证券股份有限公司的股本证券逾 1%。

BOCOM International Prosperity Investment Limited 目前持有中国宇华教育集团有限公司的股本证券逾 1%。

BOCOM International Prosperity Investment Limited 目前持有中国新华教育集团有限公司的股本证券逾 1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告 (包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其联属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其联属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。