投资评级 优于大市 维持

投行业务优势明显，带动逆市增长

投资要点：公司前三季度营收利润均实现逆市增长，投行业务优势显著，经纪业务份额境内外同步增长，充分发挥跨境优势。合理价值区间为 15.98－18.11 港元，给予“优于大市”评级。

- **【事件】**中金公司 2018 年前三季度实现收入及其他收益 98.33 亿元，同比增长 30%；实现净利润 27.21 亿元，同比增长 39%，未年化 ROE 6.6%，高于行业平均。公司第三季度实现净利润 10.90 亿元，同比增长 29%。我们认为前三季度业绩大幅增长主要受益于 1）并表中投证券；2）场外衍生品业务盈利能力大幅提升；3）固收业务收入大幅增长；4）投行业务国内外均有增长。

- **投行业务优势显著，实现逆市增长。**公司前三季度投行业务实现净收入 21.73 亿元，同比增长 45%。公司前三季度完成 A 股股权承销 1004 亿元，同比增长 14%，排名第 5，其中完成 7 家 IPO，承销规模 344 亿元，排名第 1。公司完成债券承销 2545 亿元，同比增长 138%，排名第 4，其中企业债 2 家，规模 26 亿元；公司债 69 家，规模 334 亿元；ABS168 家，规模 849 亿元。公司 IPO 项目储备丰富，其中主板 22 家，中小板 5 家，创业板 15 家

- **上半年经纪业务境内外同步增长，充分发挥跨境优势。**公司前三季度经纪业务实现净收入 20.97 亿元，同比增长 7%。受益于合并中投，6 月末集团 A 股市场份额同比增长 15.5%，佣金率约为 0.05%，相对行业平均水平仍保持较高溢价。公司跨境业务优势显著，受益于互联互通不断加深，上半年沪/深港通南向交易公募基金及保险客户中，交易份额增长至 16%。

- **汇金系券商整合，收购中投证券实现优势互补，进一步深化财富管理战略。**合并中投证券后，中金公司嫁接其庞大客户群体及广泛覆盖的营业网点，经纪业务市占上涨，财富管理战略进一步深化。截至 18 年 6 月，中金（未包括中投）财富管理客户数量达 4.2 万户，较年初+8%；客户账户资产总值达 7596 亿元，较年初+3%。中投机构客户 5333 名，34.7 万名富裕客户。

- **专注于主动管理，基金公司扩张迅速。**公司前三季度资管业务实现净收入 4.16 亿元，同比增长 5%。截至 18 年 6 月末，公司资管规模 1753 亿元，管理产品 301 只，大多为主动管理产品。中金基金三季度末总资产净值 123 亿元，较年初增长 58%。

- **投资建议：**我们预计 18-20 年每股净资产分别为 9.48/10.07/10.72 元，考虑公司与中投合并后业务协同有望加强，且腾讯入股后两者合作未来将更为紧密，我们给予其 2018 年 1.5-1.7x PB，对应合理价值区间为 14.22－16.12 元（汇率换算：1 港元=0.89 元，对应合理价值区间为 15.98－18.11 港元），给予“优于大市”评级。

- **风险提示：市场低迷导致业绩和估值双重下滑，季报财务数据未经审计。**

主要财务数据及预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	8941	15260	17424	18277	18925
（+/-)YoY(%)	-6	71	14	5	4
净利润（百万元）	1820	2766	3505	3745	4037
（+/-)YoY(%)	-7	52	27	7	8
每股净利润（元）	0.43	0.66	0.84	0.89	0.96
每股净资产（元）	8.00	9.21	9.48	10.07	10.72

资料来源：公司年报（2016-2017），海通证券研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

股票数据

11 月 16 日收盘价(港币)	14.86
52 周股价波动（港币）	11.36-18.86

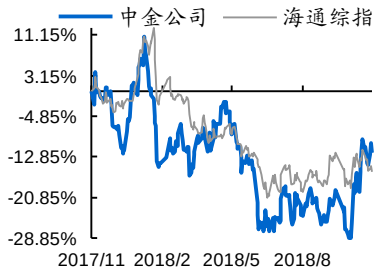
股本结构

总股本（百万股）	4193
流通 A 股（百万股）	0
B 股/H 股（百万股）	0/4193

相关研究

《境内外优势显著，逆市增长》2018.08.26
《境内外齐头并进，受益于资本市场开放》2018.03.26
《不忘初心，再创辉煌》2018.01.09

市场表现

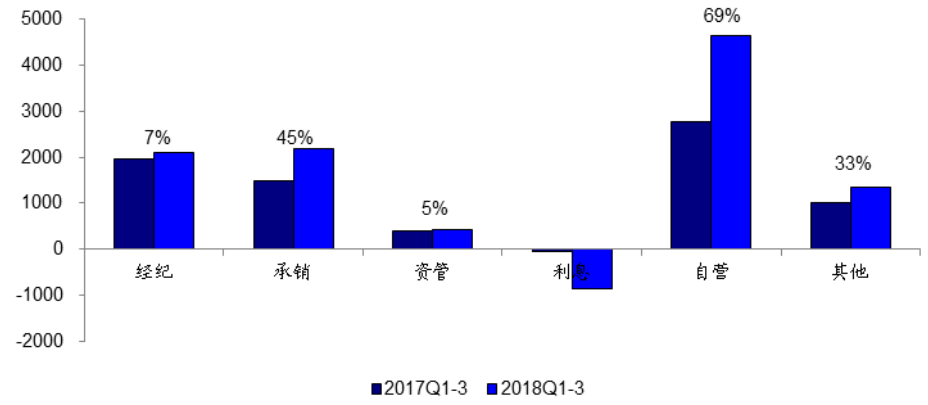


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅（%）	25.7	21.7	19.4
相对涨幅（%）	22.0	21.7	20.9

资料来源：海通证券研究所

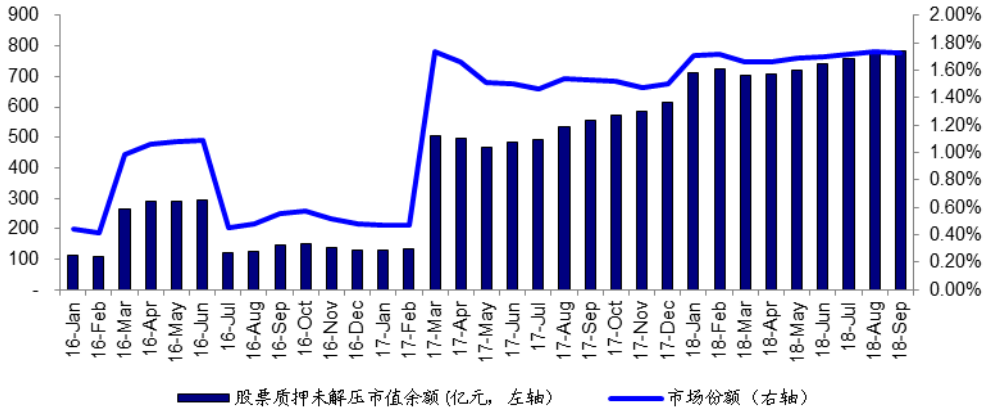
分析师:孙婷
Tel:(010)50949926
Email:st9998@htsec.com
证书:S0850515040002
分析师:何婷
Tel:(021)23219634
Email:ht10515@htsec.com
证书:S0850516060001

图1 中金公司 2018 年前三季度各业务同比变化情况（百万元）



资料来源：公司 2018 年三季报，海通证券研究所

图2 中金公司股票质押余额及市场份额



资料来源：Wind，海通证券研究所

表 1 中金公司盈利预测（百万元）

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
一、收入	**8941**	**15260**	**17424**	**18277**	**18925**
手续费	6071	8282	8338	8832	9173
利息收入	983.59	2979.66	3979	4140	4215
投资收益	1704	4008	4943	5125	5340
其他业务收入	183	-10	163	179	197
二、支出	**6667**	**11730**	**12853**	**13391**	**13658**
手續費	331	822			
利息支出	1289	3268	4331	4635	4781
职工薪酬	3690	5522	5806	5964	6046
折舊及攤銷費用	72	230	306	314	318
税金及附加	106	62	71	74	77
其他营业费用及成本	1137	1884	2339	2403	2436
減值損失转回	42	-59			
三、营业利润	**2274**	**3531**	**4571**	**4886**	**5268**
应占联营及合营企业利润	56	71	-	-	-
四、利润总额	**2330**	**3601**	**4571**	**4886**	**5268**
减：所得税	490	790	1,017	1087	1172
五、净利润	**1840**	**2811**	**3555**	**3799**	**4096**
减：少数股东损益（非控制性权益）	20	45	49	54	60
归属于母公司所有者的净利润	**1820**	**2766**	**3505**	**3745**	**4037**
六、每股收益（元）	0.43	0.66	0.84	0.89	0.96

资料来源：公司历年财报，海通证券研究所

表 2 中金公司资产负债表（百万元）

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
资产：					
非流动资产	**3414**	**10905**	**9769**	**9464**	**9622**
物業及設備	208	475	484	586	709
商誉	-	1583	1630	1712	1797
无形资产	1	227	250	262	275
對聯營及合營企業投資	551	1128	1155	1604	1672
可供出售金融資產	730	1178	-	-	-
買入返售金融資產	-	1016	2462	1335	1018
存出保证金	1024	2785	1521	1585	1652
递延所得税资产	830	1151	867	911	956
其他非流动资产	70	1362	1399	1469	1542
流动资产	**98535**	**226907**	**258458**	**270123**	**281901**
应收款项	6581	9402	17253	18116	19022
融出资金	3045	21883	23783	24976	25732
以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产			25977	27066	28209
可供出售金融资产	313	17720			
交易性金融资产（以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产）	55155	97012	101985	106261	110747
衍生金融资产	1722	3448	6262	6888	7577
买入返售金融资产	3940	13423	10709	11245	11807
应收利息	481	1470	2416	2537	2663
代經紀業務客戶持有的現金	16717	44226	49398	51469	53642
货币资金（现金及银行结余）	10505	18131	20251	21100	21991
其他流动资产	76	193	422	464	510
资产总计	**101948**	**237812**	**268227**	**279586**	**291522**
负债：					
流動負債	**63928**	**153161**	**173701**	**181361**	**189377**
交易性金融负债（以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债）	9743	12194	15186	15945	16743
衍生金融负债	1676	3448	3126	3282	3446
應付經紀業務客戶款項	17392	47347	50305	52820	55461
拆入资金	3529	10281	8884	9061	9243
短期借款（已发行的短期债务工具）	2650	10627	10737	11274	11838
卖出回购金融资产款	5478	30654	34404	36124	37930
应付职工薪酬	2989	4681	2964	3112	3267
应交税费	566	351	401	409	417
已發行的將於一年內到期的長期債務工具	-	5098	9687	10172	10680
应付利息	-	-	721	757	795
其他流动负债	19906	28480	37286	38405	39557
非流动负债	**19523**	**47759**	54542	55700	56865
長期應付職工薪酬	523	628	791	830	872
拆入资金			-	-	-
已發行的長期債務工具	18948	44836	51391	52391	53391
递延所得税负债	40	227	253	266	279
其他非流动负债	12	2068	2107	2212	2323
负债合计	**83452**	**200920**	**228243**	**237061**	**246242**
所有者权益(或股东权益)：					
股本	2307	3985	4193	4193	4193
其他权益工具	1000	1000	1000	1000	1000
储备	9639	24607	25073	25569	26105
未分配利润	5501	7114	9484	11474	13633
归属于母公司所有者权益合计	**18447**	**36707**	**39749**	**42236**	**44931**
少数股东权益（非控制性权益）	50	186	235	289	349
所有者权益合计	**18497**	**36892**	**39984**	**42525**	**45280**
负债及股东权益总计	**101948**	**237812**	**268227**	**279586**	**291522**

资料来源：公司历年财务报表，海通证券研究所

表 3 上市券商盈利预测及估值表（2018 年 11 月 16 日）

证券简称	股价（元）	市值（亿元）	P/E（倍）			P/B（倍）		
			2016	2017	2018E	2016	2017	2018E
海通证券	9.95	1144	14.2	13.3		1.0	1.0	
国泰君安	16.13	1406	14.3	14.2	21.3	1.6	1.3	1.1
中国银河	7.91	802	15.6	20.1	18.8	1.4	1.2	1.2
申万宏源	4.71	1061	19.6	23.1	23.8	2.0	1.9	1.5
国信证券	9.36	768	16.8	16.8	25.5	1.8	1.6	1.6
华泰证券	17.57	1450	23.1	15.6	23.0	1.7	1.7	1.3
广发证券	13.88	1058	13.2	12.3	21.3	1.3	1.2	1.2
招商证券	14.50	971	18.0	16.8	26.5	1.6	1.5	1.5
东方证券	9.96	697	30.1	19.6	58.2	1.7	1.3	1.3
国投资本	10.78	456	17.8	17.6		1.7	1.3	
财通证券	8.77	315	17.6	20.9	23.9	2.1	1.6	
华西证券	9.69	254	15.3	25.0		2.1	2.0	
方正证券	5.82	479	18.6	33.0		1.4	1.3	
浙商证券	8.37	279	22.5	26.2	24.8	2.9	2.1	1.9
长江证券	5.80	321	14.5	20.8	21.1	1.3	1.2	1.2
西部证券	9.08	318	28.3	42.3	60.3	2.6	1.8	1.7
兴业证券	5.32	356	17.4	15.6	26.8	1.1	1.1	1.1
第一创业	5.90	207	36.8	48.9	47.0	2.4	2.3	1.9
华安证券	5.65	205	34.0	31.5		1.7	1.7	
中原证券	5.01	194	27.0	43.9	43.2	1.8	1.9	1.9
国金证券	8.12	246	18.9	20.4	20.3	1.4	1.3	1.2
东吴证券	7.52	226	15.1	28.6	26.4	1.1	1.1	1.1
西南证券	4.22	238	26.0	35.6	47.7	1.3	1.2	
国元证券	7.73	260	18.5	21.6	20.5	1.3	1.0	1.0
太平洋	3.07	209	31.3	180.0		1.8	1.8	
山西证券	6.67	189	40.3	46.1	26.2	1.5	1.5	1.5
东北证券	7.37	172	13.1	25.9	30.8	1.1	1.1	
国海证券	4.90	207	20.3	55.0		1.5	1.5	
华创阳安	8.94	156	(109.4)	118.8		1.0	1.0	
南京证券	10.40	286	57.9	69.6	64.4	3.1	3.1	2.7
大券商平均			**18.3**	**16.9**	**27.3**	**1.6**	**1.4**	**1.3**
平均			**18.2**	**36.0**	**31.9**	**1.7**	**1.5**	**1.5**

资料来源：公司历年财报，Wind，海通证券研究所，注：大券商包括海通证券、广发证券、招商证券、华泰证券、国泰君安、国信证券、东方证券、申万宏源；本表中海通证券的数据均来自于公开资料，放入表格中便于投资者同行业比较时参考；国金证券、东吴证券、长江证券、招商证券、广发证券、华泰证券、国元证券、兴业证券、第一创业、中原证券、中国银河、东方证券、国泰君安、浙商证券盈利预测来自海通预测，其余券商均为 Wind 一致预期。

风险提示：市场低迷导致业绩和估值双重下滑，季报财务数据未经审计。

信息披露

分析师声明

孙婷　　银行行业、非银行金融行业
何婷　　非银行金融行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：　第一创业,国金证券,越秀金控,中国太保,华创阳安,中国人寿,国泰君安,东吴证券,东方财富,建设银行,光大证券,兴业证券,中国银河,中国银行,华安证券,招商证券,浙商证券,中金公司,安信信托,中国平安,中国财险,众安在线,华泰证券,中原证券,中国太平,东方证券,光大银行,国元证券,新华保险,广发证券

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类　别	评　级	说　明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。