

买入（维持）

目标价 **HK\$ 18.6**
 (此前目标价 **HK\$ 18.6**)
 潜在升幅 **+26.5%**
 当前股价 **HK\$ 14.70**

中金公司 (3908 HK)

投行及投资强劲表现带动二季度业绩增长

中金公司 2019 年上半年净利润同比增长 15%，至 19 亿元人民币，占我们及市场全年预测的 47%/41%；业绩符合我们的预期，但可能略低于市场预期。中金公司是较少能在二季度取得环比业绩增长的券商，单季经营收入及净利润环比分别增长 16% 及 7%。增长主要来自投行收入及投资收益的强劲表现。展望下半年，尽管我们留意到公司在境外股权融资市场的项目数有所下滑，但在国内科创板的丰富储备预期可以抵消这一影响（储备项目数行业第二、计划融资额行业第一）。此外，公司的投资收益保持在较高且稳定的水平，在下半年市场转弱的情况下也可作为业绩起到支持作用。维持买入评级。

■ **业绩正面因素：**1) 二季度投行业务净收入环比大幅增长 2 倍，我们相信主要来自公司在境外股权融资市场的强劲表现。根据彭博数据，以香港股权融资承销额计算，公司上半年在境外中资券商中排名第一，市场份额大幅提升。2) 自营收益环比增长 27%，预计公司的股权（可能来自场外衍生品业务）及债券投资均有所增长。上半年中金的投资收益率达到 5.1%，同比增长 0.3 个百分点。3) 资产管理及基金管理收入上半年同比增长 8%，主要由私募股权基金业务所拉动。在行业管理规模下滑的背景下，公司的资管及私募基金管理规模上半年增长 12% 及 6%。

■ **业绩负面因素：**1) 经纪业务净收入环比持平，上半年同比仅增长 2%。这可能是由于机构客户端收入上半年录得同比下降（毛收入同比减少 19%），同时被零售端客户的增长抵消（毛收入同比增加 18%）。2) 净利息支出环比大增 3.3 倍，主要由于公司增加负债，进一步提升杠杆。其中，自银行拆入资金在二季度环比持续大幅增长 45%。我们测算公司的主动杠杆率由一季度的 5.9 倍提升至二季度的 6.2 倍。3) 二季度录得减值拨备 4,700 万元人民币，而一季度则录得净回拨 5,800 万元人民币；减值拨备的增加可能是在市场转弱情况下，两融及股票质押的资产质量有所恶化。

■ **估值。**中金公司目前估值为 1.23 倍 2019 年预测市帐率，较自身历史平均值（1.19 倍）高约 6%。我们维持对公司的盈利预测不变，维持买入评级及目标价 18.6 港元。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入(百万元人民币)	11,213	12,919	14,747	17,386	19,824
净利润(百万元人民币)	2,766	3,492	3,989	4,831	5,579
每股盈利(元人民币)	0.76	0.83	0.94	1.14	1.32
每股盈利变动(%)	(1)	9	13	21	16
市盈率(倍)	17.1	15.7	13.9	11.4	9.9
市帐率(倍)	1.45	1.32	1.23	1.12	1.0
股息率(%)	1.3	1.2	1.5	1.8	2.0
权益收益率(%)	10.0	8.9	9.1	10.2	10.8
财务杠杆(x)	5.3	5.6	5.7	5.7	5.6

资料来源：公司、招银国际证券

中国证券行业

隋晓萌

(852) 3761 8775

suixiaomeng@cmbi.com.hk

孙明, CFA

(852) 3900 0836

terrysun@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	61,632
3 月平均流通量(百万港元)	102
52 周内股价高/低(港元)	20.00/11.36
总股本(百万)	1,728 (H)

资料来源：彭博

股东结构

中央汇金	46.18%
海尔集团公司	9.50%
腾讯控股	4.95%

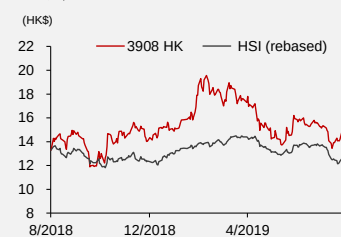
资料来源：公司

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-3.7%	4.7%
3-月	3.4%	7.7%
6-月	-21.5%	-13.6%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：毕马威

图 1: 中金公司 2019 年第二季度业绩概要

(百万元人民币)										
损益表	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	QoQ	2Q18	YoY	1H18	1H19	YoY
净佣金及手续费收入	2,326	2,125	1,588	2,166	36%	1,933	12%	3,500	3,754	7%
经纪业务	564	521	779	777	0%	713	9%	1,532	1,556	2%
投行业务	1,210	999	291	884	203%	668	32%	963	1,175	22%
资管业务	156	202	134	137	2%	162	-15%	520	541	4%
基金管理业务及其他	397	404	384	369	-4%	390	-5%	744	753	1%
净利息收入*	(288)	(339)	(182)	(790)	334%	(486)	62%	(573)	(972)	70%
自营收益*	1,721	1,126	1,834	2,334	27%	1,609	45%	2,888	4,168	44%
营业收入	3,880	3,074	3,236	3,748	16%	3,239	16%	5,922	6,984	18%
营业支出	(2,484)	(2,101)	(2,142)	(2,432)	13%	(2,043)	19%	(3,830)	(4,574)	19%
拨备前利润	1,397	973	1,094	1,316	20%	1,196	10%	2,092	2,410	15%
减值拨备	(60)	(49)	58	(47)	N/A	(26)	80%	35	11	-70%
税前利润	1,336	924	1,152	1,269	10%	1,169	9%	2,127	2,421	14%
所得税	(238)	(141)	(233)	(289)	24%	(238)	21%	(473)	(521)	10%
净利润	1,090	771	909	972	7%	919	6%	1,631	1,880	15%
资产负债表										
融出资金	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	QoQ	2Q18	YoY	1H18	1H19	YoY
金融投资	18,781	17,716	21,394	21,228	-1%	20,669	3%	20,669	21,228	3%
买入返售金融资产	132,784	150,485	172,986	176,004	2%	126,444	39%	126,444	176,004	39%
代理买卖证券款	16,815	19,553	12,236	15,362	26%	15,368	0%	15,368	15,362	0%
股东权益	43,050	41,318	58,215	53,071	-9%	49,319	8%	49,319	53,071	8%
	41,360	42,184	43,023	43,452	1%	39,962	9%	39,962	43,452	9%
比率										
平均净资产回报率	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	QoQ	1Q18	YoY	1H18	1H19	YoY
平均总资产回报率	10.7%	7.4%	8.5%	9.0%	0.5ppt	9.3%	-0.3ppt	8.5%	8.8%	0.3ppt
杠杆倍数	1.7%	1.2%	1.2%	1.2%	0.0ppt	1.4%	-0.2ppt	1.3%	1.3%	0.0ppt
投资收益率	5.4x	5.5x	5.9x	6.2x	0.3x	5.3x	0.9x	5.5x	6.2x	0.7x
成本收入比	5.3%	3.2%	4.5%	5.4%	0.8ppt	5.2%	0.1ppt	4.8%	5.1%	0.3ppt

资料来源: 公司、招银国际证券

*: 由于会计准则变更且未经重述, 2Q19 的净利息收入及自营收益与 2Q18 不可比。

注: 公司财务数据已根据中国会计报表的呈列方式进行调整。

财务报表

利润表

年结: 12月31日 (百万元人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
经纪业务净收入	2,779	2,617	3,092	3,508	4,030
投行业务净收入	2,791	3,171	3,513	4,028	4,494
资管业务净收入	609	639	678	727	789
净利息收入	(288)	(1,199)	(1,591)	(1,531)	(1,387)
自营收益	4,008	5,786	6,745	8,106	9,063
其他	1,313	1,904	2,310	2,547	2,835
营业收入	11,213	12,919	14,747	17,386	19,824
营业支出	(7,671)	(8,457)	(9,563)	(11,142)	(12,604)
拨备前利润	3,542	4,462	5,184	6,244	7,221
减值拨备	59	(74)	(55)	(47)	(42)
所得税前利润	3,601	4,387	5,130	6,196	7,179
所得税费用	(790)	(853)	(1,090)	(1,301)	(1,525)
少数股东权益	(45)	(42)	(51)	(64)	(75)
净利润	2,766	3,492	3,989	4,831	5,579

资产负债表

年结: 12月31日 (百万元人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
客户存款	34,096	30,322	40,022	46,748	54,175
结算备付金	12,139	9,885	13,341	15,583	18,058
融出资金	21,883	17,716	19,134	20,664	22,317
买入返售金融资产	14,438	19,553	21,117	22,807	25,087
金融投资	115,909	150,485	167,038	185,412	200,245
其他资产	39,346	47,460	48,627	49,813	51,861
总资产	237,812	275,421	309,278	341,027	371,744
代理买卖证券款	47,347	41,318	52,028	60,772	70,428
短期负债及借款	51,561	71,246	77,261	82,873	86,685
长期负债及借款	49,934	61,993	68,192	73,647	78,803
其他负债	52,077	58,487	66,059	73,999	81,526
总负债	200,919	233,044	263,540	291,292	317,442
股东总权益	36,707	42,184	45,525	49,501	54,057
其中: 永续债	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
少数股东权益	186	193	213	234	245

主要比率

年结: 12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入结构					
经纪业务净收入	25%	20%	21%	20%	20%
投行业务净收入	25%	25%	24%	23%	23%
资管业务净收入	5%	5%	5%	4%	4%
净利息收入	-3%	-9%	-11%	-9%	-7%
自营收益	36%	45%	46%	47%	46%
其他	12%	15%	16%	15%	14%
总计	100%	100%	100%	100%	100%
同比增速					
经纪业务净收入	83%	-6%	18%	13%	15%
投行业务净收入	-14%	14%	11%	15%	12%
资管业务净收入	40%	5%	6%	7%	9%
净利息收入	-6%	317%	33%	-4%	-9%
自营净收益	135%	44%	17%	20%	12%
营业收入	52%	15%	14%	18%	14%
拨备前利润	49%	26%	16%	20%	16%
净利润	52%	26%	14%	21%	15%
总资产	133%	16%	12%	10%	9%
经营效率					
成本收入比	68%	65%	64%	63%	63%
杠杆水平					
财务杠杆 (倍)	5.3	5.6	5.7	5.7	5.6
金融投资/股东权益	316%	357%	367%	375%	370%
盈利能力					
平均权益回报率	10.0%	8.9%	9.1%	10.2%	10.8%
平均资产回报率	1.6%	1.4%	1.4%	1.5%	1.6%
每股数据					
每股净利润 (元人民币)	0.76	0.83	0.94	1.14	1.32
每股股息 (元人民币)	0.17	0.16	0.19	0.23	0.27
每股账面值 (元人民币)	8.96	9.82	10.62	11.57	12.65

资料来源: 公司、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风险。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)2000年英国不时修订之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

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规则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。