

香港

2020年5月21日

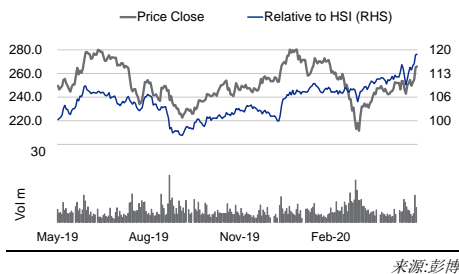
增持 (不变)

市场共识评级*: 买入 15 持有 5 沽出 0

前收盘价:	HK\$265.8
目标价:	HK\$291.6
此前目标价:	HK\$291.6
潜在上升/下跌空间:	9.7%
CGI / 市场共识目标价:	1.7%
路透股票代码:	0388.HK
彭博股票代码:	388 HK
市值:	US\$43,482m
	HK\$336,991m
平均每日成交额:	US\$169.9m
	HK\$1,319m
目前发行在外股数:	1,261m
自由流通量:	94.5%
*来源: 彭博	

主要财务指标

	Dec-20F	Dec-21F	Dec-22F
净利润(百万港元)	10,128	11,558	12,664
每股核心盈利 (港元)	7.97	8.97	9.70
每股核心盈利增长	5.5%	12.5%	8.1%
全面摊薄市盈率(倍)	33.33	29.62	27.42
经常性股本回报率	21.7%	22.5%	22.8%
市净率(倍)	6.91	6.44	6.05
每股派息(港元)	7.13	8.02	8.67
股息率	2.68%	3.02%	3.26%



股价表现	1M	3M	12M
绝对表现 (%)	8.8	-2.1	9.7
相对表现 (%)	8.5	9.5	21.9

主要股东	持股百分比
HKSAR Govt.	5.5

分析员
王志文 (香港证监会中央编号: AIU435)

T (852) 3698 6317

E cmwong@chinastock.com.hk

刘彦麟 (香港证监会中央编号: BME248)

T (852) 3698 6393

E marklau@chinastock.com.hk

香港交易所

最乐观情况之分析

- 鉴于美国市场近期的情况, 市场预期将有更多中概股到香港作第二上市。
- 日均成交额排名前 20 的中概股的合计日均成交额为 78 亿美元, 相当于港交所 2020 年一季度的日均成交额的 50%。
- 如果上述所有成交额都流向港股市场, 根据简单估算, 我们对港交所 2020 年每股盈利的预测或有 25% 上调空间。

中概股的潜在退市风险

- 美国参议院周三通过一项法案, 或使一些不符合美国会计法规的中概股面对退市风险。根据该法案, 如果美国监管机构连续 3 年无法无法对公司进行审计核查, 则该公司将被禁止在美国证券交易所上市。此外, 该法案要求公司证明“它们不是由外国政府拥有或控制”。

仍需获得美国众议院通过

- 我们了解到投资者担心阿里巴巴和京东等公司会否被迫退市。但是, 该法案仍需获得众议院通过。据媒体报道, 该法案提交众议院的时间仍未确定。此外, 我们不能排除特朗普总统可能将其用作与中国谈判的筹码的可能性, 并因此否决法案。

在最乐观的情况下, 根据简单估算, 我们的 2020 年每股盈利预测或上调 25%

- 日均成交额排名前 20 的中概股的合计日均成交额为 78 亿美元 (图 1), 相当于港交所 2020 年一季度的日均成交额的 50%。若假设所有这些成交额都流向香港股市, 那么根据简单估算, 我们的 2020 年每股盈利预测将有 25% 上调空间 (注: 某些业务如投资和商品 (包括 LME) 的利润不会跟随日均成交额变动)。同时, 除了每股盈利存在一次性的 25% 上调空间之外, 如果阿里巴巴和京东等公司的市值继续扩大 (假设其业务继续保持增长), 那么港交所的日均成交额还有机会实现更多内生增长。

中美关系严重恶化的潜在风险

- 根据港交所在 2018 年发布的一项统计, 约有 9.6% 的日均成交额来自美国投资者。如果美国采取严厉措施禁止美国投资者买卖在港交所上市的股票, 这将对交易所产生很大影响。在较悲观的情况下, 如果欧洲投资者亦被迫跟随, 将有额外 11.3% 的日均成交额受影响。目前我们认为这可能性很小, 只视这为黑天鹅事件情景。

图1: 日均成交额排名靠前的主要中概股

股票代码	公司	市值 (百万美元)	3 个月日均成交额 (百万美元)
BABA US Equity	阿里巴巴	581,587.53	3,809.71
JD US Equity	京东	79,760.99	831.24
BIDU US Equity	百度	37,531.46	542.70
PDD US Equity	拼多多	72,935.44	357.15
NTES US Equity	网易	50,405.12	275.96
TAL US Equity	好未来	32,308.89	239.95
EDU US Equity	新东方教育	19,100.21	207.95
TCOM US Equity	携程	15,253.75	187.53
GSX US Equity	跟谁学	7,297.78	166.71
IQ US Equity	爱奇艺	12,295.89	165.07
BILI US Equity	哔哩哔哩	11,295.46	157.69
NIO US Equity	上海蔚来汽车	3,871.35	145.66
YUMC US Equity	百胜中国	18,625.90	138.65
VIPS US Equity	唯品会	10,220.78	119.57
MOMO US Equity	陌陌	4,531.01	94.43
TME US Equity	腾讯音乐	20,465.90	92.48
GDS US Equity	万国数据	9,574.85	83.73
HTHT US Equity	华住	10,175.27	75.20
ZTO US Equity	中通快递	26,871.91	70.94
WB US Equity	微博	7,772.17	69.37

来源: 中国银河国际证券研究部, 彭博

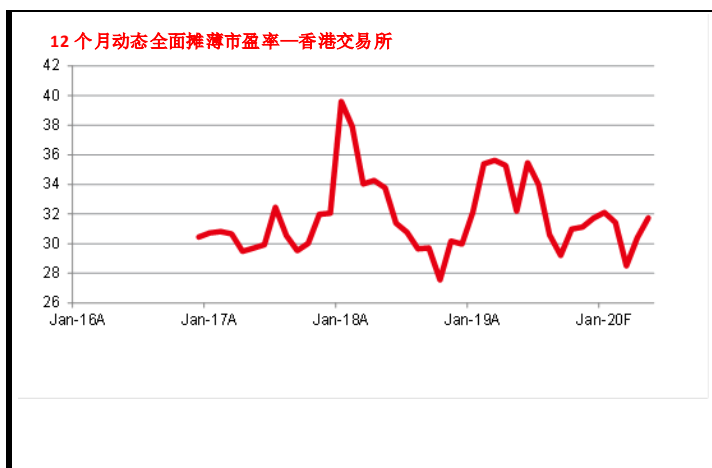
财务数据

损益表				
(百万港元)	Dec-19A	Dec-20F	Dec-21F	Dec-22F
总收入	16,311	17,359	19,376	21,036
毛利润	12,263	13,018	14,688	15,981
经营EBITDA	12,263	13,018	14,688	15,981
折旧及摊销	(1,044)	(1,039)	(1,039)	(1,039)
经营EBIT	11,219	11,979	13,649	14,942
财务收入/(开支)	(177)	(190)	(205)	(220)
应占联营税前收入(损失)	32	45	60	75
非经营性收入/(开支)	0	0	0	0
税前利润(包括一次性项目)	11,074	11,834	13,504	14,797
一次性项目	(123)			
税前利润	10,951	11,834	13,504	14,797
税项	(1,561)	(1,716)	(1,958)	(2,146)
一次性收入 - 税后				
税后利润	9,390	10,118	11,546	12,652
非控制性权益	1	10	12	12
优先股股息				
汇兑收益/(损失) - 税后				
其他调整 - 税后				
净利润	9,391	10,128	11,558	12,664
经常性净利润	9,496	10,128	11,558	12,664
全面摊薄经常性净利润	9,496	10,128	11,558	12,664

资产负债表				
(百万港元)	Dec-19A	Dec-20F	Dec-21F	Dec-22F
现金及现金等价物	112,673	115,897	123,332	130,232
应收账款	25,791	30,506	36,200	42,297
库存				
其他流动资产	116,731	137,500	148,500	159,500
流动资产总额	255,195	283,903	308,032	332,029
固定资产	1,589	1,600	1,600	1,600
投资总额	95	140	200	275
无形资产	20,744	20,296	20,025	19,754
其他非流动资产总额	1,428	1,341	1,391	1,441
非流动资产总额	23,856	23,377	23,216	23,070
短期债务	338	0	0	0
长期债务的流动部分				
应付账款	24,538	24,959	28,109	31,215
其他流动负债	206,061	229,016	245,634	262,252
流动负债总额	230,937	253,975	273,743	293,467
长期负债	80	450	450	450
混合债务 - 负债部分				
其他非流动负债	3,533	3,333	3,192	3,014
非流动负债总额	3,613	3,783	3,642	3,464
拨备总额	896	968	1,099	1,193
负债总额	235,446	258,726	278,484	298,124
股东权益	44,173	49,184	53,513	57,807
非控制性权益	328	338	350	362
总股本	44,501	49,522	53,863	58,169

现金流				
(百万港元)	Dec-19A	Dec-20F	Dec-21F	Dec-22F
EBITDA	12,263	13,018	14,688	15,981
投资及联营公司现金流				
运营资本变动	(1,334)	(3,306)	(2,653)	(3,076)
拨备的(增加)/减少				
其他非现金(收入)/开支				
其他经营现金流	(1,203)	(3,073)	(2,779)	(2,916)
净利息(支出)/收入	1,848	732	883	1,120
税项	(431)	(1,716)	(1,958)	(2,146)
经营现金流	11,143	5,656	8,180	8,963
资本开支	(1,091)	(879)	(768)	(768)
出售FA/子公司所得资金				
收购子公司投资				
其他投资现金流	(2,394)	(1,632)	(980)	(980)
投资现金流	(3,485)	(2,511)	(1,748)	(1,748)
债务所得资金(偿还资金)	(744)	32	0	0
发行股票所得资金	(285)	(250)	(260)	(270)
回购股份				
支付股息	(5,785)	(4,558)	(5,201)	(5,699)
优先股股息				
其他融资现金流	(340)	(152)	(164)	(176)
融资现金流	(7,154)	(4,928)	(5,625)	(6,145)
现金流总额	504	(1,783)	807	1,071
股权自由现金流	6,914	3,177	6,432	7,215
公司自由现金流	8,906	4,495	7,882	8,765

主要比率				
	Dec-19A	Dec-20F	Dec-21F	Dec-22F
收入增长	(4.8%)	13.7%	9.8%	8.9%
经营性EBITDA增长	4.3%	6.2%	12.8%	8.8%
经营性EBITDA利润率	90.4%	84.4%	86.7%	86.6%
每股净现金(人民币)	86.92	88.40	93.12	97.29
每股账面值(人民币)	35.02	38.45	41.25	43.95
总利息支付倍数	63.38	63.05	66.58	67.92
有效税率	14.3%	14.5%	14.5%	14.5%
净派息率	88.8%	90.0%	90.0%	90.0%
应收账款天数	593.7	667.7	718.8	776.7
库存天数	-	-	-	-
应付账款天数	1,838	1,952	1,976	2,051
投资资本回报率	(18.4%)	(18.6%)	(21.8%)	(22.6%)
已动资本回报率	24.5%	23.6%	24.7%	25.1%
平均资产回报率	3.62%	3.52%	3.68%	3.75%



主要参数				
	Dec-19A	Dec-20F	Dec-21F	Dec-22F
总交易价值(百万港元)				
期内交易日数	245	245	245	245
平均每日交易价值(百万港元)	87.20	110.00	125.00	140.00
证券结算费(百万港元)	2,565.0	3,167.6	3,580.8	3,993.4
结算比率(%)	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
衍生工具交易价值(百万港元)	N/A	N/A	N/A	N/A
衍生工具结算费收入(百万港元)	595	626	660	695
每张合约费用(港元)	N/A	N/A	N/A	N/A
其他收入(百万港元)	10.40	11.63	12.69	13.75

来源: 中国银河国际证券研究部, 公司, 彭博

免责声明

此研究报告并非针对或意图被居于或位于某些司法管辖范围之任何人士或市民或实体作派发或使用，而在该等司法管辖范围内分发、发布、提供或使用将会违反当地适用的法律或条例或会导致中国银河国际证券(香港)有限公司(“银河国际证券”)及/或其集团成员需在该司法管辖范围内作出注册或领照之要求。

银河国际证券(中国银河国际金融控股有限公司附属公司之一)发行此报告(包括任何附载资料)予机构客户，并相信其资料来源都是可靠的，但不会对其准确性、正确性或完整性作出(明示或默示)陈述或保证。

此报告不应被视为是一种报价、邀请或邀约购入或出售任何文中引述之证券。过往的表现不应被视为对未来的表现的一种指示或保证，及没有陈述或保证，明示或默示，是为针对未来的表现而作出的。收取此报告之人士应明白及了解其投资目的及相关风险，投资前应咨询其独立的财务顾问。

报告中任何部份之资料、意见、预测只反映负责预备本报告的分析员的个人意见及观点，该观点及意见未必与中国银河国际金融控股有限公司、其子公司及附属公司(“中国银河国际”)、董事、行政人员、代理及雇员(“相关人士”)之投资决定相符。

报告中全部的意见和预测均为分析员在报告发表时的判断，日后如有改变，恕不另行通告。中国银河国际及/或相关伙伴特此声明不会就因为本报告及其附件之不准确、不正确及不完整或遗漏负上直接或间接上所产生的任何责任。因此，读者在阅读本报告时，应连同此声明一并考虑，并必须小心留意此声明内容。

利益披露

中国银河证券(6881.HK; 601881.CH)乃中国银河国际金融控股有限公司、其子公司及附属公司之直接或间接控股公司。

中国银河国际可能持有目标公司的财务权益，而本报告所评论的是涉及该目标公司的证券，除特别注明外，该等权益的合计总额相等于或低于该目标公司的市场资本值的1%。

一位或多位中国银河国际的董事、行政人员及/或雇员可能是目标公司的董事或高级人员。

中国银河国际及其相关伙伴可能，在法律许可的情况下，不时参与或投资在本报告里提及的证券的金融交易，为该等公司履行服务或兜揽生意及/或对该等证券或期权或其他相关的投资持有重大的利益或影响交易。

银河国际证券可能曾任本报告提及的任何或全部的机构所公开发售证券的经理人或联席经理人，或现正涉及其发行的主要庄家活动，或在过去12个月内，曾向本报告提及的证券发行人提供有关的投资或一种相关的投资或投资银行服务的重要意见或投资服务。

再者，银河国际证券可能在过去12个月内就投资银行服务收取补偿或受委托和可能现正寻求目标公司投资银行委托。

中国银河国际已设置相关制度，以消除、避免和管理与研究报告编制相关的任何潜在利益冲突。负责本报告的研究分析师作为独立团队的一部分，与银河国际证券投资银行职能是独立运作，相关制度亦能确保研究或投资银行职能所持有的机密信息得到适当处理。

分析员保证

主要负责撰写本报告的分析员确认 (a) 本报告所表达的意见都准确地反映他或他们对任何和全部目标证券或发行人的个人观点；及 (b) 他或他们过往，现在或将来，直接或间接，所收取之报酬没有任何部份是与他或他们在本报告所表达之特别推荐或观点有关连的。

此外，分析员确认分析员本人及其有联系者(根据香港证监会持牌人操守准则定义)均没有(1) 在研究报告发出前30日内曾交易报告内所述的股票；(2)在研究报告发出后3个营业日内交易报告内所述的股票；(3)担任报告内涵盖的上市公司的行政人员；(4)持有报告内涵盖的上市公司的财务权益。

我们的评级机制将由「买入、沽出、持有」更改为「增持、减持、持有」。请参阅以下所列的评级定义。

评级指标

增持 : 预计股份未来12个月的总回报超过10%

减持 : 预计股份未来12个月的总回报为0%或以下

持有 : 预计股份未来12个月的总回报为0%至10%

版权所有

中文本与英文本如有歧义，概以英文本为准。

本题材的任何部份不可在未经中国银河国际证券(香港)有限公司的书面批准下以任何形式被复制或发布。

中国银河国际证券(香港)有限公司 (中央编号: AXM459)

香港上环干诺道中111号永安中心20楼 电话: 3698-6888