



Research and
Development Center

机构业务优势明显，谋份额大发展

—— 中金公司（601995.SH）深度报告

2020 年 10 月 26 日

王舫朝 非银行金融行业分析师

证券研究报告

公司研究——深度研究

中金公司（601995.SH）

王舫朝 非银行金融行业首席分析师

执业编号：S1500519120002

联系电话：(010) 83326877

邮箱：wangfangzhao@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

机构业务优势明显，谋份额大发展

2020年10月26日

本期内容提要

➤ **首家中外合资投行，回 A 谋求大发展。**公司于 1995 年 6 月 26 日成立，主要股东是建行和摩根士丹利，2000 后大摩退出管理层，成为财务投资人，2010 年股权转让给 KKR 等获利退出；中国建投将 43.35% 股权划拨给中央汇金，2015 年公司完成整体改制，在港上市；2016 年 11 月收购中投证券（现名“中金财富”）100% 股权，先后引入腾讯和阿里巴巴作为战投，2020 年战略调整，要加大投入，提升份额，为扩充资本，宣布回 A，发行不超过 4.59 亿股，每股发行价格 28.78 元，对应市净率 2.19x，市盈率 33.89x。

➤ **机构业务优势明显，ROE 领先行业。**公司股票业务、FICC 业务以及资管业务机构化定位明确，收购中投前投行、股票和固收业务是主要收入来源。高机构收入占比带来高杠杆、高 ROE，2019 年底 ROE9.6% 领先同业 3.51pct；公司具备强大的使用资产负债表的能力，通过主经纪商业务平台为机构客户提供一站式、覆盖全产品生命周期的服务。股票业务中衍生金融资产为业绩带来增量，同时低敞口权益投资降低业绩波动，固收业务中 ABS、结构化产品创设等领先实力提升投资收益，综合投资收益率维持在 4%。

投行业务客户基础和品牌优势明显，拥有众多标杆项目。在注册制全面推进的大背景下，公司将凭借优秀的销售能力、强大的研究定价能力，进一步巩固其在投行领域的龙头地位。

➤ **财富管理补短板、投资管理重主动。**中金公司 2007 年成立财富管理部服务于国内高净值客户及企业投资者，十年培养 300 名小而精投资顾问。不同于传统券商单一代销和投顾的盈利模式，而是充分创新、提供差异化财富管理解决方案，非佣金手续费占比持续提升；收购中投后投顾团队迅速扩容，借助网点触达富裕地区客户，2020H1 为客户配置金融产品 647 亿元。投资管理方面通过资管部门、中金基金和中金资本开展业务，合计资产管理 AUM7401 亿元，其中规模占比近一半的券商资管业务长期专注于主动资产管理，受资管新规影响较小。

➤ **盈利预测及估值：**在公司加大投入、补充资本金，以提升份额为目标的背景下，我们预计公司 2020-2020E 营业收入 308.52/379.81/443.10 亿元，增速 35.42%/23.11%/16.67%，2020-2022E 归母净利润 63.76/78.94/91.99 亿元，增速 50.41%/23.82%/16.53%，对应 EPS1.32/1.64/1.91 元。考虑到公司投行业务有较强优势，我们给予公司 2020 年 3.0xP/B，根据本文假设估计，我们得到公司目标估值为 41.55 元。

➤ **股价催化剂：**银证混业落地、行业利好出台、股票债券市场加速扩容

➤ **风险因素：**资本市场改革不及预期，股市大幅回调等。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(亿元)	185.40	227.83	308.52	379.81	443.10
增长率 YoY %	21.49%	22.89%	35.42%	23.11%	16.67%
归属母公司净利润(亿元)	33.74	42.39	63.76	78.94	91.99
增长率 YoY%	25.19%	25.64%	50.41%	23.82%	16.53%
净资产收益率 ROE%	8.51%	9.33%	11.05%	11.24%	11.86%
EPS(摊薄)(元)	0.83	0.99	1.32	1.64	1.91
市盈率 P/E(倍)	34.67	29.07	21.79	17.60	15.10
市净率 P/B(倍)	2.85	2.59	2.08	1.89	1.71

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

目 录

一、历史沿革：首家中外合资投行	1
（一）红色血液+国际基因，孕育国内龙头投行	1
（二）定位高端，业绩承压，转型需求凸显	1
（三）改制上市，引入战投，实力稳步提升	1
二、机构业务打造坚实 ROE	3
（一）中金公司具备强大的资产负债表使用能力	6
（二）投行业务：充分受益于注册制改革	9
（三）投资管理：主动管理与私募股权投资	12
三、财富管理补短板，筑引擎	13
四、盈利预测、估值	16
盈利预测及假设	16
估值	16
风险因素	17

表 目 录

表 1：中金公司风控指标及并表监管实施后相应变动	7
表 2：中金财富管理产品一览	14
表 3：同业比较	17

图 目 录

图 1：中金公司历史沿革	2
图 2：2020.10 招股书披露中金公司股权结构	3
图 3：中金公司“三会一层”组织架构	4
图 4：中金机构业务占比较高	5
图 5：一站式综合金融服务较为均衡	5
图 6：2014-2019 公司营收 CAGR+29.9%	5
图 7：2014-2019 公司净利 CAGR+30.5%	5
图 8：公司经纪业务占比始终低于行业平均	6
图 9：裸权益持仓占比极低	6
图 10：2013-2019 中金 ROE 高于行业平均	7
图 11：中金杠杆倍数高于可比公司	7
图 12：股票业务和固定收益业务收入（亿元）占比稳中有升	8
图 13：市场行情好时，股票收入投资收益占比较高（亿元）	8
图 14：固定收益收入投资收益占比维持在 60%以上	8
图 15：综合投资收益率有望维持在 4%	8
图 16：衍生金融资产 2020H1 增长较快	9
图 17：2014-2019 中金投行业务占比始终高于行业	10
图 18：2014-2019 投行业务收入及业绩增速	10
图 19：2014-2019 股权融资规模（亿元）及市占率稳步提升	10
图 20：2014-2019 中金公司港股股权承销市占率逐年提升	10
图 21：2014-2019 债券承销规模及市占率	11
图 22：2014-2019 财务顾问收入及市占率逐年提升	11
图 23：2014-2019 财务顾问收入在投行中占比尚有发展空间	11
图 24：中金 IPO 项目平均募资额高于行业	12
图 25：中金 IPO 费率低于行业	12
图 26：投资管理 AUM 构成	13
图 27：2014-2019 公司资管规模及产品分类	13
图 28：中金基金规模增长较快	13
图 29：2014-2020H1 财富管理收入及占比	14
图 30：财富管理非佣金手续费占比提升	14
图 31：财富管理客户不断增长	15
图 32：财富管理非佣金手续费占比提升	15
图 33：佣金率领先行业，市占率不断提升	15
图 34：财富管理非佣金手续费占比提升	15

一、历史沿革：首家中外合资投行

（一） 红色血液+国际基因，孕育国内龙头投行

中国首家真正意义的投行，中外合资起点高。在国务院特批下，中金公司于 1995 年 6 月 25 日挂牌成立。当时国有企业普遍负债率较高，急需资本市场帮助改善财务结构。中外合资有助于我国引进现代金融工具支持经济发展，在改革倡导者支持下，首家中外合资公司——中金公司应运而生。注册资本 1 亿美元，发起人为建行持股 43.35%，摩根士丹利占股 34.3%，中国投资担保公司 7.65%、新加坡政府投资公司 7.35%和名力集团 7.35%，外资持股 49%。2000 年之后，摩根士丹利逐渐退出中金公司的管理层，成为纯粹财务投资人。

业务理念先进，股东背景强大，专注高端投行。成立之初，国际一流投行摩根士丹利积极搭建投行业务结构、培训员工、树立投行文化，将中金打造成当时中国最专业的投行。中金公司从成立开始便聚集了中国金融界知名人士，深厚的人脉资源是推动投行业务的关键。中金投行以行业重组为导向、为龙头企业整体改制，专注高端投行业务，为大中型国企提供体制改革、战略重组改制上市服务。依托股东背景与管理层关系网，中金顺利承揽了很多大型国企、央企海外上市，包括中国神华、中国电信、中国石油、中国联通和中国人保等，逐渐发展成当时中国最有影响力的投资银行。

（二） 定位高端，业绩承压，转型需求凸显

中小项目井喷，中金业绩承压。受大摩业务理念影响，中金一直定位高端、承接项目相对审慎保守，只做大中型企业投行、机构销售和私募股权投资三块业务。伴随着大型国企、银行上市需求减少，证券发行市场转向中小企业，由于中小企业项目储备不足，中金业绩开始承压。从 2004 年设立中小板、2009 年设立创业板开始，中小企业上市需求不断提升，中信证券、银河证券、平安证券和国信证券等把握机遇，通过中小企业 IPO 抢占市场。2006-2015 年，中金公司股债主承销排名从第 1 位下滑至第 16 位，净利润排名从第 10 位下滑至 39 位。

摩根士丹利退出，业务发展战略调整。2010 年公司股权结构发生变化，发起股东相继退出，中国建投将持有的中金公司 43.35% 股权划拨给中央汇金，摩根士丹利将持有的 34.3% 股权转让给 KKR、TPG 德太集团、GIC 和新加坡大东方人寿保险公司。2011 年起中金公司投行业务优势逐渐减弱，公司开始寻求转型。2011 年后中金公司开始组建中服务小企业的投行团队，积累中小项目资源和经验。大力发展高净值人群的财富管理业务。与此同时，积极布局海外市场，保持其境外业务优势。

（三） 改制上市，引入战投，实力稳步提升

股份改制建立有效公司架构，香港上市获超额配售。2015 年 6 月公司完成整体改制，从中外合资经营企业改制为股份有限公司，建立以股东大会、董事会、监事会和管理层为核心的“三会一层”的公司治理架构，建立产权清晰、权责分明的企业管理制度，为公司上市融资及长远发展打下制度基础。2015 年 11 月，中金公司在香港联交所上市，计划募集资金 51.69 亿港元，行

使超额配售权后最终全球发售所得款净额 63.25 亿港元。境外上市有利于提升中金公司国际知名度，利于扩大海外业务优势。同时，上市获得资金利于公司开展创新业务。

并购中投并引入战投，优化业务布局。2016 年 11 月，中金公司收购中投证券 100% 股权，将中金公司在研究、风控、产品、平台等方面的成熟经验与中投证券强大的零售网络和客户资源相结合，弥补了中金零售经纪业务的劣势，资本规模和市场地位均有显著提升。2017 年 7 月，中金公司收购美国金瑞基金股权，开拓美国资产管理和 ETF 业务。2017 年引入腾讯作为战略投资者，2019 年 2 月再引入阿里巴巴，通过与两大互联网巨头在精准营销、大数据分析等方向的深度合作，扩大财富管理业务规模、以金融科技加速财富管理转型。2019 年 3 月，中央汇金向海尔金控转让中金公司 3.98 亿股，持股比例 9.5% 成为第二大股东，中金股权结构日趋多元化。

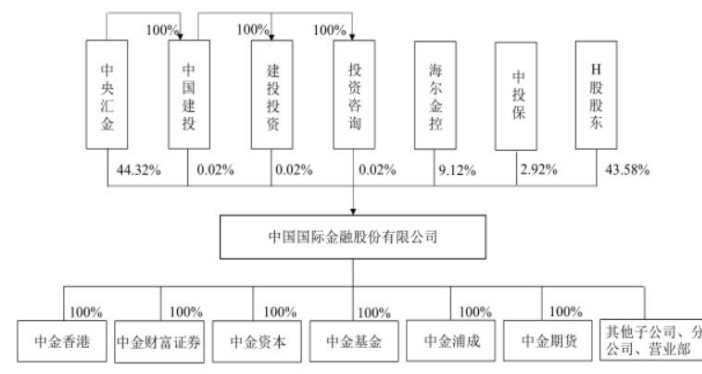
配股回 A 增加资本金，战略调整扩张规模。长期以来，中金公司以较少的净资产规模实现行业领先的业绩，ROE 保持高位。但公司净资产规模与行业地位、市场影响力不匹配。2019 年 10 月，公司以 14.4 元/股的价格战略配售 1.76 亿 H 股，配售净额约 25 亿港元；2020 年 2 月 29 日，中金宣布拟申请 A 股发行并将在上交所上市，拟发行 4.59 亿股，发行后内资股、新发行 A 股、H 股占比比例将分别调整为 51.06%、9.5%、39.44%。10 月 19 日，最新招股书显示，每股发行价格 28.78 元，对应发行市净率 2.19x，市盈率 33.89x。2019 年业绩发布会上公司明确表态，在我国资本市场改革深入推进之际，将加大投入，扩大规模，在投入期，资产份额优先，收入增长优先，以研究和信息技术为基础，以投资银行、股票业务、固定收益、私募股权、资产管理、财富管理为支柱，巩固并扩大传统业务优势，充分发挥运用资产负债表能力，打通资源配置链条，为客户提供一站式金融服务。进一步推进数字化转型及国际化业务布局，成为未来金融体系核心参与者。

图 1：中金公司历史沿革



资料来源：中金公司年报，信达证券研发中心

图 2：2020.10 招股书披露中金公司股权结构



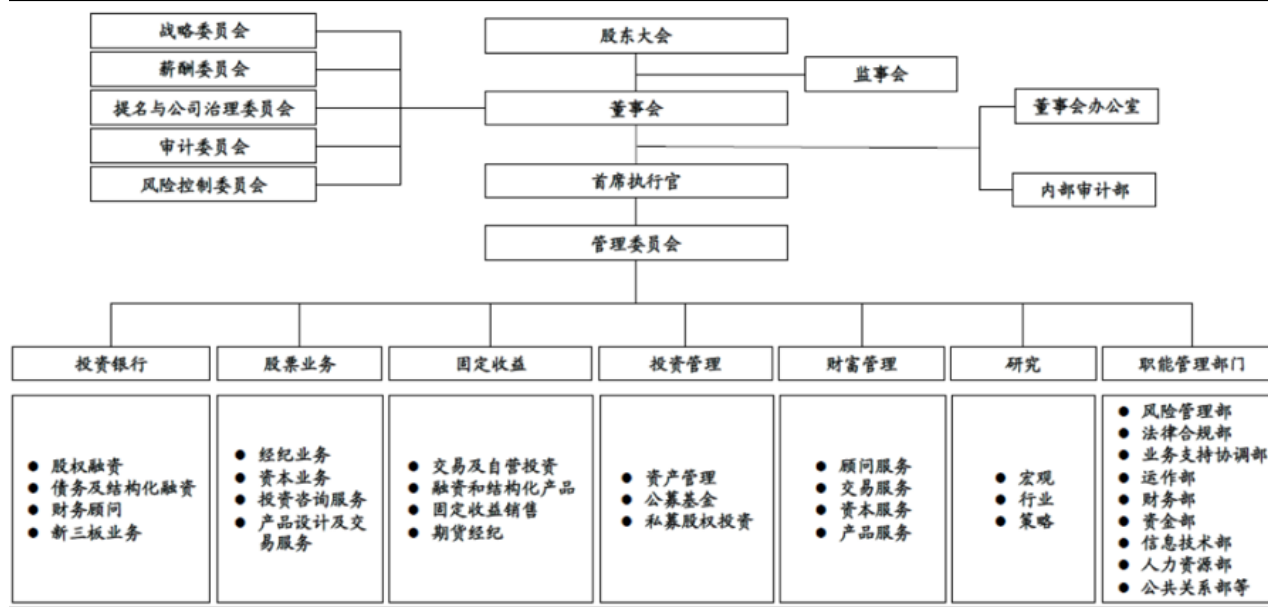
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

二、机构业务打造坚实 ROE

中金公司自成立之初，便凭借国际一流投行的先进管理模式，结合本土最佳实践，创建了良好品牌形象，以研究为基础，逐步形成以投资银行、股票业务、固定收益、财富管理、资产管理为主营业务的综合业务体系，致力于为客户提供高质量金融增值服务。

公司总部设在北京，境内设有上海、深圳、上海自贸区、厦门及西南 5 家分公司，拥有中金财富证券（原中投证券）、中金佳成、中金浦成、中金基金、中金资本等子公司。随着业务范围的拓展，公司积极开拓海外市场，在香港、纽约、伦敦和新加坡等国际金融中心设有子公司，国际化程度远超国内同业。

图 3：中金公司“三会一层”组织架构



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

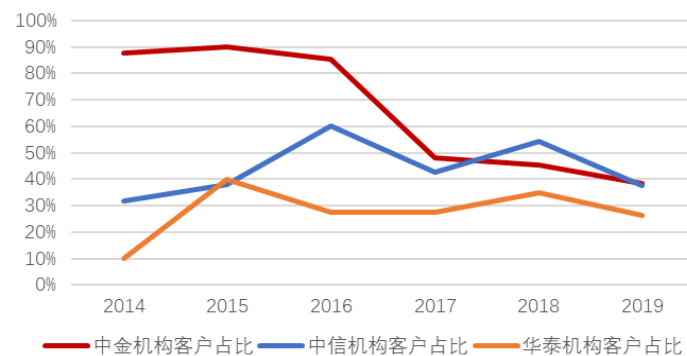
公司股票业务、FICC 业务以及资管业务机构化定位明确，主要服务对象为专业投资者，包括公共基金、QFII/RQFII、QDII、对冲基金、保险公司、企业年金、社保基金、主权财富基金、银行等。财富管理业务专注于大型企业、机构客户和高净值客户。

截至 2020 年 6 月底，公司拥有超过 6900 名机构客户，其中约 43% 为境外客户，在服务 QFII 和 RQFII 客户方面领先其它中资券商，覆盖率达 43%。公司境内机构中公募基金资产管理规模约 97%，新兴银行理财子公司也已多家中标，股基交易份额达 1.58%；境外机构交易服务总交易额为 2464.78 亿美元，几乎超过 2019 年全年 2623.86 亿美元，2017-2019 年公司港股及沪深股通总交易额年均复合增长率达 91%，同时客户覆盖率和市场份额稳步提升。

2016 年机构客户占比 84% 远高于同业，2017 收购中投后，受到中投庞大体量的个人客户稀释影响，2017-2019 机构客户占比下降至 48%、45%、38%，但仍高于可比公司。

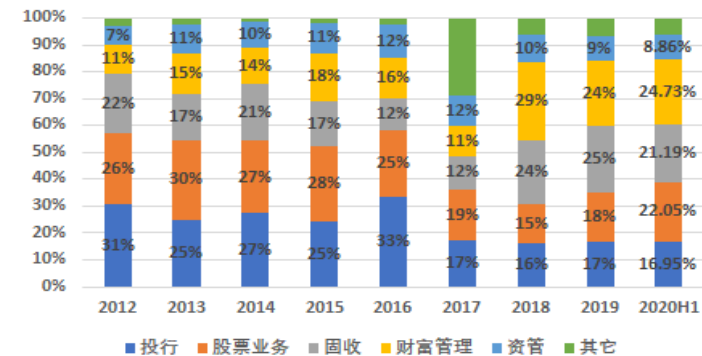
从收入结构来看，合并中投前投行和股票固收业务是公司收入支柱，2017 年底占比分别为 17%、19% 和 12%，收购中投后财富管理收入大幅增长，2020H1 占比迅速提升至 24.7%。

图 4：中金机构业务占比较高



资料来源：中证协，中金公司年报，信达证券研发中心

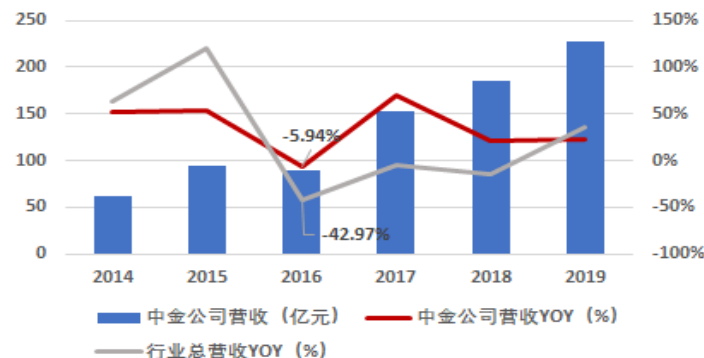
图 5：一站式综合金融服务较为均衡



资料来源：中金公司定期报告，信达证券研发中心

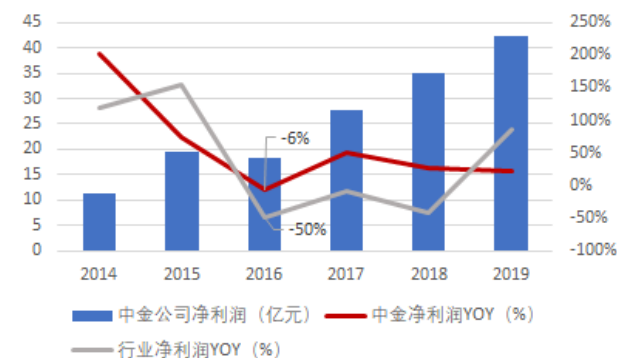
近年来公司业绩增长稳健。2014-2019 年收入和归母净利润复合增速分别为 29.9%和 30.5%，2020H1 受注册制带动投承承销市场火爆的影响，投行收入大增 71.5%，公司收入和净利润增速分别为 40.1%和 62.3%。由于公司聚焦机构业务，公司经纪业务占比低于同业，且自营中方向性投资占比极低（2015-2019 年分别为 6%、2%、2%、12%和 7%），使得业绩波动率较低。如 2016 年证券市场下跌，交易量萎缩，中金公司营收、净利润仅分别下滑 5.9%和 6%，远低于行业 42%和 50%的降幅。

图 6：2014-2019 公司营收 CAGR+29.9%



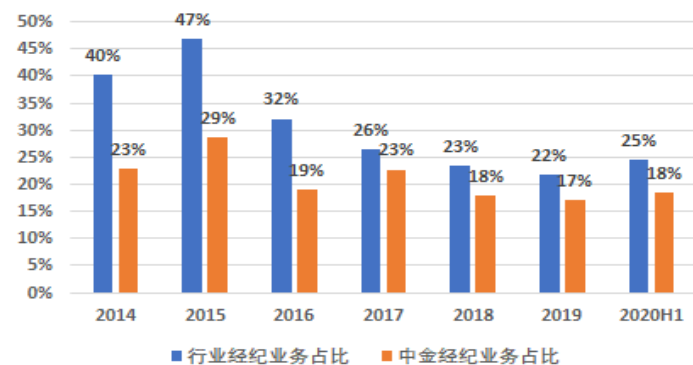
资料来源：中证协，中金公司年报，信达证券研发中心

图 7：2014-2019 公司净利 CAGR+30.5%



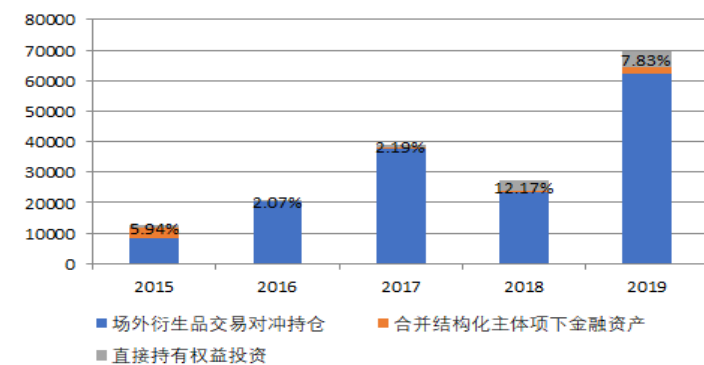
资料来源：Wind，中金公司年报，信达证券研发中心

图 8：公司经纪业务占比始终低于行业平均



资料来源：中证协，中金公司定期报告，信达证券研发中心

图 9：裸权益持仓占比极低

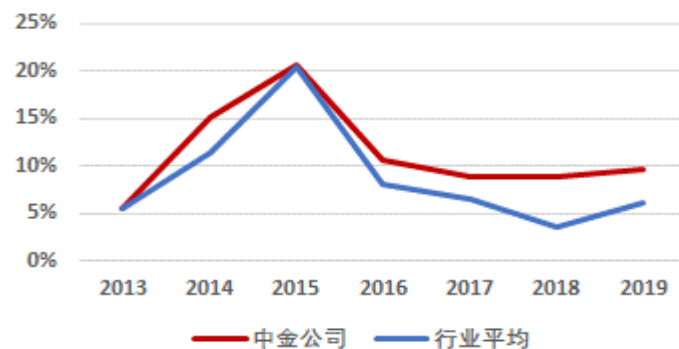


资料来源：中金公司年报，信达证券研发中心

（一）中金公司具备强大的资产负债表使用能力

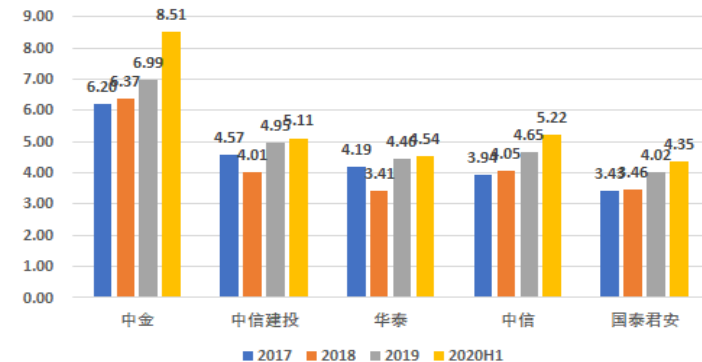
公司过去三年杠杆倍数分别为 6.2、6.37、6.99，2020H1 达到 8.22，远高于可比券商。高杠杆带来了行业第一的 ROE，2019 年底为 9.6%，过去四年分别领先行业 2.7、2.3、5.2 和 3.51pct，2020H1 为 6.2%，较同期上升 1.8pct。市场行情不好的 2018 年超过行业最多，体现了极佳的股东回报能力。伴随杠杆的扩张，在我国以净资本为主要考量的风险监管体系下，中金公司 2019 年风险覆盖率和资本杠杆率逼近预警线，分别达到 132.5%和 10.5%。但是，在资本市场改革不断深化的大背景下，2020 年 3 月证监会宣布对包括中金公司在内的 6 家证券纳入并表监管试点。下调试点机构两项风险计算指标，调低风险准备金比例，将释放资本金，进一步释放杠杆空间。表内外资产总额计算系数的调低对杠杆水平较高的中金公司更加有利，公司 ROE 有望再度提升。

图 10: 2013-2019 中金 ROE 高于行业平均



资料来源: 中金公司年报, 信达证券研发中心

图 11: 中金杠杆倍数高于可比公司



资料来源: 各公司定期报告, 信达证券研发中心

表 1: 中金公司风控指标及并表监管实施后相应变动

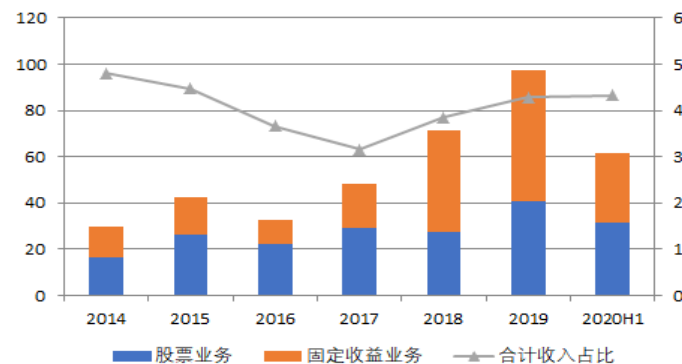
风控指标	2019	调整后	变动	预警线	监管线
核心净资本 (亿元)	191.34	191.34	-	-	-
净资本 (亿元)	287.02	287.02	-	-	-
各项风险资本准备之和 (亿元)	216.63	154.74	61.89	-	-
表内外资产总额 (亿元)	1828.10	1279.67	548.43	-	-
风险覆盖率 (%)	132.50	185.49	52.99	≥120	≥100
资本杠杆率 (%)	10.50	14.95	4.45	≥9.6	≥8

资料来源: 中国证券业协会, 信达证券研发中心

中金公司产品创设能力一流, 通过主经纪商业平台为机构客户提供一站式、覆盖全产品生命周期的服务, 积极创新衍生品业务, 保持做市商中的领先地位。2015 年起以股本销售及交易业务和固定收益业务为突破口, 推动向基于资产负债表的服务类业务转型。近三年, 公司股票业务收入 (含经纪、主经纪商、金融衍生品业务、自营等) 分别为 29.39 亿元、27.38 亿元和 41.01 亿元, 固定收益业务收入 (含 FICC、自营等) 分别为 18.85 亿元、43.91 亿元和 56.63 亿元。两者合计收入占比 2019 年达 43%, 较 2017 年增长 11.2pct。

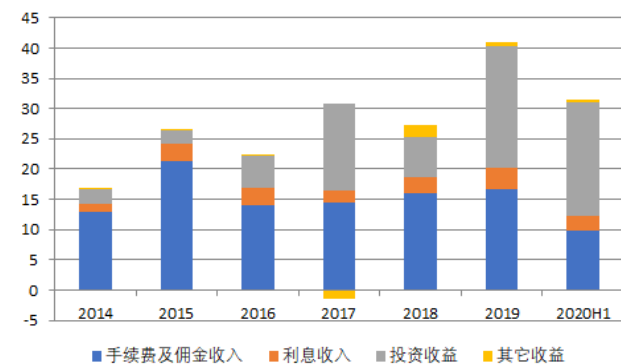
从收入来源看, 投资收益贡献股票和固收收入中较大比例。2019 年市场行情较好, 用于对冲场外衍生品持仓规模提高, 股票业务收入中投资收益占比接近 50%, 2020 年上半年更是高达 59.4%。这与科创板跟投产生收益和客户交易活跃度上升带来对冲需求增加, 产生 YoY+127% 的 27 亿权益投资收益有关。

图 12: 股票业务和固定收益业务收入 (亿元) 占比稳中有升



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

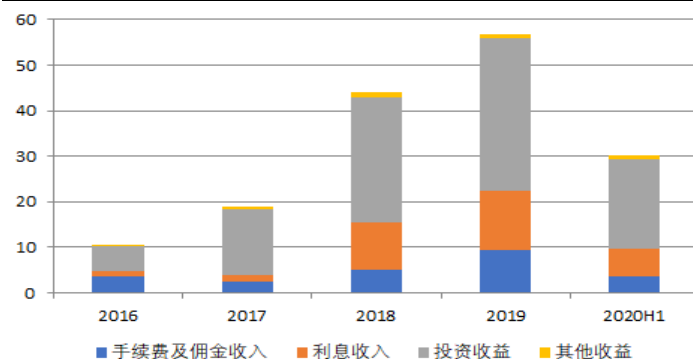
图 13: 市场行情好时, 股票收入投资收益占比较高 (亿元)



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

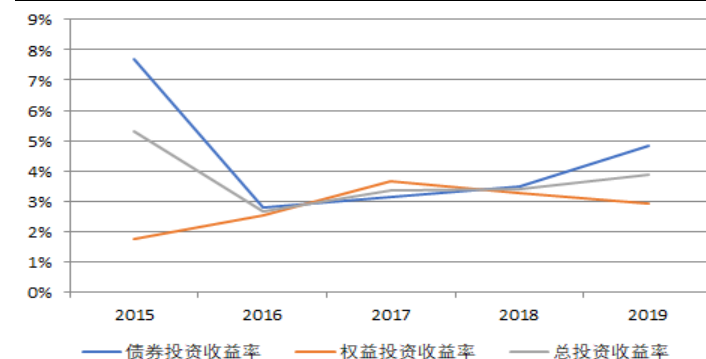
而固定收益收入中, 投资收益占比也稳定在 60% 以上。由于公司在固收方面具有 ABS、结构化产品创设等领先实力, 客需驱动规模由 2016 年 206.4 亿元激增至 2019 年底的 1051 亿元, 四年复合增速达 50%, 2017-2019 年收益率分别为 2.93%、4.24% 和 5.39%; 综合投资收益率有望维持在 5%。

图 14: 固定收益收入投资收益占比维持在 60% 以上



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

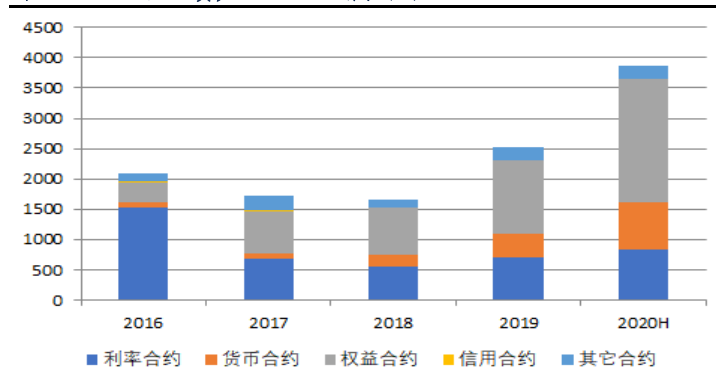
图 15: 综合投资收益率有望维持在 4%



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

与大多数券商自营主导业绩不同, 受益于公司在权益方面具有跨境收益互换和场外期权领域的先发优势, 其对冲持仓公允价值变动不影响公司损益, 因此可以较好的熨平市场波动。近年来, 公司场外权益衍生品规模增长较快, 2020H1 达 2030 亿元, 较 2019 年末增加 1000 亿元, 占衍生金融资产比例占比持续提升至 50%。由于权益衍生品业务对公司风控、平台、资本金要求较高, 伴随公司在境内外业务开展, 客户需求量增加, 将会进一步减少对冲成本, 提升规模优势。

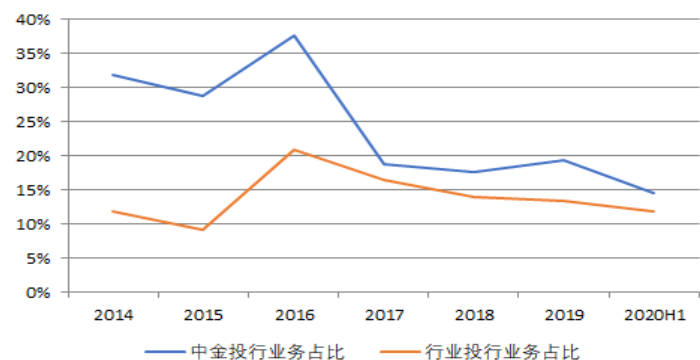
图 16: 衍生金融资产 2020H1 增长较快



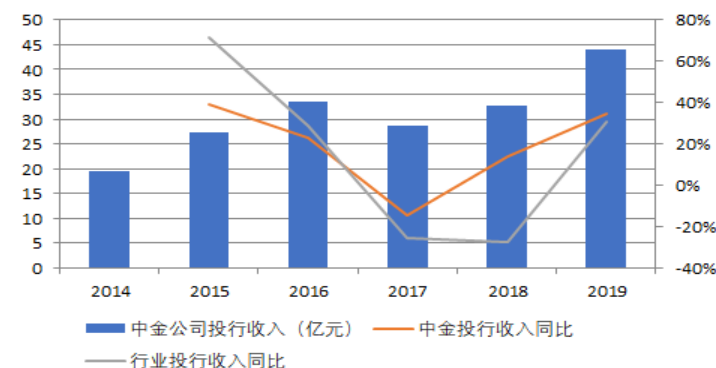
资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

(二) 投行业务: 充分受益于注册制改革

投行业务板块一直是中金公司最重要的收入来源, 主要包括股权融资业务、债务及结构化融资业务和财务顾问业务。2019 投行收入实现 44 亿元, 同比增长 34%, 优于行业 30% 的增速; 收入占比达 19.3%, 超过行业平均 6pct。中金公司拥有优质的客户基础和良好品牌形象, 完成了首个 A+H 股同步首次公开发行项目 (2006, 工商银行)、首个 A+H 股同步定向增发项目 (2009, 南方航空)、首个非上市集团吸引合并子公司实现整体上市 (2013, 美的集团)、香港首个“同股不同权”创新试点项目 (2018, 小米集团) 等一批行业标杆项目。同时投行业务也与资管业务的企业项目、财富管理业务的产品设计与销售、自营资产配置等有较强的协同作用, 是中金公司竞争力的核心。伴随着资本市场改革背景下, 注册制的全面推进, 中金公司将凭借优秀的销售能力、强大的研究定价能力和品牌优势, 进一步巩固其在投行领域的龙头地位。

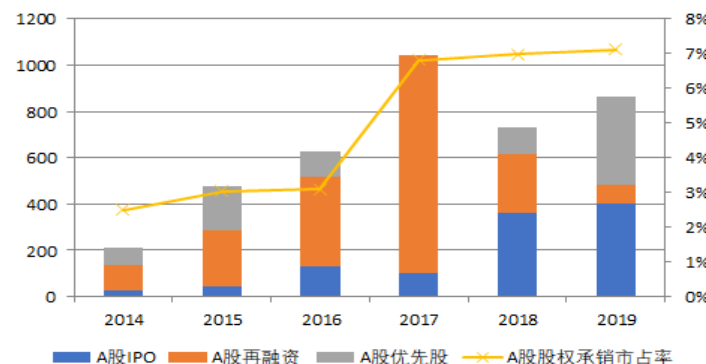
图 17: 2014-2019 中金投行业务占比始终高于行业


资料来源: 中证协, 中金公司年报, 信达证券研发中心

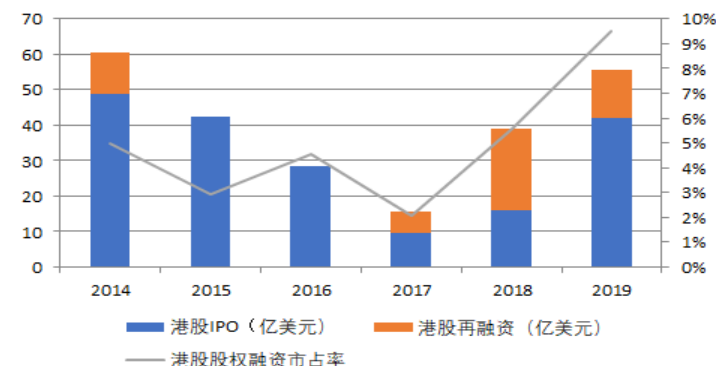
图 18: 2014-2019 投行业务收入及业绩增速


资料来源: 中金公司年报, 信达证券研发中心

股权承销保持领先地位。近年来公司在 A 股、港股和美股股权承销方面表现突出, 市场份额稳步提升。公司凭借品牌和资源, 在大项目的获取方面有较强优势, 2020 年上半年 A 股融资规模前十大 IPO 项目中, 中金公司完成 7 单。科创板方面, 截至 2020 年 9 月, 共服务科创板客户 41 家, 仅次于中信证券。已发行的 183 家科创板公司中, 有 24 家由中金公司承销保荐, 科创板 IPO 保荐人承销规模行业第一。1997 中金香港成立, 成为首家在香港从事证券承销业务的内地证券公司, 截至 2020 年 6 月, 募集规模前十大的中国公司境外 IPO 项目中八项由公司担任保荐人或联席全球协调人。

图 19: 2014-2019 股权融资规模 (亿元) 及市占率稳步提升


资料来源: Wind, 中金公司年报, 信达证券研发中心

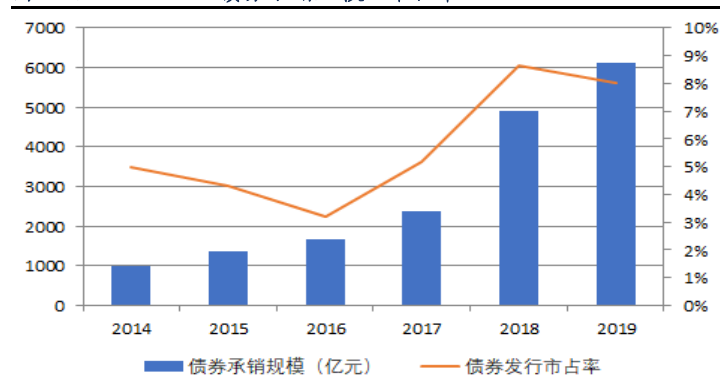
图 20: 2014-2019 中金公司港股股权承销市占率逐年提升


资料来源: Wind, 中金公司年报, 信达证券研发中心

债券承销市占率提升, 境外业务优势明显。公司不断探索业务创新、提升销售能力, 2019 年完成债券承销金额 6212 亿元, 市占率从 2014 年的 5%提升至 8%, 券商债券承销排名升至第三位。除传统承销优势外, 公司在结构化债权融资产品发行上

具备较强的创新能力，行业领先。中资企业投资级美元债券，排名保持中资券商第一。

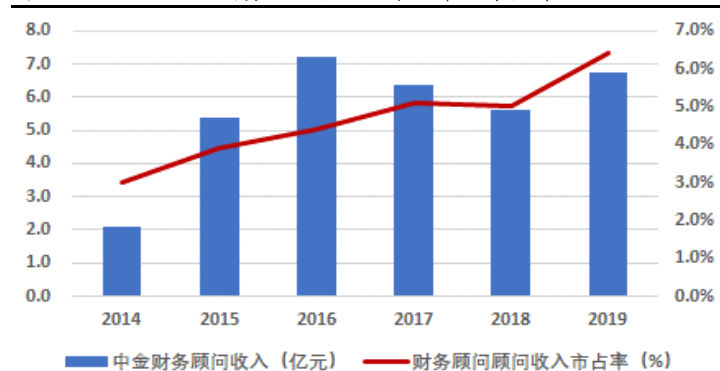
图 21: 2014-2019 债券承销规模及市占率



资料来源:Wind, 中金公司年报, 信达证券研发中心

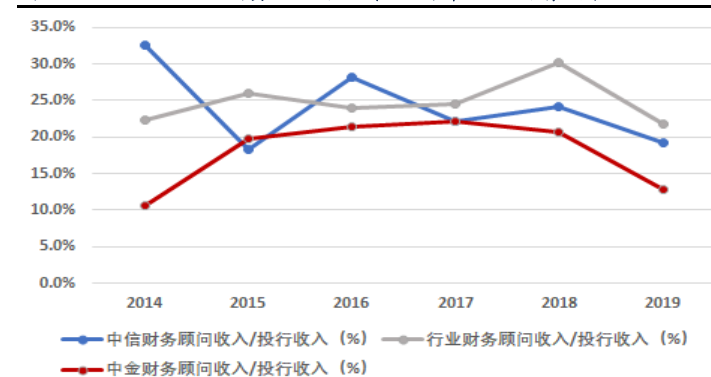
财务顾问业务领先地位稳固。2014-2019 公司并购财务顾问业务保持增长，稳固在中国并购市场领先地位。2018 年证监会推出“小额快速”并购重组审核机制、2019 年 10 月证监会《重组办法》落地，并购重组市场迎来一波政策红利。中金公司抓住国企改革机遇，主导了招商局集团、岷江水电等多个大型国企的债务重组项目，巩固重大并购交易领域的优先地位，同时完成国际化布局，发挥中金公司跨境优势，抓住跨国公司重组的业务机会。2019 年公司以 841.98 亿元的交易金额重回并购市场排名第一，市场份额 15.9%。

图 22: 2014-2019 财务顾问收入及市占率逐年提升



资料来源: 中证协, 中金公司年报, 信达证券研发中心

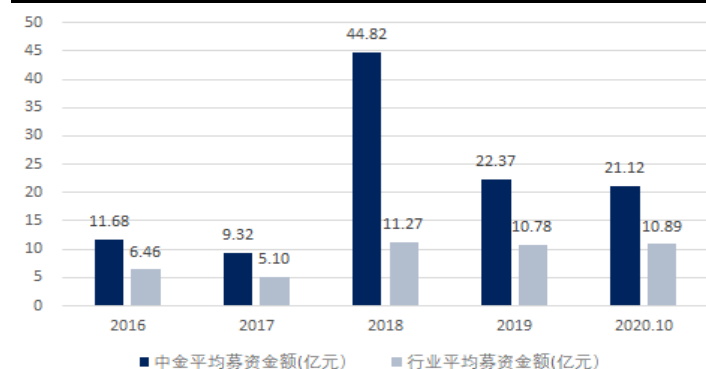
图 23: 2014-2019 财务顾问收入在投行中占比尚有发展空间



资料来源: 中证协, 中金公司年报, 信达证券研发中心

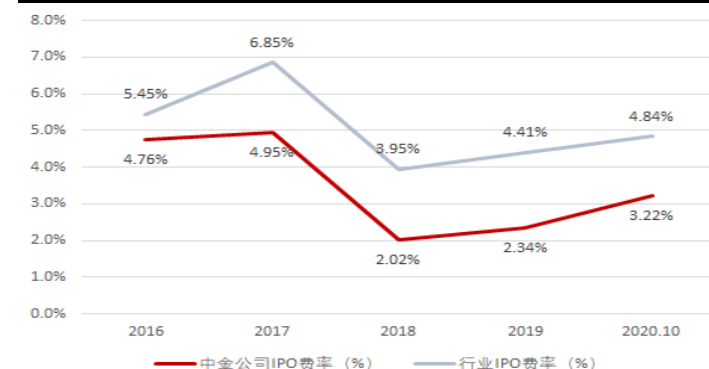
由于公司多操作规模较大项目，而大项目费率低于 2-5 亿和 5-10 亿规模费率，因此中金公司股权融资业务承销保荐费率略低于行业，2020 年科创板公司上市拉高了公司整体费率至 3.22%。

图 24: 中金 IPO 项目平均募资金额高于行业



资料来源: Wind, 中金公司年报, 信达证券研发中心

图 25: 中金 IPO 费率低于行业



资料来源: Wind, 中金公司年报, 信达证券研发中心

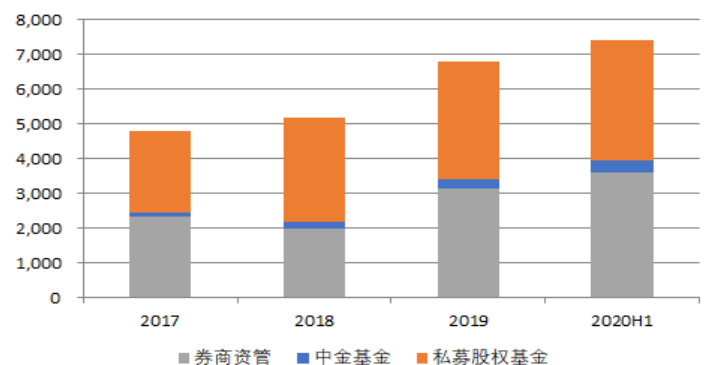
(三) 投资管理：主动管理与私募股权投资

公司资产管理收入包括券商资管、公募基金及私募股权投资基金业务在内的管理费收入，主要通过资管部门、中金基金、中金资本等部门或牌照开展业务。截至 2020H1，中金公司合计资产管理 AUM 达 7401 亿元，其中券商资管 3587 亿元、中金基金 357 亿元、私募股权基金 3458 亿元（含合资/合作基金）。2017 年-2019 年三年复合增长率为 12.3%。其中规模占比近一半的券商资管业务，2020 半年度收入占比约 30%。从分类来看，尽管单一资管计划占比较高，但与大多数券商单一资管多为非标通道业务不同的是，公司单一资管多为社保、企业年金、职业年金和养老金等，**由于长期专注于主动资产管理，因此受资管新规影响较小。**

2017 年 3 月成立的中金资本已经成为拥有强大品牌影响力和出色投融资能力的领先私募基金平台之一。受益于公司股东背景及海外资源，叠加投行与研究团队的协同作用，覆盖医疗健康、大消费、科技、互联网及高端制造等行业，拥有丰富产品线，专注服务国家战略、布局重点区域。2020H1 私募基金收入占资管收入比例为 67%。2019 年下半年以后，科创板的设立为创投 IPO 拓宽了退出渠道。私募基金规模有望较快增长。

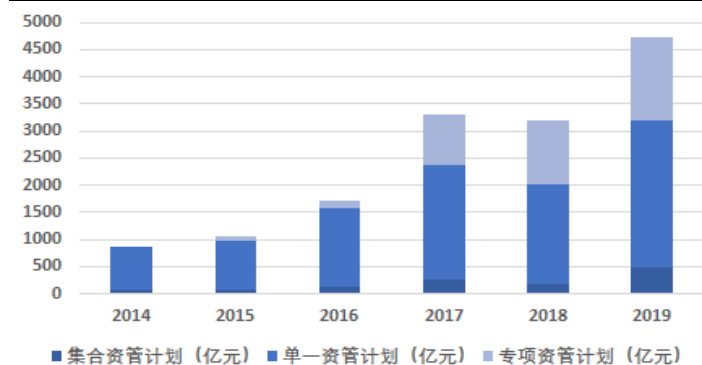
中金基金规模增速较快，公募基金占比较高，从 2014 年的 31 亿元增至 2020H1 年的 357 亿元，年复合增长率 44%。公司在公募基金标准化、净值化管理优势明显，聚焦零售市场，客户覆盖度及广度均有提升，2017-2019 公募基金规模和占比均稳步提升。公司合并中投证券后，完善的营业部网络、广大的客户基础将为中金基金开拓收入增长点。

图 26: 投资管理 AUM 构成



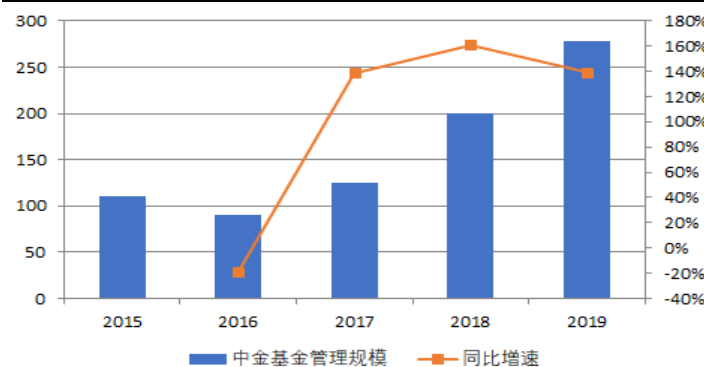
资料来源: 中金公司招股书, 信达证券研发中心

图 27: 2014-2019 公司资管规模及产品分类



资料来源: Wind, 中金公司年报, 信达证券研发中心

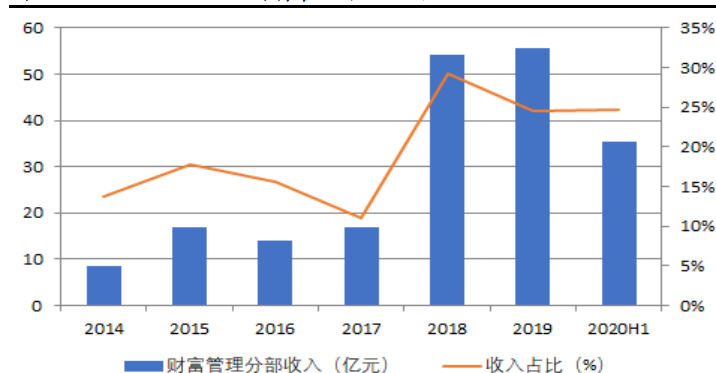
图 28: 中金基金规模增长较快



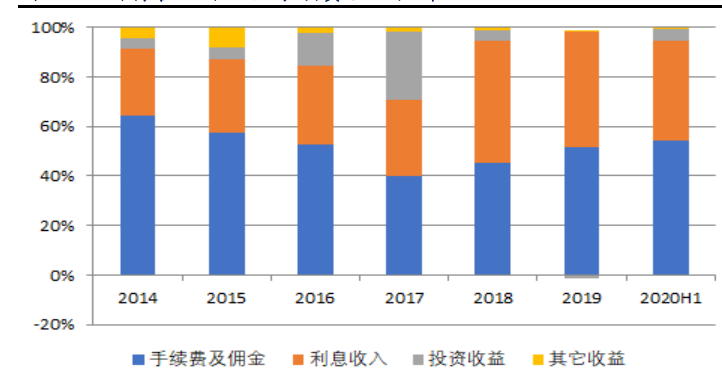
资料来源: 中金公司年报, 信达证券研发中心

三、财富管理补短板，筑引擎

中金财富管理部成立于 2007 年，是国内最早从事财富管理业务的券商之一，专注服务于国内高净值客户及企业投资者，发挥大平台优势，提供全方位产品和服务。公司财富管理收入占比从 2014 年的 14% 提升至 2020H1 24.7%，同时由于公司不同于传统券商单一代销和投顾的盈利模式，而是充分创新，结合自身强大使用资产负债表的能力，提供差异化财富管理解决方案，满足机构和零售客户多元投资需求，因此非佣金手续费占比提升，2020 年上半年接近 45%。

图 29: 2014-2020H1 财富管理收入及占比


资料来源: 中金公司年报, 信达证券研发中心

图 30: 财富管理非佣金手续费占比提升


资料来源: Wind, 中金公司年报, 信达证券研发中心

表 2: 中金财富管理产品一览

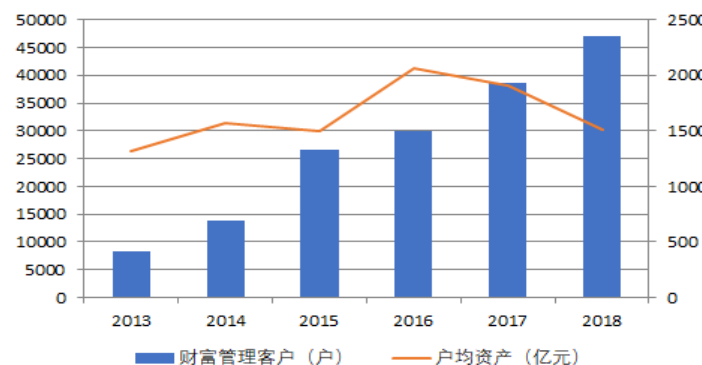
产品类别	产品介绍
集合理财产品	股票、债券、基金、权证等交易所交易产品和其他个人投资理财理财产品，包括集合资产管理计划、开放式基金产品、结构化债券投资产品和其他金融创新产品
中金 FOF	中行信托金汇 1 号、金致 1 号、金致 2 号等
代销基金产品	通过上交所开放式基金销售系统“上证基金通”认购、申购、赎回开放式基金
固定收益产品	信托公司和其他金融机构的各类产品，包括基础设施类、房地产类、股票质押类、一般贷款类和债权收益权类等。
债券质押式回购产品	通过上交所交易系统交易的特定的、不同期限的债权质押式回购

资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

中金公司财富管理客户数量不断增长，截至 2018 年 4.7 万客户（不含中金财富）拥有资产 71 亿元，户均 1500 万，超过多数股份制银行。合并中投前，中金财富管理十年发展培养了 300 名专业素养高、经验丰富、小而精的投资顾问团队，能有效的为高净值客户定制专业的投资建议、执行投资方案、实施调整投资策略。建立精良的投资顾问团队是开发和维护高净值客户的关键因素之一，比吸引客户开户、赚取佣金更重要的是面对复杂需求的处理能力，合格的投资顾问可以充分利用公司产品平台满足客户的复杂需求。由于公司擅长高净值客户服务，但营业部网点较少制约了客户数量的发展，在合并拥有广泛客户基础的中金财富后，中金公司投入大量资源在培训、营销、研究、考核方面对中金财富进行整合，投资顾问团队迅速扩容，未来将构建规模化、标准化的投顾团队，通过中投证券广泛的网点触达富裕地区的客户。

截至 2020H1 拥有服务高净值客户（300 万以上含）的投资经理和私人财富顾问 534 人，拥有服务财富客户（50 万含-300 万）的投资经理 1431 名，为客户配置金融产品总额为 646.97 亿元。

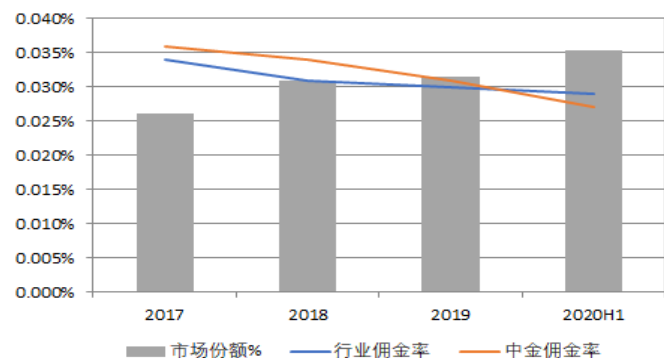
图 31: 财富管理客户不断增长



资料来源: 中金公司年报, 信达证券研发中心

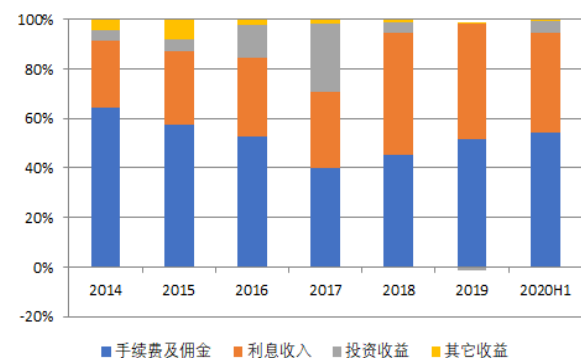
公司不仅提供产品配置服务，也为境内外客户提供交易服务和资本服务。在境内交易方面，由于客户服务高端、定制化，因此佣金率存在一定溢价，合并中金财富后，佣金率被拖累，2020H1 为 0.027%，低于行业 0.002pct，同时经纪业务市占率不断提升。资本服务方面，公司主要提供融资融券服务，公司股票质押余额逐步减少以释放风险，由 2017 年 115.72 亿元压缩至 75.83 亿元，占净资产比例下降至 18.1%，低于可比公司，风险敞口较小。

图 33: 佣金率领先行业，市占率不断提升



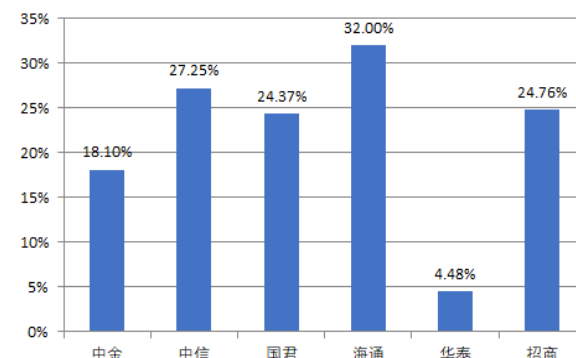
资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

图 32: 财富管理非佣金手续费占比提升



资料来源: Wind, 中金公司年报, 信达证券研发中心

图 34: 财富管理非佣金手续费占比提升



资料来源: 各公司年报, 信达证券研发中心

金融科技+基金投顾实现规模化发展。近年来公司打造并不断优化全球财富管理产品服务平台 gWMS，提升投顾服务效率。

2017年9月，中金引入腾讯为战略投资者，将有望借助大数据与人工智能工具为客户提供精准画像，更精准为其提供资产配置服务，助力公司为客户提供更加便利化、智能化、差异化的财富管理解决方案。2020年3月，公司获得首批券商基金投顾资格，公司将有望通过整合产品、资产配置、财富规划的优势，结合金融科技手段拓展更广泛的客户，实现规模化发展。

四、盈利预测、估值

盈利预测及假设

一直以来，公司致力于打造项目精品化、财富管理高端化，优秀的产品创设能力是其名片，并取得了优异回报。公司在2019年年报及业绩发布会上明确表示，“加大投入、做大做强”，提升份额、驱动增长，先后从港股和A股融资，提升资本实力，我们认为公司根据当前中国资本市场改革大背景，间接转直接融资大趋势下，做出的英明决策，未来市占率将持续提升。

根据中金公司公布的半年报数据，公司2020年上半年实现营业收入142.93亿元，同比+40.1%，净利润30.52亿元，同比+62.3%。按照中金公司的收入结构，我们按照经纪、投行和资管的手续费佣金收入、利息收入、投资收益五个业务板块对收入及盈利进行预测。收入预测的核心假设：

1. 经纪业务：2019年沪深两市日均成交金额5205亿元，受益于市场流动性充裕，2020年年初以来市场交投活跃，上半年沪深两市日均成交金额7582亿元。展望2020年全年，在保持流动性合理充裕的情况下，预计全年两市日均成交额8500亿元。
2. 投行业务：随着科创板、创业板注册制顺利推进，结合再融资政策松绑、新三板改革、企业债券注册制改革等资本市场制度红利下，A股迎来直接融资大年。中金公司IPO项目储备充足，行业排名前五，公司有望保持其股权承销优势；另外，利率下行叠加公司债券承销优势明显，债券承销规模预计稳中有升，预计投行收入有望实现大幅增长。
3. 资管业务：资管新规下，行业资管结构规模继续调整。随着集合公募化推进，预计招商资管受托资产规模小幅回升。
4. 资本中介业务：受益于市场交投活跃度的提升，自2019年12月以来两融余额始终保持在万亿以上，截至2020年10月22日，两融余额15294.36亿元，预计全年两融日均余额11000亿元；股权质押业务整体处于控制规模的阶段，预计公司股权质押规模及收入维持稳定。
5. 自营投资业务：受益于交投活跃和流动性宽松，公司将保持风险可控的权益敞口，同时公司拥有强大的资产负债表运用能力，预计公司2020年自营投资资产同比增加25%。

估值

我们使用相对估值法给公司估值，我们估算公司 2020-2022E 净资产分别为 669 / 736 / 815 亿元，对应 BVPS13.85/15.25 / 16.87 元。2020-2022E 归母净利润 63.76/78.94/91.99 亿元，增速 50.41%/23.82%/16.53%，对应 EPS1.32/1.64/1.91 元。考虑到公司投行有较强优势，我们给予公司 2020 年 3.0xP/B，根据本文假设估值，我们预计 2020 年目标价 41.55 元。

表 3: 同业比较

证券代码	证券简称	10 月 23 日总市值 (亿元)	PB		
			2,019	2020E	2021E
600030.SH	中信证券	3,890.96	2.29	2.17	2.04
601066.SH	中信建投	3,471.46	7.07	5.75	5.09
601688.SH	华泰证券	1,920.62	1.54	1.46	1.34
601788.SH	光大证券	978.87	1.98	1.97	1.87
平均			3.63	3.12	2.82
601995.SH	中金公司	790.80	2.59	2.08	1.89

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2020 年 10 月 23 日收盘价

风险因素

1. 资本市场大幅波动，导致公司经纪业务、自营投资业务等受到干扰和冲击；
2. 科创板、创业板注册制审核进度低于预期，导致投行+投资业务业绩不及预期；
3. 与中投业务整合进度低于预期；
4. 财富管理转型不及预期等。

合并损益表					单位: 亿元				
	2019	2020E	2021E	2022E					
营业收入	227.83	308.52	379.81	443.10					
手续费及佣金收入	107.33	151.73	191.67	217.44					
经纪业务手续费净收入	38.78	59.29	59.29	59.29					
投资银行业务手续费净收入	43.96	63.35	97.85	117.62					
资产管理业务手续费净收入	20.02	25.19	30.23	36.28					
其他	4.57	3.90	4.30	4.26					
利息净收入	48.00	53.55	58.91	64.80					
投资净收益	69.59	101.42	126.78	158.48					
其他收益	2.91	1.81	2.45	2.39					
营业支出	175.41	228.31	280.65	327.68					
折旧及摊销	9.13	4.82	5.66	6.53					
管理费用	72.03	97.54	120.08	140.09					
减值损失	1.59	0.48	0.44	0.84					
其他业务成本	92.66	125.48	154.47	180.21					
税前利润总额	52.42	80.20	99.16	115.43					
减: 所得税	10.54	16.13	19.94	23.21					
净利润	42.48	64.08	79.22	92.22					
减: 少数股东损益	0.09	0.32	0.28	0.23					
归属于母公司所有者的净利润	42.39	63.76	78.94	91.99					
基本 EPS (元, RMB)	0.99	1.32	1.64	1.91					
年成长率(%)	2019	2020E	2021E	2022E					
营业收入 YoY(%)	23%	35%	23%	17%					
净利润 YoY (%)	25%	26%	50%	24%					
基本 EPS (元,RMB)	0.99	1.32	1.64	1.91					
盈利能力	2019	2020E	2021E	2022E					
税前利润率 (%)	23%	26%	26%	26%					
净利润率 (%)	19%	21%	21%	21%					

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测

资产负债表					单位: 亿元				
	2019	2020E	2021E	2022E					
现金及现金等价物	239.59	287.51	345.01	414.01					
交易性金融资产	1,689.74	2,112.18	2,640.22	3,300.27					
权益性投资	11.68	11.88	12.08	11.88					
抵押担保证券	142.99	160.97	166.50	156.82					
其他投资	558.95	558.95	558.95	558.95					
应收款项合计	178.77	214.52	257.43	308.91					
固定资产净值	7.30	7.30	7.30	7.30					
商誉及无形资产	18.68	18.68	18.68	18.68					
土地使用权	26.04	26.04	26.04	26.04					
其他资产	575.98	575.98	575.98	575.98					
总资产	3,449.71	3,974.00	4,608.18	5,378.84					
抵押担保融资	247.08	346.71	360.10	317.96					
应付账款及票据	437.01	655.52	852.17	1,022.60					
应交税金	15.49	12.60	14.31	14.13					
交易性金融负债	329.33	395.20	474.24	569.08					
短期借贷及长期借贷当期到期部分	430.46	286.09	329.03	348.53					
长期借贷	575.95	748.74	973.36	1,265.36					
其他负债	929.07	859.95	868.57	1,026.42					
总负债	2,964.40	3,305.30	3,872.07	4,564.29					
普通股股本	43.69	48.28	48.28	48.28					
资本公积	269.32	396.71	396.71	396.71					
盈余公积	3.47	5.33	7.37	10.57					
一般准备	20.30	25.48	32.01	41.62					
未分配利润	71.14	91.27	117.81	159.46					
其他权益工具	10.00	10.00	10.00	10.00					
普通股权益总额	117.81	159.46	210.95	270.90					
归属母公司股东权益	367.07	421.84	482.94	666.65					
少数股东权益	2.38	2.06	2.12	2.19					
股东权益合计	485.32	668.70	736.11	814.56					

研究团队简介

王舫朝，硕士，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019 年 11 月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

朱丁宁，硕士，毕业于英国格拉斯哥大学金融专业，曾工作于台湾富邦证券和瑞银证券，于 2020 年 4 月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

王锐，硕士，毕业于美国波士顿大学金融专业，2019 年加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏 冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈 晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。