

## 【广发非银&海外】中金公司 (03908.HK)

### 衍生品业务贡献大，探索财富管理数字化

#### 核心观点：

- **中金公司前三季度实现归母净利润 31.4 亿元，同比增长 15%。** 公司发布 2019 年三季报，2019 年 Q1-3 中金公司共实现营业收入 111.9 亿元，同比+13.8%；扣非归母净利润 31.4 亿元，同比+15%；Q1-3EPS 为 0.74 元/股，同比+15%；Q1-3 加权平均 ROE 为 7.3%，较上年同期增加 0.3 个百分点。公司剔除客户保证金后权益乘数 6.0 倍。
- **衍生品业务发力，轻资产业务表现稳定。轻资产业务：** 1) 投行业务方面，2019 年前三季度公司投行业务净收入 20.07 亿元，同比-7.6%。2) 投资管理方面，公司前三季度资管业务收入 4.10 亿元，同比-1.5%。3) 经纪方面，2019Q1-3 公司经纪业务收入 22.58 亿元，同比+7.71%。**重资产业务：** 1) 利息净支出三个季度共 6.08 亿元，同比+272%，主要归于 2019 年政策宽松，公司新增发行结构性票据及美元中期票据，且从银行拆入的资金规模增加。2) 2019 前三季度投资收益 52.21 亿元，同比+45%，主要归于公司场外衍生品业务规模增加产生的收益。
- **联合腾讯探索财富管理，定增扩大净资本规模。** 9 月 24 日公司宣布与腾讯成立合资公司，结合双方的优势开展财富管理业务。10 月 17 日公司公告称已于前日订立配售协议，拟对外配售共 1.76 亿股新 H 股，配售所得款项净额预计约为 25.02 亿港元（22.59 亿元）。将用于补充公司资本金，重资本业务或将得到促进。
- **投资建议：持续看好中金公司的发展前景。** 公司作为国内投研能力顶尖的券商，经营稳健，盈利能力突出。净资本规模扩大后，重资产业务盈利能力或将进一步上升。预计公司 2019-2021 年 BVPS 分别为 10.62/11.55/12.63 元，按最新收盘价计算对应 PB 分别为 1.2/1.1/1.0 倍。2015H1-2018 年公司 PB 估值中枢在 1.2-2.3x，当前估值仍有提升空间，结合公司未来盈利能力趋势，给予公司 2019 年 1.6xPB 估值，H 股合理价值为 18.67 港币/股，维持买入评级。
- **风险提示：** 市场成交金额持续下滑；创新业务收入确认不及预期。

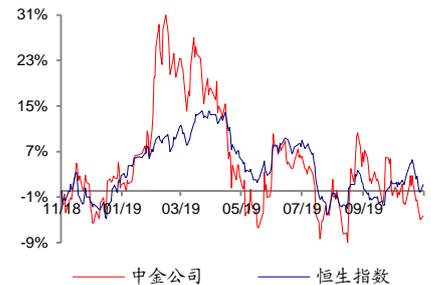
#### 盈利预测：

百万人民币	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	15,260	18,540	20,436	23,544	26,787
同比%	71%	21%	10%	15%	14%
归母净利润	2,709	3,435	4,714	5,460	6,374
同比%	54%	27%	37%	16%	17%
EPS (元/股)	0.68	0.82	1.12	1.30	1.52
PB	1.4	1.4	1.2	1.1	1.0
PE	18.8	16.2	11.2	9.7	8.3

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	14.04 港元
合理价值	18.67 港元
前次评级	买入
报告日期	2019-11-19

#### 相对市场表现



#### 分析师：

陈福



SAC 执证号：S0260517050001

SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

#### 分析师：

陈卉



SAC 执证号：S0260519040001

SFC CE No. BOX142



0755-82535901



gfchenh@gf.com.cn

#### 相关研究：

【广发非银&海外】中金公司 2019-08-26  
(03908.HK)：业务结构弱化  
周期属性，中报业绩稳健增  
长

【广发海外】中金公司 2019-04-01  
(03908.HK)：机构业务持续  
巩固，业绩优于同业

**表1:中金公司营业收入拆分**

百万人民币	2019Q1-3	2018Q1-3	YoY
手续费及佣金收入	5803	5826	-0.4%
经纪业务收入	2258	2097	7.7%
投资银行业务收入	2007	2173	-7.6%
资产管理业务收入	410	416	-1.5%
利息净支出	-608	-162	272.2%
利息收入	3621	3482	3.9%
利息支出	4228	3644	15.3%
投资收益	5221	3590	45.4%

数据来源: 公司三季报, 广发证券发展研究中心

### 联合腾讯探索财富管理, 财富管理数字化迈出一大步。

腾讯本身拥有数字化技术优势与庞大的客户群; 中金方面在财富管理上积累了相当的能力与经验。公司公告与电话会议表明, 合资公司主要工作如下:

- 1、开发所需平台: 服务对象包括顾客、投资顾问、内部人员; 而中金的IT系统如TWMS多面向内部, 服务客户方面存在很多不足。
- 2、公司方面: 帮助财富管理团队持续开展数字化业务: 搜集整合数据用于分析, 提升运营智能化程度, 包括帮助投顾了解客户需求、提高效率。
- 3、客户方面: 更好地获客: 得到精准的客户画像, 从而针对性地转化, 使其获得全程的较好体验。

合资公司定位为信息技术服务公司, 运用数字科技开展财富产品管理业务。具体控股上, 中金占51%, 腾讯占49%。另外, 合资公司不会申请金融方面的牌照, 而是为中金公司提供服务而获取报酬, 双方初步约定采取收入分成的方式。双方已于9月24日已经签订正式协议, 下一步与监管部门密切沟通以推动业务顺利开展。

### 投资建议

持续看好中金公司的发展前景。公司作为国内投研能力顶尖的券商, 经营稳健, 盈利能力突出。净资本规模扩大后, 重资产业务盈利能力或将进一步上升。预计公司2019-2021年BVPS分别为10.62/11.55/12.63元, 按最新收盘价计算对应PB分别为1.2/1.1/1.0倍。2015H1-2018年公司PB估值中枢在1.2-2.3x, 当前估值仍有提升空间, 结合公司未来盈利能力趋势, 给予公司2019年1.6xPB估值, H股合理价值为18.67港币/股, 维持买入评级。

### 风险提示

市场成交金额持续下滑; 创新业务收入确认不及预期。

资产负债表		单位: 百万元人民币				
至12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
现金和银行结余	18131	22424	30259	37976	45718	
代经纪业务客户持有现金	44226	37903	49274	54201	58537	
买入返售金融资产	14438	19553	18814	19755	20743	
以公允价值计量且变动计入当期损益金融资产	97012	114785	135155	153919	172914	
衍生金融资产	3448	5530	8447	9620	10807	
融出资金	21883	17716	18288	19202	20163	
应收账款	9402	11879	16894	19240	21614	
物业及设备	475	597	708	806	906	
商誉	1583	1583	1583	1583	1583	
无形资产	227	272	323	368	413	
对联营及合营企业投资	1128	1267	1502	1710	1922	
递延所得税资产	1151	1157	1372	1562	1755	
存出保证金	2785	3490	4137	4712	5293	
其他资产	1555	1565	1855	2112	2373	
<b>资产总额</b>	<b>237812</b>	<b>275421</b>	<b>330847</b>	<b>374865</b>	<b>418774</b>	
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	12194	15094	18415	21177	23930	
衍生金融负债	3448	3381	4227	4860	5492	
应付经纪业务客户款项	47347	41318	53713	59085	63811	
拆入资金	10281	8534	10241	11777	13308	
已发行的短期债务工具	10627	14061	17577	20213	22841	
卖出回购金融资产款	30654	48651	58381	67138	75866	
应付职工薪酬	4681	3939	4727	5436	6142	
应付所得税	351	760	912	1049	1185	
已发行的长期债务工具	49934	61993	74391	85550	96671	
长期应付职工薪酬	628	835	1085	1248	1410	
递延所得税负债	227	271	339	389	440	
其他负债	30548	34208	41049	47206	53343	
<b>负债总额</b>	<b>200920</b>	<b>233044</b>	<b>285055</b>	<b>325128</b>	<b>364440</b>	
其他权益工具	1000	1000	1000	1000	1000	
归属于本公司股东及其他权益工具持有人的权益总额	36707	42184	45540	49419	53938	
少数股东权益	186	193	251	318	397	
<b>权益总额</b>	<b>36892</b>	<b>42377</b>	<b>45791</b>	<b>49737</b>	<b>54334</b>	
<b>负债和股东权益</b>	<b>237812</b>	<b>275421</b>	<b>330847</b>	<b>374865</b>	<b>418774</b>	

利润表		单位: 百万元人民币				
至12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
手续费佣金收入	8282	8820	9470	10777	11964	
利息收入	2980	4587	3653	4028	4545	
投资收益	4008	4871	7025	8407	9900	
收入总计	15270	18278	20148	23212	26409	
其他营业收入/损失	-10	261	288	332	378	
<b>收入及其他收益</b>	<b>15260</b>	<b>18540</b>	<b>20436</b>	<b>23544</b>	<b>26787</b>	
支出:						
手续费及佣金支出	822	869	1024	1170	1282	
利息支出	3268	4871	3755	4567	5195	
职工薪酬	5522	5738	6744	7534	8572	
税金及附加	62	72	80	92	104	
其他营业费用及成本	1884	2345	2452	2825	3214	
支出总额	11730	14271	14460	16633	18885	
<b>营业利润</b>	<b>3531</b>	<b>4269</b>	<b>5976</b>	<b>6911</b>	<b>7902</b>	
<b>所得税前利润</b>	<b>3601</b>	<b>4387</b>	<b>6112</b>	<b>7068</b>	<b>8239</b>	
所得税	790	853	1284	1484	1730	
<b>当年净利润</b>	<b>2811</b>	<b>3535</b>	<b>4829</b>	<b>5584</b>	<b>6509</b>	
归属于:						
公司股东及其他权益工具持有人	2766	3492	4771	5517	6431	
<b>本公司股东</b>	<b>2709</b>	<b>3435</b>	<b>4714</b>	<b>5460</b>	<b>6374</b>	

## 主要财务比率

至12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	71%	21%	10%	15%	14%
归属母公司净利润增长	54%	27%	37%	16%	17%
<b>获利能力</b>					
净利率	18%	19%	23%	23%	24%
ROA	1.7%	1.4%	1.6%	1.6%	1.6%
ROE	10.2%	8.9%	11.0%	11.7%	12.6%
<b>资产与杠杆</b>					
总资产YoY	133%	16%	20%	13%	12%
杠杆(A/E)	6.4	6.5	7.2	7.5	7.7
杠杆(除客户保证金)	5.2	5.5	6.1	6.3	6.5
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.68	0.82	1.12	1.30	1.52
每股净资产	8.96	9.82	10.62	11.55	12.63
<b>估值比率</b>					
P/E	18.5	15.3	11.2	9.7	8.3
P/B	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
股息收益率	1.7%	1.1%	2.7%	3.1%	3.6%

## 广发非银行金融行业研究小组

陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017年3月进入广发证券研究发展中心。

鲍 淼：资深分析师，南开大学精算学硕士，南开大学学士，2018年进入广发证券发展研究中心。

文 京 雄：资深分析师，英国阿伯丁大学（University of Aberdeen）金融投资管理硕士，武汉大学双学士，2015年进入广发证券发展研究中心。

陈 卉：资深分析师，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。

陈 韵 杨：高级分析师，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。