

中金公司 (3908 HK)

投行及投資強勁表現帶動二季度業績增長

中金公司 2019 年上半年淨利潤同比增長 15%，至 19 億元人民幣，占我們及市場全年預測的 47%/41%；業績符合我們的預期，但可能略低於市場預期。中金公司是較少能在二季度取得環比業績增長的券商，單季經營收入及淨利潤環比分別增長 16% 及 7%。增長主要來自投行收入及投資收益的強勁表現。展望下半年，儘管我們留意到公司在境外股權融資市場的項目數有所下滑，但在國內科創板的豐富儲備預期可以抵消這一影響（儲備項目數行業第二、計劃融資額行業第一）。此外，公司的投資收益保持在較高且穩定的水平，在下半年市場轉弱的情況下也可為業績起到支持作用。**維持買入評級。**

- **業績正面因素：**1) 二季度投行業務淨收入環比大幅增長 2 倍，我們相信主要來自公司在境外股權融資市場的強勁表現。根據彭博數據，以香港股權融資承銷額計算，公司上半年在境外中資券商中排名第一，市場份額大幅提升。2) **自營收益環比增長 27%**，預計公司的股權（可能來自場外衍生品業務）及債券投資均有所增長。上半年中金的投資收益率達到 5.1%，同比增長 0.3 個百分點。3) **資產管理及基金管理收入上半年同比增長 8%**，主要由私募股權基金管理業務所拉動。在行業管理規模下滑的背景下，公司的資管及私募基金管理規模上半年增長 12% 及 6%。
- **業績負面因素：**1) 經紀業務淨收入環比持平，上半年同比僅增長 2%。這可能是由於機構客戶端收入上半年錄得同比下降（毛收入同比減少 19%），同時被零售端客戶的增長抵消（毛收入同比增加 18%）。2) **淨利息支出環比大增 3.3 倍**，主要由於公司增加負債，進一步提升杠杆。其中，自銀行拆入資金在二季度環比持續大幅增長 45%。我們測算公司的主動杠杆率由一季度的 5.9 倍提升至二季度的 6.2 倍。3) **二季度錄得減值撥備 4,700 萬元人民幣**，而一季度則錄得淨回撥 5,800 萬元人民幣；減值撥備的增加可能是在市場轉弱情況下，兩融及股票質押的資產質量有所惡化。
- **估值。**中金公司目前估值為 1.23 倍 2019 年預測市帳率，較自身歷史平均值（1.19 倍）高約 6%。我們維持對公司的盈利預測不變，維持買入評級及目標價 18.6 港元。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入 (百萬元人民幣)	11,213	12,919	14,747	17,386	19,824
淨利潤 (百萬元人民幣)	2,766	3,492	3,989	4,831	5,579
每股盈利 (元人民幣)	0.76	0.83	0.94	1.14	1.32
每股盈利變動 (%)	(1)	9	13	21	16
市盈率 (倍)	17.1	15.7	13.9	11.4	9.9
市帳率 (倍)	1.45	1.32	1.23	1.12	1.0
股息率 (%)	1.3	1.2	1.5	1.8	2.0
權益收益率 (%)	10.0	8.9	9.1	10.2	10.8
財務杠杆(x)	5.3	5.6	5.7	5.7	5.6

資料來源：公司、招銀國際證券

買入 (維持)

目標價	HK\$ 18.6
(此前目標價)	HK\$ 18.6
潛在升幅	+26.5%
當前股價	HK\$ 14.70

中國證券行業

隋曉萌

(852) 3761 8775
suixiaomeng@cmbi.com.hk

孫明, CFA

(852) 3900 0836
terrysun@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬港元)	61,632
3 月平均流通量 (百萬港元)	102
52 周內股價高/低 (港元)	20.00/11.36
總股本 (百萬)	1,728 (H)

資料來源：彭博

股東結構

中央匯金	46.18%
海爾集團公司	9.50%
騰訊控股	4.95%

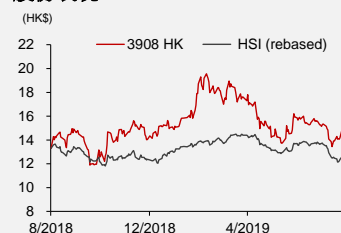
資料來源：公司

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-3.7%	4.7%
3-月	3.4%	7.7%
6-月	-21.5%	-13.6%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：畢馬威

圖 1: 中金公司 2019 年第二季度業績概要

(百萬元人民幣)										
	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	QoQ	2Q18	YoY	1H18	1H19	YoY
損益表										
淨傭金及手續費收入	2,326	2,125	1,588	2,166	36%	1,933	12%	3,500	3,754	7%
經紀業務	564	521	779	777	0%	713	9%	1,532	1,556	2%
投行業務	1,210	999	291	884	203%	668	32%	963	1,175	22%
資管業務	156	202	134	137	2%	162	-15%	520	541	4%
基金管理業務及其他	397	404	384	369	-4%	390	-5%	744	753	1%
淨利息收入*	(288)	(339)	(182)	(790)	334%	(486)	62%	(573)	(972)	70%
自營收益*	1,721	1,126	1,834	2,334	27%	1,609	45%	2,888	4,168	44%
營業收入	3,880	3,074	3,236	3,748	16%	3,239	16%	5,922	6,984	18%
營業支出	(2,484)	(2,101)	(2,142)	(2,432)	13%	(2,043)	19%	(3,830)	(4,574)	19%
撥備前利潤	1,397	973	1,094	1,316	20%	1,196	10%	2,092	2,410	15%
減值撥備	(60)	(49)	58	(47)	N/A	(26)	80%	35	11	-70%
稅前利潤	1,336	924	1,152	1,269	10%	1,169	9%	2,127	2,421	14%
所得稅	(238)	(141)	(233)	(289)	24%	(238)	21%	(473)	(521)	10%
淨利潤	1,090	771	909	972	7%	919	6%	1,631	1,880	15%
資產負債表										
融出資金	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	QoQ	2Q18	YoY	1H18	1H19	YoY
金融投資	18,781	17,716	21,394	21,228	-1%	20,669	3%	20,669	21,228	3%
買入返售金融資產	132,784	150,485	172,986	176,004	2%	126,444	39%	126,444	176,004	39%
代理買賣證券款	16,815	19,553	12,236	15,362	26%	15,368	0%	15,368	15,362	0%
股東權益	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										
平均淨資產回報率	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	QoQ	1Q18	YoY	1H18	1H19	YoY
平均總資產回報率	10.7%	7.4%	8.5%	9.0%	0.5ppt	9.3%	-0.3ppt	8.5%	8.8%	0.3ppt
杠杆倍數	1.7%	1.2%	1.2%	1.2%	0.0ppt	1.4%	-0.2ppt	1.3%	1.3%	0.0ppt
投資收益率	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

資料來源：公司、招銀國際證券

*：由於會計準則變更且未經重述，2Q19的淨利息收入及自營收益與2Q18不可比。

注：公司財務數據已根據中國會計報表的呈列方式進行調整。

財務報表

利潤表

年結：12月31日 (百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
經紀業務淨收入	2,779	2,617	3,092	3,508	4,030
投行業務淨收入	2,791	3,171	3,513	4,028	4,494
資管業務淨收入	609	639	678	727	789
淨利息收入	(288)	(1,199)	(1,591)	(1,531)	(1,387)
自營收益	4,008	5,786	6,745	8,106	9,063
其他	1,313	1,904	2,310	2,547	2,835
營業收入	11,213	12,919	14,747	17,386	19,824
營業支出	(7,671)	(8,457)	(9,563)	(11,142)	(12,604)
撥備前利潤	3,542	4,462	5,184	6,244	7,221
減值撥備	59	(74)	(55)	(47)	(42)
所得稅前利潤	3,601	4,387	5,130	6,196	7,179
所得稅費用	(790)	(853)	(1,090)	(1,301)	(1,525)
少數股東權益	(45)	(42)	(51)	(64)	(75)
淨利潤	2,766	3,492	3,989	4,831	5,579

資產負債表

年結：12月31日 (百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
客戶存款	34,096	30,322	40,022	46,748	54,175
結算備付金	12,139	9,885	13,341	15,583	18,058
融出資金	21,883	17,716	19,134	20,664	22,317
買入返售金融資產	14,438	19,553	21,117	22,807	25,087
金融投資	115,909	150,485	167,038	185,412	200,245
其他資產	39,346	47,460	48,627	49,813	51,861
總資產	237,812	275,421	309,278	341,027	371,744
代理買賣證券款	47,347	41,318	52,028	60,772	70,428
短期負債及借款	51,561	71,246	77,261	82,873	86,685
長期負債及借款	49,934	61,993	68,192	73,647	78,803
其他負債	52,077	58,487	66,059	73,999	81,526
總負債	200,919	233,044	263,540	291,292	317,442
股東總權益	36,707	42,184	45,525	49,501	54,057
其中：永續債	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
少數股東權益	186	193	213	234	245

主要比率

年結：12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入結構					
經紀業務淨收入	25%	20%	21%	20%	20%
投行業務淨收入	25%	25%	24%	23%	23%
資管業務淨收入	5%	5%	5%	4%	4%
淨利息收入	-3%	-9%	-11%	-9%	-7%
自營收益	36%	45%	46%	47%	46%
其他	12%	15%	16%	15%	14%
總計	100%	100%	100%	100%	100%
同比增速					
經紀業務淨收入	83%	-6%	18%	13%	15%
投行業務淨收入	-14%	14%	11%	15%	12%
資管業務淨收入	40%	5%	6%	7%	9%
淨利息收入	-6%	317%	33%	-4%	-9%
自營淨收益	135%	44%	17%	20%	12%
營業收入	52%	15%	14%	18%	14%
撥備前利潤	49%	26%	16%	20%	16%
淨利潤	52%	26%	14%	21%	15%
總資產	133%	16%	12%	10%	9%
經營效率					
成本收入比	68%	65%	64%	63%	63%
杠杆水平					
財務杠杆 (倍)	5.3	5.6	5.7	5.7	5.6
金融投資/股東權益	316%	357%	367%	375%	370%
盈利能力					
平均權益回報率	10.0%	8.9%	9.1%	10.2%	10.8%
平均資產回報率	1.6%	1.4%	1.4%	1.5%	1.6%
每股數據					
每股淨利潤 (元人民幣)	0.76	0.83	0.94	1.14	1.32
每股股息 (元人民幣)	0.17	0.16	0.19	0.23	0.27
每股賬面值 (元人民幣)	8.96	9.82	10.62	11.57	12.65

資料來源：公司、招銀國際證券預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價于未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價于未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優于大市	: 行業股價于未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價于未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價于未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表现亦不代表未來的表现，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其僱員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。