

中金公司 (3908 HK)

强劲手续费收入推动 3Q20 业绩

中金公司前三季度实现净利润 51 亿元人民币，同比增长 63%，占市场一致预期全年盈利预测的 83%。三季度单季营业收入在高基数的情况下环比增长 6%，所有业务条线均表现强劲。公司将于 11 月 2 日完成 A 股首次公开募股并在上交所上市，募集资金 132 亿元人民币。我们认为，充足的资本基础可以更好地支持公司未来的资产扩张，并且公司的投资银行业务仍将保持优势，享受资本市场改革红利。维持买入评级。

■ **业绩亮点：1) 三季度经纪佣金环比增长 59%**，受惠于国内股票市场交投激增（环比增长 78%），收入增速较市场成交增速低的原因可能是公司占比较高的机构客户活跃度有所减弱。**2) 三季度投行业务收入环比增长 22%**，在高基数的情况下继续保持强劲表现。这主要归因于强劲的国内 IPO 承销额（单季环比增长 6.2 倍，行业排名第二）及公司债承销市场份额稳步提升（环比增长 30%，行业排名第三）。鉴于其丰富的 IPO 项目储备，尤其是一些大型项目和海外项目，我们预计投行业务将继续支持公司第四季度盈利表现。**3) 尽管期内债券和股票市场波动较为明显，但自营投资收益环比增长 17%**，主要由于上一季的公允价值损失大部分回转，且已实现收益也有所增长。不过，公司录得 11 亿元人民币的外汇亏损，可能由于外汇衍生品造成，拖低营业收入增速至环比增长 6%。

■ **业绩不足：三季度净利息损失环比增长 8%**，主要由于公司继续提升杠杆，债券及借款余额环比增长 10%，抵消了融资业务（环比增长 21%）及逆回购（主要为股票质押业务）的增长（环比增长 23%）。得益于 50 亿元人民币永续债的发行，三季度末公司杠杆率环比持平，保持在 7.4 倍。11 月公司 A 股上市将进一步缓解其资本压力。

■ **维持买入评级。**公司当前股价相当于 1.19 倍一年预估市账率，略高于历史平均的 1.16 倍。我们的目标价维持在 22.40 港元，相当于 1.5 倍 2021 年预测市账率。维持买入评级，并将其作为我们的行业首选。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入(百万元人民币)	12,876	15,484	19,881	20,944	23,765
净收入(百万元人民币)	3,492	4,239	5,461	5,895	6,830
每股盈利(元人民币)	0.83	0.99	1.24	1.34	1.55
每股盈利变动(%)	9	19	25	8	16
市场预测每股盈利(元人民币)	N/A	N/A	1.21	1.40	1.62
市盈率(倍)	21.1	19.3	16.2	13.0	12.0
市账率(倍)	1.79	1.63	1.48	1.33	1.21
股息率(%)	1.0	1.0	0.0	1.2	1.2
权益收益率(%)	8.9	9.5	10.8	10.6	11.1
财务杠杆(x)	5.5	6.0	6.2	6.2	6.0

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	HK\$22.40
(此前目标价)	HK\$22.40)
潜在升幅	+24.7%
当前股价	HK\$17.96

中国证券行业

隋晓萌

(852) 3761 8775

suixiaomeng@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	78,461
3 月平均流通量(百万港元)	209.66
52 周内股价高/低(港元)	20.40/10.72
总股本(百万)	1,904 (H)
	2,465 (A)

资料来源：彭博

股东结构

汇金	44.4%
海尔集团	9.1%
腾讯	4.8%

资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	3.7%	-1.4%
3-月	2.2%	2.5%
6-月	56.4%	55.7%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：德勤

图 1: 中金公司 2019 年第二季度业绩概要

(百万元人民币)										
	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	QoQ	YoY	9M19	9M20	YoY
损益表										
净佣金及手续费收入	2,049	3,744	2,552	2,685	3,484	30%	70%	5,803	8,721	50%
经纪业务	703	720	1,087	914	1,455	59%	107%	2,258	3,457	53%
投行业务	832	2,240	874	1,126	1,369	22%	64%	2,007	3,370	68%
资管业务及其他	513	784	591	645	659	2%	28%	1,537	1,894	23%
净利息收入	(250)	(488)	(225)	(274)	(295)	8%	18%	(608)	(794)	31%
自营收益	1,674	1,826	1,909	3,601	4,224	17%	152%	5,133	9,735	90%
营业收入	4,308	4,323	4,757	5,938	6,303	6%	46%	11,161	16,999	52%
营业支出	(2,609)	(2,876)	(2,919)	(3,577)	(3,963)	11%	52%	(7,147)	(10,458)	46%
拨备前利润	1,700	1,447	1,838	2,361	2,341	-1%	38%	4,014	6,540	63%
减值拨备	(44)	(127)	(145)	(22)	(7)	-71%	-85%	(33)	(174)	427%
税前利润	1,656	1,321	1,693	2,339	2,334	0%	41%	3,981	6,366	60%
所得税	(294)	(239)	(404)	(326)	(487)	50%	66%	(815)	(1,217)	49%
净利润	1,355	1,099	1,277	1,998	1,839	-8%	36%	3,139	5,115	63%
资产负债表										
融出资金	21,253	23,190	23,617	25,567	30,866	21%	45%	23,190	30,866	33%
金融投资	179,133	197,178	203,718	254,030	257,259	1%	44%	197,178	257,259	30%
买入返售金融资产	10,996	14,299	14,190	16,270	20,020	23%	82%	14,299	20,020	40%
债券及借款	117,674	124,714	137,166	149,985	164,397	10%	40%	124,714	164,397	32%
股东权益	44,933	48,294	49,725	50,329	56,637	13%	26%	48,294	56,637	17%
比率										
平均净资产回报率	12.3%	9.4%	10.4%	16.0%	13.8%	-2.2ppt	1.5ppt	9.6%	13.0%	3.4ppt
平均总资产回报率	1.7%	1.3%	1.4%	1.9%	1.6%	-0.3ppt	-0.1ppt	1.4%	1.6%	0.2ppt
杠杆倍数	6.0x	6.0x	6.6x	7.4x	7.4x	0.0x	1.4x	6.0x	7.4x	1.4x
投资收益率	3.8%	3.9%	3.4%	5.9%	6.3%	0.4ppt	2.5ppt	4.2%	5.7%	1.6ppt
成本收入比	60%	66%	61%	60%	62%	3ppt	2ppt	64%	61%	-2ppt

资料来源: 公司及招银国际证券

财务分析

利润表

年结：12月31日 (百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
经纪业务净收入	2,617	2,979	4,007	4,361	4,852
投行业务净收入	3,171	4,248	5,716	5,101	6,210
资管业务净收入	618	754	910	1,011	1,114
净利息收入	(284)	(1,095)	(1,277)	(1,246)	(1,104)
自营收益	4,871	6,959	8,753	9,673	10,884
其他	1,883	1,641	1,771	2,044	1,810
营业收入	12,876	15,484	19,881	20,944	23,765
营业支出	(8,415)	(10,023)	(12,740)	(13,312)	(14,990)
拨备前利润	4,462	5,461	7,141	7,632	8,775
减值拨备	(74)	(160)	(256)	(181)	(138)
所得税前利润	4,387	5,302	6,885	7,451	8,637
所得税费用	(853)	(1,054)	(1,446)	(1,582)	(1,836)
少数股东权益	(42)	(9)	22	26	29
净利润	3,492	4,239	5,461	5,895	6,830

资产负债表

年结：12月31日 (百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
客户存款	31,267	40,960	61,790	65,419	72,558
结算备付金	8,885	10,964	23,480	25,895	28,721
融出资金	17,716	23,190	25,509	27,805	30,307
买入返售金融资产	19,553	14,299	15,443	16,524	17,681
金融投资	150,485	197,178	230,698	253,768	276,607
其他资产	47,514	58,380	69,368	70,419	72,636
总资产	275,421	344,971	426,288	459,829	498,509
代理买卖证券款	41,318	48,338	92,685	98,128	108,836
短期负债及借款	71,246	70,031	82,185	89,936	96,879
长期负债及借款	61,993	79,391	91,300	97,691	104,529
其他负债	58,487	98,680	106,236	115,025	123,104
总负债	233,044	296,440	372,406	400,781	433,349
股东总权益	42,184	48,294	53,620	58,774	64,876
其中：永续债	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
少数股东权益	193	238	262	275	283

主要比率

年结：12月31日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入结构					
经纪业务净收入	20%	19%	20%	21%	20%
投行业务净收入	25%	27%	29%	24%	26%
资管业务净收入	5%	5%	5%	5%	5%
净利息收入	-2%	-7%	-6%	-6%	-5%
自营收益	38%	45%	44%	46%	46%
其他	15%	11%	9%	10%	8%
总计	100%	100%	100%	100%	100%
同比增速					
经纪业务净收入	-6%	14%	35%	9%	11%
投行业务净收入	14%	34%	35%	-11%	22%
资管业务净收入	1%	22%	21%	11%	10%
净利息收入	-1%	286%	17%	-2%	-11%
自营净收益	22%	43%	26%	11%	13%
营业收入	15%	20%	28%	5%	13%
拨备前利润	26%	22%	31%	7%	15%
净利润	26%	21%	29%	8%	16%
总资产	16%	25%	24%	8%	8%
经营效率					
成本收入比	65%	64%	63%	63%	62%
杠杆水平					
财务杠杆 (倍)	5.5	6.0	6.2	6.2	6.0
金融投资 / 股东权益	357%	408%	430%	432%	426%
盈利能力					
平均权益回报率	8.9%	9.5%	10.8%	10.6%	11.1%
平均资产回报率	1.4%	1.4%	1.4%	1.3%	1.4%
每股数据					
每股净利润 (元人民币)	0.83	0.99	1.24	1.34	1.55
每股股息 (元人民币)	0.16	0.00	0.19	0.20	0.23
每股账面值 (元人民币)	9.82	10.83	12.04	13.22	14.85

资料来源：公司及招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银国际证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。