



買入

公司報告

研究部主管

李聲揚 · CFA

isyli@sinopac.com

(852) 3609 6868

研究員

李文傑

mkli@sinopac.com

(852) 3609 6381

現價 **HKD 51.40**

目標價 **HKD 62.10**

評級	買入	持有	沽售
分析員數目	4	2	0

分析員目標價	最低	最高	中位數
目標價 (HKD)	59.00	71.16	60.6

	2016F	2017F
預測市盈率 (倍)	3.4	10.5
預測市帳率 (倍)	0.71	0.69
預測股息率 (%)	9.4	6.6

股價表現	1 個月	3 個月	6 個月	1 年
回報 (%)	0	6	14	20
恒指回報 (%)	3	16	16	11
相對回報 (%)	-3	-10	-2	9

股票資料

公司編號	440 HK
市值 (HKD 百萬)	17,240
股數 (百萬)	335
現價 (HKD)	51.40
一年高位 (HKD)	54.50
一年低位 (HKD)	34.40
三個月平均成交額 (HKD 百萬)	19.5

大新金融

重組及併購概念股大熱之一

純利大致符合預期，派息下跌

- 大新金融 1H16 純利為 914 百萬港元，按半年比上升 5%，按年比下跌 15%。該行 1H16 純利達市場預期的 52% (市場預期 FY16 盈利為 1,755 百萬港元)，略勝於市場預期。中期息方面比 1H15 削減了 0.03 港元至每股 0.29 港元 (下跌 9.1%)。

資產質素下降，撥備上升

- 與 FY15 的 818 百萬港元比較，年初至今的不良貸款額已上升至 1,156 百萬港元。另一方面，不良貸款比率亦上升，由 FY15 的 0.75% 升至 1H16 的 1.03%，可以預期貸款撥備方面會為純利帶來一定的壓力。

出售大新人壽仍然進行中

- 大新金融六月份宣佈作價 106 億港元出售旗下大新人壽、保險服務及澳門人售予內地企業泰禾集團，只待各方監管機構批准後便能完成交易。我們預期大新金融將會於年內完成該筆交易。

投資建議

- 受制於環球及本地經濟表現疲弱，我們預期 FY16 開始淨息差將會收窄，貸款撥備上升；另一方面，由於人壽業務的售出會為純利帶來壓力，我們預期大新金融的純利將會倒退。
- 但大新金融現價只反映我們預期 2016 全年約 0.72 倍市帳率，鑑於其重組及併購的概念扶持，加上受惠其出售大新人壽所派發的潛在特別息，我們予以買入評級，目標價則定為 62.10 港元。

12 月年結 (港幣百萬)

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
扣除減值及撥備前之營運溢利	1,760	2,256	1,703	1,698	1,675
股東應佔年度溢利	1,727	1,947	5,058	1,636	1,661
每股盈利 (HK\$)	5.29	5.81	15.09	4.88	4.96
每股盈利增長	9.3%	9.8%	159.8%	-67.6%	1.5%
每股淨資產值 (\$)	56.84	61.02	72.80	74.30	76.77
市盈率 (以現價計算)(X)	9.7	8.8	3.4	10.5	10.4
市帳率 (以現價計算)(X)	0.90	0.84	0.71	0.69	0.67
每股派息 (\$)	1.25	1.32	4.84	3.40	2.71
股息率 (%)	2.4%	2.6%	9.4%	6.6%	5.3%

資料來源: 公司資料 · 東盛證券

業績短評

純利大致符合預期，派息下跌

大新金融 1H16 純利為 914 百萬港元，按半年比上升 5%，按年比下跌 15%（表 2）。該行 1H16 純利達市場預期的 52%（市場預期 FY16 盈利為 1,755 百萬港元），略勝於市場預期。中期息方面比 1H15 削減了 0.03 港元至每股 0.29 港元（下跌 9.1%）。

資產質素下降仍然值得關注

不良貸款額近年顯著上升，與 FY15 的 818 百萬港元比較（表 3），年初至今的不良貸款額已上升至 1,156 百萬港元，升幅為 41%。不良貸款比率亦上升，由 FY15 的 0.75% 升至 1H16 的 1.03%，可以預期貸款撥備方面會為純利帶來一定的壓力。

出售大新人壽與特別息的派發

大新金融 6 月份宣佈作價 106 億港元（80 億港元及 26 億分銷協議）出售旗下大新人壽、保險服務及澳門人壽予泰禾集團，只待香港、澳門及百慕達監管機構批准後便能完成交易。

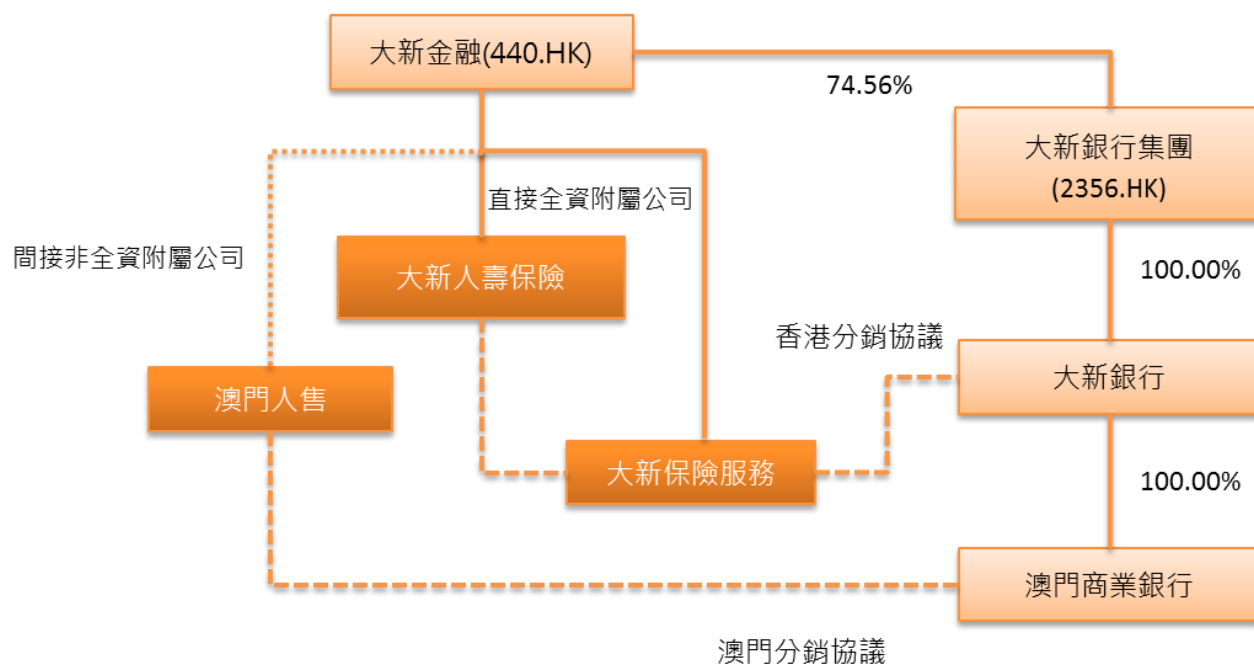
我們預期大新金融將會於年內完成該筆交易，並會於本年度內的財務報表中反映出來，我們預計放售該業務會為集團帶來 3,407 百萬港幣的除稅後收益（表 4）。亦因此我們預計本年度的每股盈利及平均股本回報率將會大幅上升。

另外，大新金融亦表示該款項會用作投資集團業務、補充營運資金及用作特別息的派發，當中市場對特別息的憧憬亦成為投資概念之一。而就派發特別息方面，由於集團對於資金的需求並非極高，我們預期集團會派發該交易當中 70% 的淨收益作為特別息，並於未來 3 年分別按 50%：30%：20% 的比例派發。

系內重組的可能性

如大新金融完成交易後，大新金融的主要業務便只餘下大新銀行（2356.HK）（大新金融佔當中約 75% 的股權）（表 1）及小部份的一些一般保險業務，隨著大新金融及大新銀行的價值愈來愈相近，對於有否需要保留兩間性質十分相近的上市公司，還是會重組兩間上市公司的架構等將會成為焦點。

表 1：大新金融架構圖



旗下的大新銀行的併購概念

近年銀行業務的經營環境愈見艱難，不少本地銀行均縮減或出售其業務，如賣盤的永亨銀行、創興銀行；出售旗下的南洋商業銀行業務的中銀香港等。而大新銀行已是餘下少數享有併購概念的本地銀行股，管理層亦一直對併購及重組抱著開放態度，促使該概念實現的可能性增大。

評級為買入，企業併購及重組的概念吸引

長線而言，大新金融出售大新人壽的舉動為投資者帶來了充份的想像空間，畢竟大新金融所持有的大新銀行是少數未被併購的本地銀行之一，單單是其併購及重組的概念已經限制了股價下行的空間。

而就短線來說，投資者可以期望大新金融會因為出售大新人壽而派發特別息。大新金融現價只反映我們預期 2016 全年約 0.72 倍市帳率，加上受惠於其潛在特別股息，我們予以買入評級，目標價則定為 62.10 港元。

表 2：大新金融上半年業績

百萬港元	1H15	2H15	FY2015	1H16	h-o-h(%)	y-o-y(%)
淨利息收入	1,743	1,910	3,653	1,947	2%	12%
淨服務費及佣金收入	482	321	803	352	10%	-27%
淨保費及其他收入	900	1,129	2,029	1,189	5%	32%
其他營運收入	148	(41)	107	633		
總收入	3,273	3,320	6,593	4,121	24%	26%
保險索償及支出淨額	(665)	(641)	(1,306)	(1,611)	151%	142%
扣除保險索償之營運收入	2,608	2,679	5,287	2,510	-6%	-4%
營運支出	(1,227)	(1,307)	(2,534)	(1,267)	-3%	3%
扣除減值及撥備前之營運溢利	1,381	1,371	2,752	1,243	-9%	-10%
貸款減值	(193)	(303)	(496)	(344)	14%	78%
扣除減值及撥備後之營運溢利	1,188	1,068	2,256	898	-16%	-24%
應佔聯營公司之業績	389	277	666	353	27%	-9%
出售證券之收益/(虧損)	15	28	44	62		
視同出售聯營公司投資之虧損	(32)	(16)	(48)	0		
應佔共同控制實體之業績	10	12	22	8		
其他	(0)	(87)	(87)	0		
除稅前溢利	1,570	1,283	2,852	1,321	3%	-16%
稅項	(179)	(166)	(345)	(133)		
年度溢利	1,391	1,117	2,508	1,188	6%	-15%
沒控制權股東應佔溢利	(317)	(243)	(560)	(274)		
股東應佔年度溢利	1,074	873	1,947	914	5%	-15%
每股盈利(基本)	3.2	2.61	5.81	2.78	7%	-13%
每股股息	0.32	1.00	1.32	0.29		

來源：公司資料·東盛證券

表 3：大新金融財務數據

	Jun-15	Dec-15	Jun-16	y-t-d(%)
貸款(百萬港元)	120,656	120,777	122,440	1%
存款(百萬港元)	140,381	149,264	148,953	0%
每股淨資產值(\$)	59.38	61.02	62.66	3%
不良貸款額(港幣百萬)	549	818	1,156	41%
不良貸款額比率(%)(公司公佈)	0.51%	0.75%	1.03%	
淨利息收益率(%)(公司公佈)	1.76%	1.83%	1.94%	
資本充足率(%)(子公司)	16.2%	16.7%	16.7%	
核心資本充足率(%)(子公司)	11.7%	12.2%	12.4%	

來源：公司資料·東盛證券

表 4：預計出售保險業務所得收益及特別息之派發

	港幣百萬	每股(港幣)		
出售保險業務所得	8,000		(公司公佈)	
除稅前收益	4,302	12.84	(公司公佈)	
扣減：交易成本及開支(10%)	(430)			
	3,872			
扣減：有效稅率(12%)	(465)			
淨收益	3,407	10.17		
	港幣百萬	每股(港幣)	(佔淨收益70%)	佔比(%)
總特別息派發	2,385	7.12		
2016F	1,193	3.56		50
2017F	716	2.14		30
2018F	477	1.42		20

收益帳						財務比率與分析					
12月年結(百萬港元)	2014	2015	2016F	2017F	2018F	12月年結	2014	2015	2016F	2017F	2018F
利息收入	5,223	5,357	5,161	5,125	5,199	財務比率(每股計)					
利息支出	(1,930)	(1,704)	(1,642)	(1,630)	(1,654)	每股盈利 (HK\$)	5.29	5.81	15.09	4.88	4.96
淨利息收入	3,293	3,653	3,519	3,495	3,545	每股盈利 (HK\$)(經常性收益)	5.29	5.81	4.93	4.88	4.96
淨服務費及佣金收入	746	803	804	844	895	每股盈利增長	9.3%	9.8%	159.8%	-67.6%	1.5%
淨保費及其他收入	2,239	2,029	1,341	312	334	每股盈利增長 (經常性收益)	9.3%	9.8%	-15.1%	-0.9%	1.5%
其他營運收入	782	107	954	630	660	市盈率(以現價計算)(X)	9.7	8.8	3.4	10.5	10.4
總收入	7,059	6,593	6,618	5,280	5,433	市盈率(以現價計算)(X) (經常性收益)	9.7	8.8	10.4	10.5	10.4
保險索償及支出淨額	(2,436)	(1,306)	(1,718)	(260)	(271)	每股淨資產值 (\$)	56.84	61.02	72.80	74.30	76.77
扣除保險索償之營運收入	4,623	5,287	4,900	5,020	5,162	市帳率(以現價計算)(X)	0.90	0.84	0.71	0.69	0.67
營運支出	(2,390)	(2,534)	(2,552)	(2,612)	(2,742)	平均股本回報率	9.7%	9.9%	22.4%	6.5%	6.5%
扣除減值及撥備前之營運溢利	2,233	2,752	2,348	2,408	2,420	平均股本回報率(經常性收益)	9.7%	9.9%	7.3%	6.5%	6.5%
貸款減值	(473)	(496)	(645)	(710)	(745)	平均資產回報率	0.90%	0.94%	2.41%	0.78%	0.78%
扣除減值及撥備後之營運溢利	1,760	2,256	1,703	1,698	1,675	平均資產回報率(經常性收益)	0.90%	0.94%	0.79%	0.78%	0.78%
應佔聯營公司之業績	602	666	686	727	778	每股派息 (HK\$)	1.25	1.32	4.84	3.40	2.71
出售證券之收益/(虧損)	19	44	100	50	55	每股派息 (HK\$)(經常性收益)	1.25	1.32	1.28	1.27	1.29
視同出售聯營公司投資之虧損	0	(48)	0	0	0	股息分派率(%)	23.6%	22.7%	32.1%	69.7%	54.7%
應佔共同控制實體之業績	21	22	25	26	27	股息分派率(%) (經常性收益)	23.6%	22.7%	26.0%	26.0%	26.0%
其他	90	(87)	3871	0	0	股息率 (%)	2.4%	2.6%	9.4%	6.6%	5.3%
除稅前溢利	2,492	2,852	6,384	2,501	2,535	股息率 (%) (經常性收益)	2.4%	2.6%	2.5%	2.5%	2.5%
稅項	(246)	(345)	(766)	(300)	(304)	盈利與預測	2014	2015	2016F	2017F	2018F
年度溢利	2,247	2,508	5,618	2,201	2,231	純利 (港幣百萬)	1,727	1,947	5,154	1,636	1,661
沒控制權股東應佔溢利	(520)	(560)	(560)	(565)	(570)	淨利息收入增長 (%)	6.0%	10.9%	-3.7%	-0.7%	1.5%
股東應佔年度溢利	1,727	1,947	5,058	1,636	1,661	服務費及佣金收入增長 (%)	19.8%	7.8%	0.1%	4.9%	6.0%
經常性收益						營運支出增長 (%)	8.5%	6.1%	0.7%	2.3%	5.0%
(減值及撥備前)	2,836	3,418	3,034	3,135	3,198	減值與撥備增長 (%)	52.7%	4.9%	30.0%	10.0%	5.0%
來源：公司資料，東盛證券						支出/收入比 (%)	51.7%	47.9%	52.1%	52.0%	53.1%
財務狀況表						非利息收入佔收入比 (%)	53.4%	44.6%	46.8%	33.8%	34.8%
12月年結 (港幣百萬)	2014	2015	2016F	2017F	2018F	服務費及佣金收入佔比 (%)	10.6%	12.2%	12.2%	16.0%	16.5%
現金及在銀行結餘	15,063	17,632	11,900	12,100	12,700	淨保費及其他收入佔比 (%)	31.7%	30.8%	20.3%	5.9%	6.1%
在銀行內一至十二個月內到期的存款	5,626	7,714	8,450	8,450	8,700	貸款增長率 (%)	7.6%	1.8%	1.4%	1.3%	1.5%
持作買賣用途的證券	7,083	8,766	9,650	10,350	10,750	存款增長率 (%)	9.9%	5.9%	1.2%	1.4%	1.6%
指定以公平價值計量的金融資產	9,628	11,001	7,965	7,905	8,300	貸存比 (%)	84.2%	80.9%	81.1%	81.1%	80.9%
衍生金融工具	832	1,101	1,130	1,180	1,240	淨利息收益率 (%) (東盛預測)	1.79%	1.84%	1.81%	1.81%	1.80%
各項貸款及其他賬目	118,594	120,777	122,468	124,096	125,896	淨利息收益率 (%) (公司公佈)	1.76%	1.83%	1.79%	1.79%	1.78%
證券	34,772	35,233	37,800	38,900	39,750	有效稅率 (%)	9.9%	12.1%	12.0%	12.0%	12.0%
其他	9,812	10,569	8,000	8,200	8,400	資產質素	2014	2015	2016F	2017F	2018F
總資產	201,408	212,792	207,363	211,181	215,736	不良貸款額(港幣百萬)	368	818	1,358	1,483	1,512
銀行存款	1,572	1,551	1,620	1,670	1,730	不良貸款額增長 (%)	-7.0%	122.0%	66.0%	9.2%	2.0%
衍生工具	1,217	1,501	1,576	1,670	1,770	不良貸款額比率 (%) (東盛預測)	0.31%	0.67%	1.10%	1.18%	1.19%
持作買賣用途的負債	5,598	6,271	3,600	3,900	4,200	不良貸款額比率 (%) (公司公佈)	0.35%	0.75%	1.23%	1.31%	1.33%
客戶存款	140,917	149,264	150,981	153,094	155,544	減值及撥備支出 (港幣百萬)	(473)	(496)	(645)	(710)	(745)
已發行的存款證	6,110	6,232	6,300	6,300	6,300	減值及撥備佔貸款 (%)	0.35%	0.34%	0.43%	0.47%	0.48%
已發行的債務證券	0	0	0	0	0	減值及撥備佔淨利息收入 (%)	14.4%	13.6%	18.3%	20.3%	21.0%
後償債務	5,391	5,279	5,400	5,400	5,400	撥備覆蓋率 (%)	128.4%	60.7%	47.5%	47.9%	49.3%
其他賬目及預提	5,971	5,786	7,041	7,252	7,537	撥備佔貸款 (%)	0.40%	0.41%	0.53%	0.57%	0.59%
其他	10,514	11,000	400	430	460	資本充足率 (%) (子公司)	16.3%	16.7%	16.3%	16.2%	16.2%
總負債	177,290	186,883	177,018	179,816	183,041	核心資本充足率 (%) (子公司)	11.4%	12.2%	11.9%	11.8%	11.8%
股本	4,249	4,249	4,249	4,249	4,249	槓桿比率 (x)	10.6	10.4	8.5	8.5	8.4
儲備	14,797	16,197	20,147	20,647	21,477	來源：公司資料，東盛證券					
股東資金	19,045	20,445	24,395	24,895	25,725						
沒控制權股東	5,072	5,464	5,950	6,470	6,970						
權益及負債合計	201,408	212,792	207,363	211,181	215,736						
來源：公司資料，東盛證券											

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東盛（經紀）集團及 / 或其附屬公司或聯屬公司（統稱「東盛」）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東盛可信之資料來源，但東盛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，東盛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。東盛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。

東盛之董事或僱員，如有投資於本報告內所涉及之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

東盛及其高級職員、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。東盛可以在法律准許下，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。東盛一名或以上之董事、高級職員及 / 或僱員可擔任本報告所載證券發行人之董事。東盛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述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

東盛證券（經紀）有限公司（「東盛證券」）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。

東盛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（包括東盛證券）（「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 2016 年 9 月 27 日，東盛證券（經紀）有限公司及其編制該報告之分析師與上述公司沒有任何利益關係。

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。

© 2015 東盛證券（經紀）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東盛證券（經紀）有限公司事先書面許可以任何方式進行複製或分發。東盛證券（經紀）有限公司概不承擔第三方此方面行為的任何責任。

