

评级：买入 首次评级

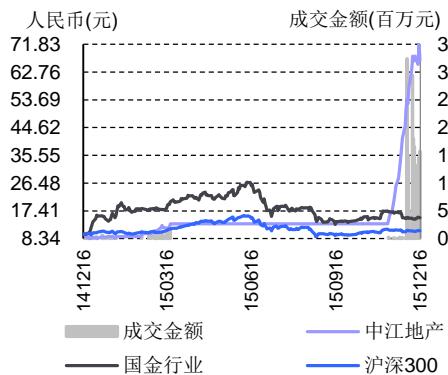
公司研究

市场价格（人民币）：66.60元
 目标价格（人民币）：80.80-80.80元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A股(百万股)	433.54
总市值(百万元)	28,873.82
年内股价最高最低(元)	71.83/8.34
沪深 300 指数	3685.44
上证指数	3516.19

**公司基本情况(人民币)**

项目	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.06	0.17	1.11	0.93	2.48
每股净资产(元)	1.9	2.0	4.5	9.5	12.0
市盈率(倍)	1,218	412	65	77	29
市净率(倍)	38.4	35.5	15.9	7.5	6.0
净利润增长率(%)	102.18%	195.4%	535.4%	217.5%	165.6%
净资产收益率(%)	3.2%	8.6%	24.6%	9.8%	20.6%
总股本(百万股)	434	434	434	1,634	1,634

来源：公司年报、国金证券研究所

向世界一流 PE 公司迈进**投资逻辑**

资本市场改革加速推进，PE 行业迎来黄金发展时期。随着“大众创业、万众创新”对于经济发展的推动，我国资本市场改革也加速推进，从 IPO 重启、新三板分层改革、科创板年内落地，到明年上半年注册制和战略新兴板的推出，同时，并购市场的火爆以及国企混改的不断推进，PE 公司“募投退”都大为受益，行业迎来黄金发展时期。

- **九鼎投资旗下 PE 业务实现二级市场上市，影响力将进一步提升。**2015 年 5 月，九鼎投资收购中江集团 100% 股权，从而间接持有中江地产 72.4% 的股权。九鼎投资把旗下 PE 业务昆吾九鼎注入中江地产，同时，中江向九鼎及其子公司等增发不超过 12 亿股，募集 120 亿元，用于自有资金投资及发展小巨人计划。昆吾九鼎实现在二级市场上市，影响力将进一步提升。
- **昆吾九鼎是国内 PE 行业龙头，公司将向世界一流 PE 公司迈进。**昆吾九鼎在 2009-2015 年连续 7 年获得中国 PE 投资机构十强，其中 3 年获得第一名，公司是国内 PE 行业龙头。公司具有强大的成长性、丰富的投资经验、及良好的投资回报，登陆二级市场后，公司融资和投资能力都将大为提升，公司将真正向世界一流 PE 公司迈进。
- **九鼎投资旗下业务众多，业务协同发展将有效提升公司竞争力。**挂牌后九鼎投资资本实力迅速增强，开始向全球性综合金融集团发展，业务领域从单一 PE 投资已扩展到证券、公募基金、个人风险投资、互联网金融、保险等领域，未来还将延伸至银行领域，各业务协同性不断增强，未来将对于公司竞争力的提升产生有力支持。
- **公司目前是二级市场上最为纯正的创投股，具有一定稀缺性，增发完成后，九鼎投资持股占比达到 90%，持股高度集中，流通股份较少。**

投资建议

- 公司具有强大的成长性、丰富的投资经验、及良好的投资回报；随着九鼎金融集团的建设，对于公司业务发展将形成有力支持；登陆二级市场后，公司品牌影响力将大为增强，同时，公司作为投资标的流通股份较少，具有一定稀缺性。综合考虑公司管理规模和自有资金发展，预计增发后合理市值约为 1320 亿元，对应目标价 80.8 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险

- 基金投资收益受股票市场波动及政策变化影响；人才流失导致竞争力下降。

徐飞

 分析师 SAC 执业编号：S1130515110001
 xufei@ gjzq.com.cn

内容目录

1、九鼎投资入主中江地产，注入旗下 PE 业务	4
1.1、九鼎投资入主中江地产	4
1.2、昆吾九鼎注入中江地产，登陆 A 股市场	4
1.3、同步增发募集 120 亿，增发后九鼎投资实际持股占比 90%.....	4
2、九鼎投资，从创投龙头到金融控股集团的华丽转型	5
2.1、九鼎投资发展迅猛，挂牌后资本实力迅速增强.....	5
2.2、九鼎投资股权稳定，管理团队勇于创新，具有强大执行力	6
2.3、创投龙头转型金融控股集团，业务协同效应不断增强.....	7
2.4、九鼎投资业绩不断提升，收入来源逐步多元化.....	8
3、我国 PE 行业处于发展黄金期，行业发展空间广阔	9
3.1、PE 行业发展空间广阔.....	9
3.2、“大众创业、万众创新”，需要发展 PE 行业.....	10
3.3、近年来 PE 行业发展迅速	10
3.4、注册制、战新板等利好政策即将落地，行业将迎来黄金发展时代	11
3.5、大力发展并购重组，推动 PE 行业发展	12
4、昆吾九鼎为我国 PE 行业龙头，将向世界一流迈进	13
4.1、昆吾九鼎为我国 PE 行业龙头.....	13
4.2、昆吾九鼎商业模式和盈利模式.....	13
4.3、昆吾九鼎经营业绩大幅提升.....	15
4.4、管理基金规模持续增长、退出项目 IRR 保持行业较高水平.....	16
4.5、增发完成后，基金管理规模将迅速提升，贡献更多收益	18
4.6、“小巨人”计划，凝聚更多专家人才，打造合伙制创投平台	18
5、公司原有房地产业务将打造全产业链投资	19
6、公司盈利预测与估值	20
7、风险提示	21

图表目录

图表 1：收购后中江地产股权结构.....	4
图表 2：公司非公开发行募集资金投向（亿元）	5
图表 3：公司增发完成后股权结构.....	5
图表 4：九鼎投资股权结构.....	6
图表 5：九鼎投资前十大股东（截至 2015 年 11 月 5 日）	7
图表 6：创投龙头转型金融控股集团	8
图表 7：九鼎投资金融业务布局	8
图表 8：九鼎投资营业收入情况（亿元、%）	9
图表 9：九鼎投资归母净利润情况（百万元、%）	9
图表 10：九鼎投资业务结构.....	9

图表 11: 中美私募股权基金行业比较 (只, 亿美元)	10
图表 12: 中国私募股权基金募资情况 (亿美元、支)	11
图表 13: 中国私募股权基金投资情况 (亿美元、例)	11
图表 14: 2015 年前三季度退出方式分布 (笔, %)	12
图表 15: 中国并购市场发展情况 (亿美元、笔)	12
图表 16: 2010-2015 年中国私募股权投资机构前十强	13
图表 17: 昆吾九鼎项目融资、投资、管理阶段	14
图表 18: 昆吾九鼎项目退出阶段	14
图表 19: 昆吾九鼎盈利模式.....	15
图表 20: 昆吾九鼎营收和净利润情况 (亿元)	15
图表 21: 昆吾九鼎资产情况 (亿元)	16
图表 22: 昆吾九鼎营收结构 (%)	16
图表 23: 昆吾九鼎管理基金规模 (亿元)	17
图表 24: 昆吾九鼎投资情况 (亿元、个)	17
图表 25: 昆吾九鼎在管项目情况	18
图表 26: 新三板挂牌 PE 企业比较	18
图表 27: “小巨人”合作模式.....	19
图表 28: 营业收入及增速 (亿元、%)	19
图表 29: 公司归母净利润及增速 (万元、%)	19
图表 30: 昆吾九鼎管理基金情况	20
图表 31: 资产负债表预测	21
图表 32: 利润表预测	22

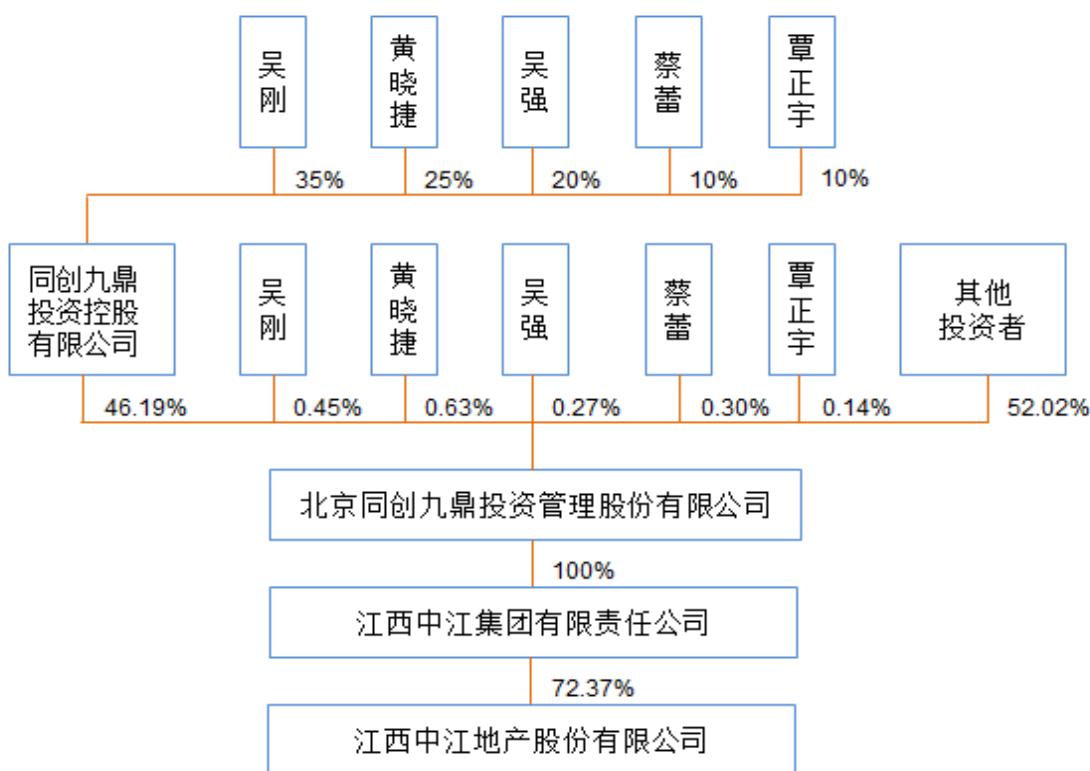
1、九鼎投资入主中江地产，注入旗下 PE 业务

1.1、九鼎投资入主中江地产

2015年5月15日，北京同创九鼎投资管理股份有限公司通过电子竞价方式，竞得江西中江集团有限责任公司100%股权，中江集团为中江地产控股股东，持有股份72.37%。九鼎投资通过全资收购中江集团，间接控制中江地产，中江地产实际控制人变更为九鼎投资实际控制人吴刚、黄晓捷、吴强、蔡蕾和覃正宇。

2015年12月3日，公司发布公告，公司名称将由“江西中江地产股份有限公司”变更为“昆吾九鼎投资控股股份有限公司”，经营范围将增加“投资管理、投资咨询”。

图表 1：收购后中江地产股权结构



来源：公司公告、国金证券研究所

1.2、昆吾九鼎注入中江地产，登陆A股市场

2015年9月23日，中江地产与九鼎投资及其全资子公司拉萨昆吾签署《现金购买资产协议》，公司支付现金9.1亿元，收购九鼎投资持有昆吾九鼎99.2%股权及拉萨昆吾持有昆吾九鼎0.8%股权。

昆吾九鼎为九鼎投资旗下私募股权投资管理业务平台，本次交易前，九鼎投资将旗下私募股权投资业务全部并入昆吾九鼎，并剥离昆吾九鼎的非私募股权投资业务。

12月1日，公司与九鼎投资和拉萨昆吾已完成收购标的过户，昆吾九鼎成为中江地产全资子公司，实现在二级市场上市，私募股权投资管理业务将成为中江地产主要业务。

1.3、同步增发募集 120 亿，增发后九鼎投资实际持股占比 90%

2015年9月23日，公司同时公布非公开发行股票预案，拟以10元/股向九鼎投资、拉萨昆吾和天风证券中江定增1号发行不超过12亿股，锁定期3年，

认购对象均以现金方式认购。其中，九鼎投资拟认购股份数量不超过 6.2 亿股，拉萨昆吾不超过 5.4 亿股，天风证券中江定增 1 号不超过 4,355.1 万股。

此次募集金额不超过 120 亿元，其中 90 亿将用于基金份额出资、30 亿用于“小巨人”计划。

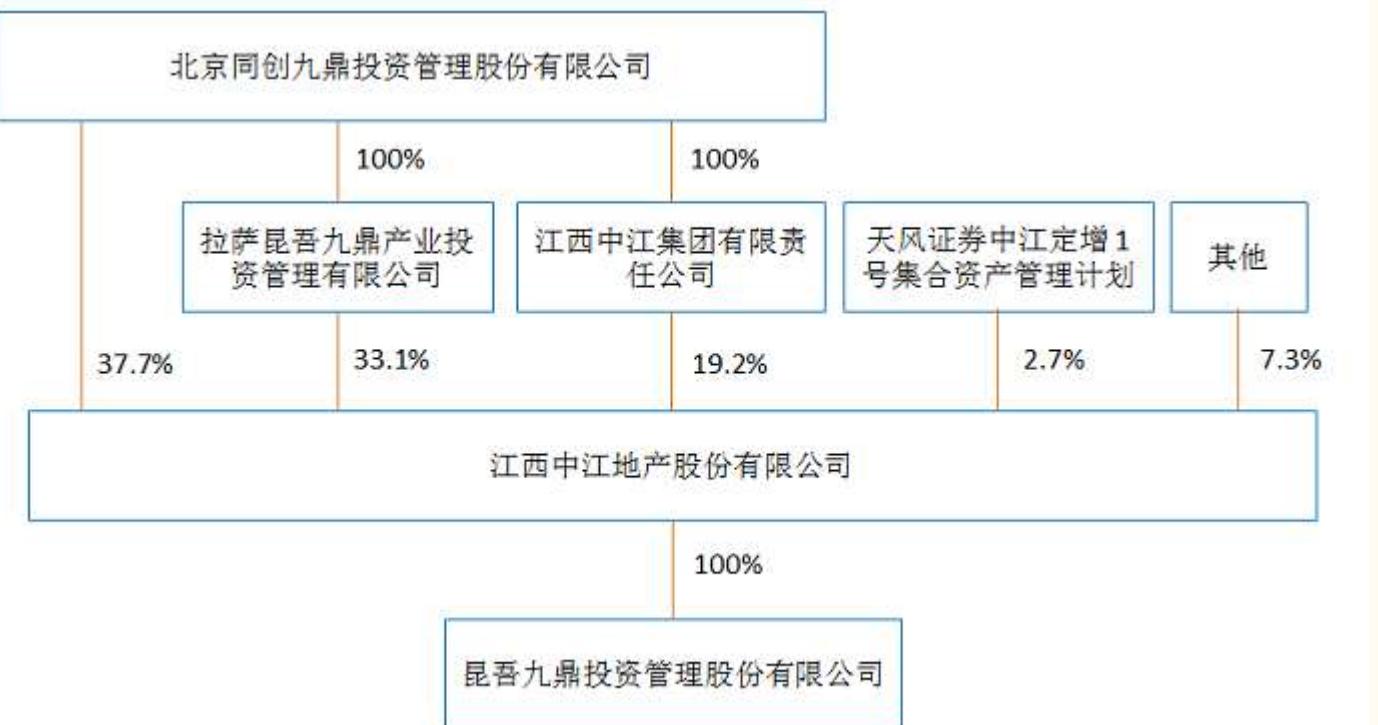
图表 2：公司非公开发行募集资金投向（亿元）

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

来源：公司公告、国金证券研究所

本次增发完成后，九鼎投资将直接持有公司不超过 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不超过 33.1% 的股权，合计持股占比达到 90%，持股比例高度集中，成为公司控股股东。

图表 3：公司增发完成后股权结构



来源：公司公告、国金证券研究所

2、九鼎投资，从创投龙头到金融控股集团的华丽转型

2.1、九鼎投资发展迅猛，挂牌后资本实力迅速增强

九鼎投资原名北京昆吾九鼎投资控股有限公司，成立于 2010 年 12 月，由吴刚、黄晓捷、吴强、覃正宇、蔡蕾、赵忠义六人出资 1,000 万元共同设立。2011 年 2 月，通过股权转让，九鼎投资成为昆吾九鼎大股东，昆吾九鼎即昆吾九鼎投资管理有限公司，成立于 2007 年 7 月，为九鼎投资注入中江地产的旗下公司。

九鼎投资 2013 年改制为股份有限公司，同年即进行增资，2014 年 4 月挂牌新三板，挂牌后通过四次再融资，两次增股，迅速做大做强资本实力，并改善流动性。净资产从挂牌前 9,225 万元，迅速增长为当前的 250 亿元，公司 2015 年 11 月启动的第四次定增完成后，净资产预计将超过 305 亿元。

九鼎投资发展迅猛，2013 年 12 月改制为股份有限公司，注册资本金 1,000 万元。同月进行第一次增资，注册资本增至 1,250 万元。

2014年4月，九鼎投资在新三板挂牌。同月实行第一次定增，以每股610元向钱国荣、张宏等138名股东发行股份579.8万股，公司注册资本增至1,829.8万元，市值达111.6亿元。

2014年5月，公司进行第一次资本公积金转增股本，每10股增1,903股，注册资本增至35.0亿元，改善公司流动性。

2014年7月，公司实行第二次定增，以每股3.92元发行5.7亿股，注册资本增至40.7亿元，市值增加至159.5亿元，资本实力增强。

2015年4月，公司再次资本公积金转增股本，每10股增2.27股，注册资本增至50.0亿元，流动性进一步改善。

2015年8月，公司实行第三次定增，以每股20元发行5亿股，融资100亿元，注册资本达到55亿元，净资产增加至250亿元，公司持有大量现金，资本实力大为增强，增发后市值超过1,000亿元。

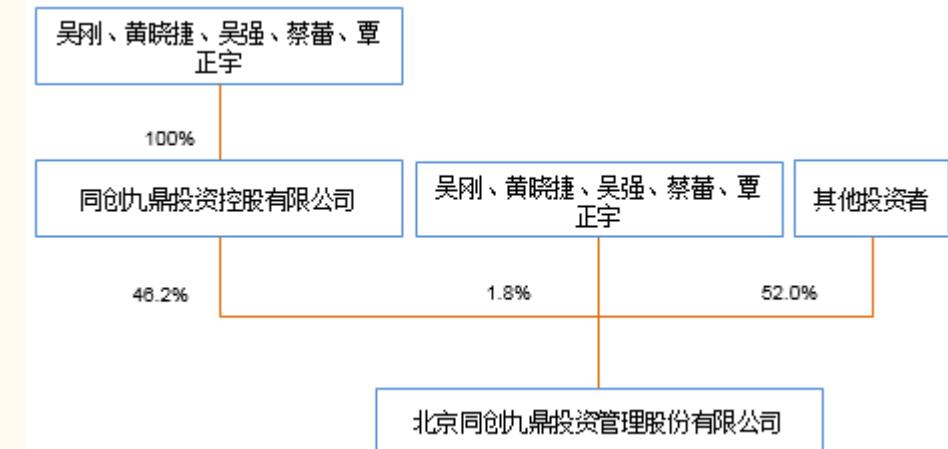
2015年11月，公司启动第四次定增，拟以每股22元发行2.5亿股，募集55亿元，股东大会已审议通过，此次增发完成后，公司资本实力将进一步提升，预计将于2016年初完成发行。

2.2、九鼎投资股权稳定，管理团队勇于创新，具有强大执行力

九鼎投资控股股东为同创九鼎投资控股有限公司，持有46.2%的股权，实际控制人为吴刚、黄晓捷、吴强、蔡蕾、覃正宇，五位合伙人为公司共同控制人，合计持有九鼎投资47.98%的股权，公司股权稳定。

公司管理团队勇于创新，具有强烈的进取心和强大执行力，拥有丰富的投资经验，通过不断创新商业模式，整合商业资源，专业化分工合作，配合强大执行力，实现公司飞速发展。截至2015年5月31日，昆吾九鼎累计投资241个项目，其中退出项目42个，未出现退出价格低于投资成本的项目。

图表4：九鼎投资股权结构



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 5：九鼎投资前十大股东（截至 2015 年 11 月 5 日）

序号	股东名称	持股数（百万股）	持股比例(%)
1	同创九鼎投资控股有限公司	2,540.2	46.2%
2	朱莉芝	122.7	2.2%
3	重庆信托九鼎共赢 2 号	100.0	1.8%
4	西部恒盈招商快鹿 1 号	100.0	1.8%
5	钱国荣	88.0	1.6%
6	冯源	69.9	1.3%
7	新华基金汇金新三板 1 号	54.5	1.0%
8	九泰基金九鼎定增分级 8 号	49.0	0.9%
9	刘清瑜	48.7	0.9%
10	张立平	48.6	0.9%
合计		3,221.7	58.6%

来源：wind、国金证券研究所

2.3、创投龙头转型金融控股集团，业务协同效应不断增强

公司挂牌后，战略发展已不仅止于私募股权投资业务，开始向全球性综合金融控股集团迈进，业务领域从单一私募股权投资迅速扩展至证券经营、公募基金、个人风险投资、互联网金融、劣后投资、保险等领域，未来还将延伸至银行领域。随着公司各金融板块的构建，各板块业务协同效应不断增强，将对中江地产未来 PE 业务快速发展形成有力支持。

九鼎投资目前旗下有 13 家一级子公司，涵盖七大业务板块，分别为私募股权投资管理业务，主要为昆吾九鼎；证券公司业务，主要为九州证券；公募基金管理业务，主要为九泰基金；保险公司业务，主要为富通、中捷、众惠等；商业银行业务，目前在筹建中；个人风险投资业务，主要为黑马投资；互联网金融业务，主要为九信投资等。

昆吾九鼎为公司 PE 投资业务平台，也是公司起家发展的主要业务，于 2007 年 7 月设立，管理基金超过 300 亿元，投资企业超过 200 家，员工超过 300 人。

九州证券于 2015 年 1 月完成收购，是我国第一家民营 PE 系证券公司，九州证券在收购后发展迅速，不到一年时间，已经拥有证券全业务牌照，并建立 35 家分支机构，覆盖全国除西藏外所有省区市，九州证券发展目标是要在 3-5 年内成为国内一流的证券公司。

九泰基金于 2014 年 7 月设立，也是我国第一家民营 PE 系公募基金管理公司，目前员工人数超过 200 人，预计年内基金规模将超过 100 亿元。九泰基金发展目标是 5 年内成为中国最具竞争力的公募基金管理公司。

保险业务未来将是公司最核心的业务之一，公司已完成收购中捷保险经纪公司，参股众惠保险公司，并拟牵头设立一家寿险公司，目前在筹划中。2015 年 8 月，公司签约收购香港最大的保险公司之一富通香港，收购价格 107 亿港元，富通香港净资产 85 亿港元，总资产约 400 亿港元，预计 2016 年上半年完成收购审批和交割。收购富通香港，可以为公司海外投资提供资金支持，实现国内外投资协调发展。

银行业务方面，公司拟牵头设立一家银行，目前在筹备中。

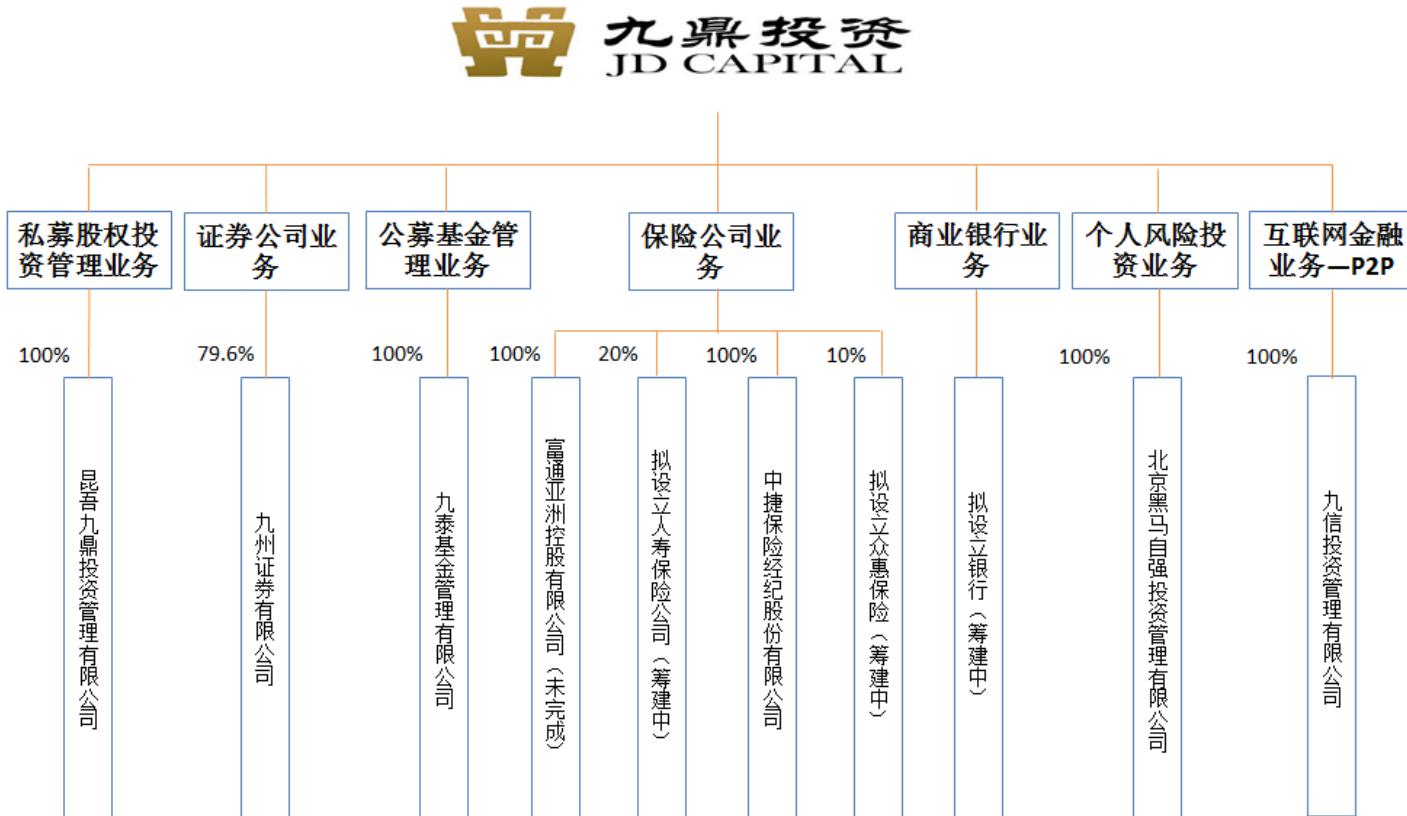
黑马自强于 2014 年 9 月设立，是国内第一家个人风险投资公司，主要面向在校大学生。

九信投资于 2015 年 5 月设立，注册资本 20 亿元，是国内注册资本最大的 P2P 平台，目前主要针对九鼎体系的优质客户提供互联网借贷服务，现已通过借贷宝发售产品。

图表 6：创投龙头转型金融控股集团

时间	事件	涉及业务领域
2014年7月	设立九泰基金管理有限公司	公募基金
2014年9月	设立北京黑马自强投资管理有限公司	风险投资，主要针对大学生等个人
2015年1月	增资天源证券，更名为九州证券有限公司	证券业务
2015年4月	拟作为主发起人筹建设立一家民营银行	银行业务
2015年5月	设立九信投资管理有限公司	互联网借贷服务等
2015年5月	拟参与发起设立众惠保险	保险业务
2015年7月	拟与其他6家公司共同出资设立一家人寿保险公司	保险业务
2015年8月	收购中捷保险经纪股份有限公司	保险经纪业务
2015年8月	收购香港最大保险公司之一富通香港	保险业务

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 7：九鼎投资金融业务布局


来源：公司公告、国金证券研究所

2.4、九鼎投资业绩不断提升，收入来源逐步多元化

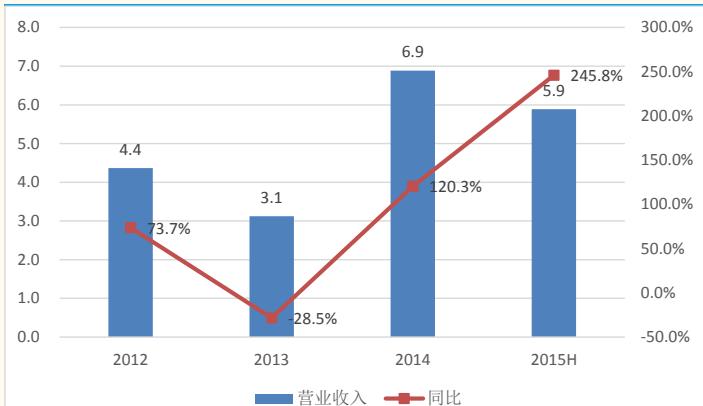
今年上半年，九鼎投资营业收入和归母净利润同比均大幅提升，实现营业收入5.9亿元，同比大增245.8%；实现归母净利润1.9亿元，同比大增304.3%。

公司收入来源逐步多元化，上半年收入贡献主要来自投资管理业务收入、投资收益、手续费及佣金收入和利息收入。投资管理业务收入主要为公司募集资金收取的管理费及投资收益分成，包括管理费收入、项目管理报酬、投资顾问费等；投资收益为公司自有资金投资收益；手续费及佣金收入、利息收入则为新增九州证券业务收入。

上半年，公司实现投资管理业务收入、投资收益、手续费及佣金收入和利息收入分别为3.4、1.4、1.0、0.2亿元，投资管理业务收入、投资收益同比大增

157.4%、250.9%，手续费及佣金和利息收入无同比；投资管理业务收入、投资收益、手续费及佣金收入和利息收入占比分别为 57.3%、23.3%、16.3%、3.1%。手续费及佣金和利息收入占比同比分别提升 16.3、3.1 个百分点，投资管理业务收入占比同比下降 19.7 个百分点，业务结构优化。

图表 8：九鼎投资营业收入情况（亿元、%）



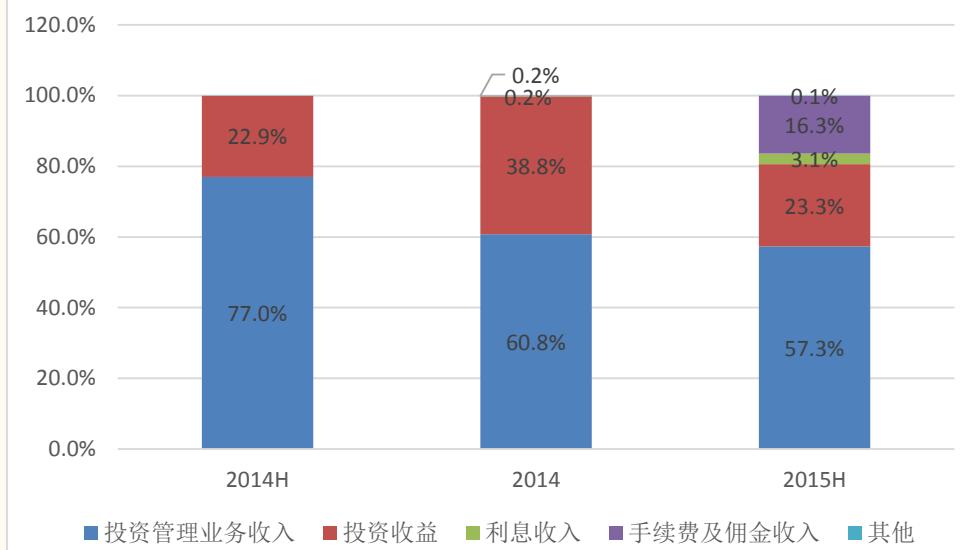
来源：公司年报、国金证券研究所

图表 9：九鼎投资归母净利润情况（百万元、%）



来源：公司年报、国金证券研究所

图表 10：九鼎投资业务结构



来源：公司年报、国金证券研究所

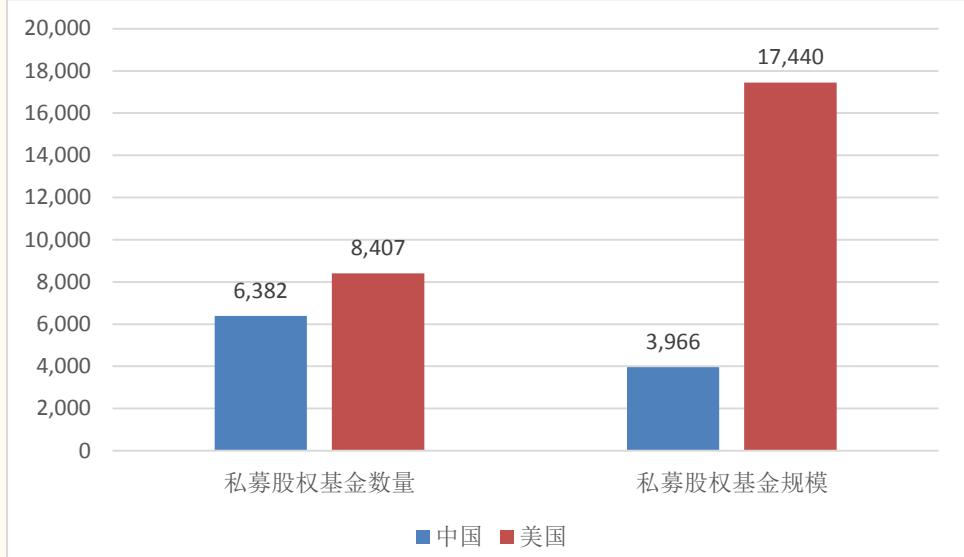
3、我国 PE 行业处于发展黄金期，行业发展空间广阔

3.1、PE 行业发展空间广阔

2014 年底，美国 PE 基金数量达到 8,407 只，PE 行业净资产规模（基金投资组合公允价值+尚未出资部分）达到 1.7 万亿美元，平均规模为 2.1 亿美元。据中国基金业协会统计，截至 2015 年 10 月底，我国已备案私募股权基金 6,382 只，其中部分管理资产规模为零；认缴规模 2.6 万亿元，约 3,966 亿美元，平均规模为 0.6 亿美元。

同时，据 LP 智库统计，美国管理 PE 基金资产超过 20 亿美元的有 209 家，而中国 PE 基金超过 100 亿元（约 16 亿美元）的机构仅 37 家。中国私募股权基金规模与美国存在较大差距，行业发展空间广阔。

图表 11：中美私募股权基金行业比较（只，亿美元）



来源：基金业协会、Chinaventure、国金证券研究所

3.2、“大众创业、万众创新”，需要发展 PE 行业

2014 年 9 月，李克强总理提出“大众创业”、“万众创新”，通过创业创新，推动经济转型升级，国家出台一系列优惠政策支持创业、创新。

2015 年 3 月，国务院办公厅印发《关于发展众创空间推进大众创新创业的指导意见》，意见提出要培育一批天使投资人和创业投资机构，完善创业投资、天使投资退出和流转机制。

同年 6 月，国务院发布《关于大力推进大众创业万众创新若干政策措施的意见》，意见提出要完善创业投资企业享受 70% 应纳税所得额税收抵免政策。

9 月，中办国办印发《深化科技体制改革实施方案》，再次强调金融创新重要的助推作用，提出鼓励和规范天使投资发展，研究扩大促进创业投资企业发展的税收优惠政策。

国家大力支持创业、创新，需要为企业发展创造良好环境，PE 行业能为企业发展提供必要的资金、技术、人员等多方面支持，“大众创业、万众创新”，需要发展 PE 行业。

3.3、近年来 PE 行业发展迅速

在政策支持下，我国 PE 投资近年来发展迅速。根据清科研究中心统计，2015 年前三季度，新募基金数量达到 1,046 支，为 2014 年全年新募基金数量的 2.33 倍；但由于大部分新募 PE 基金规模不大，前三季度共计募集 577.9 亿美元，为 2014 年全年募资额的 91.5%，预计全年增速在 20% 以上。

2015 年前三季度，中国私募股权投资共发生 1,469 例，为 2014 年全年投资数的 1.56 倍；合计投资金额 536.8 亿美元，与 2014 年全年投资水平相当。

图表 12：中国私募股权基金募资情况（亿美元、支）



来源：清科研究中心、国金证券研究所

图表 13：中国私募股权基金投资情况（亿美元、例）



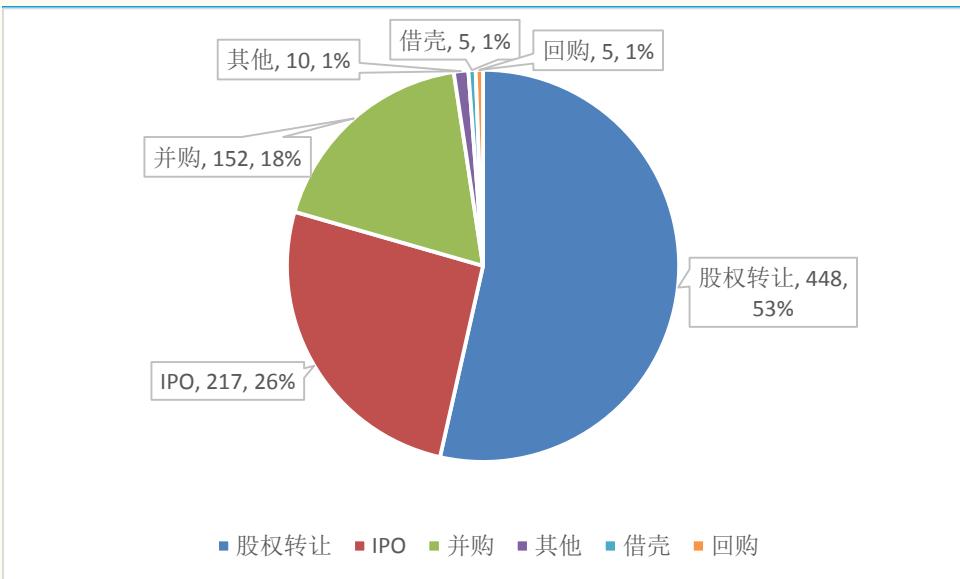
来源：清科研究中心、国金证券研究所

3.4、注册制、战新板等利好政策即将落地，行业将迎来黄金发展时代

随着多层次资本市场体系建设的不断推进，我国 PE 退出渠道不断多元化，由单一 IPO 退出逐渐发展成为 IPO、股权转让、并购、回购、借壳等多样化方式。2015 年前三季度，中国私募股权投资市场发生退出案例共 837 笔，其中通过股权转让方式、IPO、并购方式退出分别为 448、217、152 笔，占比为 53%、26%、18%。

11 月，IPO 再次重启和新三板分层改革落地，为私募股权投资有效退出打开道路，同时，年内上海股交中心科创板的开板，明年上半年注册制和战略新兴板的推出，对于 PE 机构发展是重大利好，行业发展将迎来黄金时代。

图表 14：2015 年前三季度退出方式分布（笔，%）



来源：清科研究中心、国金证券研究所

3.5、大力发展并购重组，推动 PE 行业发展

近年来，国家出台多项政策，积极推动企业并购重组发展，尤其是今年，更是大力推动并购重组，8月31日，证监会、财政部、国资委、银监会联合发布《关于鼓励上市公司兼并重组、现金分红及回购股份的通知》，发文指出，对于上市公司兼并重组，将会简化审批流程、优化定价机制、鼓励支付方式和融资方式创新、鼓励国有控股上市公司加强资源整合及国有资产注入、推动银行贷款和授信支持、支持跨国并购等。

根据市场已披露数据，目前市场上 VC/PE 机构并购退出回报平均约 3 倍，大力发展并购重组，即为 PE 企业提供重要的退出渠道，也将激发出资人的出资热情，有利于 PE 募集资金，PE “募投退”均将受益，将推动 PE 行业快速发展。

近年来，我国并购市场发展迅速，2015 年前三季度，我国并购市场共完成交易 1,944 笔，同比提高 47.5%；披露的交易金额共计 871.8 亿美元，同比小幅下降 4.8%。

图表 15：中国并购市场发展情况（亿美元、笔）



来源：清科研究中心、国金证券研究所

4、昆吾九鼎为我国 PE 行业龙头，将向世界一流迈进

4.1、昆吾九鼎为我国 PE 行业龙头

昆吾九鼎为九鼎投资旗下私募股权投资业务平台，也是九鼎投资挂牌前的主要业务平台。作为专业私募股权投资管理机构龙头企业，昆吾九鼎已形成强大的品牌影响力和号召力。

根据清科集团发布的中国私募股权投资机构综合排名，昆吾九鼎分别在 2011、2012 年、2015 年获得“中国最佳私募股权投资机构”，2009-2015 年连续 7 年获评“中国私募股权投资机构十强”。

图表 16：2010-2015 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	2015 年
1	建银国际	昆吾九鼎	昆吾九鼎	复星资本	鼎晖投资	昆吾九鼎
2	昆吾九鼎	建银国际	中信产业	弘毅投资	腾讯产业	中信产业
3	新天域	弘毅投资	复星资本	昆吾九鼎	上海云峰	复星资本
4	中信产业	新天域	金石投资	建银国际	复星资本	鼎晖投资
5	弘毅投资	金石投资	弘毅投资	中金佳成	中信产业	中金佳成
6	中银国际	复星资本	建银国际	渤海海胜	昆吾九鼎	海通开元
7	优势资本	平安财智	广发信德	海通开元	国开金融	弘毅投资
8	涌金集团	广发信德	龙柏宏易	中信产业	中投公司	金涌产业
9	国信弘盛	中信产业	国开金融	君盛投资	阿里资本	腾讯产业
10	博信资本	国信弘盛	上海力鼎	广发信德	弘毅投资	阿里资本

来源：公司公告、清科研究中心、国金证券研究所

4.2、昆吾九鼎商业模式和盈利模式

4.2.1、昆吾九鼎商业模式—“融、投、管、退”

昆吾九鼎商业模式主要为“融、投、管、退”，即融资、投资、管理、退出四个阶段。

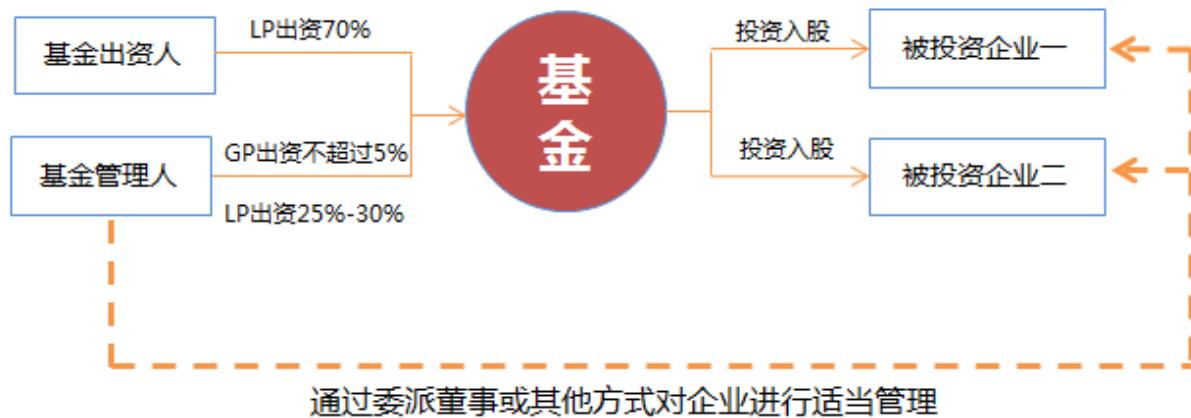
融资阶段：昆吾九鼎及其下属企业作为基金管理人发起设立基金，并通过私募方式向出资人募集资金。出资人在基金中出资大部分并担任 LP，昆吾九鼎及其下属企业出资小部分并担任 GP。

投资阶段：基金管理人对各行业细分领域进行研究、调查，筛选出优质投资标的，并将募集资金投资于企业，获得企业股权。

管理阶段：基金管理人通过向被投资企业委派董事，或通过投资协议约定的其他方式，对被投资企业进行管理，并为其提供管理咨询等服务，以提升投资企业价值。

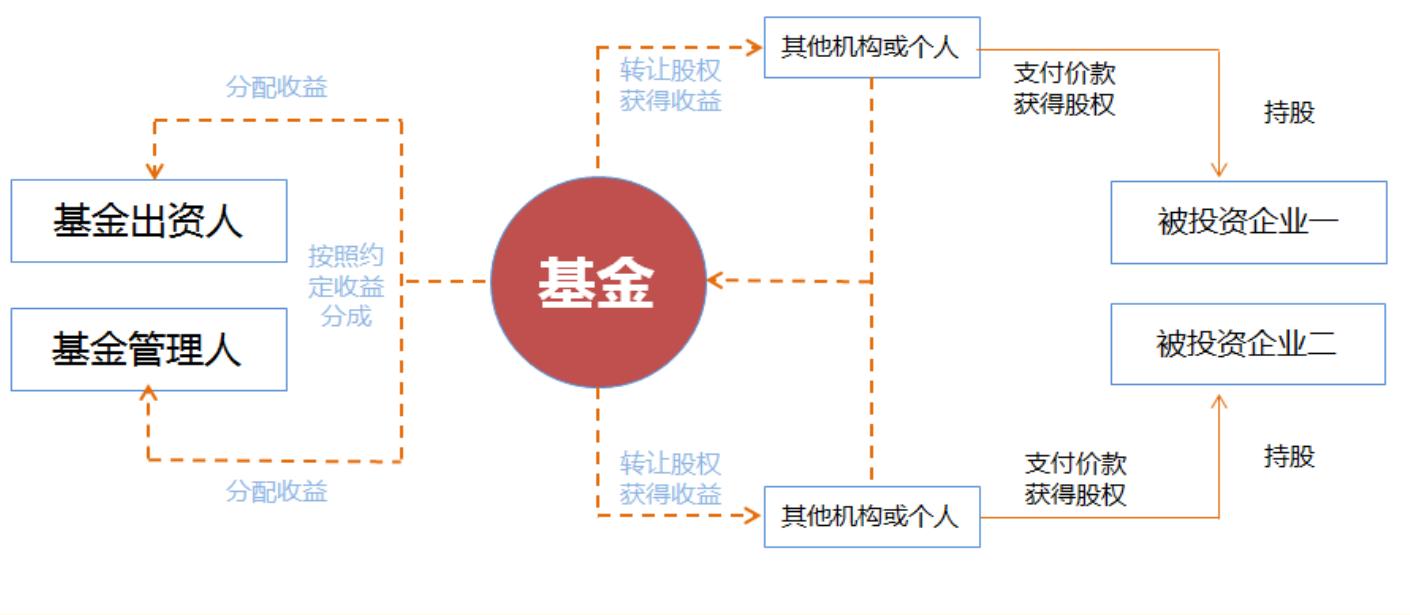
退出阶段：基金管理人通过 IPO、股权转让、并购等多种方式实现退出，获得投资收益。

图表 17：昆吾九鼎项目融资、投资、管理阶段



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 18：昆吾九鼎项目退出阶段



来源：公司公告、国金证券研究所

4.2.2、昆吾九鼎盈利模式

昆吾九鼎业务收入主要有基金管理费、管理报酬、投资收益和投资顾问费，管理费和管理报酬来自管理基金，投资收益来自自有资金投资，投资顾问费主要来自项目的转介绍。

图表 19：昆吾九鼎盈利模式

收入	说明
基金管理费	按合伙协议约定比例，以基金认缴份额或基金实际完成投资额收取。 2011年7月之前设立的基金，按基金中项目实际投资金额一次性收取3%； 2011年7月以后设立的基金，投资期内每年收取基金认缴出资额2%；退出期内以基金全部未退出项目投资成本为基数，每年收取2%。
管理报酬	当基金投资项目实现投资收益时，按合伙协议约定比例从基金投资收益中获取业绩报酬，一般为20%。
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获得的红利、股息或现金股利； 处置可供出售金融资产时，所取得价款与该金融资产账面价值之间的差额； 处置交易性金融资产时，其公允价值与初始入账金额之间的差额。
投资顾问费	公司自行开发且做完尽职调查后未投资的项目，进行转介绍时，会收取一定的投资顾问费，包括按项目投资金额一定比例收取的前端投资顾问费和按项目投资收益收取的后端顾问费。

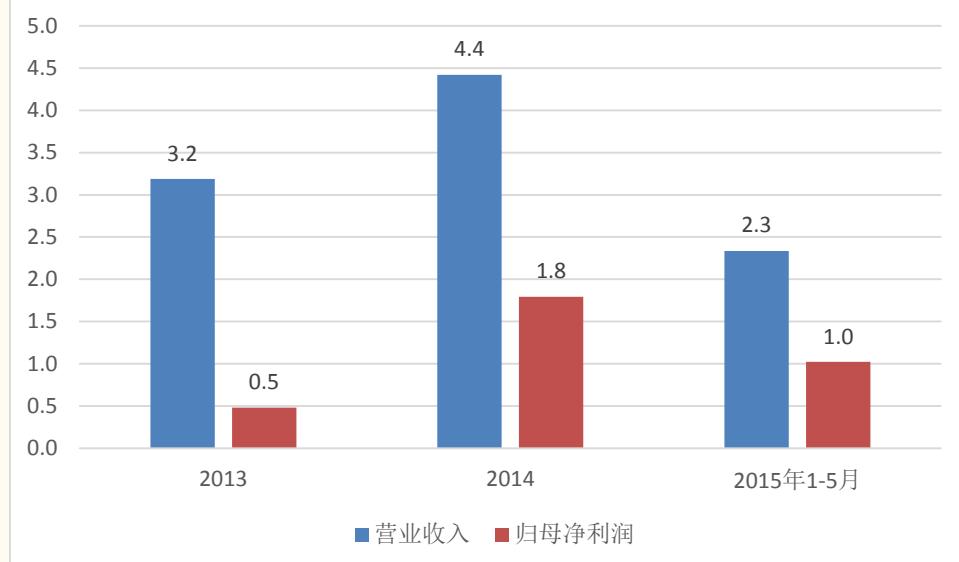
来源：公司公告、国金证券研究所

4.3、昆吾九鼎经营业绩大幅提升

4.3.1、经营业绩大幅提升

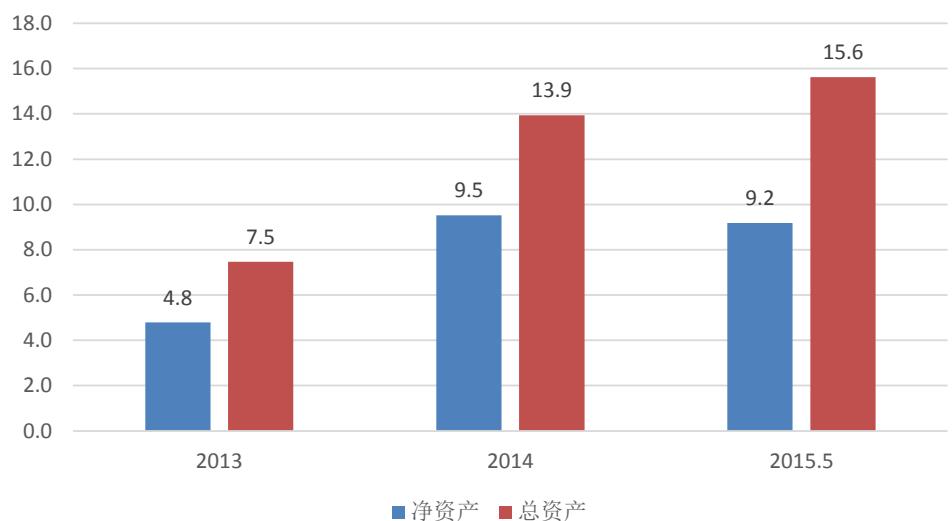
2014年4月，九鼎投资新三板挂牌后，昆吾九鼎经营业绩实现大幅提升。
2015年1-5月，昆吾九鼎实现营业收入2.3亿元，实现归母净利润1.0亿元；
2015年5月末，净资产为9.2亿元，较年初下降3.6%；总资产达到15.6亿元，
较年初增长12.1%；ROE11.1%、ROA6.5%。

图表 20：昆吾九鼎营收和净利润情况（亿元）



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 21：昆吾九鼎资产情况（亿元）

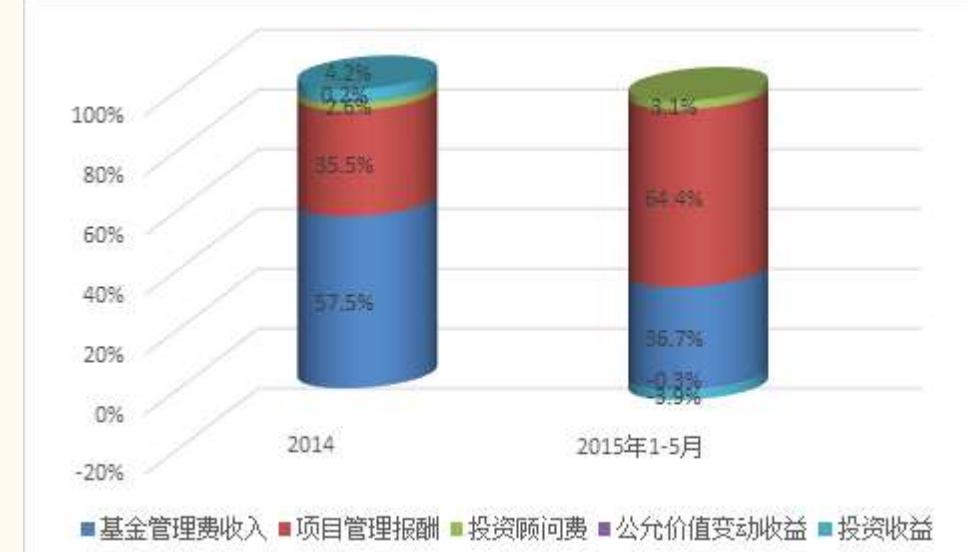


来源：公司公告、国金证券研究所

4.3.2、项目管理报酬占比提升

2015 年 1-5 月，昆吾九鼎实现项目管理报酬、基金管理费收入、投资顾问费收入分别为 15,044.9、8,584.4、730.8 万元，占总收入比例为 64.4%、36.7%、3.1%；其中，项目管理报酬和投资顾问费占比较 2014 年提升 28.9、0.5 个百分点，基金管理费占比较 2014 年下降 20.8 个百分点。

图表 22：昆吾九鼎营收结构 (%)



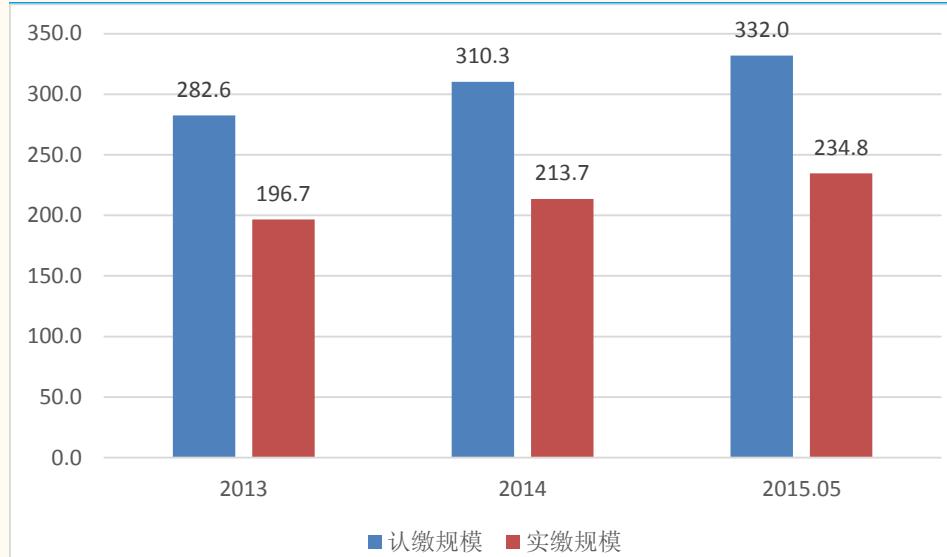
来源：公司公告、国金证券研究所

4.4、管理基金规模持续增长、退出项目 IRR 保持行业较高水平

4.4.1、管理基金规模、投资项目持续增长

截至 2015 年 5 月 31 日，昆吾九鼎累计管理基金认缴规模达到 332.0 亿元，较年初增长 7.0%；实缴规模达到 234.8 亿元，较年初增长 9.9%。

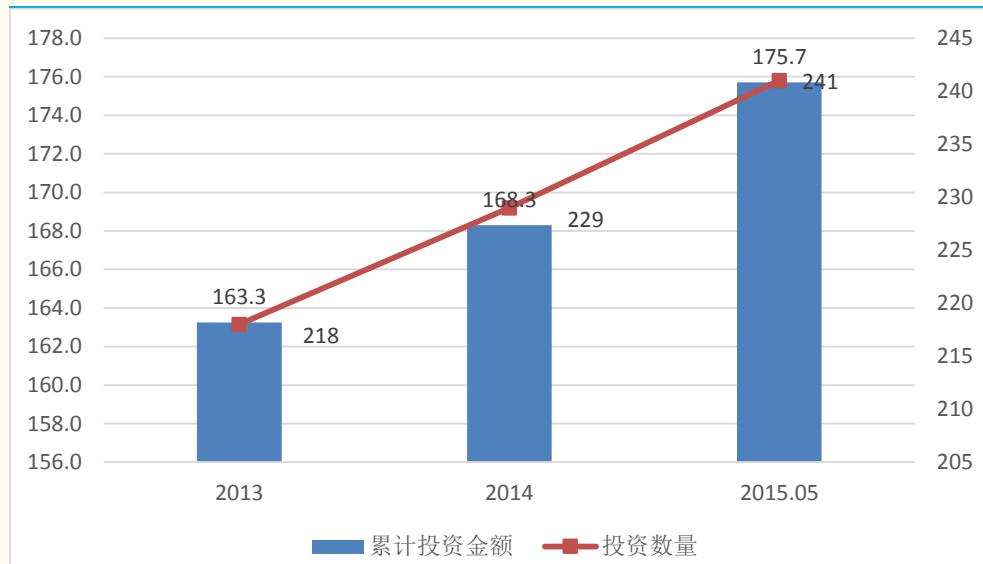
图表 23：昆吾九鼎管理基金规模（亿元）



来源：公司公告、国金证券研究所

截至 2015 年 5 月 31 日，昆吾九鼎累计投资项目 241 个，含今年新增 12 个，已上市企业及挂牌企业 59 家；累计投资金额 175.7 亿元，较年初增长 4.4%。

图表 24：昆吾九鼎投资情况（亿元、个）



来源：公司公告、国金证券研究所

4.4.2、在管项目主要投资八个行业

截至 2015 年 5 月 31 日，公司在管项目 199 个，初始投资金额 152.4 亿元，主要投资消费、服务、医药、农业、材料、装备、新兴和矿业八个行业。其中材料、服务、医药行业投资金额较大，分别为 30.9、27.5、26.1 亿元，占比为 20.3%、18.0%、17.1%。

图表 25：昆吾九鼎在管项目情况

行业	投资数量 (个)	占比	投资金额 (亿元)	占比	平均投资年限 (年)
材料	22	11.1%	30.9	20.3%	3.3
服务	33	16.6%	27.5	18.0%	2.8
医药	40	20.1%	26.1	17.1%	3.2
装备	26	13.1%	17.7	11.6%	3.7
农业	26	13.1%	14.2	9.3%	3.5
消费	23	11.6%	13.7	9.0%	3.1
新兴	24	12.1%	12.9	8.4%	3.3
矿业	5	2.5%	9.6	6.3%	3.6
合计	199	100.0%	152.4	100.0%	3.3

来源：公司公告、国金证券研究所

4.4.3、已退出项目综合 IRR 达行业领先水平

截至 2015 年 5 月 31 日，公司已退出项目 42 个，退出金额 50.9 亿元，其中通过上市退出 13 个、并购退出 8 个、回购退出 21 个。

公司已退出项目综合内部收益率达到 33.2%，处于行业较高水平，仅次于同创伟业 36.0%，高于硅谷天堂 31.1%、中科招商 27.2%，也高于黑石的 15%。在已退出项目中，没有出现退出价格低于投资成本的项目。

图表 26：新三板挂牌 PE 企业比较

项目	九鼎投资	中科招商	硅谷天堂	同创伟业	明石创新
基金规模	认缴规模 (亿元)	332	607	121	113
	实缴规模 (亿元)	235	274	112	81
在管项目	数量	199	201	111	153
	投资金额 (亿元)	152	167	61	40
退出项目	数量	42	32	73	29
	退出金额 (亿元)	50.9	30.6	70.1	18.0
	退出 IRR (%)	33.2	27.2	31.1	36.0

来源：公司公告、国金证券研究所；

注：1、九鼎投资数据为 2015 年 5 月 31 日；2、中科招商为 2014 年 8 月 31 日；3、硅谷天堂为 2015 年 3 月 31 日；4、同创伟业为 2015 年 6 月。

4.5、增发完成后，基金管理规模将迅速提升，贡献更多收益

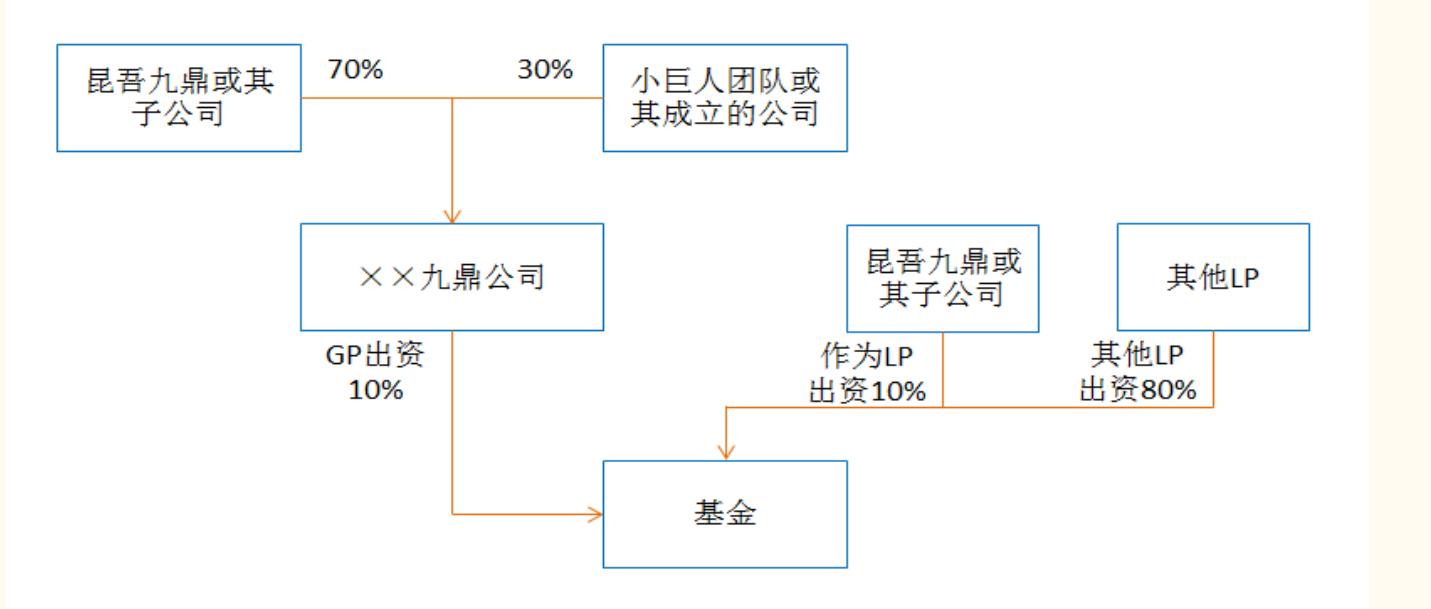
公司预计在完成此次 120 亿资金增发后，将在 3 年内新增基金管理规模 300 亿元，第一年 80 亿元，第二年 100 亿元，第三年 120 亿元，基金存续期平均 6 年，3 年投资期+3 年退出期，基金投资预期收益率（IRR）20%。昆吾九鼎获得 90 亿募集资金增资后，将用于认购基金金额。根据公司公告披露，预计新增基金管理规模在存续期内，将贡献管理费收入 11.2 亿元，管理报酬收入 45.1 亿元，自持份额实现投资收益 96.6 亿元，存续期内预计贡献净利润 111.8 亿元。

4.6、“小巨人”计划，凝聚更多专家人才，打造合伙制创投平台

根据公司增发方案，募集资金中的 30 亿将用于开展“小巨人”计划。昆吾九鼎“小巨人”计划从 2014 年 7 月开始实施，由昆吾九鼎和优秀专家人才及团队合作，共同出资设立投资管理机构，针对具体细分领域开展投资管理业务。

通过“小巨人”计划，昆吾九鼎可快速凝聚各领域专家人才，并结合自身 PE 行业经验和资源，拓展新的投资业务领域，实现快速成长。

图表 27：“小巨人”合作模式



来源：公司公告、国金证券研究所

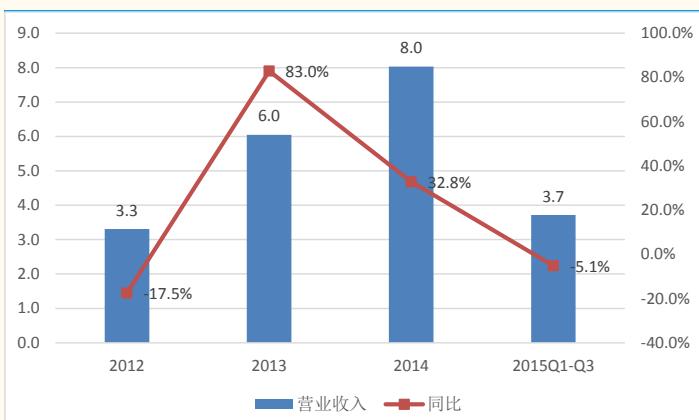
5、公司原有房地产业务将打造全产业链投资

中江地产是江西省内唯一一家房地产上市企业，从 2011 年开始业务收入全部集中在南昌地区，目前拥有的房产项目主要是“紫金城”项目。“紫金城”项目位于南昌中心区，为大型商业与生活综合社区，主打“重点幼儿园+重点小学+品牌中学”学区房概念，并辅以“核心区、赣江畔、公园内”的三大核心卖点。

公司原有房地产业务今年盈利出现较大降幅，前三季度实现营业收入 3.7 亿元，同比下降 5.1%；实现归母净利润 2,915.1 万元，同比下降 22.6%。

未来公司原有房地产业务将借助昆吾九鼎的品牌影响、客户资源和投资经验等，逐步延伸至房地产项目收购、房地产基金管理等领域，打造房地产开发、运营、投资及基金管理为一体的全产业链业务。

图表 28：营业收入及增速（亿元、%）



来源：wind、公司公告、国金证券研究所

图表 29：公司归母净利润及增速（万元、%）



来源：wind、公司公告、国金证券研究所

6、公司盈利预测与估值

6.1、盈利预测

根据公司披露收取年管理费 2%在管基金情况，合计规模为 159 亿元，取 IRR 为 30%，风险贴现率 10%，我们测算该部分管理基金可产生收益现值约为 480 亿元，根据 20%分成比例，昆吾九鼎可获得约 96 亿元管理报酬。考虑到目前昆吾九鼎管理基金认缴规模达 332 亿元，除收取年管理费 2%在管基金外，还有按投入金额一次性收取 3%管理费在管基金，及进入退出期不再收管理费的在管基金，预计合计可带来 160 亿元管理报酬。由于管理费收入基本抵消公司经营成本，所以管理报酬收入可以看作公司利润。

图表 30：昆吾九鼎管理基金情况

设立年度	认缴出资规模 (亿元)	投资期限 (年)	退出期限 (年)	经营期限 (年)
2009年度	9.78	3-5	2	7
2010年度	25.32	1-3	4	7-10
2011年度	61.02	2-5	3-4	5-7
2012年度	27.4	2-3	3-8	5-10
2013年度	26.59	2	5	7
2014年度	5.02	3	4	7
2015年1-5月	4.17	1-3	2	3-5

来源：公司公告，国金证券研究所

同时，考虑增发募资 120 亿完成后所带来的盈利贡献，根据公司公告，公司增发募资 120 亿后，将会新增 300 亿基金规模，增发募资中 90 亿将用于认购基金份额，并且，增发募资的另外 30 亿用于发展“小巨人”计划。根据公司预计，在基金 6 年存续期中，前者将会为公司带来净利润 111.82 亿元，后者将为公司带来净利润 40.02 亿元。

综合考虑上述因素，今年预计可退出项目在 13 个左右，受年中股市波动影响，如公司今年退出 6 个项目，预计可贡献净利润约为 4.0 亿元，同时考虑到房地产业务的贡献，预计全年净利润在 4.8 亿元左右。考虑到 16 年以后，公司募投项目进入业绩释放期，及募资 120 亿元对于业绩增长的贡献，预计 2016、2017 年净利润为 15.24、40.48 亿元，对应增发后 EPS 为 0.93、2.48 元/股。

6.2、公司估值

私募股权公司包括管理基金规模和自有资金，我们采取分部估值。

1、公司管理基金部分估值

根据盈利预测分析，我们预计目前昆吾九鼎管理基金认缴规模 332 亿元，预计可带来 160 亿元管理报酬。同时，考虑到公司在二级市场上市后，预计管理规模将会迅速增长，根据公司公告披露，公司在完成此次 120 亿资金增发后，预计将带来 150 多亿的盈利贡献。

综合考虑公司的成长性，我们给予公司未来管理规模 3 倍估值，则目前管理规模市值预计在 480 亿左右。

2、公司自有资金部分估值

公司完成增发后，将募集现金约 120 亿元；中江地产收购昆吾九鼎后，预计公司 2015 年末净资产在 20 亿元左右，公司净资产合计约为 140 亿元。参照目前创投股，鲁信创投交易在 9.5XPB，钱江水利，仅参股硅谷天堂浙江分公司天堂硅谷股权 27.9%，交易在 4.2XPB。考虑到昆吾九鼎具有强大的成长性、丰富的投资经验、及良好的投资回报，我们给予 PB6X 估值，公司自有资金部分市值预计在 840 亿元。

3、公司具有强大的成长性、丰富的投资经验、及良好的投资回报，中江地产将成为公司未来 PE 投资的主要平台，登陆二级市场后，公司品牌影响力将大为增强，融资能力也将提升，公司将真正向世界一流 PE 公司迈进。同时，公司

目前是二级市场最为纯正的创投股，具有一定稀缺性，增发完成后，九鼎投资持股占比达到90%，持股高度集中。

综合考虑上述因素，同时由于公司原有房地产业务较小，暂不考虑其对市值的贡献，我们预计公司合理市值约为1320亿元，对应目标价为80.8元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

7、风险提示

- (1) 基金投资收益受股票市场波动及政策变化影响。
- (2) 人才流失导致竞争力下降。

图表 31：资产负债表预测

百万	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
资产总计：	2,828	2,519	4,961	20,610	26,381
流动资产：	2,672	2,368	3,546	6,294	9,485
货币资金	128	87	280	7,391	537
应收账款	1	0	303	340	415
其他应收款	12	16	486	560	695
存货	2,471	2,210	2,399	4,847	7,593
其他流动资产	0	51	77	156	245
非流动资产：	156	151	1,415	1,716	2,196
可供出售金融资产	0	2	1,167	6,309	15,598
长期股权投资	2	0	93	704	828
投资性房地产	117	112	109	221	346
固定资产	36	33	37	69	107
无形资产	0	0	1	2	2
商誉	0	0	1	1	1
长期待摊费用	1	1	3	4	5
递延所得税资产	1	3	4	6	10
负债合计：	2,018	1,642	3,007	5,029	6,724
流动负债：	1,761	1,636	1,840	3,718	5,303
短期借款	100	100	341	472	580
应付账款	52	18	230	465	663
预收款项	597	505	884	1,629	2,257
应付职工薪酬	4	2	18	22	25
应交税费	-35	17	74	102	125
应付利息	0	0	3	3	4
应付股利	0	0	1	1	1
其他应付款	971	794	1,381	2,245	2,969
非流动负债：	257	6	75	89	101
长期应付款	3	3	3	5	8
递延所得税负债	0	0	69	77	83
递延收益-非流动负债	0	3	3	7	10
所有者权益：	810	877	1,955	15,581	19,657
股本	434	434	434	434	434
资本公积金	189	189	682	13,784	16,846
盈余公积金	34	42	520	884	1,659
未分配利润	154	213	319	479	719

来源：国金证券研究所

图表 32：利润表预测

百万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业总收入	605	803	1,321	2,726	5,805
营业总成本	570	699	841	1,202	1,758
营业成本	495	591	377	420	612
营业税金及附加	36	48	74	115	167
销售费用	25	32	25	83	148
管理费用	17	18	356	554	684
财务费用	-1	5	6	21	63
资产减值损失	-2	5	3	8	23
营业利润	35	105	328	1,656	4,426
加： 营业外收入	1	1	0	1	2
减： 营业外支出	1	1	1	2	6
利润总额	35	104	328	1,655	4,421
减： 所得税	9	29	49	131	374
净利润	26	76	480	1,524	4,048

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD