



买入

20% ↑

目标价格:人民币 49.00

600053.CH

价格:人民币 41.25

目标价格基础:152 倍 16 年市盈率

板块评级:增持

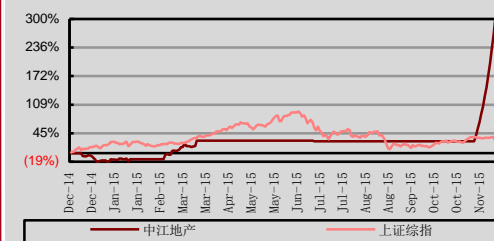
我们的观点有何不同?

- 中江将是九鼎旗下 PE 业务唯一运作平台。
- 创投第一标的, 未来半年持受益政策利好。
- 目前流通市值小, 几乎无机构投资者参与。

主要催化剂/事件

- 注册制、新三板转板、战略新兴板和科创板的相关政策的推进。
- 本次重组方案获证监会批准。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	362.4	213.9	213.9	300.1
相对上证指数	359.9	213.9	202.5	269.5

发行股数(百万)	434
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	17,884
3 个月日均交易额(人民币 百万)	10
净负债比率(%) (2015E)	52
主要股东(%)	
江西中江集团有限责任公司	72

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际证券
以 2015 年 11 月 27 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

房地产: 房地产开发

田世欣*

(8621)20328519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512080002

袁豪

(8621)20328529

hao.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513090001

*卢晓峰为本报告重要贡献者

中江地产

九州大地, 问鼎创投

中江地产自今年 5 月九鼎投资以 42 亿元获得其控股权之后荣升为九鼎的 A 股上市平台, 并于 9 月公告拟收购九鼎旗下所有的私募股权投资业务资产——昆吾九鼎, 同时发布 120 亿再融资方案加码私募股权投资业务, 计划大幅将公司在管基金规模由目前的 332 亿在 3 年内提升至 780 亿, 未来中江地产将成为九鼎 PE 业务唯一的运作平台, 并形成房地产和 PE 并行的双主业发展模式; 在我国构建多层次资本市场和“大众创业、万众创新”的时代背景下, 我们认为中江地产(昆吾九鼎)作为国内 PE 行业的龙头企业, 有望最大程度受益国内行业规模的增长和市场份额的上升。综合考虑公司未来的基金管理规模、房地产基金业务的潜在空间和 A 股稀缺品种的特点, 同时参考海内外可比上市公司估值, 我们给予中江地产目标价 49.00 元/股, 预测公司 2015-17 年每股收益为 0.29、0.32 和 0.39 元, 首次覆盖给予买入评级。

支撑评级的要点

- 九鼎投资入主中江地产, 核心 PE 业务 A 股上市。今年 5 月, 九鼎投资以 41.5 亿元竞得公司控股股东中江集团 100% 股权。9 月, 中江地产公告拟以 9.1 亿元现金收购九鼎投资持有的昆吾九鼎 100% 股权, 而九鼎投资的私募股权投资业务均通过昆吾九鼎开展, 若此次重组实施, 中江地产成为九鼎投资开展私募股权投资业务的唯一平台。
- 定增加码 PE 业务, 远期基金管理规模将达 780 亿。公司同时公布 120 亿定增方案加码 PE 业务。截至今年 5 月, 昆吾九鼎在管基金认缴规模为 332 亿元, 已退出项目的综合 IRR 为 33.21%; 若此次定增顺利实施, 公司新增管理基金规模 480 亿, 3 年内基金管理规模将达 780 亿元, 三年复合增速达 33%, 并且借助 A 股的融资功能, 公司后续的规模增长值得期待。
- 创投第一标的, 未来半年将持续受益于政策利好。在我国构建多层次资本市场和“大众创业、万众创新”的时代背景下, 国内私募股权投资行业发展迅速。未来半年内, 随着注册制方案、新三板转板试点、设立战略新兴板和科创板等进程加速, PE 行业规模将不断扩大, 中江地产(昆吾九鼎)作为 PE 行业龙头将全面受益行业爆发和市场份额的上升。
- “地产+PE”双主业发展, 协同效应空间巨大。中江地产以此次收购昆吾九鼎为契机进入 PE 管理行业, 实现业务多元化发展。由于房地产和私募股权投资管理均为与资本规模高度相关的行业, 九鼎的投资管理类业务有望与公司目前从事的地产业务形成有效联动, 潜在合作空间巨大, 如: 房地产基金的合作、九鼎旗下地产股权和债权资产的合作等。

评级面临的主要风险

- 资产重组方案审批风险或实施推进低于预期。

估值

- 综合考虑公司未来的基金管理规模、房地产基金业务的潜在空间和 A 股稀缺品种的特点, 同时参考海内外可比上市公司估值, 我们给予中江地产目标价 49.00 元/股, 预测 2015-17 公司每股收益为 0.29、0.32 和 0.39 元, 首次覆盖给予买入评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	605	803	1,130	1,726	1,988
变动(%)	83	33	41	53	15
净利润(人民币 百万)	26	76	127	526	636
全面摊薄每股收益(人民币)	0.060	0.176	0.294	0.322	0.389
变动(%)	85.8	192.3	67.1	9.5	20.9
全面摊薄市盈率(倍)	685.7	234.6	140.3	128.2	106.0
价格/每股现金流量(倍)	39.7	54.8	(61.1)	(90.1)	318.8
每股现金流量(人民币)	1.04	0.75	(0.68)	(0.46)	0.13
企业价值/息税折旧前利润(倍)	467.5	149.5	97.0	10.1	(4.0)
每股股息(人民币)	0.020	0.060	0.101	0.111	0.134
股息率(%)	0.0	0.1	0.2	0.3	0.3

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

目录

公司概况.....	3
私募股权投资管理行业介绍.....	5
昆吾九鼎——国内 PE 行业龙头	10
九鼎投资——大资管战略积极推进.....	15
传统房地产业务	18
财务分析.....	22
盈利预测及投资建议	23
研究报告中所提及的有关上市公司	27

公司概要

九鼎投资收购中江集团，荣升中江地产控股股东

中江地产前身为 1997 年上市的江西纸业股份有限公司（SST 江纸），主营业务为纸及纸制品、纸浆、造纸机械、造纸原料。2006 年底，公司实施股权分置改革并完成重大资产重组，通过向控股股东江中集团定向增发并置入江中置业 100% 的股权，并更名中江地产。

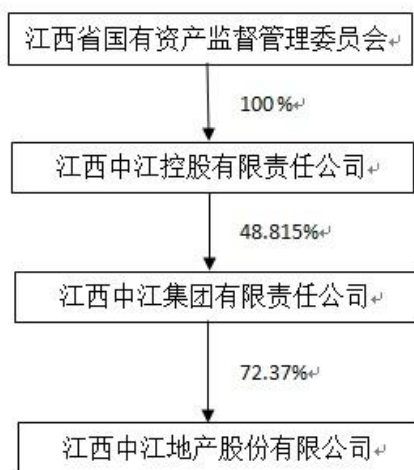
2007 年 2 月，公司主营业务正式变更为房地产开发与经营，成为江西省内唯一一家房地产上市企业，先后在江西南昌、海南海口开发了江中花园、伊甸家园和金色假日等项目。2011 年后，公司主营业务收入全部集中在南昌地区，主要开发房地产项目——“紫金城”项目。但此后由于公司项目单一且开发和销售能力较弱导致经营收益逐年下滑，江中集团决定彻底剥离房地产业务。

2014 年 10 月，江西省国资委同意中江控股将其持有的中江集团的股权挂牌转让。2015 年 3 月，公司收到公司控股股东中江集团转发中江控股的通知，中江控股、江西中医药大学、大连一方集团有限公司和 24 个自然人股东一并将持有中江集团 100% 股权，在江西省产权交易所公开挂牌转让。

2015 年 5 月，九鼎投资通过电子竞价方式以 41.5 亿元竞得公司控股股东中江集团 100% 股权，并获得江西省人民政府和国资委批准。9 月，国务院国资委批准本次股权转让，同月，本次股权转让完成工商变更登记，九鼎投资持有中江集团 100% 的股权，成为公司控股股东的控股股东，其通过中江集团间接持有公司 72.37% 的股权。

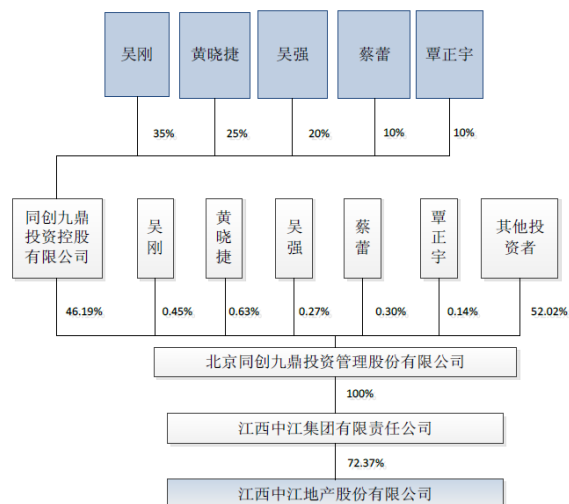
注：由于九鼎投资收购中江集团而被动触发了全面要约收购，但鉴于要约远价格 13.23 元/股远低于目前现价 30.99 元/股，预计普通投资者行使要约收购权利的可能性极低。

图表 1. 中江地产在中江集团挂牌前的股权结构



资料来源：公司公告、中银国际证券

图表 2. 中江地产在变更实际控制人后的股权结构



资料来源：公司公告、中银国际证券

九鼎核心 PE 资产注入、并参与大额定增，彰显重视程度

公司同时发布《重大资产重组暨关联交易报告书》和《非公开发行 A 股股票预案》：

1) 公司通过现金支付的方式以 90,986.21 万元购买九鼎投资（公司控股股东中江集团之控股股东）及拉萨昆吾（九鼎投资全资子公司）合计持有的昆吾九鼎 100% 股权。公司通过重组将获得九鼎投资注入的私募股权投资管理业务，完成之后将形成房地产和私募股权投资管理并行的业务发展模式。

2) 公司拟向九鼎投资、拉萨昆吾（九鼎投资全资子公司）和天风证券中江定增 1 号集合资产管理计划非公开发行不超过 12 亿股，锁定期 36 个月，募集资金不超过 120 亿元，用于基金份额出资、“小巨人”计划两个项目，为公司房地产和私募股权投资管理两大业务板块协调发展、实现业务多元化和产业升级奠定基础。

图表 3. 中江地产非公开发行募集资金投向

序号	项目名称	项目投资金额 (亿元)	募集资金投资金额 (亿元)
1	基金份额出资	90	90
2	“小巨人”计划 *	30.6	30
合计		120.6	120

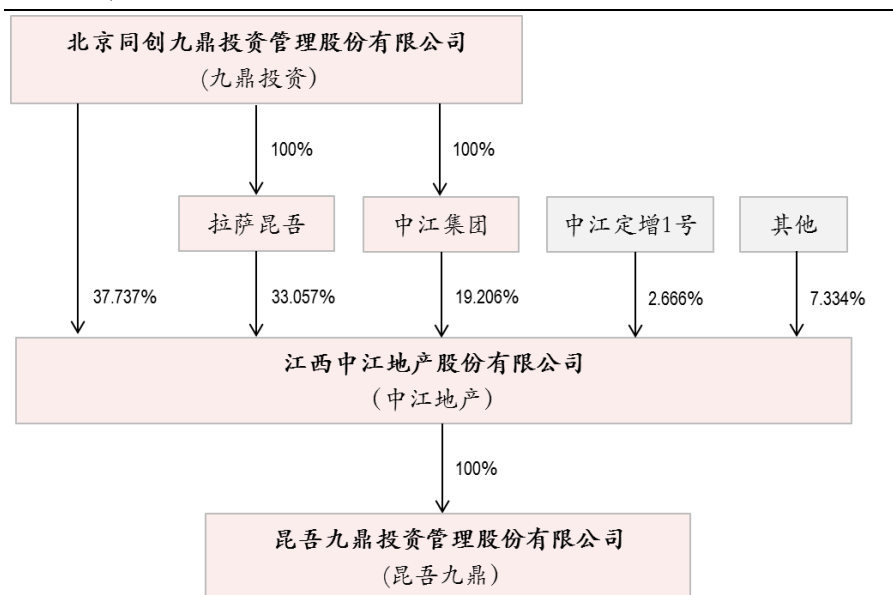
资料来源：公司公告、中银国际证券

*注：“小巨人”计划：昆吾九鼎将逐步对外开放自身的私募股权投资管理平台资源，系统化引进与培养优秀团队，其实施模式主要是由昆吾九鼎和优秀专业人士及其团队共同出资设立投资管理机构，开展某一项或几项具体细分领域的投资管理业务，进一步拓宽传统成熟型企业参股投资之外的业务领域，满足更加多样化的客户需求。

此次非公开发行股票方案中，九鼎投资和其全资子公司拉萨昆吾合计出资约 115.64 亿元。非公开发行完成后，公司总股本达到 163.3 亿，九鼎投资将直接持有公司 37.7% 的股权，并通过中江集团间接持有公司不超过 19.2% 的股权、通过拉萨昆吾间接持有公司不超过 33.1% 的股权，九鼎合计持有公司股权由 72.37% 上升至 90%。

注：前文提到预计普通投资者行使要约收购权利的可能性极低，因此九鼎投资也不会由于要约收购而持股继续突破 90%，从而导致促发退市风险。

图表 4. 中江地产在非公开发行完成后的股权结构



资料来源：公司数据，中银国际证券

私募股权投资管理行业介绍

我国私募股权投资市场全面爆发，未来国内行业空间巨大

私募股权投资（Private Equity，简称 PE）主要指对已经形成一定规模的，产生稳定现金流的成熟企业的投资行为，并主要通过被投资企业首次公开发行股票（IPO）的方式退出获利，同时也采用兼并与收购（M&A）或管理层回购（MBO）等方式退出。

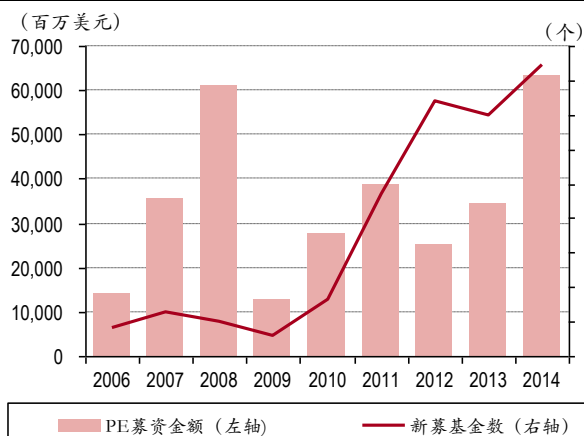
现代意义的私募股权投资起源于 1940 年代的美国。1970 年代美国开始推行有限合伙制，随后欧洲各国相继放松管制，允许金融机构投资私募股权基金，开启了私募股权投资行业的大发展时代。1980 年代开始兴起的杠杆收购则将行业推向了新的高度。

近年来，随着我国产业结构升级的迫切需要、投融资体制的持续市场化、上市公司并购重组的市场化和多层次资本市场的构建等背景下，我国的私募股权投资行业发展迅速，行业规模不断扩大。同时，接连在“募投退”三方面不断涌现的政策利好的推动下，2014 年中国私募股权投资市场全面爆发。

据第三方独立研究机构清科研究中心统计，2014 年中国私募股权投资市场的募投活跃度均大幅提升，募资总额达到 631.29 亿美元，创历史最高水平，同比增长 83.0%，2012-2014 年 CAGR 达 35.6%，而投资总额也达到 527.57 亿美元的历史新高，募资活跃度的大幅提升促使可投资本量较 2013 年增长 7.3%，达到 1,372.64 亿美元。

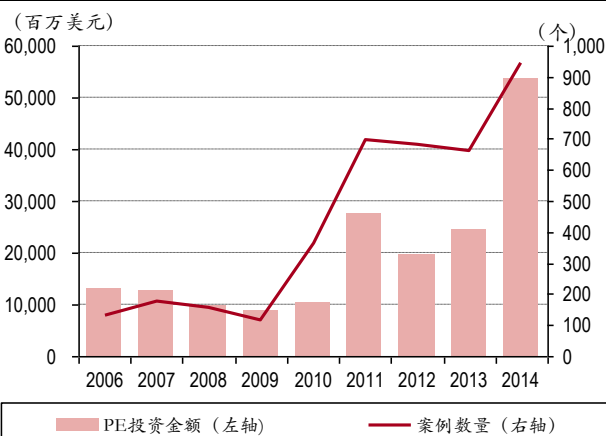
截至 2015 年 7 月底，已登记私募基金管理人 16,604 家；已备案私募基金 17,415 只，认缴规模 4.11 万亿元。对比海外成熟市场，截至 2014 年 12 月底，美国私募基金行业净资产规模为 6.7 万亿美元，约为国内规模的 10 倍，而美国 GDP 总值（17.42 万亿美元）为中国 GDP 总值（10.43 万亿美元）的 1.67 倍，可见未来中国 PE 行业的发展潜力巨大。

图表 5. 2006-2014 年中国私募股权投资基金募资情况



资料来源：清科研究中心、公司公告、中银国际证券

图表 6. 2006-2014 年中国私募股权投资基金投资情况



资料来源：清科研究中心、公司公告、中银国际证券

政策扶植大众创业，资本市场助力改革

近年来，私募股权投资基金在扶植科创企业中扮演着越来越重要的角色。2014年5月，国务院发布《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，提出发展私募投资基金，鼓励和引导创业投资基金支持中小微企业，促进战略性新兴产业发展等举措。2014年9月，李克强总理首次提出“大众创业”、“万众创新”的概念，此后支持“大众创新创业”的政策文件频频出台，科技创新将成为中国新常态下经济发展的新引擎。2015年9月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《深化科技体制改革实施方案》，再次强调建设创新型国家的要求，并提出建立技术创新市场导向机制、建立健全科技和金融结合机制。资本市场有望在大众创新创业发挥导向性作用，众多支持科创类小微企业发展的私募股权投资基金或因此受益。

图表 7. 2013-2015 支持大众创新创业的部分政策文件

序号	标题	发文字号	发布日期
1	国务院关于印发国家重大科技基础设施建设中长期规划(2012—2030年)的通知	国发〔2013〕8号	2013年3月4日
2	国务院关于印发“十二五”国家自主创新能力建设规划的通知	国发〔2013〕4号	2013年5月30日
3	关于大力推进体制机制创新 扎实做好科技金融服务的意见	银发〔2014〕9号	2014年1月17日
4	关于印发<中小企业发展专项资金管理暂行办法>的通知	财企〔2014〕38号	2014年4月15日
5	国务院办公厅关于做好2014年全国普通高等学校毕业生就业创业工作的通知	国办发〔2014〕22号	2014年5月13日
6	关于知识产权支持小微企业发展的若干意见	国知办〔2014〕57号	2014年10月8日
7	国务院关于加快科技服务业发展的若干意见	国发〔2014〕49号	2014年10月28日
8	国务院印发关于深化中央财政科技计划(专项、基金等)管理改革方案的通知	国发〔2014〕64号	2015年1月12日
9	国务院关于国家重大科研基础设施和大型科研仪器向社会开放的意见	国发〔2014〕70号	2015年1月26日
10	国务院办公厅关于发展众创空间推进大众创新创业的指导意见	国办发〔2015〕9号	2015年3月11日
11	国务院关于大力推进大众创业万众创新若干政策措施的意见	国发〔2015〕32号	2015年6月16日
12	国务院关于加快构建大众创业万众创新支撑平台的指导意见	国发〔2015〕53号	2015年9月26日

资料来源：中国政府网、中银国际证券

多层次资本市场加快构建，大幅拓宽私募基金退出渠道

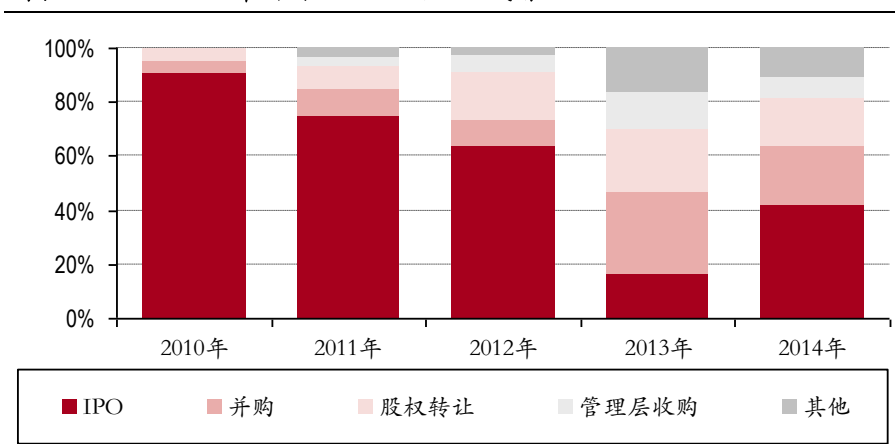
退出机制是私募股权投资市场的重要组成部分，其畅通和完善与否直接决定了PE的投资积极性和活跃程度。我国的私募股权投资基金的推出渠道较为狭窄。尽管沪深交易所现已形成了三个板块的市场体系，但三个板块日益呈现出显著的趋同性，并且进入门槛都非常高，大多数中小企业都较难满足。

近年来，我国正大力构建多层次资本市场体系，这种不利的局面正在逐步改观。除了目前运行中的三个板块（主板、中小板和创业板）和新三板外，科技创新板、新三板转板和分层、注册制和战略新兴板等也或将在未来近一年内将逐步落地，这将极大的丰富私募基金退出渠道、并加速退出效率，激发私募股权投资市场的活跃度，推动该行业规模的快速成长。

市场预期上述多层次资本市场体系的构建可能在未来4个月内逐步推进，政策有望持续落地：

- 1) 科技创新板：其已于 11 月 20 日正式获批，并拟于今年年底前推出首批挂牌企业，该板块主要定位是服务科技型、创新型中小微企业的专业化市场板块，并且其上市制度将引入注册制；
- 2) 新三板转板和分层：11 月 20 日，证监会发布了《关于进一步推进全国中小企业股份转让系统发展的若干意见》，提出现阶段新三板市场将分为基础层和创新层两层，并研究推出新三板公司向创业板转板试点，由此新三板也迎来了第二个政策红利期；
- 3) 注册制：根据媒体报道，证监会也表示明年 3 月注册制将有结果；
- 4) 战略新兴板：有望在明年上半年与注册制同步推出，战略新兴板注册中心已在具体筹备中，人员和设备都已到位，各券商也已着手筛选和储备上市资源。

图表 8. 2010-2014 年国内 VC/PE 退出方式情况



资料来源：公司公告，清科研究中心，中银国际证券

IPO 注册制积极推进，明年 3 月或将见分晓

目前，通过首次公开发行股票（IPO）是私募股权投资基金最主要的退出方式。中国证券市场过去 20 多年以来发展迅猛，但自 1998 年《证券法》实施以来，我国股票发行一直采用核准制，极大的限制了资本市场的融资功能。随着 2013 年 11 月《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》中首次明确提出：“推进股票发行注册制改革”，股票发行注册制改革正式启动。2015 年 A 股市场由于经历股灾和 IPO 暂停，注册制改革进程被迫放缓；近期市场情绪逐渐稳定，IPO 注册制改革再次提上日程，证监会也表示明年 3 月注册制将有结果。

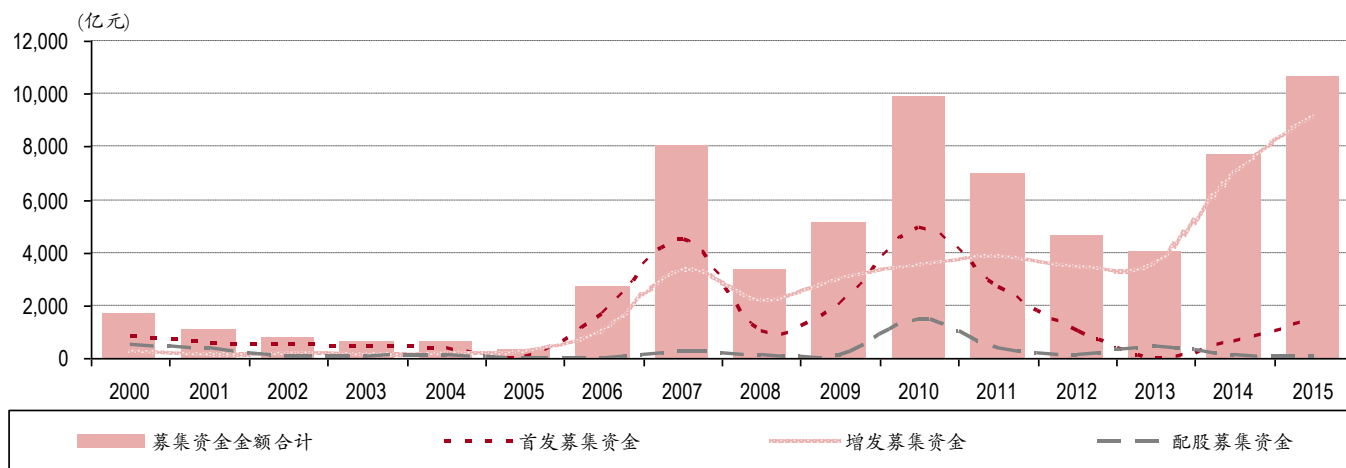
图表 9. 我国股票发行制度改革历程

时间	重要事件
1988 年	地方法规分别规定证券发行审核办法
1992 年	证监会正式成立，实行全国范围的发行规模控制与实质审查制度
1998 年	《证券法》正式施行，启用证券发行核准制
2000 年	股票发行价格采取市场定价法
2013 年	《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》正式提出：推进股票发行注册制改革
2014 年	IPO 发行重启，股票发行限制市盈率
2015 年	《证券法》修订推迟，官方表示明年 3 月 IPO 注册制要有结果

资料来源：中银国际证券

截至 2015 年 11 月 20 日，沪深两市全年募集规模达到 10,465 万亿元，创出历史新高，2013-15 年 CAGR 达 62%，其中，上市公司增发募集资金规模占比达到 86%；新股发行募资规模仅约 14%，去年全年该比例仅为 9%。自 2014 年 IPO 重启以来，共计 319 家企业 IPO 上市，而目前 IPO 排队企业数量多达 1,720 家。在中国经济增速放缓的背景下，企业资金需求缺口巨大，因此权益融资市场放开是大势所趋，注册制改革明年有望获得实质性推进。

图表 10. 2000-2015 年 A 股沪深两市融资规模统计



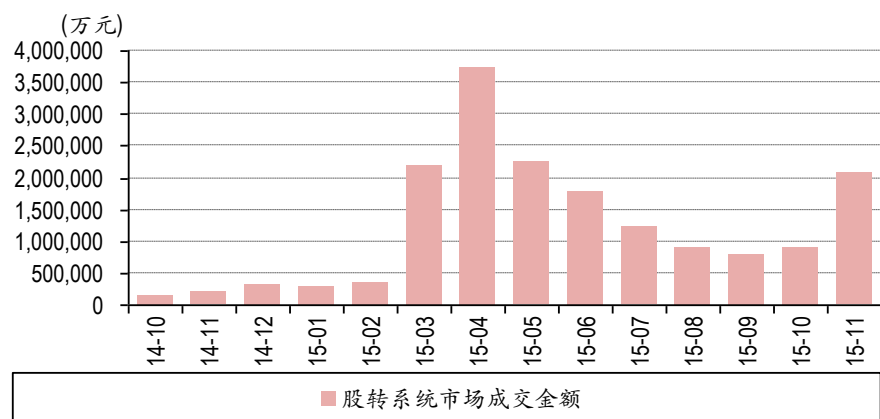
资料来源：万得数据，中银国际证券

新三板跨越式发展带来市场系统性机会

2014 年以来，全国中小企业股份转让系统（简称“新三板”）市场实现跨越式发展，主要表现在以下几个方面：

- 1) 试点范围由局部扩大至全国，新三板市场全面扩容；
- 2) 推出“做市商”交易制度极大地提升了市场流动性；
- 3) 投资者参与度大幅提升，交易量呈现爆发式增长；
- 4) “新三板分层”和“竞价交易”制度逐渐实施，市场退出路径趋于完善；
- 5) 挂牌企业出现被并购先例，新三板成为上市公司甄选标的之优渠道；
- 6) 近期证监会开始研究推出新三板公司向创业板转板试点，由此新三板也迎来了第二个政策红利期。

新三板交易规模扩大和交易模式的优化，使得具有投资价值的企业数量大幅增加，而退出通道的多样化也为私募股权投资管理行业提供了发展契机。

图表 11. 2014 年以来全国股转系统成交金额规模


资料来源：万得数据，中银国际证券

“科创板+新兴战略板”对接再拓科创类企业融资平台

上海股权托管交易中心的科技创新企业股份转让系统于 2015 年 11 月 20 日正式获批，预计年底前将推出首批挂牌企业，目前储备的首批科创板挂牌企业已超过 50 家。科创板是专为科技型和创新型中小企业服务的板块，挂牌企业将贯穿初创型到成熟型各阶段科技型企业，市场预期其有望先于主板市场实施股份发行注册制，并将与上海战略新兴板实现对接。

2013 年 12 月，上交所向证监会发出了“设立战略新兴产业板的请示”，首次提出战略新兴板。目前，上交所战略新兴产业板方案已初步拟定，有望在证券法修订完成后与注册制同步推出，预计时间为明年上半年。根据方案，战略新兴板定位与创业板相同，审核标准与主板一致，并会优先在主板排队的公司中挑选符合战略新兴产业标准、获得券商推荐以及招股书披露完备且符合资质的企业在该板上市。战略新兴板最为引人注目之处，在于弱化了对申请上市企业利润的要求，为互联网初创型企业打通了投融资渠道。

后续科创板和新兴战略板的推出将更大程度地丰富私募资金的退出渠道。同时，由于上述两个板块所重点针对的如互联网等新兴行业也是目前私募股权投资行业中重点关注的行业，因而影响重大。

昆吾九鼎——国内 PE 行业龙头

昆吾九鼎：当属国内 PE 行业龙头，响应时代号召再发力

昆吾九鼎是为基金出资人提供私募股权投资方面的理财服务的一家服务业企业，是国内私募股权投资管理领域的领先企业，拥有超过 300 人的专业股权投资团队，2011、2012 年连续两年获得“中国最佳 PE 机构”，2009-2014 年连续六年获评“中国私募股权投资机构十强”综合实力始终位于行业第一梯队。

图表 12. 2010-2014 年中国私募股权投资机构前十强

排名	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
1	建银国际	昆吾九鼎	昆吾九鼎	复星资本	鼎晖投资
2	昆吾九鼎	建银国际	中信产业	弘毅投资	腾讯产业
3	新天域	弘毅投资	复星资本	昆吾九鼎	上海云峰
4	中信产业	新天域	金石投资	建银国际	复星资本
5	弘毅投资	金石投资	弘毅投资	中金佳成	中信产业
6	中银国际	复星资本	建银国际	渤海海胜	昆吾九鼎
7	优势资本	平安财智	广发信德	海通开元	国开金融
8	涌金集团	广发信德	龙柏宏易	中信产业	中投公司
9	国信弘盛	中信产业	国开金融	君盛投资	阿里资本
10	博信资本	国信弘盛	上海力鼎	广发信德	弘毅投资

资料来源：公司公告，清科集团，中银国际证券

其中，需要解释的是，昆吾九鼎在 13-14 年的《中国私募股权投资机构评选》中名次的下降主要源于 13-14 年这两年中国内 IPO 和增发的退出渠道几乎关闭，导致昆吾九鼎的这两年中人民币基金的退出进度受到影响，而同期如鼎晖投资等投资机构的美元基金在国外退出的渠道则正常推进，因而一上一下之间造成了昆吾九鼎近两年的排名有所下降，但预计随着我国多层次融资市场的加速打造，在“大众创业、万众创新”的时代背景下，昆吾九鼎的龙头实力也将再次显现，响应时代号召再次发力。

九鼎投资注入昆吾九鼎，打造中江成为 PE 业务唯一平台

昆吾九鼎的母公司——九鼎投资是知名的专业投资管理机构，2014 年 4 月实现在全国中小企业股份转让系统挂牌的公众公司，证券代码为 430719。根据九鼎投资在新三板上市公开转让说明书显示，九鼎投资的主营业务（私募股权投资业务）均通过控股子公司昆吾九鼎开展，九鼎投资在 2013 年年报的主营业务收入均来自昆吾九鼎。

图表 13. 2013 年昆吾九鼎和九鼎投资财务报表项目对比

2013 年财务报表项目	昆吾九鼎	九鼎投资	占比 (%)
营业总收入 (万元)	31,862	31,241	102
净利润 (万元)	5,525	3,837	144
总资产 (万元)	74,642	85,825	87
净资产 (万元)	47,860	27,500	174
私募股权基金认购规模 (亿元)	283	283	100

资料来源：公司公告，中银国际证券

2014 年九鼎投资在新三板挂牌后，其业务逐渐从单一的私募股权投资管理业务增加到包括私募股权投资管理、公募基金管理、证券经营、互联网金融、个人风险投资管理和劣后投资等业务。根据 2014 年报显示，昆吾九鼎的 PE 业务对九鼎投资业绩的贡献比例下滑至 53%，而昆吾九鼎的净资产占比下降为 8%，主要由于：1) 九鼎投资在年内完成 2 次定增合计募资 57.87 亿元；2) 自有资金的投资比例上升；3) 新增证券经营、互联网金融等业务。

图表 14. 2014 年昆吾九鼎和九鼎投资财务报表项目对比

2014 年财务报表项目	昆吾九鼎	九鼎投资	占比 (%)
营业总收入 (万元)	44,221	68,830	64
净利润 (万元)	19,293	36,383	53
总资产 (万元)	139,444	1,311,219	11
净资产 (万元)	95,255	1,146,012	8
私募股权基金认购规模 (亿元)	310	310	100

资料来源：公司公告、中银国际证券

同时，九鼎投资为了避免向中江地产注入昆吾九鼎后的同业竞争问题，对昆吾九鼎进行了内部重组，九鼎投资体系下的相关 PE 业务全部纳入昆吾九鼎，同时也将昆吾九鼎的非 PE 业务进行了剥离。此外，九鼎投资也作出避免同业竞争的承诺：“中江地产收购昆吾九鼎完成后，承诺人及关联企业将不以直接或间接的方式从事与上市公司以及昆吾九鼎经营的私募股权投资管理业务、房地产开发和物业管理业务构成可能的直接或间接竞争的业务”，未来九鼎投资从事的 PE 业务都将在中江地产的 A 股上市平台进行。

目前基金规模 332 亿元，3 年后计划规模达 780 亿元

截至 2015 年 5 月 31 日，昆吾九鼎管理私募股权基金认缴金额总规模为 332 亿元，实缴规模 235 亿元，累计投资 241 个项目，累计投资金额为 176 亿元，其中退出项目 42 个，累计退出金额为 51 亿元，已退出项目的综合 IRR 为 33.21%；分行业情况来看，199 个在管项目中，医药、材料、服务行业的投资占比较高，医药、农业等行业的 IRR 较高。

图表 15. 昆吾九鼎管理基金情况

时间	2013.12.31	2014.12.31	2015.5.31
基金认缴金额 (亿元)	282.56	310.34	332.02
基金实缴金额 (亿元)	196.72	213.66	234.81
累计投资项目金额 (亿元)	163.25	168.30	175.71
累计已退出项目金额 (亿元)	9.63	19.6	23.35
退出金额 (亿元)	25.45	40.91	50.91
已退出项目的综合 IRR (%)	34.00	31.90	33.21

资料来源：公司公告、中银国际证券

注：基金认缴金额和实存在认缴金额和实存在一定差额，主要由于公司的基金有 2—3 年左右的投资期，随着年左右的投资期，实缴金额会逐步与认缴金额认缴金额接近。

图表 16. 昆吾九鼎基金在管项目情况

行业	投资数量 (个)	占比 (%)	投资金额 (亿元)	占比 (%)	平均投资年 限 (年)	IRR (%)
消费	23	11.6	13.7	8.99	3.1	25.30
服务	33	16.6	27.49	18.04	2.8	34.80
医药	40	20.1	26.05	17.09	3.2	40.00
农业	26	13.1	14.15	9.28	3.5	34.30
材料	22	11.1	30.91	20.28	3.3	32.40
装备	26	13.1	17.71	11.62	3.7	32.00
新兴产业	24	12.1	12.85	8.43	3.3	12.90
矿业	5	2.5	9.55	6.27	3.6	10.10
合计/平均	199		152.41		3.3	33.21

资料来源：公司公告、中银国际证券

昆吾九鼎的商业模式可以总结为“融、投、管、退”四个主要阶段，即融资、投资、管理、退出四个阶段。昆吾九鼎的业务收入主要来源为基金管理费、管理报酬、投资顾问费和投资收益，各类收入的收取标准如下：

- 1) 基金管理费：**昆吾九鼎对所管理的基金按照基金规模的一定比例收取管理费，主要有两类：(1) 项目基金项目实际投资金额一次性收取 3%，主要存在于 2011 年 7 月之前设立的基金；(2) 年费基金在投资期内每年收取基金认缴出资额 2% 的管理费，2011 年 7 月以后设立的基金基本为年费基金；
- 2) 管理报酬：**当基金所投资项目实现投资收益时，昆吾九鼎作为基金管理人通常按投资收益的 20% 取得管理报酬，自身出资通常不纳入计费基础；
- 3) 投资顾问费：**如果因为基金的风险偏好等原因决定不投资或者为了控制单个项目的投资金额，昆吾九鼎可能将项目交由基金的 LP 等进行投资或者跟投，昆吾九鼎通常则向其收取一定的投资顾问费。
- 4) 投资收益：**公司持有交易性金融资产、可供出售金融资产期间取得的红利、股息或现金股利确认当期收益；

2014 年，昆吾九鼎合计实现营业收入 4.42 亿元，其中基金管理费收入为 2.54 亿元，占比 57%，项目管理报酬为 1.57 亿元，占比 35%，实现归母净利润 1.79 亿元，净利率为 40%。2015 年 1-5 月，昆吾九鼎实现营业收入 2.34 亿元，其中基金管理费收入为 8,584 万元，占比 57%，项目管理报酬为 1.57 亿元，占比 35%，实现归母净利润 1.02 亿元，净利率为 44%。

图表 17. 昆吾九鼎营业收入和利润情况 (万元)

业务	2013.12.31	2014.12.31	2015.5.31
基金管理费收入	21,684	25,420	8,584
项目管理报酬	6,169	15,715	15,045
投资顾问费	2,155	1,145	731
公允价值变动收益	13	64	-77
投资收益	6	4	-918
营业总收入	31,862	44,221	23,364
归属于母公司所有者的净利润	4,804	17,919	10,212

资料来源：公司公告、中银国际证券

公司同时公告定增募集 120 亿资金，其中 90 亿资金将用于基金份额出资。公司将以募集资金向昆吾九鼎进行增资，并由其利用增资资金实施该项目。根据规划，昆吾九鼎新增基金管理规模将达到 300 亿元，自身认购基金金额为 90 亿元，即自有资金投资比例为 30%。

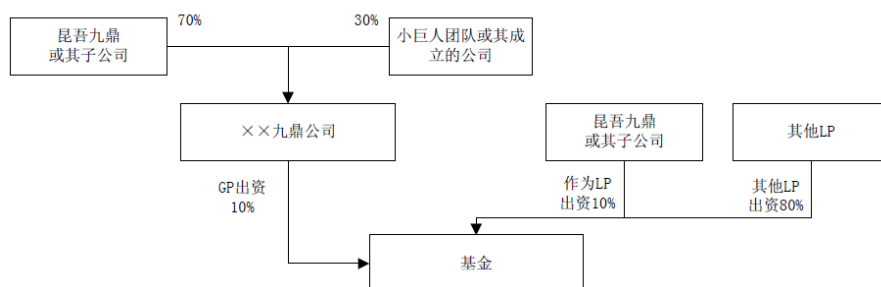
图表 18. 昆吾九鼎管理基金情况

项目	数额
新增基金管理规模	300 亿元（第一年 80 亿元，第二年 100 亿元，第三年 120 亿元）
昆吾九鼎自身认购基金金额	90 亿元
基金存续期	平均 6 年（其中 3 年投资期，3 年退出期）
基金投资预期收益率（IRR）	20%
存续期内管理费收入合计	11.20 亿元
管理报酬收入合计	45.09 亿元
自持份额投资收益合计	96.62 亿元
存续期内净利润合计	111.82 亿元
投资报酬率	22.71%
基金投资预期收益率（IRR）	20%
存续期内管理费收入合计	11.20 亿元
已退出项目的综合 IRR（%）	33

资料来源：公司公告、中银国际证券

此次定增中另外 30 亿资金将用于“小巨人计划”：为加快推进昆吾九鼎战略实施和业务创新，昆吾九鼎将逐步对外开放自身的私募股权投资管理平台资源，系统化引进与培养优秀团队。“小巨人计划”采取品牌输出的模式，即与相关人选及其团队核心骨干设立冠以“九鼎”字样的合资公司的方式予以实施，昆吾九鼎或其子公司在合资公司中持股比例为 70% 左右。

图表 19. “小巨人计划”具体合作模式



资料来源：公司公告、中银国际证券

根据规划，昆吾九鼎“小巨人计划”将成立合资公司 18 家，每家合资公司的基金管理规模为 10 亿元，合计 180 亿元的规模。其中，昆吾九鼎对合资公司（GP）的出资比例为 70%，对基金（LP）的出资额为 10%。通过实施“小巨人计划”，昆吾九鼎新增权益基金管理规模为 126 亿元（180*70%）。

截至 2015 年 5 月，昆吾九鼎的基金认缴规模达到 332 亿元，我们估计 2015 年底规模达到约 350 亿元；叠加此次定增后新增基金规模（增资 300 亿+小巨人 126 亿），我们估计昆吾九鼎未来合计权益基金管理规模将达到 776 亿元。

图表 20. 昆吾九鼎“小巨人计划”情况

项目	数额
合资公司数量（“小巨人”个数）	18 家
每家合资公司基金管理规模	10.00 亿元
昆吾九鼎对合资公司的出资额合计	12.60 亿元
昆吾九鼎对基金的出资额合计	18.00 亿元
基金存续期	平均 6 年（其中 3 年投资期，3 年回收期）
基金对外投资预期收益率（IRR）	20%
投资期投资金额占基金规模比例	第一年 30%、第二年 40%、第三年 30%
存续期内合资公司管理费收入合计	7.00 亿元
合资公司管理报酬收入合计	30.92 亿元
昆吾九鼎分得管理费和管理报酬	7.17 亿元（税后）
昆吾九鼎因基金份额产生投资收益	32.85 亿元
昆吾九鼎所获净利润	40.02 亿元
投资报酬率	23.69%

资料来源：公司公告、中银国际证券

九鼎投资——大资管战略积极推进

九鼎投资：借力新三板上市，大资管金控平台羽翼渐丰

九鼎投资自新三板挂牌上市以来，其业务模式由单一的私募股权投资逐渐向大资管金控平台转化，先后获得了证券投资咨询、证券承销、证券资产管理、新三板经纪及做市等多项业务资格：

2014年7月，公司设立了公募基金管理公司——**九泰基金**；公司26亿元设立了开展基金劣后投资业务的**龙泰九鼎**；

2014年10月，公司6亿元增资控股收购了天源证券，并更名**九州证券**，

2015年3月，公司7,000万元收购了第三方支付公司**金佰仕** 70%股权；

2014年5月，公司20亿元设立了开展P2P类互联网金融业务的**九信金融**。

图表 21. 九鼎投资旗下子公司情况

序号	公司名称	权益比例
1	昆吾九鼎投资管理有限公司	直接持股 99.20%，间接持股 0.80%
2	拉萨昆吾九鼎产业投资管理有限公司	100%
3	北京黑马自强投资管理有限公司	100%
4	嘉兴嘉源九鼎投资管理有限公司	100%
5	善昌九鼎（上海）投资管理有限公司	100%
6	聚通宝财富管理有限公司	100%
7	九泰财富管理有限公司	100%
8	九泰资产管理有限公司	100%
9	九州证券有限公司	79.62%
10	欣创九鼎投资管理有限公司	100%
11	江西中江集团有限责任公司	100%
12	南昌江中投资有限责任公司	100%
13	中捷保险经纪股份有限公司	98%

资料来源：公司公告，中银国际证券

九鼎投资旗下直投资源众多，赋予中江广阔的合作想象空间

九鼎投资目前的商业模式分为：

1) 客户资产管理：

- (a) 私募股权基金投资管理；
- (b) 公募证券投资基金管理。

2) 自有资金投资：

- (a) 使用自有资金对金融类企业的运营型股权投资；
- (b) 使用自有资金作为出资人投资于公司控股的私募基金管理公司或公募基金基金管理公司所发起管理的基金；
- (c) 使用自有资金投资于其他标的。

未来公司将在中江地产的 A 股上市公司平台继续从事私募股权投资业务，而金融类企业股权直投等业务将在九鼎投资平台运作，九鼎投资目前下属资源较多，我们不排除九鼎投资后续与中江地产进一步在战略和资本层面合作的可能性。

九鼎快速融资参与中江定增，中江明年再融资概率较大

此外，九鼎投资为了配合新业务的拓展，充分利用平台的融资优势，自其新三板上市以来进行了4轮的再融资，合计再融资规模超过200亿元：

- 1) 2014年4月公告预案，4月实施，募集35.37亿元，发行价格610元/股^{*}；
- 2) 2014年6月公告预案，8月实施，募集22.5亿元，发行价格3.29元/股；
- 3) 2015年5月公告预案，11月实施，募集100亿元，发行价格20元/股；
- 4) 2015年11月公告预案，拟募集55亿元，增发价格为22元/股。

注：发行价格较高是因为公司上市初期股本较小，发行完成后，公司用资本公积转增股本，对应转增股本后的每股价格将低于10元/股。

其中，九鼎投资在5月份公告的125亿定增预案，募集资金主要目的是为了参与中江地产最新的再融资方案，实施后的实际募资金额为100亿元。值得注意的是，九鼎投资5月定增方案的募集资金投向与中江地产9月定增的募集资金投向几乎一致，侧面反映中江地产未来就是九鼎投资旗下PE业务的唯一平台。

图表 22. 九鼎投资5月非公开发行募集资金投向

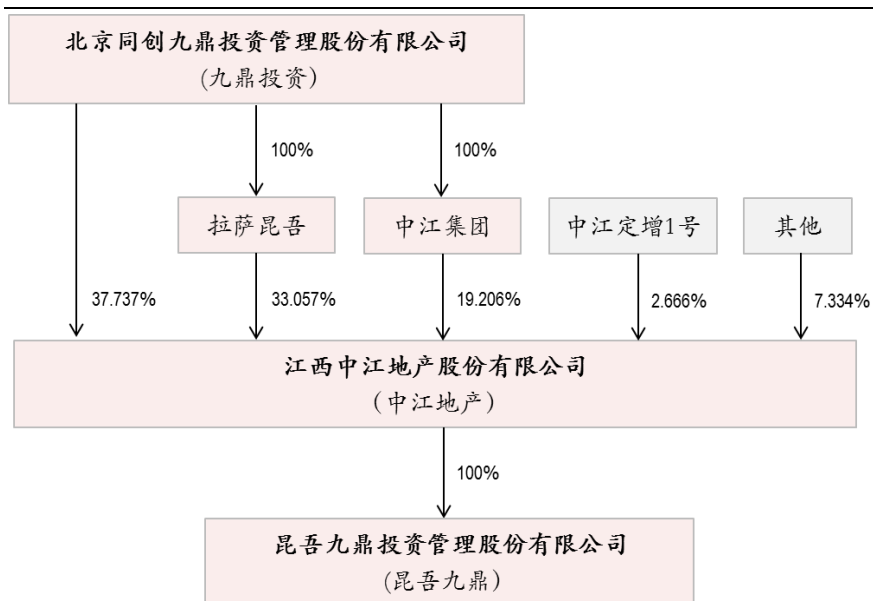
序号	项目名称	项目投资金额 (亿元)	募集资金投资金额 (亿元)
1	基金份额出资	90	86
2	“小巨人”计划	30.6	28
3	补充流动资金	11	11
合计		131.6	125

资料来源：公司公告、中银国际证券

经过3轮融资后，截至2015年6月5日公司停牌前，九鼎投资的股价为18.63元，市值达到1,024亿元；最新定增实施后，股本由55亿股扩大至57.5亿股，按此价格计算，预计市值将达到1,071亿元。

参考九鼎投资的再融资历史，若中江地产向九鼎投资增发顺利实施，九鼎投资对中江地产的直接和间接的合计持股比例高达90%，同时，在今年九鼎投资5月约40亿元收购中江集团和9月116亿元参与定增中江地产两项合计支156亿元，综合考虑之下，我们认为中江地产后续持续进行再融资等资本运作的可能性较大。

图表 23. 中江地产在非公开发行完成后的股权结构



资料来源：公司数据，中银国际证券

传统房地产业务

中江地产：地产和 PE 双主业发展

中江地产以此次收购昆吾九鼎为契机进入私募股权投资管理行业，实现业务多元化发展，形成房地产和私募股权投资管理并行的业务发展模式。根据公司的定增公告披露，未来房地产业务仍将作为中江地产的双主业之一。同时，由于房地产和私募股权投资管理均为与资本规模高度相关的行业，九鼎的投资管理类业务有望与公司目前从事的房地产业务形成有效联动，合作空间巨大，如：房地产基金业务的合作、九鼎旗下地产股权和债权资产的合作等。

地产开发规模较小，目前仅开发“紫金城”项目

公司是江西省内唯一一家房地产上市企业。2011 年之前，公司曾在江西南昌、海南海口开发了江中花园、伊甸家园和金色假日等项目。从 2011 年开始业务收入全部集中在南昌地区，公司目前拥有的房地产项目是“紫金城”项目，该项目为南昌中心区的大型商业与生活综合社区，位于东湖区沿江北大道和赣江大桥与八一大桥之间。

“紫金城”项目总用地面积 38.34 万平方米，总计容建筑面积 103.5 万平方米。其中，商业建筑面积约 35.88 万平方米，目前已竣工完毕；住宅及配套建筑面积约 67.62 万平方米，目前三期项目仍在建。截至 2014 年末，“紫金城”项目已获预售证的面积为 57.66 万平米，该部分已售面积为 39.33 万平米，去化率约 68%，剩余 18.33 万平米可售面积。

2014 年公司实现签约销售额 6.57 亿元，“紫金城”项目实现销售面积 5.78 万平米，项目均价为 11,367 元/平米。2015 年上半年受益南昌房地产市场回暖，公司实现签约金额 4.29 亿元，销售面积 3.77 万平方米，较去年同期均大幅提高，项目均价基本持平。

我们预计“紫金城”项目三期住宅项目有望在年底实现竣工结算，目前该项目整体储备面积约 64 万平米，按 11,370 元/平米均价计算可售货值 73 亿元，而目前存货账面价值约 24 亿元，预计公司 NAV 为 22 亿元，合 5.09 元/股。

图表 24. 中江地产 NAV 测算

	2015 年
房地产净利润折现 (万元)	124,540
净资产账面价值 (万元)	96,052
NAV (万元)	220,592
总股本 (万股)	43,354
每股 NAV (元/股)	5.09

资料来源：万得数据、中银国际证券

图表 25. 中江地产“紫金城”项目位置



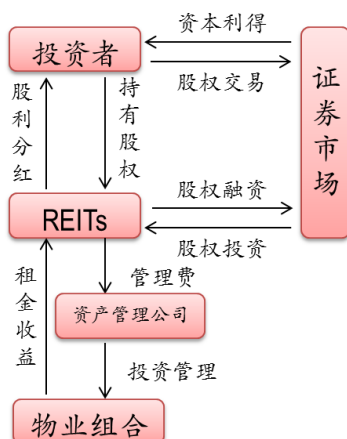
资料来源：百度地图，中银国际证券

房地产和私募股权并行，房地产基金合作空间较大

公司通过重组将获得九鼎投资注入的私募股权投资管理业务，完成之后将形成房地产和私募股权投资管理并行的业务发展模式。房地产和私募股权投资管理均为与资本规模高度相关的行业，具有巨大的潜在协同效应。我们预计公司有望在房地产基金业务上与昆吾九鼎进行合作。

房地产投资信托基金（REITs）是一种以发行收益凭证的方式汇集投资者的资金，由专门投资机构进行房地产投资经营管理，并将投资收益按比例分配的一种信托基金。国际意义上的 REITs 绝大多数属于公募性质，而我国主流房地产基金均为私募性质，主要由于国内相关政策尚未落地。目前全球 REITs 总市值约 1.8 万亿美元，房地产私募基金规模约 5,000 亿美元，而国内房地产私募基金规模约 4,500 亿人民币。

图表 26. 房地产投资信托基金（REITs）运作模式



资料来源：中银国际证券

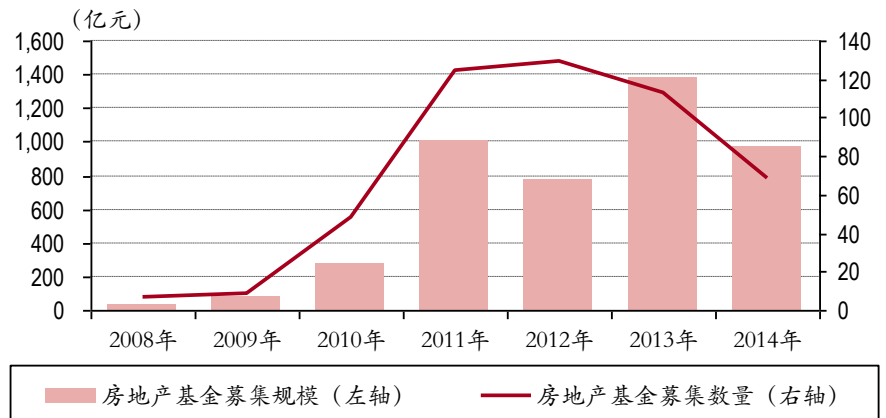
图表 27. 房地产相关证券和 REITs 的特点比较

证券类别	特点
房地产股票	投资具备较高成长性，但现金流风险和市场风险均较高。
房地产债券	固定收益回报稳定，但债权仅锁定保底收益，缺少增值空间。
房地产私募基金	收益和风险均较高，有最低出资规模要求，通常缺乏流动性。
REITs	高分红率稳定现金流，高流动性可享受物业升值带来的股权增值。

资料来源：中银国际证券

国内房地产基金自 2008 年起步，2010-2011 年实现爆发式增长。随着楼市需求爆发，房地产基金行业规模不断扩大，投资管理机构也更专业化。截至 2014 年底，人民币房地产基金市场拥有 167 家专业的基金管理机构，507 支房地产私募基金，管理资金总规模超过 4,500 亿元人民币。

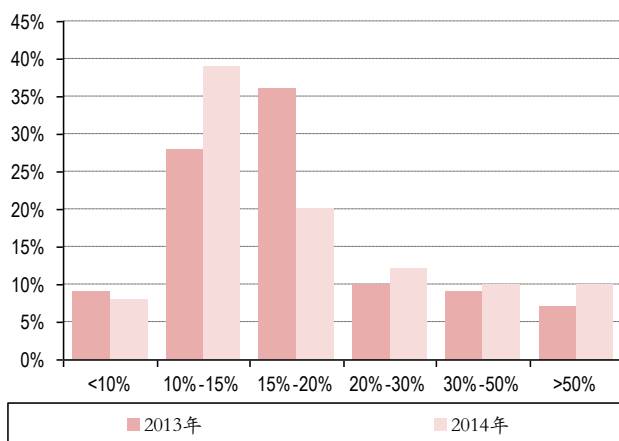
图表 28. 2008-2014 年国内新增人民币房地产基金募集情况



资料来源：诺承投资，投中集团，中银国际证券

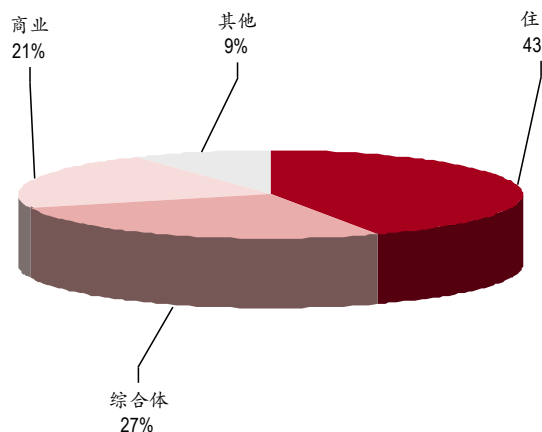
从回报率来看，2014 年受到楼市低迷影响，国内房地产基金行业的收益率整体出现明显下滑，约 40% 的基金退出收益在 10%-15% 区间，约 20% 的基金退出收益在 15%-20% 区间。目前，房地产私募基金仍以债权类为主，而股权投资的比例开始上升，希望以与开发商共担风险和收益的方式提供融资。

图表 29. 2013-2014 年国内房地产基金退出收益率占比



资料来源：诺承投资，投中集团，中银国际证券

图表 30. 国内房地产基金投资方式占比



资料来源：诺承投资，投中集团，中银国际证券

从基金类型来看，占比较高的传统住宅地产开发基金的规模也开始减少，主要由于住宅开发市场投资风险加剧，投资回报率逐渐降低。与此同时，综合体、商业地产和其他类型如物流地产、产业地产等物业持有型基金开始逐步发展。随着苏宁、万科等上市企业纷纷试水推出类 REITs 产品，房地产金融产业政策积极推进，以持有型商业物业为基础资产的房地产基金正逐渐兴起。

图表 31. 去年以来国内推出的几款类 REITs 产品

名称	证券代码	基础资产	起购规模 (万元)	发行规模 (亿元)	预期收益率
中信启航	119053.CH	北京、深圳两地	500 (优先)	36.50 (优先)	7% (优先)
	119401.CH	中信证券大厦	3000 (次级)	15.60 (次级)	12%-42% (次级)
苏宁云创	119402.CH	北京、成都、重庆等地	100 (A 级)	20.85 (A 级)	6.17% (A 级)
	119403.CH	11 家门店资产	100 (B 级)	23.10 (B 级)	浮动 (B 级)
鹏华前海万科	160641.CH	50%投资于前海万科公馆, 50%投资于债券等资产	10	30	7%-8%

资料来源：公司公告，中银国际证券

国内房地产基金受到政策限制，基本属于私募性质。而从海外成熟市场来看，REITs 的推出极大丰富了存量房地产项目的退出渠道，也成为二级市场中重要的投资产品之一。随着国内房地产金融和 REITs 政策的持续推进，大规模的存量物业资产有望通过公募市场实现变现，也将对国内房地产资产管理的产生巨大的需求。

图表 32. 中国 REITs 相关政策文件

时间	相关部门	相关文件	相关内容
2014-5-16	证监会	《关于进一步推进证券经营机构创新发展的意见》	研究建立房地产投资信托基金 (REITs) 的制度体系及相应的产品运作模式和方案。
2014-9-30	央行	《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》	支持房地产开发企业的合理融资需求,积极稳妥开展房地产投资信托基金(REITs)试点。
2015-1-14	住建部	《关于加快培育和发展住房租赁市场的指导意见》	积极推进房地产投资信托基金 (REITs) 试点。通过发行 REITs 可充分利用社会资金进入租赁市场,多渠道增加住房租赁房源供应。

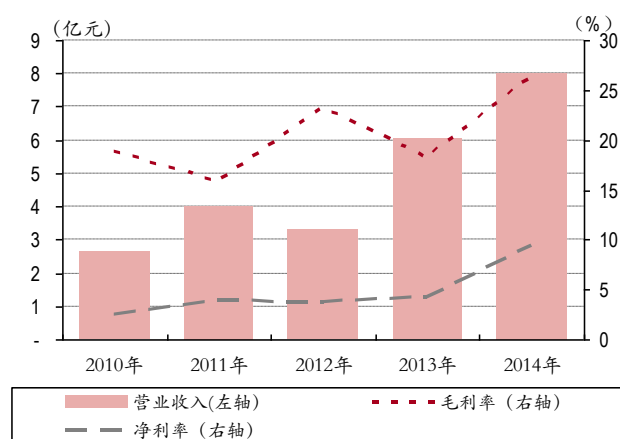
资料来源：证监会、央行、住建部，中银国际证券

财务分析

地产结算增多、昆吾九鼎并表，公司业绩将得到全面提升

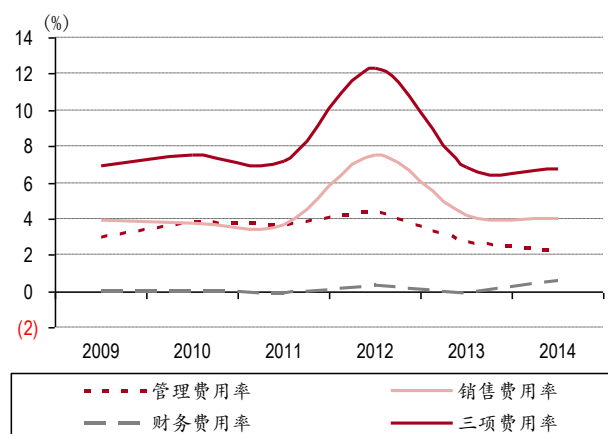
公司的主营业务为房地产开发和租赁，2015年1-9月，公司营业收入为3.72亿元，同比下降5%，主要由于结算原因。全年因公司“紫金城”项目三期住宅结算达到会计收入确认条件及车位销售较去年同期有大幅增长，同时考虑到昆吾九鼎投资管理有限公司置入公司后，公司业绩将得到全面提升。

图表 33. 2010-2014 公司营业收入和利润率



资料来源：万得数据、中银国际证券

图表 34. 2010-2014 公司三项费用率

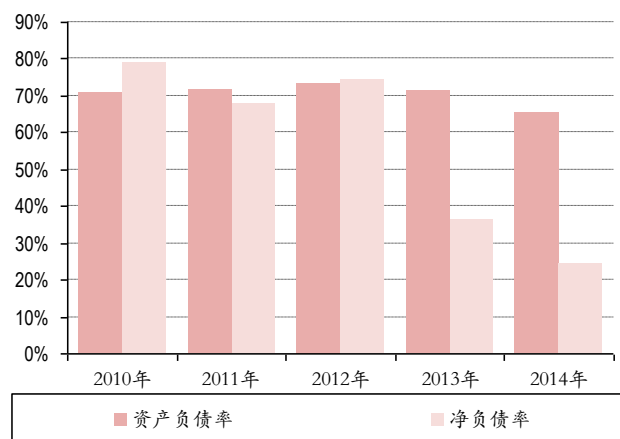


资料来源：万得数据、中银国际证券

负债率较低，现金流入稳定增长

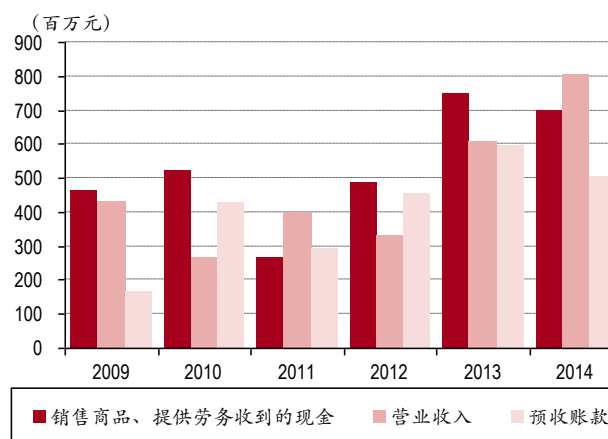
截至2015年9月30日，公司资产负债率为67.7%，净负债率为1.6%，低于行业平均水平。2015年1-9月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为5.75亿元，同比增长11.2%，9月末公司预收账款达到7.1亿元，较年初增长40.7%，可保障全年的结算业绩。

图表 35. 2010-2014 公司资产负债率



资料来源：万得数据、中银国际证券

图表 36. 2010-2014 公司现金流、营收和预收款情况



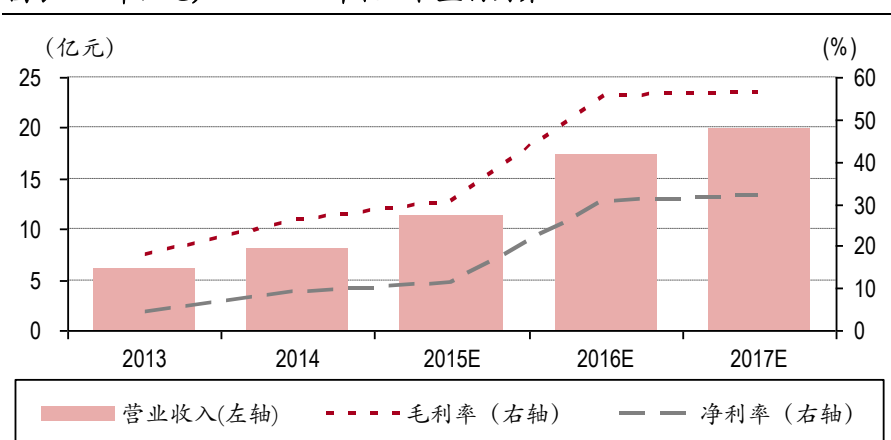
资料来源：万得数据、中银国际证券

盈利预测及投资建议

盈利预测：昆吾九鼎置入后，业绩有望全面提升

2015 年，因公司“紫金城”项目三期住宅结算达到会计收入确认条件及车位销售较去年同期有大幅增长，同时考虑到昆吾九鼎 12 月能实现并表，预计全年净利润较上年同期将大幅上升。未来昆吾九鼎置入上市公司后，公司房地产和私募股权投资双主业运行，业绩有望得到全面提升。假设明年定增方案顺利实施，我们预测公司 2015-17 年收入增速分别为 41%、53%、15%，按定增摊薄后股本计算，预测 2014-16 年每股收益分别为 0.29 元、0.32 元、0.39 元。

图表 37. 中江地产 2015-17 年收入和盈利测算



资料来源：公司数据，中银国际证券

股东结构和市值分析：流通市值小，几乎无机构投资者参与

九鼎投资通过全资收购中江集团入驻中江地产后，九鼎占上市公司的股权比例高达 72.37%，因而其实际流动股本占比仅为 27.63%。截至 2015 年 11 月 27 日，公司的市值为 179 亿，大股东中江集团占比市值为 118 亿，实际流通市值仅为 49 亿元。从 2015 年三季报公布的前十大流通股东列表来看，仅有 4 个机构投资者参与其中，并且主要为私募和被动量化基金，更值得注意的是其合计持股比例仅为 0.95%，因而机构持股对应市值仅为 1.7 亿元。

图表 38. 2015 年 9 月 30 日中江地产前十大（流通）股东

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	江西中江集团有限责任公司	313,737,309	72.3700
2	崔楠	3,381,894	0.7800
3	杨杉	2,043,318	0.4700
4	中国对外经济贸易信托有限公司-外贸信托·汇富 176 号结构化证券投资集合资金信托	1,150,000	0.2700
5	中诚信托有限责任公司	1,111,696	0.2600
6	王学成	1,013,835	0.2300
7	中国光大银行股份有限公司-光大保德信量化核心证券投资基金	949,070	0.2200
8	曹洪涛	907,900	0.2100
9	华润深国投信托有限公司-福祥开放式新股申购 4 号信托	851,444	0.2000
10	朱洪生	830,800	0.1900
	合计	325,977,266	75.2

资料来源：万得数据，中银国际证券

估值和投资建议：创投概念第一标的，首次覆盖给予买入评级

截至 2015 年 5 月，昆吾九鼎的基金认缴规模达到 332 亿元，我们估计 2015 年底规模将达到约 350 亿元，其中年费基金认缴规模约 200 亿元，目前平均自有资金投资比例为 15%；此外，公司将以定增募集资金向昆吾九鼎进行增资，规划新增基金管理规模 300 亿元，公司投资比例为 30%；通过小巨人计划输出品牌，新增基金管理规模 180 亿元，权益基金管理规模 126 亿元（180*70%），公司投资比例为 17%（GP:10%*70%，LP:10%），公司未来合计权益基金管理规模将达到 776 亿元，其中年费基金规模占 626 亿元。

根据 780 亿的权益基金规模和存量基金 33%和增量基金 20%的 IRR 计算，基金合计产生 260 亿元的年化投资回报。根据 2%的基金年费、20%报酬费率和各部分资金投资比例计算，预测公司未来每年的权益基金管理费收入 12.5 亿元（580*2%）、权益项目管理报酬（（200*85%+300*70%+180*82%）*33%*20%）、权益投资收益（（200*15%+300*30%+180*18%）*33%）以及投资顾问费等，合计收入将达到 84 亿元。按目前 45%的净利率计算，预测公司未来每年净利润将达到 40 亿元。

图表 39. 昆吾九鼎基金在管项目情况

	现有规模	新增规模	“小巨人”	合计
基金认购规模（亿元）	350	300	180	830
GP 出资比例（亿元）	100%	100%	70%	
权益基金认购规模（亿元）	350	300	126	776
管理费收入（亿元）	4.0*	6.0	3.6	13.6
权益管理费收入（亿元）	4.0	6.0	2.5	12.5
IRR（%）	33%	20%	20%	
年化投资收益（亿元）	115.5	60.0	36.0	211.5
自身投资比例（%）	15%	30%	17%	
项目管理报酬（亿元）	19.6	8.4	6.0	34.0
权益项目管理报酬（亿元）	19.6	8.4	4.2	32.2
投资收益（亿元）	17.3	18.0	4.3	39.6
合计收入（亿元）	41.0	32.4	11.0	84.3

资料来源：公司公告，中银国际证券

注：现有 350 亿基金规模中约 150 亿为项目基金，以投资额一次性收取 3%的年费，目前已基本收取完毕；200 亿为年费基金，以基金认购规模收取 2%的年费，后续成立的基金均为年费基金。

由于目前 A 股缺乏可比的私募股权投资管理上市公司，我们参考全球最大的私募股权和另类资产管理公司——黑石集团，黑石目前的市值规模近 1,300 亿元，2014 年实现净利润 96 亿元。在新三板上市的九鼎投资目前估值超过 1,000 亿元，而九鼎投资的私募股权投资业务主要通过昆吾九鼎实施。

在我国构建多层次资本市场和“大众创业、万众创新”的时代背景下，我们认为九鼎投资是国内 PE 行业的龙头企业，有望最大程度受益国内行业规模的增长和市场份额的上升，综合考虑公司未来 780 亿的权益基金的管理规模、房地产基金业务的潜在空间和 A 股稀缺品种的特点，参考海内外可比上市公司估值，我们给予中江地产定增扩股后 800 亿的目标市值，合 49.00 元/股，相当于 152 倍 2016 年市盈率和 6 倍 2016 年市净率，首次覆盖给予买入评级。

图表 40. 国内新三板私募股权基金管理公司市值和财务情况

公司简称	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)	基金认购金 额 (亿元)	基金实缴金 额 (亿元)	IRR (%)	总市值/基金认 购金额(倍)
九鼎投资	1,025	3.5	310	214	30	3.3
中科招商	499	3.6	607	274	22	0.8
硅谷天堂	444	1.4	94	86	29	4.7
同创伟业	114	0.4	113	81	28	1.0

资料来源：万得数据，公司公告，中银国际证券，数据截至 2015 年 11 月 27 日

图表 41. 国内 A 股创投类上市公司 2014 年财务和估值情况

公司简称	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)	净资产 (亿元)	市盈率 (倍)	市净率 (倍)
鲁信创投	302	3.0	32.8	67.6	9.0
中航资本	598	18.1	134.5	25.5	4.4

资料来源：万得数据，公司公告，中银国际证券，数据截至 2015 年 11 月 27 日

图表 42. 美国私募股权投资及资产管理类企业市值和财务情况

证券简称	证券代码	总市值 (亿人民币)	2014 年净利润 (亿人民币)
黑石集团	BX.N	1,194	97
KKR	KKR.N	474	42
凯雷集团	CG.O	79	7

资料来源：万得数据，中银国际证券，数据截至 2015 年 11 月 27 日

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	605	803	1,130	1,726	1,988
销售成本	(531)	(639)	(866)	(883)	(995)
经营费用	(35)	(43)	(75)	(118)	(135)
息税折旧前利润	39	121	190	724	858
折旧及摊销	(7)	(7)	(6)	(6)	(8)
经营利润(息税前利润)	32	114	183	718	850
净利息收入/(费用)	3	(3)	(11)	(34)	(40)
其他收益/(损失)	2	(5)	(3)	16	37
税前利润	35	105	170	701	847
所得税	(9)	(29)	(42)	(175)	(211)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	26	76	127	526	636
核心净利润	26	76	127	526	636
每股收益(人民币)	0.060	0.176	0.294	0.322	0.389
核心每股收益(人民币)	0.060	0.176	0.294	0.322	0.389
每股股息(人民币)	0.020	0.060	0.101	0.111	0.134
收入增长(%)	83	33	41	53	15
息税前利润增长(%)	86	257	60	292	18
息税折旧前利润增长(%)	68	211	57	282	18
每股收益增长(%)	86	192	67	9	21
核心每股收益增长(%)	86	192	67	9	21

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	35	105	170	701	847
折旧与摊销	7	7	6	6	8
净利息费用	(1)	4	11	34	40
运营资本变动	420	236	(440)	(1,297)	(432)
税金	(9)	(29)	(42)	(175)	(211)
其他经营现金流	(1)	4	2	(16)	(40)
经营活动产生的现金流	451	327	(293)	(748)	211
购买固定资产净值	(2)	(0)	0	0	0
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(0)	(0)	30	5,999	5,395
投资活动产生的现金流	(2)	(0)	30	5,999	5,395
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(248)	(122)	321	994	(1,469)
支付股息	(56)	(34)	(44)	(181)	(218)
其他融资现金流	(99)	(209)	30	5,999	5,395
融资活动产生的现金流	(403)	(365)	306	6,813	3,707
现金变动	45	(38)	43	12,064	9,314
期初现金	82	128	87	122	12,186
公司自由现金流	449	326	(263)	5,252	5,606
权益自由现金流	201	204	57	6,246	4,137

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	128	87	122	12,186	21,501
应收帐款	13	16	23	35	41
库存	2,471	2,210	3,110	4,748	5,469
其他流动资产	60	55	4	4	5
流动资产总计	2,672	2,368	3,260	16,974	27,015
固定资产	36	33	40	46	52
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	118	117	101	85	85
长期资产总计	156	151	140	131	137
总资产	2,828	2,519	3,400	17,105	27,153
应付帐款	1,027	814	1,077	1,057	1,186
短期债务	172	300	621	1,615	146
其他流动负债	562	522	734	1,121	1,291
流动负债总计	1,761	1,636	2,432	3,792	2,623
长期借款	250	0	0	0	0
其他长期负债	7	6	8	8	9
股本	434	434	434	1,634	1,634
储备	376	443	527	11,672	22,887
股东权益	810	877	961	13,305	24,521
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	2,828	2,519	3,400	17,105	27,153
每股帐面价值(人民币)	1.87	2.02	2.22	8.15	15.01
每股有形资产(人民币)	1.87	2.02	2.22	8.15	15.00
每股净负债/(现金)(人民币)	0.68	0.49	1.15	(6.47)	(13.07)

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	6.4	15.1	16.8	42.0	43.2
息税前利润率(%)	5.3	14.2	16.2	41.6	42.7
税前利润率(%)	5.8	13.1	15.0	40.6	42.6
净利率(%)	4.3	9.5	11.3	30.5	32.0
流动性					
流动比率(倍)	1.5	1.4	1.3	4.5	10.3
利息覆盖率(倍)	78.3	24.0	17.0	21.4	21.4
净权益负债率(%)	36.3	24.3	51.9	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.1	0.1	0.1	3.2	8.2
估值					
市盈率(倍)	685.7	234.6	140.3	128.2	106.0
核心业务市盈率(倍)	685.7	234.6	140.3	128.2	106.0
目标价对应核心业务市盈率(倍)	814.5	278.7	166.7	152.3	125.9
市净率(倍)	22.1	20.4	18.6	5.1	2.7
价格/现金流(倍)	39.7	54.8	(61.1)	(90.1)	318.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	467.5	149.5	97.0	10.1	(4.0)
周转率					
存货周转天数	1,759.9	1,336.2	1,121.8	1,623.4	1,874.5
应收帐款周转天数	7.4	6.6	6.4	6.2	7.0
应付帐款周转天数	629.0	418.4	305.3	225.6	206.0
回报率					
股息支付率(%)	44.9	47.0	45.9	45.9	45.7
净资产收益率(%)	3.3	9.0	13.9	7.4	3.4
资产收益率(%)	0.8	3.1	4.6	5.3	2.9
已运用资本收益率(%)	2.5	9.6	13.3	8.7	4.3

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

中江地产(600053.CH/人民币 41.25, 买入)

九鼎投资(430719.CH/人民币 18.63, 未有评级)

中科招商(832168.CH/人民币 16.97, 未有评级)

以2015年11月27日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371