

【广发海外】中金公司 (03908.HK)

重资产大幅拖累，整体稳健性凸显

核心观点：

- 整体业绩略有下滑。**公司发布 2022 年三季报，2022 年前三季度实现营收 193.93 亿元，同比-10.57%；实现归母净利润 60.12 亿元，同比-19.34%。第三季度实现营收 72.62 亿元，同比+0.51%；实现归母净利润 21.71 亿元，同比-11.29%。**杠杆率下降明显，但仍处高位。**2022 三季度末公司净资产 943.26 亿元，同比+15.73%。剔除代理证券款后的杠杆倍数 5.85 倍比去年同期 6.62 倍下降 0.77。2022 前三季度整体年化 ROE（加权）9.48%，同比下降 4.27 个百分点。
- 公允价值变动下滑显著，投行、资管表现亮眼。**1. **经纪业务**单季净收入 11.45 亿元，同比-33.4%；前三季度累计 37.28 亿元，同比-17.5%。2. **投行业务**单季净收入 19.76 亿元，同比+37.3%；前三季度累计 46.57 亿元，同比+12.7%。3. **投资+公允**变动单季净收益 20.85 亿元，同比-39.9%；前三季度累计 71.46 亿元，同比-38.8%。Q3 衍生金融资产规模 296.65 亿元，同比+75.6%。4. **利息净收入**单季-0.31 亿元，前三季度累计-3.84 亿元。5. **资管业务**单季 3.45 亿元，同比+7.2%，前三季度累计 10.51 亿元，同比+10.6%。6. **高海外资产贡献汇兑收入**，2022H1 中金国际总资产为 1789 亿元；**汇兑净收益**单季 10.43 亿元（去年同期-0.37 亿元），前三季度累计 12.57 亿元（去年同期-5.49 亿元）。
- 盈利预测与投资建议：**资本市场深化改革持续推进，机构化、国际化、头部化下公司有望持续巩固优势，预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 95.23、118.93 和 140.68 亿元，分别同比增长-12%、25%和 18%，预计 ROE 为 10.8%、12.3%和 13.3%。目前股价对应 2022E PB 0.54X，鉴于中金公司轻资产业务优势显著，重资产业务深化转型，综合考虑公司历史估值及可比公司估值情况，给予 22 年合理估值 0.8 倍 PB，合理价值 16.64 港元/股，给予“买入”评级。
- 风险提示。**市场下行风险、股权投资不及预期、利率风险、股质、资管信用风险上升等。

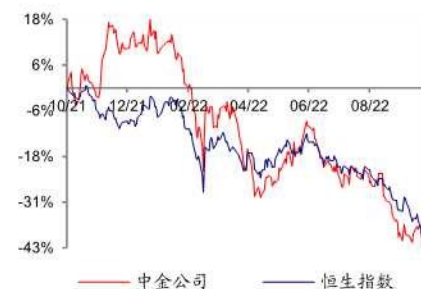
盈利预测：

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	23660	30131	27681	34785	40787
增长率(%)	50.2%	27.4%	-8.1%	25.7%	17.3%
归母净利润(百万元)	7207	10778	9523	11893	14068
增长率(%)	70.0%	49.5%	-11.6%	24.9%	18.3%
EPS（元/股）	1.49	2.23	1.97	2.46	2.91
市盈率（P/E）	13.38	10.06	5.16	4.13	3.49
市净率（P/B）	1.33	1.25	0.54	0.49	0.44

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心（货币单位均为人民币）

公司评级	买入
当前价格	10.72 港元
合理价值	16.64 港元
前次评级	买入
报告日期	2022-10-30

相对市场表现



分析师：

陈福



SAC 执业号：S0260517050001



SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

相关研究：

- 【广发海外】中金公司 (03908.HK)：业绩受市场波动拖累，综合实力稳步提升** 2022-05-02
- 【广发非银&海外】中金公司 (03908.HK)：机构化和财富管理新突破的行业典范** 2022-03-31

联系人：

严漪澜 0755-88286912

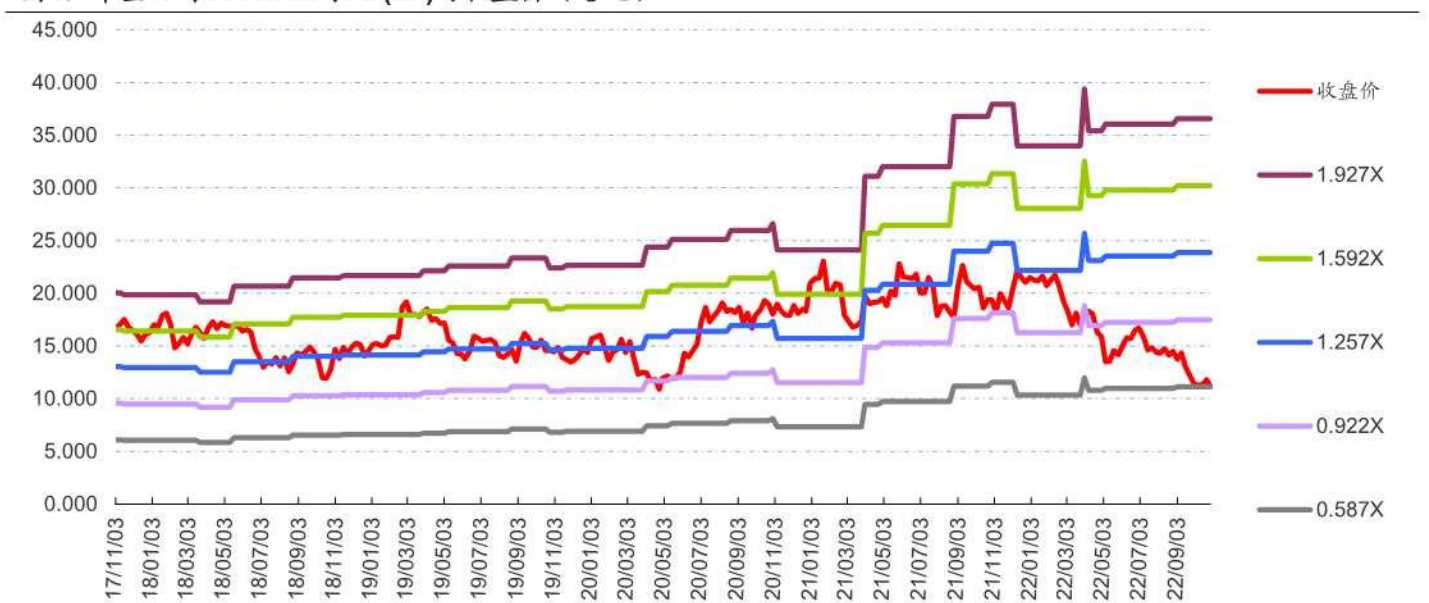
yanyilan@gf.com.cn

表1: 中金公司主要会计及财务指标一览表

项目	2021Q1-3	2022 Q1-3	同比
营业收入(亿元)	216.86	193.93	-10.57%
归母净利润(亿元)	74.54	60.12	-19.34%
年化净资产收益率-摊薄(%)	13.75%	9.48%	下降4.27pct
项目	2021Q3	2022Q3	同比
总资产(亿元)	6346.88	6474.13	2.00%
净资产(亿元)	815.07	943.26	15.73%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图1: 中金公司3908.HK的PB(LF)与收盘价(港元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

一、盈利预测

按照中金公司的收入模式, 我们按照手续费佣金收入、利息收入和投资收益几个板块对中金公司的收入水平进行估计。由于证券公司业务和市场环境高度相关, 我们**收入预测的核心假设**如表2所示。

1. 市场成交金额

A股今年前三季度日均成交金额约为9518亿元, 同比-9%。我们认为, 今年市场表现下行波动较大, 整体交易趋于疲软, 预计全年延续趋势为主, 日均成交金额同比-10%。

2. 投行业务增速

2022年Q1-3, A股IPO募资4863亿元, 同比+30%; 再融资7900亿元, 同比-5%; 但港股IPO略显颓势。中金公司投行业务在国企大项目和新经济龙头方面布局充分且具有良好的境外承销能力, 我们预期中金公司2022年投行业务净收入实现15%的高质增长。

3. 信用业务规模

2022年以来，两融余额趋于下行，截止9月底，两融余额达到15382亿元，同比-16.5%；其中融券占比6.2%，同比下降2.3pct。股质规模稳定收缩，据中证登统计，截止2022年9月底，市场质押股数4009亿股，同比-7.4%。预计全年两融余额同比-15%，股质余额同比-10%。

4. 自营资产平均收益水平

今年A股市场行情波动下行，预计自营投资业务仍为证券公司较大的业绩拖累。前三季度沪深300下跌23%，中性假设第四季度市场延续波动，全年沪深300跌幅25%。场外衍生品及做市业务有望有效平滑波动，减弱自营投资的方向性。中金公司较高权益对冲持仓比例支持创新业务开展，但科创板浮盈同比贡献下滑显著，我们预期中金公司2022年自营总收益率约为2.9%。（自营总收益率=投资收益总额/平均自营资产规模）。

表2: 收入预测核心假设

%	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
市场数据假设					
股基成交金额 YoY	61%	26%	-10%	15%	10%
两融余额 YoY	59%	13%	-15%	10%	8%
股权质押余额 YoY	-50%	-12%	-10%	-10%	-10%
股权融资额 YoY	10%	8%	10%	15%	10%
债券融资额 YoY	20%	13%	8%	14%	12%
自营: 沪深 300 收益率	27%	-5%	-25%	15%	10%
自营: 中证全债收益率	3%	6%	5%	5%	5%

数据来源：公司年报，Wind，广发证券发展研究中心

按照以上假设，我们预期中金公司2022-2024年实现营业收入276.81亿元、347.85亿元和407.87亿元，分别同比-8.1%、25.7%和17.3%；实现归母净利润95.23亿元、118.93亿元和140.68亿元，分别同比增长-11.6%、24.9%和18.3%，对应的ROE水平分别为10.8%、12.3%和13.3%。

表3: 分项业务盈利预测

百万人民币	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
佣金手续费收入	13626	16828	17235	21569	25006
经纪业务	4610	6031	5384	7028	8433
投行业务	5956	7036	8092	9710	11167
资管业务	2560	3044	3025	3911	4340
投资收益(含公允)	13126	14851	10165	13335	16244
利息净收入	-1069	-990	-146	-550	-898
主营业务收入	25683	30689	27254	34354	40352
营业收入	23660	30131	27681	34785	40787
yoy	50.2%	27.4%	-8.1%	25.7%	17.3%

归属母公司净利润	7207	10778	9523	11893	14068
yoy	70.0%	49.5%	-11.6%	24.9%	18.3%
净利润率	30.5%	35.8%	34.4%	34.2%	34.5%
ROE	12.0%	13.8%	10.8%	12.3%	13.3%

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

二、投资建议

资本市场改革深化，在行业头部化、国际化、客群机构化的发展浪潮下，公司综合优势突出，用资效益及能力领先同业。短期波动不改长期优势，预计公司2022-2024年实现归母净利润95.23、118.93和140.68亿元，预计ROE为10.8%、12.3%和13.3%。目前股价对应2022E PB 0.54X，鉴于中金公司轻资产业务优势显著，重资产业务深化转型，综合考虑公司历史估值及可比公司估值情况，给予22年合理估值0.8倍PB，合理价值16.64港元/股，维持H股“买入”评级。（HKD/CNY=0.91）。

三、风险提示

市场下行风险、股权投资不及预期、利率风险、股质、资管信用风险上升，衍生品对冲风险等。

资产负债表						利润表					
单位: 百万元人民币						单位: 百万元人民币					
至12月31日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至12月31日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资产						营业收入	23660	30131	27681	34785	40787
客户资金	60951	91037	112134	134561	161473	手续费及佣金净收入	13626	16828	17235	21569	25006
自有资金	47161	66143	67936	77781	91589	经纪佣金	4610	6031	5384	7028	8433
交易性金融资产	247606	301174	319698	388903	466923	投行收入	5956	7036	8092	9710	11167
长期股权投资	1189	1087	11323	12963	15265	资管收入	2560	3044	3025	3911	4340
固定资产	515	680	9991	11438	13469	投资收益	13126	14851	10165	13335	16244
无形资产	2855	3592	3330	3813	4490	利息净收入	-1069	-990	-146	-550	-898
商誉	1583	1623	13321	15251	17959	其他收入	-2023	-558	427	431	435
其他资产	105914	141284	173836	176150	198442	营业支出	-14912	-17154	-14806	-18698	-21752
负债	449805	565065	658939	770045	923488	业务管理费	-13823	-17427	-14394	-18088	-21209
代理买卖证券款	70655	93445	112134	134561	161473	其他支出	-1089	273	-412	-610	-542
其他负债	379150	471619	546805	635484	762015	营业利润	8747	32425	12874	16086	19035
权益	71815	84731	119233	127071	135915	营业外收入与支出	46	121	44	46	48
归属于母公司的股东权益	71635	84422	91732	99142	107490	利润总额	8793	32547	12918	16132	19084
少数股东权益	180	309	27501	27929	28425	所得税	-1451	-2168	-3100	-3872	-4580
主要财务比率						净利润	7262	10810	9818	12261	14504
至12月31日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	归母净利润	7207	10778	9523	11893	14068
成长能力						少数股东损益	55	32	295	368	435
营业收入增长	50%	27%	-8%	26%	17%	综合收益	6393	10576	10694	12412	15089
归属母公司净利润增长	70%	50%	-12%	25%	18%	归母综合收益总额	6338	10544	10266	11916	14485
获利能力						少数股东综合收益总额	55	32	428	496	604
净利率	30%	36%	34%	34%	34%						
ROA	1.4%	1.7%	1.2%	1.3%	1.3%						
ROE	12.0%	13.8%	10.8%	12.3%	13.3%						
资产与杠杆											
总资产YoY	51%	25%	20%	15%	18%						
杠杆 (A/E)	7.3	7.7	6.5	7.1	7.8						
杠杆 (除客户保证金)	6.3	6.6	5.6	6.0	6.6						
每股指标 (元)											
每股收益	1.49	2.23	1.97	2.46	2.91						
每股净资产	14.84	17.49	19.00	20.90	22.99						
估值比率											
P/E	13.38	10.06	5.16	4.13	3.49						
P/B	1.33	1.25	0.54	0.49	0.44						

广发非银金融行业研究小组

- 陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017年进入广发证券研究发展中心。
- 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。
- 刘 淇：资深分析师，中南财经政法大学投资学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 严 漪 澜：研究员，中山大学金融学硕士，2022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	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

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。