

中金公司 (3908 HK)

強勁手續費收入推動 3Q20 業績

中金公司前三季度實現淨利潤 51 億元人民幣，同比增長 63%，佔市場一致預期全年盈利預測的 83%。三季度單季營業收入在高基數的情況下環比增長 6%，所有業務條線均表現強勁。公司將於 11 月 2 日完成 A 股首次公開募股並在上交所上市，募集資金 132 億元人民幣。我們認為，充實的資本基礎可以更好地支持公司未來的資產擴張，並且公司的投資銀行業務仍將保持優勢，享受資本市場改革紅利。維持買入評級。

■ **業績亮點：**1) 三季度經紀佣金環比增長 59%，受惠於國內股票市場交投激增（環比增長 78%），收入增速較市場成交增速低的原因可能是公司佔比較高的機構客戶活躍度有所減弱。2) 三季度投行業務收入環比增長 22%，在高基數的情況下繼續保持強勁表現。這主要歸因於強勁的國內 IPO 承銷額（單季環比增長 6.2 倍，行業排名第二）及公司債承銷市場份額穩步提升（環比增長 30%，行業排名第三）。鑒於其豐富的 IPO 專案儲備，尤其是一些大型專案和海外專案，我們預計投行業務將繼續支持公司第四季度盈利表現。3) 儘管期內債券和股票市場波動較為明顯，但自營投資收益環比增長 17%，主要由於上一季的公允價值損失大部分回轉，且已實現收益也有所增長。不過，公司錄得 11 億元人民幣的外匯虧損，可能由於外匯衍生品造成，拖低營業收入增速至環比增長 6%。

■ **業績不足：**三季度淨利息損失環比增長 8%，主要由於公司繼續提升杠杆，債券及借款餘額環比增長 10%，抵消了融資業務（環比增長 21%）及逆回購（主要為股票質押業務）的增長（環比增長 23%）。得益於 50 億元人民幣永續債的發行，三季度末公司杠杆率環比持平，保持在 7.4 倍。11 月公司 A 股上市將進一步緩解其資本壓力。

■ **維持買入評級。**公司當前股價相當於 1.19 倍一年預估市賬率，略高於歷史平均的 1.16 倍。我們的目標價維持在 22.40 港元，相當於 1.5 倍 2021 年預測市賬率。維持買入評級，並將其作為我們的行業首選。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業收入(百萬元人民幣)	12,876	15,484	19,881	20,944	23,765
淨收入(百萬元人民幣)	3,492	4,239	5,461	5,895	6,830
每股盈利(元人民幣)	0.83	0.99	1.24	1.34	1.55
每股盈利變動(%)	9	19	25	8	16
市場預測每股盈利(元人民幣)	N/A	N/A	1.21	1.40	1.62
市盈率(倍)	21.1	19.3	16.2	13.0	12.0
市帳率(倍)	1.79	1.63	1.48	1.33	1.21
股息率(%)	1.0	1.0	0.0	1.2	1.2
權益收益率(%)	8.9	9.5	10.8	10.6	11.1
財務杠杆(x)	5.5	6.0	6.2	6.2	6.0

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

買入 (維持)

目標價	HK\$22.40
(此前目標價)	HK\$22.40)
潛在升幅	+24.7%
當前股價	HK\$17.96

中國證券行業

隋曉萌

(852) 3761 8775

suixiaomeng@cmbi.com.hk

公司資料

市值(百萬港元)	78,461
3 月平均流通量(百萬港元)	209.66
52 周內股價高/低(港元)	20.40/10.72
總股本(百萬)	1,904 (H) 2,465 (A)

資料來源：彭博

股東結構

匯金	44.4%
海爾集團	9.1%
騰訊	4.8%

資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	3.7%	-1.4%
3-月	2.2%	2.5%
6-月	56.4%	55.7%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：德勤

圖 1: 中金公司 2019 年第二季度業績概要

(百萬元人民幣)										
損益表	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	QoQ	YoY	9M19	9M20	YoY
淨佣金及手續費收入	2,049	3,744	2,552	2,685	3,484	30%	70%	5,803	8,721	50%
經紀業務	703	720	1,087	914	1,455	59%	107%	2,258	3,457	53%
投行業務	832	2,240	874	1,126	1,369	22%	64%	2,007	3,370	68%
資管業務及其他	513	784	591	645	659	2%	28%	1,537	1,894	23%
淨利息收入	(250)	(488)	(225)	(274)	(295)	8%	18%	(608)	(794)	31%
自營收益	1,674	1,826	1,909	3,601	4,224	17%	152%	5,133	9,735	90%
營業收入	4,308	4,323	4,757	5,938	6,303	6%	46%	11,161	16,999	52%
營業支出	(2,609)	(2,876)	(2,919)	(3,577)	(3,963)	11%	52%	(7,147)	(10,458)	46%
撥備前利潤	1,700	1,447	1,838	2,361	2,341	-1%	38%	4,014	6,540	63%
減值撥備	(44)	(127)	(145)	(22)	(7)	-71%	-85%	(33)	(174)	427%
稅前利潤	1,656	1,321	1,693	2,339	2,334	0%	41%	3,981	6,366	60%
所得稅	(294)	(239)	(404)	(326)	(487)	50%	66%	(815)	(1,217)	49%
淨利潤	1,355	1,099	1,277	1,998	1,839	-8%	36%	3,139	5,115	63%
資產負債表	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	QoQ	YoY	FY19	3Q20	YTD
融出資金	21,253	23,190	23,617	25,567	30,866	21%	45%	23,190	30,866	33%
金融投資	179,133	197,178	203,718	254,030	257,259	1%	44%	197,178	257,259	30%
買入返售金融資產	10,996	14,299	14,190	16,270	20,020	23%	82%	14,299	20,020	40%
債券及借款	117,674	124,714	137,166	149,985	164,397	10%	40%	124,714	164,397	32%
股東權益	44,933	48,294	49,725	50,329	56,637	13%	26%	48,294	56,637	17%
比率	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	QoQ	YoY	9M19	9M20	YoY
平均淨資產回報率	12.3%	9.4%	10.4%	16.0%	13.8%	-2.2ppt	1.5ppt	9.6%	13.0%	3.4ppt
平均總資產回報率	1.7%	1.3%	1.4%	1.9%	1.6%	-0.3ppt	-0.1ppt	1.4%	1.6%	0.2ppt
杠杆倍數	6.0x	6.0x	6.6x	7.4x	7.4x	0.0x	1.4x	6.0x	7.4x	1.4x
投資收益率	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

資料來源: 公司及招銀國際證券

財務分析

利潤表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
經紀業務淨收入	2,617	2,979	4,007	4,361	4,852
投行業務淨收入	3,171	4,248	5,716	5,101	6,210
資管業務淨收入	618	754	910	1,011	1,114
淨利息收入	(284)	(1,095)	(1,277)	(1,246)	(1,104)
自營收益	4,871	6,959	8,753	9,673	10,884
其他	1,883	1,641	1,771	2,044	1,810
營業收入	12,876	15,484	19,881	20,944	23,765
營業支出	(8,415)	(10,023)	(12,740)	(13,312)	(14,990)
撥備前利潤	4,462	5,461	7,141	7,632	8,775
減值撥備	(74)	(160)	(256)	(181)	(138)
所得稅前利潤	4,387	5,302	6,885	7,451	8,637
所得稅費用	(853)	(1,054)	(1,446)	(1,582)	(1,836)
少數股東權益	(42)	(9)	22	26	29
淨利潤	3,492	4,239	5,461	5,895	6,830

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
客戶存款	31,267	40,960	61,790	65,419	72,558
結算備付金	8,885	10,964	23,480	25,895	28,721
融出資金	17,716	23,190	25,509	27,805	30,307
買入返售金融資產	19,553	14,299	15,443	16,524	17,681
金融投資	150,485	197,178	230,698	253,768	276,607
其他資產	47,514	58,380	69,368	70,419	72,636
總資產	275,421	344,971	426,288	459,829	498,509
代理買賣證券款	41,318	48,338	92,685	98,128	108,836
短期負債及借款	71,246	70,031	82,185	89,936	96,879
長期負債及借款	61,993	79,391	91,300	97,691	104,529
其他負債	58,487	98,680	106,236	115,025	123,104
總負債	233,044	296,440	372,406	400,781	433,349
股東總權益	42,184	48,294	53,620	58,774	64,876
其中: 永續債	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
少數股東權益	193	238	262	275	283

主要比率

年結: 12月31日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業收入結構					
經紀業務淨收入	20%	19%	20%	21%	20%
投行業務淨收入	25%	27%	29%	24%	26%
資管業務淨收入	5%	5%	5%	5%	5%
淨利息收入	-2%	-7%	-6%	-6%	-5%
自營收益	38%	45%	44%	46%	46%
其他	15%	11%	9%	10%	8%
總計	100%	100%	100%	100%	100%
同比增速					
經紀業務淨收入	-6%	14%	35%	9%	11%
投行業務淨收入	14%	34%	35%	-11%	22%
資管業務淨收入	1%	22%	21%	11%	10%
淨利息收入	-1%	286%	17%	-2%	-11%
自營淨收益	22%	43%	26%	11%	13%
營業收入	15%	20%	28%	5%	13%
撥備前利潤	26%	22%	31%	7%	15%
淨利潤	26%	21%	29%	8%	16%
總資產	16%	25%	24%	8%	8%
經營效率					
成本收入比	65%	64%	63%	63%	62%
杠杆水準					
財務杠杆 (倍)	5.5	6.0	6.2	6.2	6.0
金融投資/ 股東權益	357%	408%	430%	432%	426%
盈利能力					
平均權益回報率	8.9%	9.5%	10.8%	10.6%	11.1%
平均資產回報率	1.4%	1.4%	1.4%	1.3%	1.4%
每股數據					
每股淨利潤 (元人民幣)	0.83	0.99	1.24	1.34	1.55
每股股息 (元人民幣)	0.16	0.00	0.19	0.20	0.23
每股帳面值 (元人民幣)	9.82	10.83	12.04	13.22	14.85

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

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）發表於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並無直接或間接關係。

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	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際證券並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來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(“招銀國際證券”)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。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際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，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，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資料。報告中的資訊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，本公司及其雇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責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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。招銀國際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並不時自行及/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，任何機構或個人於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資訊，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)不時修訂之英國2000年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，未經招銀國際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

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監督局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)規則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。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。