

中金公司 (601995)

投行龙头，兼具价值与成长属性

证券研究报告

2020年11月05日

投资评级

行业	非银金融/证券
6个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	44.3 元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,923.54
流通A股股本(百万股)	260.28
A股总市值(百万元)	129,512.93
流通A股市值(百万元)	11,530.34
每股净资产(元)	12.96
资产负债率(%)	88.28
一年内最高/最低(元)	45.38/34.54

作者

夏昌盛	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518110003	
xiachangsheng@tfzq.com	
罗钻辉	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518060005	
luozuanhui@tfzq.com	
舒思勤	联系人
shusiqin@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

先进的治理结构形成稳定的战略方向以及较强的执行力。中金公司成立至今,始终致力于在业务运营、公司治理、人才文化培育等方面遵循国际最佳实践,并成为中国企业走向全球市场和全球投资者投资中国的桥梁。

盈利能力长期保持优于同业。2017-2019年中金公司 ROE 为 7.5%、8.3%和 8.8%,同期证券行业 ROE 为 6.5%、3.6%和 6.3%。中金公司主要是通过提高经营杠杆率实现股东回报的提升,这是投资银行的专业能力体现。

业务发展机构化及国际化特点显著。2020 年中期,中金公司投行和投资两大机构业务的收入占比合计 72%,同期中信证券、华泰证券和中信建投该比例分别为 52%、43%和 65%。突出的跨境业务能力是中金区别于其他中资券商的竞争优势之一,2017 年至今公司国际业务收入占比长期高于 20%。

成长性一:以 A 股 IPO 发行为契机,以股票业务为核心做大资产负债表。中金公司具备出色的金融产品创设交易能力,衍生品是中金公司权益业务使用资产负债表的主要业务,且几乎没有方向性业务,这是中金公司区别于其他中资券商的最主要特征之一,也是投资银行的专业能力体现。中金公司此次公开发行人 4.59 亿股 A 股,募资总额为 131 亿元,这将有助于公司拓宽股票业务、资本中介业务和私募股权投资基金业务发展空间,也有助于公司把握后续境内外潜在并购机会,实现战略布局。

成长性二:全面实施注册制,投行业务将直接受益。投资银行业务是中金传统优势业务,未来投行业务集中度提升,新经济企业加速登陆资本市场和中概股回归浪潮将为中金投行的发展形成促动。投行业务与其他业务的联动也将为中金公司带来业绩弹性。以科创板跟投为例,中金财富作为战略投资者累计投入 20.19 亿元,当前累计浮盈 26.27 亿元。

成长性三:数字化赋能财富管理业务,挖掘客户资源禀赋。公司是券商财富管理领域的先行者,以咨询为驱动财富管理服务模式,为客户提供量身定制的产品及服务。2017 年 4 月,公司完成对中金财富证券的收购,完善客户体系及线下渠道。2020 年 3 月,公司获得基金投顾试点资格,买方投顾业务稳步推进。2020 年 6 月,公司与腾讯合作设立金融科技子公司——金腾科技,推动财富管理数字化转型。

投资建议:我们预计 20 至 22 年公司的归母净利润分别为 66/81/101 亿元,同比增长 55.4%、22.5%和 24.6%,对应的 EPS 为 1.36/1.67/2.08 元, BVPS 为 13.57/15.26/16.82 元。综合考虑 A 股和 H 股可比券商的估值情况,且公司上市半年内的 A 股流通股本占总股本比例为 5.39%,我们预计将出现估值溢价,首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示:市场波动风险、资本市场改革低于预期、行业竞争加剧风险、经营及业务风险、管理风险、财务风险

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	12,914.08	15,755.27	22,651.88	26,095.91	30,853.89
增长率(%)	15.21	22.00	43.77	15.20	18.23
净利润(百万元)	3,492.16	4,238.72	6,588.84	8,068.43	10,052.49
增长率(%)	26.24	21.38	55.44	22.46	24.59
净利润率	27.04%	26.90%	29.09%	30.92%	32.58%
净资产收益率	8.28%	8.78%	10.06%	10.95%	12.38%
市盈率(倍)	39.78	32.78	21.09	17.22	13.82
市净率(倍)	2.86	2.60	2.12	1.89	1.71
每股净利润(元/股)	0.83	0.97	1.36	1.67	2.08
每股净资产(元/股)	10.06	11.05	13.57	15.26	16.82

资料来源: wind, 天风证券研究所

内容目录

1. 中金公司：首家中外合资投资银行	4
1.1. 历史沿革：根正苗红，股权结构优势显著.....	4
1.2. 内部组织结构：多条线协同与一体化.....	6
1.3. 盈利能力：持续高于行业的净资产回报率.....	8
2. 投行业务：中金公司传统优势业务	9
2.1. 投行业务增长空间：将受益于集中度提升及新经济企业上市浪潮.....	10
2.2. 科创板跟投：规模及收益均独树一帜.....	12
3. 股票业务：机构化、产品化、国际化布局持续深化	13
3.1. 机构交易服务：布局海内外，深受境外投资者青睐.....	14
3.2. 资本业务：处于中资券商领先地位，将成为业绩增长的重要驱动力.....	15
4. 固定收益：综合服务能力不断提升，具备稳定的投资回报	15
5. 财富管理：数字化转型，充分挖掘客户资源禀赋	17
5.1. 中金财富：为客户提供一站式、覆盖全生命周期的财富规划和配置方案.....	17
5.2. 买方投顾业务模式：以客户为中心，稳步推进.....	18
5.3. 金融科技：持续投入，打造财富管理生态圈.....	19
6. 投资管理：PE+投行模式将提升未来业绩增长空间	20
7. 盈利预测与估值讨论	23
8. 风险提示	25

图表目录

图 1：中金公司发展历程回顾（1995 年至 2020 年）.....	4
图 2：突出的跨境业务能力使公司境外子公司业务收入处于中国证券公司领先水平.....	4
图 3：股权结构及控制关系：汇金系控股，海尔、腾讯、阿里战略协同.....	5
图 4：中金公司的内部组织结构.....	6
图 5：中金公司各业务收入占比（2017 年至 2020 年中期）.....	7
图 6：中金公司收入结构（利润表口径）.....	7
图 7：中信证券收入结构（利润表口径）.....	7
图 8：华泰证券收入结构（利润表口径）.....	7
图 9：中信建投收入结构（利润表口径）.....	7
图 10：中金公司营业收入及归母净利润情况（单位：亿元）.....	8
图 11：中金公司总资产及归属于母公司股东权益（单位：亿元）.....	8
图 12：中金公司及同业 ROE 对比.....	9
图 13：中金公司及同业杠杆率对比.....	9
图 14：中金公司投资银行业务收入（单位：亿元）.....	9
图 15：中金公司投行的 IPO 承销规模及其占比（2006-2020 年前三季度，单位：亿元）.....	10
图 16：2015 年至今券商 IPO 承销规模市场占比（CR5）.....	10

图 17: 中金公司科创板保荐规模市场占比第一 (数据截至 2020 年 10 月 23 日)	11
图 18: 2016-2020 年沪深两市新经济行业 IPO 融资规模占比	11
图 19: 中金公司股票业务收入及营业利润情况 (单位: 亿元)	13
图 20: 中金公司股票业务收入结构	13
图 21: 股票业务收入中产品收入占比过半 (2019 年)	14
图 22: 股票业务收入中境外收入占比过半 (2019 年)	14
图 23: 中金公司境外机构交易总交易额	14
图 24: 中金公司机构交易服务平均佣金率	14
图 25: 中金公司场外衍生品对冲持仓情况	15
图 26: 中金公司固定收益分部营业收入及税前净利润 (百万元)	15
图 27: 中金公司固定收益业务分部的资产负债情况 (亿元)	16
图 28: 中金公司固定收益自营规模及收益率 (2017-2020H)	16
图 29: 中金公司经纪业务收入更为平稳	17
图 30: 中金公司营业部数量	18
图 31: 中金公司财富管理客户数量及资产规模	18
图 32: 中金公司财富管理板块组织架构	19
图 33: 头部券商代销金融产品的收入规模 (单位: 亿元)	19
图 34: 头部券商代销金融产品的收入占比 (单位: %)	19
图 35: 头部券商的信息技术投入情况 (单位: 亿元, 2019 年)	20
图 36: 金腾科技股权结构	20
图 37: 2017 年至 2020 年中期, 中金公司财富管理业务营销人员情况 (单位: 名)	20
图 38: 中金公司私募股权业务发展历程图	21
图 39: 中金资本通过多种方式管理的基金累计规模 (单位: 亿元)	21
图 40: 中金私募股权管理手续费收入 (单位: 百万元)	21
图 41: 中金公司资产管理规模 (净值口径, 单位: 亿元)	22
图 42: 中金基金的资产管理规模 (净值口径, 单位: 亿元)	22
图 43: 中金公司 (3908.HK) 与对标公司港股 PB 估值情况 (单位: 倍)	24
图 44: A 股 IPO 后中金公司股权结构	24
图 45: 中金公司 A 股流通股结构	24
表 1: 中金公司 A 股 IPO 战略投资者名单	5
表 2: 中金公司参与主承销的新经济项目	12
表 3: 中金公司跟投项目及浮盈统计 (截至 2020 年 10 月 21 日)	12
表 4: 中金公司经纪财富管理客户结构	18
表 5: 中金公司投资管理业务收入构成	20
表 6: 中金资本各类在管基金的代表性基金情况	22
表 7: 中金公司盈利预测	23
表 8: 五家可比头部券商 A 股估值情况 (PB-LF, 单位: 倍)	23
表 9: 五家可比头部券商及中金公司 H 股估值情况 (PB-MRQ, 单位: 倍)	24

1. 中金公司：首家中外合资投资银行

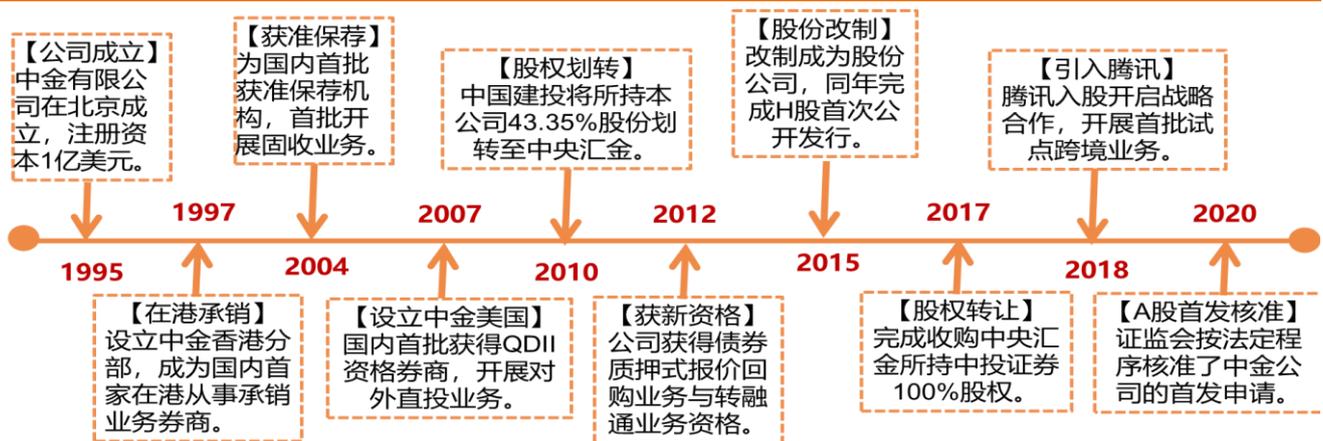
1.1. 历史沿革：根正苗红，股权结构优势显著

中国国际金融股份有限公司是中国首家中外合资投资银行。1995年7月31日，建设银行与摩根士丹利、中投保、新政保及名力集团等机构共同出资1亿美元设立中金公司。建设银行持股42.5%，摩根士丹利持股35%。凭借率先采用国际最佳实践以及深厚的专业知识，中金公司完成了众多开创先河的交易，并深度参与中国经济改革和发展，成为中国企业走向全球市场和全球投资者投资中国的桥梁。

历次股权变更后，汇金成为中金第一大股东。1) 2004年，建设银行实行重组改制，将其持有的中金公司股份转让给中国建投。2010年，中国建投将所持中金公司股权无偿划转至中央汇金。2) 2010年，摩根士丹利因自身发展战略调整（与华鑫证券成立摩根士丹利华鑫证券），将其持有的中金有限34.30%股权全部转让给TPG、KKR、新政投和大东方人寿。

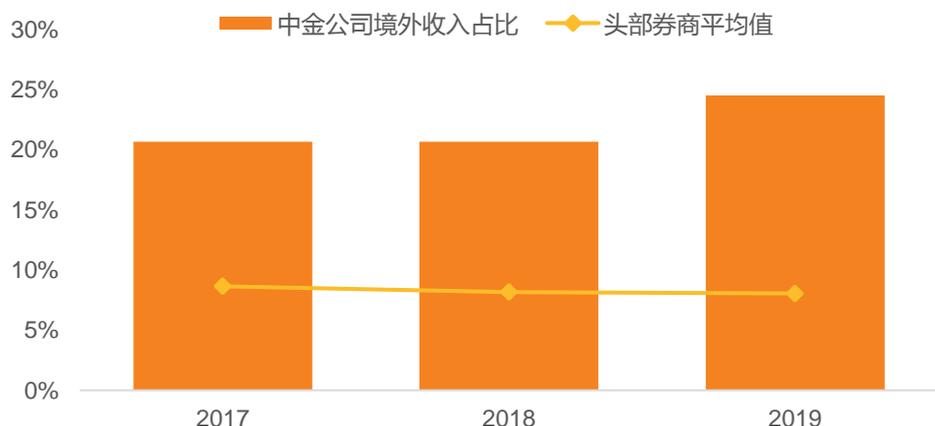
A+H上市融资，收购中投证券并引入重要战略股东。2015年，中金公司在香港联交所主板成功挂牌上市。2017年，中金公司与中国中金财富证券有限公司（即“中金财富证券”，原中国中投证券有限责任公司）的战略重组完成，中金财富证券成为中金公司的全资子公司。2018年，中金公司向腾讯控股子公司Tencent Mobility增发H股。2019年，海尔控股通过受让汇金股份的方式，跻身中金公司第二大股东。同年，阿里巴巴通过其子公司Des Voeux于H股增持中金公司股份，并跻身公司前十大股东之列。2020年9月，中国证监会核准中金公司的A股IPO申请。2020年11月2日，中金公司正式在上交所上市交易。

图 1：中金公司发展历程回顾（1995年至2020年）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 2：突出的跨境业务能力使公司境外子公司业务收入处于中国证券公司领先水平

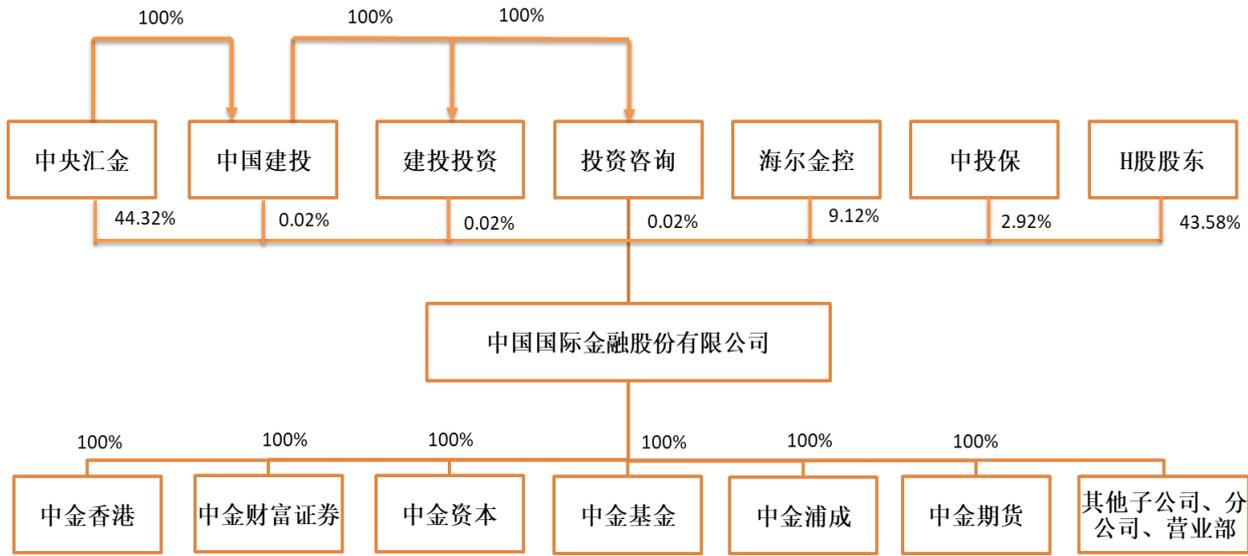


资料来源：中国证券业协会，天风证券研究所

中金公司试点采用市场化定价机制。在 A 股 IPO 前，中金公司总股本为 43.69 亿股，其中内资股 24.65 亿股，占总股本 56.42%，H 股 19.04 亿股，占总股本 43.58%。公司此次公开发行 A 股不超过 4.59 亿股（即不超过本次发行上市后总股本的 9.50%）。公司本次发行采用市场化定价机制，**最终发行价格为 28.78 元/股，募集资金净额为 130.3 亿元。**

社保基金等多家战略投资者参与网下配售。中金公司此次 A 股 IPO 战略配售对象共包括 17 家战略投资者，最终战略配售数量为 1.38 亿股，以每股 28.78 元的发行价格计算，认购资金约为 39.6 亿元。在获配的战略投资者中，2 家社保基金分别获配 1031.8 万股，国有企业结构调整基金、国新投资有限公司均获配 1547.7 万股，锁定期均为 12 月。

图 3：股权结构及控制关系：汇金系控股，海尔、腾讯、阿里战略协同



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所，截至 A 股招股说明书签署日

表 1：中金公司 A 股 IPO 战略投资者名单

序号	战略投资者名称	获配股数（股）	锁定期（月）
1	中国国有企业结构调整基金股份有限公司	15,477,380	12
2	国新投资有限公司	15,477,380	12
3	阿里巴巴(中国)网络技术有限公司	13,757,670	36
4	阿布达比投资局(Abu Dhabi Investment Authority)	13,757,670	36
5	全国社会保障基金一零八组合	10,318,252	12
6	全国社会保障基金六零一组合	10,318,252	12
7	中国人寿保险股份有限公司	10,318,252	36
8	文莱投资局(Brunei Investment Agency)	10,318,252	36
9	一汽股权投资(天津)有限公司	6,878,835	12
10	太平人寿保险有限公司	6,878,835	36
11	华宝投资有限公司	4,127,301	12
12	中粮集团有限公司	4,127,301	12
13	鞍钢集团资本控股有限公司	4,127,301	12
14	上海机场投资有限公司	3,439,417	12
15	四川交投产融控股有限公司	2,751,534	12
16	湖南省财信产业基金管理有限公司	2,751,534	12
17	山西省经济建设投资集团有限公司	2,751,534	12
	总计	137,576,700	-

资料来源：公司公告，天风证券研究所

补充净资本规模，拓宽中金公司业务发展空间。与行业内规模领先的证券公司相比，中金公司的净资本有待进一步夯实。为充分把握资本市场面临的历史性机遇，中金亟需增加资本金，以支持境内外业务发展、增加在国际化、数字化等战略领域的投入，把握后续境内外潜在并购机会，实现战略布局。

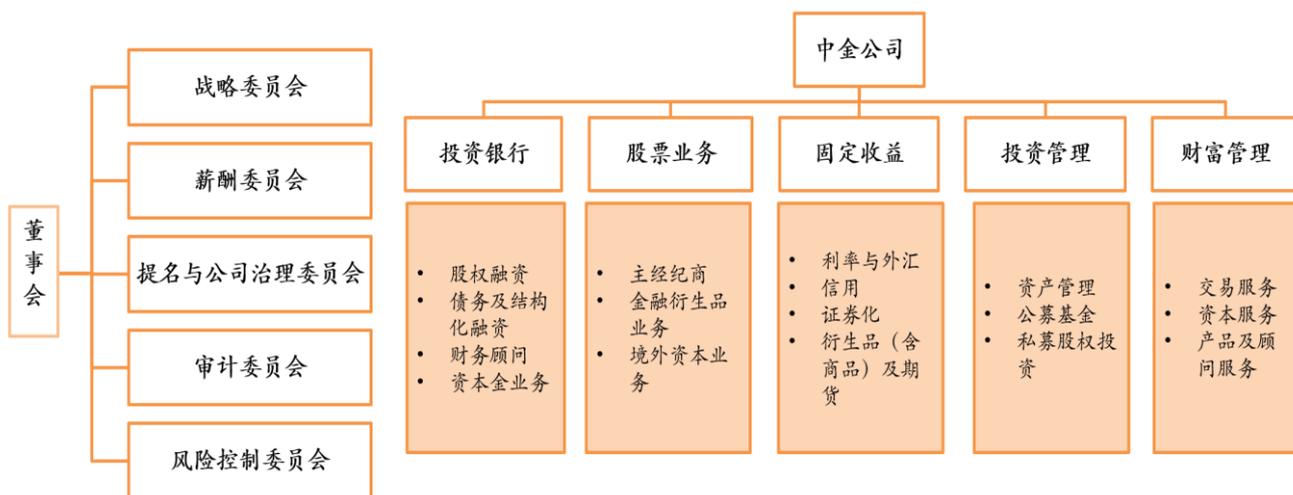
1.2. 内部组织结构：多条线协同与一体化

中金公司的组织架构深受摩根士丹利影响，CEO 是唯一一位执行董事，但董事长和 CEO 不兼任，董事会的监督能力强。中金公司 A 股发行完成后，汇金及其一致行动人（包括中央汇金、中国建投、建投投资和投资咨询）将持有中金公司 40.17% 的股份，为公司控股股东，已经向中金公司派出含董事长在内的三名董事。海尔金控和中投保分别持有公司 8.26% 和 2.64% 股份，各派出一名董事。此外，腾讯控股和阿里巴巴分别通过旗下子公司持有中金公司 H 股股份，比例分别是 4.95% 和 4.64%（A 股 IPO 发行前）。

内部组织结构：以客户需求为中心，中金公司将其业务划分为五大板块。各业务分部均有针对性的客户群体，满足客户全方位的投融资需求，有效解决协调问题或利益冲突问题。

- 1) 投资银行业务主要是为企业客户提供股权融资业务、债务及结构化融资业务和财务顾问业务。其中，境外投资银行业务主要是通过中金香港开展。
- 2) 股票业务（TOB）主要是为境内外机构投资者提供“投研、销售、交易、产品、跨境”的一站式股票业务综合金融服务，具体包括机构交易服务和资本服务。机构交易服务为向机构客户提供的代理买卖证券业务；资本业务是在向专业投资者提供交易服务之外，公司运用资产负债表为专业投资者提供的业务，包括主经纪商、金融衍生品业务以及境外资本业务。
- 3) 固定收益业务（TOB）为境内外机构投资者提供多种固定收益类、大宗商品类、外汇类及衍生品的销售、交易、研究、咨询和产品开发等一体化综合服务。
- 4) 投资管理业务为境内外企业、机构和个人投资者设计及提供多元化的投资管理产品及服务，包括资产管理业务、基金管理业务和私募股权投资基金业务。
- 5) 财富管理业务为个人、家族及企业客户提供范围广泛的财富管理产品及服务，包括交易服务、资本服务、产品配置服务等。资本服务主要是两融业务及股票质押式回购业务等。

图 4：中金公司的内部组织结构

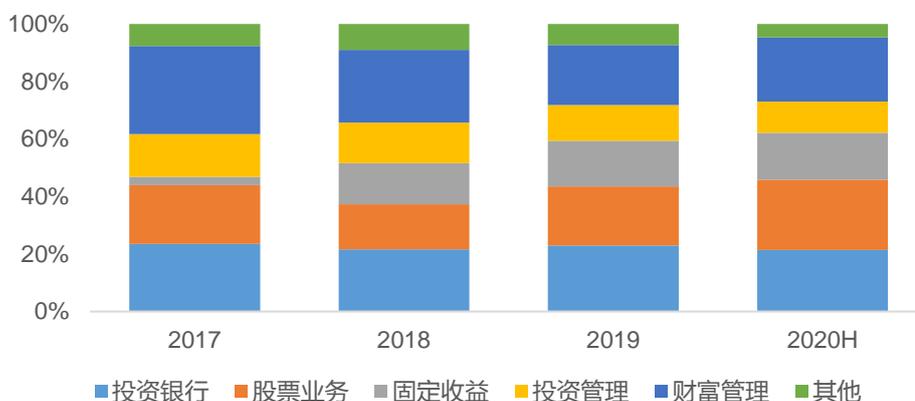


资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

收入结构：相对均衡，股票业务利润贡献高。根据中金公司 2020 年中报披露数据，财富管理、股票业务、固收业务、投资银行、投资管理业务的收入占比分别为 24.73%、22.05%、21.18%、16.95% 和 8.87%。税前利润方面，2020 年上半年，股票业务、固定收益、财富管理、投资银行和投资管理有限公司的占比分别是 37.78%、23.60%、20.51%、12.32% 和 5.80%。

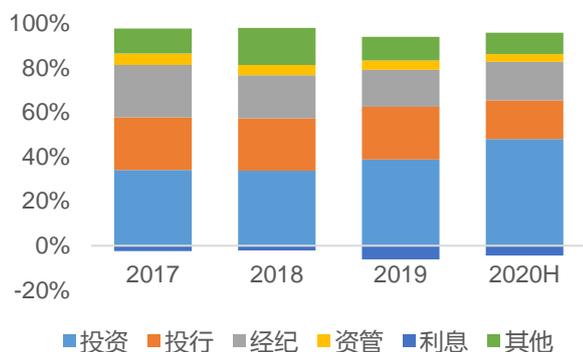
业务优势：具有较强的机构服务能力。若按照利润表的口径来划分，中金公司收入构成中来自于投资收益和投行业务的比例远高于其他头部券商。2020 年中期，中金公司的投资业务收入与投行业务收入占比合计为 71.49%，同期中信证券、华泰证券和中信建投的投资业务收入与投行业务收入占比合计为 52.4%、42.8%和 65.0%。中金公司未来将围绕“机构化”、“国际化”、“产品化”持续进行能力建设，巩固投资银行、股票业务与固定收益传统优势项目上的领先优势，持续发力财富管理业务、做大投资管理业务规模。

图 5：中金公司各业务收入占比（2017 年至 2020 年中期）



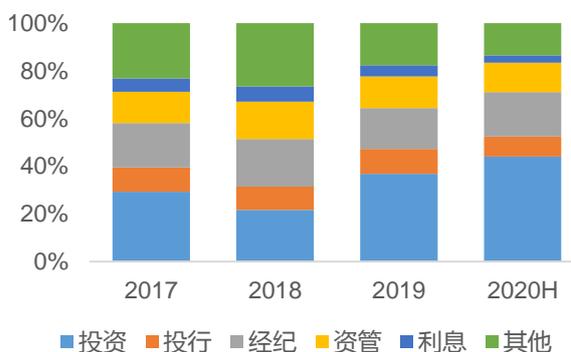
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 6：中金公司收入结构（利润表口径）



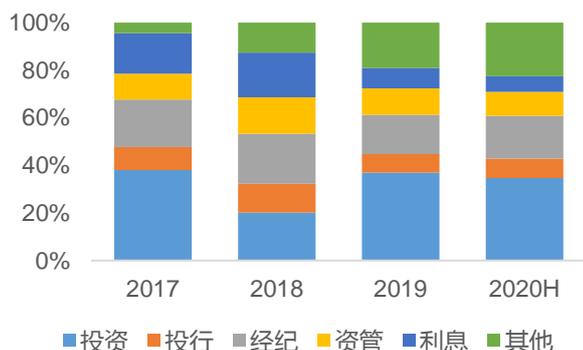
资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：中信证券收入结构（利润表口径）



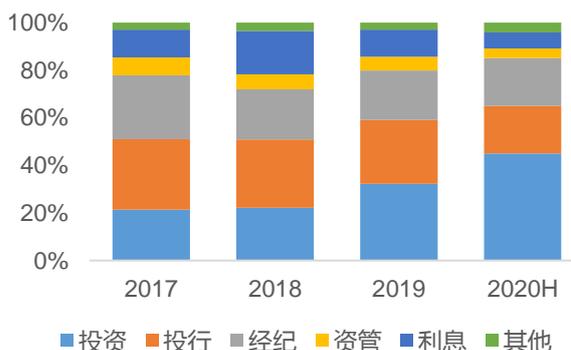
资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：华泰证券收入结构（利润表口径）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：中信建投收入结构（利润表口径）

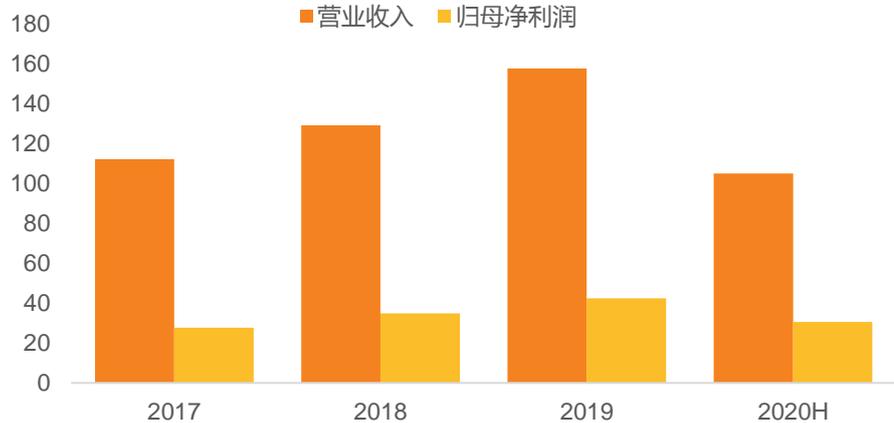


资料来源：wind，天风证券研究所

1.3. 盈利能力：持续高于行业的净资产回报率

中金公司拥有持续经营稳健的盈利能力，尤其是能够穿越牛熊，在市场弱势阶段依然能够保持盈利的稳定性。2017至2019年营业收入分别为112亿元、129亿元和158亿元。2017-2019年之间，中金公司的净利润分别为27.7亿元、34.9亿元和42.4亿元，其中2018年至2019年的同比增长26%和21%。2020年上半年，公司各项主要财务指标持续表现优异，营业收入达到104.93亿元，归属于母公司股东净利润为30.52亿元。

图 10：中金公司营业收入及归母净利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司招股说明书、公司年报，天风证券研究所

图 11：中金公司总资产及归属于母公司股东权益（单位：亿元）



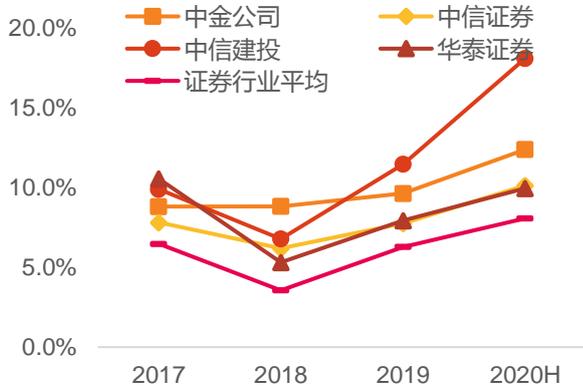
资料来源：公司招股说明书、公司年报，天风证券研究所

中金公司拥有持续优于同业的股东回报。2017-2019年之间，中金公司总资产回报率分别为1.16%、1.27%和1.23%，证券行业同期ROA为1.84%、1.06%和1.70%，ROA表现并不突出，但其ROE水平始终保持头部券商中的领先地位，中金公司的加权平均净资产收益率为8.82%、8.83%和9.64%，分别超过行业2.34、5.27和3.35个百分点。高于同业的ROE水平主要是来自于其强大的使用资产负债表的能力。中金公司通过提高经营杠杆率实现股东回报的提升，2017-2019年间，公司经营杠杆率高达5.3/5.6/6.1倍，行业仅为2.8/2.8/3.0倍。2020年中期，中金公司的经营杠杆率为7.53倍，同期行业为3.1倍。中金的加权平均净资产收益率为6.20%，同期行业为3.98%。

中金公司具备出色的金融产品创设交易能力，衍生品是中金公司权益业务使用资产负债表的主要业务，且几乎没有方向性业务，这是中金公司区别于其他中资券商的最主要特征之一，也是投资银行的专业能力体现。根据中金公司披露的招股说明书，2017年至2020年中期，中金公司股票/股权投资账面价值分别为389.30亿元、271.93亿元、696.90亿元和929.24亿元。公司股票投资以场外衍生品交易对冲持仓为主，即持有与客户签署的收益互

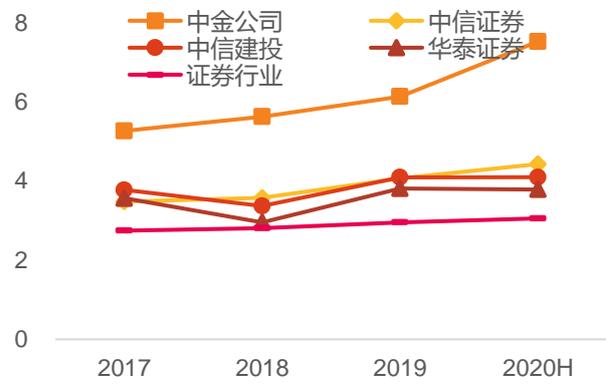
换交易等场外衍生品协议项下的标的资产，以对冲该业务合约的市场风险敞口，因此该等股票投资的公允价值变动对公司损益无重大影响。2017-2020 年中期，该等对冲持仓股票投资的账面价值，占股票/股权投资比例为 97.08%、86.72%、89.13%和 89.26%。

图 12：中金公司及同业 ROE 对比



资料来源：公司招股说明书、公司年报，天风证券研究所

图 13：中金公司及同业杠杆率对比

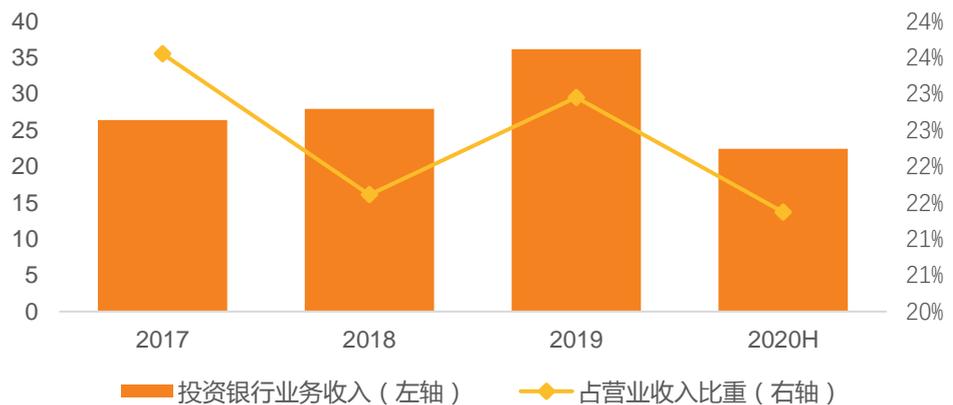


资料来源：公司招股说明书、公司年报，天风证券研究所

2. 投行业务：中金公司传统优势业务

投资银行是中金公司传统优势业务。依靠雄厚的股东背景，中金公司的投资银行业务拥有雄厚的客户基础，服务于包括中央企业、地方国企、民营企业和跨国公司等在的高质量客户，并围绕客户需求，中金公司从行业、产品和区域维度形成综合服务模式。2018 年以后，中金投行重回行业领先地位，承接多家大型企业境内外上市。2019 年，中金公司投行业务在境内 IPO、科创板 IPO、港股 IPO 以及中国内地企业并购交易等领域排名行业第一。2017 年至 2020 年中期，中金公司的投行业务收入占营业收入的比重超过 20%。

图 14：中金公司投资银行业务收入（单位：亿元）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 15：中金公司投行的 IPO 承销规模及其占比（2006-2020 年前三季度，单位：亿元）



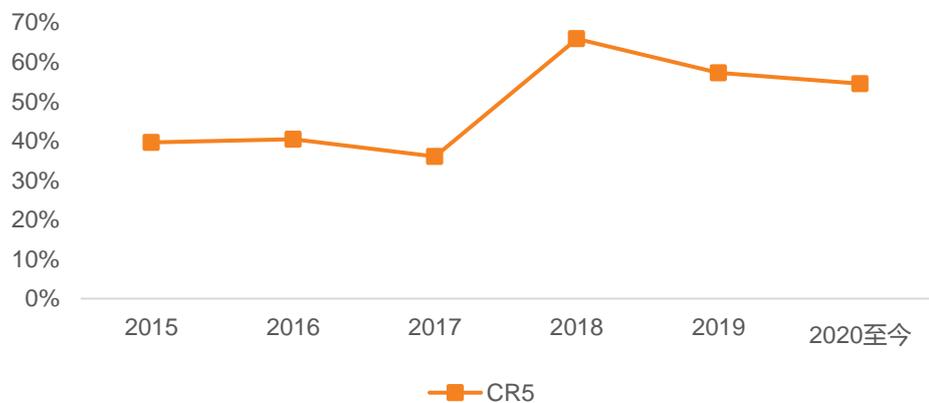
资料来源：wind，天风证券研究所

2.1. 投行业务增长空间：将受益于集中度提升及新经济企业上市浪潮

试点注册制平稳推进，资本市场形成了从科创板到创业板、再到全市场的“三步走”改革布局。目前，前两步改革已经落地实施，全市场推行注册制的条件逐步具备。注册制下，监管侧重于形式审核，投资银行的价值发现、定价承销、风险控制等专业能力逐步取代监管沟通能力，成为优质投资银行的核心竞争力。我们判断中金公司将是注册制改革的受益者，未来投资银行业务有望保持高增长。

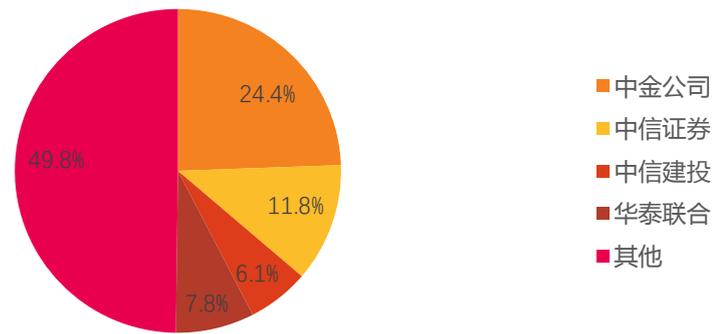
中金公司将受益于投行业务集中度提升。2015 年以来，IPO 承销业务呈现头部化趋势，承销金额 CR5 从 40% 提升至 54%（2020 年至今）。尤其是以“三中一华”为代表的龙头券商在大项目获取上面占据显著优势（如工业富联、京沪高铁、中芯国际等），呈现出“强者恒强”的特征。2019 年及 2020 年 1-6 月，中金公司全面把握科创板业务机遇，作为保荐机构参与的科创板 IPO 项目融资规模市场占比行业排名第一。2019 年募集资金规模超过 100 亿元的 4 单 A 股 IPO 项目公司全部参与，并作为保荐机构参与了其中 3 单，包括科创板 2019 年发行规模最大的项目——中国铁路通信信号有限公司科创板 IPO。海外投行发展历程表明，注册制下的投资银行业务走向集中的趋势明确，我们判断中金公司投行业务有望维持强者恒强的市场地位。

图 16：2015 年至今券商 IPO 承销规模市场占比（CR5）



资料来源：wind，天风证券研究所，2020 年数据截至 2020 年 10 月 23 日

图 17：中金公司科创板保荐规模市场占比第一（数据截至 2020 年 10 月 23 日）

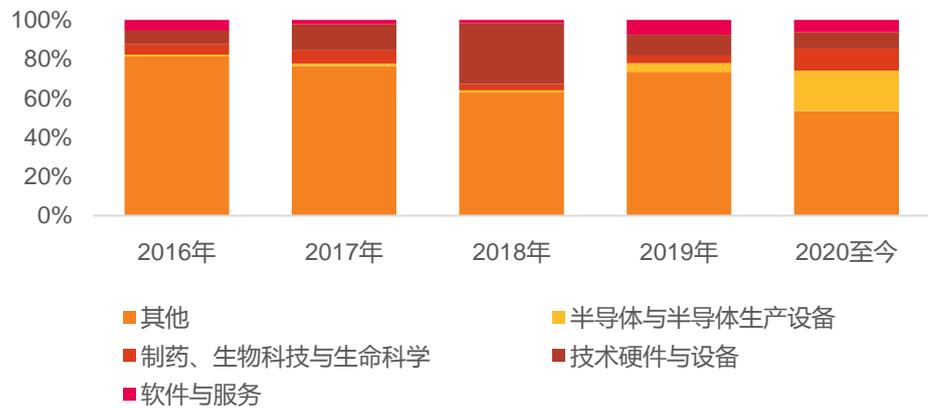


资料来源：wind，天风证券研究所

中金公司将受益于国内科技型企业登陆国内资本市场的浪潮。科创板和创业的首次公开发行股票审核和注册程序，大幅提升审核效率，让科技企业缩短排队上市的时间；放宽对于未盈利企业申报的条件，实际上为优秀高科技企业的上市募资提供了更有效的通道。沪深 2016 年至 2020 年，沪深两市新经济行业 IPO 融资规模占比由 18.7% 提升至 45.6%。而中金公司在新经济领域的布局进入收获期，未来将直接受益于新经济企业上市浪潮。2018 年至今，中金公司主导国内多家新经济企业上市，包括中芯国际-U、工业富联、康希诺-U 等。

中金公司多次承担中概股回归的主承销商角色。2018 年至今，中金公司承担多家中概股二次上市的保荐人角色，具体包括阿里巴巴（募资 1012 亿港元）、网易（募资 242.56 亿港元）、新东方在线（募资 19.06 亿港元）等。在中概股回归的背景下，中金公司有望乘势而上，再创佳绩。

图 18：2016-2020 年沪深两市新经济行业 IPO 融资规模占比



资料来源：wind，天风证券研究所，2020 年数据截至 2020 年 10 月 23 日

表 2：中金公司参与主承销的新经济项目

序号	项目类型	发行人股票简称	项目角色	发行年份	募集资金规模(亿元)
1	H 股 IPO	阿里巴巴-SW	联合保荐机构/联合主承销商	2019 年	1012.00
2	A 股 IPO	中芯国际-U	联合保荐机构/联合主承销商	2020 年	525.16
3	H 股 IPO	小米集团-W	联合主承销商	2018 年	426.11
4	A 股 IPO	工业富联	独家保荐机构/独家主承销商	2018 年	271.20
5	H 股 IPO	网易-S	联合保荐机构/联合主承销商	2020 年	242.56
6	H 股 IPO	翰森制药	联席主承销商	2019 年	90.40
7	H 股 IPO	百济神州	联席主承销商	2018 年	70.85
8	A 股 IPO	康希诺-U	联席主承销商	2020 年	52.01
9	A 股 IPO	君实生物-U	独家保荐机构/联合主承销商	2020 年	48.36
10	A 股 IPO	华润微	独家保荐机构/独家主承销商	2020 年	43.13

资料来源：wind，天风证券研究所，H 股 IPO 募集资金的单位均为港元

2.2. 科创板跟投：规模及收益均独树一帜

科创板跟投为中金公司带来可观的业绩增量。在中金公司担任保荐人的上市公司中，中金财富作为战略投资者累计投入 20.19 亿元，当前累计浮盈 26.27 亿元。虽然，公司跟投项目在上市后存在两年的锁定期要求，浮盈尚未完全体现在当期的会计利润中，但是这部分的跟投收益将是中金公司未来的业绩保障。投资银行对于优质项目的获取、定价、销售等都会影响子公司的跟投收益，投行综合实力越强，跟投收益会越可观。

表 3：中金公司跟投项目及浮盈统计（截至 2020 年 10 月 21 日）

序号	项目名称	获配投入资金 (亿元)	最新收盘价 (元)	最新市值(亿 元)	最新浮动盈亏 (亿元)	收益率
1	赛科希德	0.41	80.03	0.65	0.24	59%
2	中芯国际-U	9.26	57.65	19.44	10.18	110%
3	君实生物-U	1.00	90.61	1.63	0.63	63%
4	神州细胞-U	0.51	66.92	1.34	0.83	161%
5	光云科技	0.22	42.53	0.85	0.64	295%
6	成都先导	0.40	35.89	0.70	0.30	75%
7	华润微	1.00	48.93	3.83	2.83	283%
8	百奥泰-U	0.60	43.8	0.80	0.20	34%
9	华峰测控	0.60	250	1.40	0.80	133%
10	泽璟制药-U	0.61	95.18	1.71	1.11	182%
11	优刻得-W	0.60	63.49	1.15	0.55	91%
12	威胜信息	0.34	29.31	0.74	0.39	114%
13	聚辰股份	0.40	60.08	0.73	0.33	81%
14	金山办公	1.00	323.98	7.07	6.07	607%
15	杰普特	0.41	46.5	0.43	0.03	6%
16	山石网科	0.40	40.23	0.77	0.37	91%
17	交控科技	0.32	44.75	0.90	0.58	178%
18	中国通号	2.11	6.18	2.30	0.19	9%

资料来源：wind，天风证券研究所

3. 股票业务：机构化、产品化、国际化布局持续深化

股票业务是中金公司业绩增长的核心驱动因素。2017-2020 年中期，公司股票业务收入分别为 22.90 亿元、20.15 亿元、32.29 亿元和 25.70 亿元，股票业务分部的营业利润率为五个业务板块中最高，分别是 67.56%、61.18%、71.73%和 81.04%。因此，股票业务占中金公司税前利润的比重分别为 30.13%、22.22%、31.32%和 37.78%。研究能力、交易执行能力、风险定价能力、机构客户基础和资本实力是影响股票业务的重要因素。中金公司是股票业务的领跑者，已经建立起较大的优势。随着 A 股 IPO 募集资金的到位，我们预计未来三年该业务将迎来快速发展期。

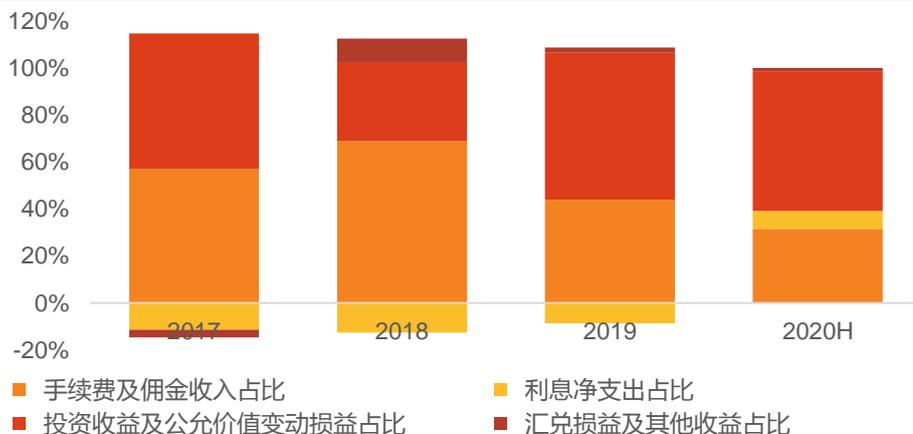
股票业务收入结构中，投资收益及公允价值变动损益和手续费及佣金收入贡献股票业务的绝大部分收入。自 2018 年以来手续费及佣金收入占比有所收缩，2020 上半年手续费及佣金收入占比仅为 32%。这意味着公司的股票业务正由过去的交易执行者向交易工具的创设者转变，愈加依赖公司自身的资产负债表，满足投资者的需求，与海外投行的商业模式趋同。股票业务因在地域上实现海内外跨境结合，在产品上运用公司资产负债表为专业投资者提供主经纪商、金融衍生品以及做市等多种创新产品服务，在收入来源上基本实现了海内外多产品收入并举的布局。

图 19：中金公司股票业务收入及营业利润情况（单位：亿元）



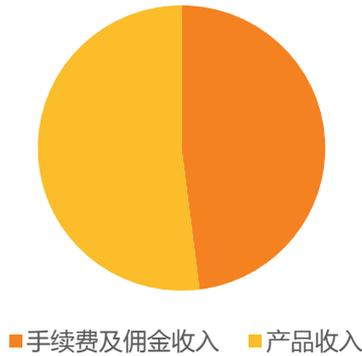
资料来源：公司招股说明书，公司公告，天风证券研究所

图 20：中金公司股票业务收入结构



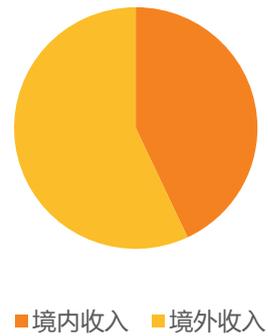
资料来源：公司招股说明书，公司公告，天风证券研究所

图 21：股票业务收入中产品收入占比过半（2019 年）



资料来源：公司业绩发布会材料，天风证券研究所

图 22：股票业务收入中境外收入占比过半（2019 年）



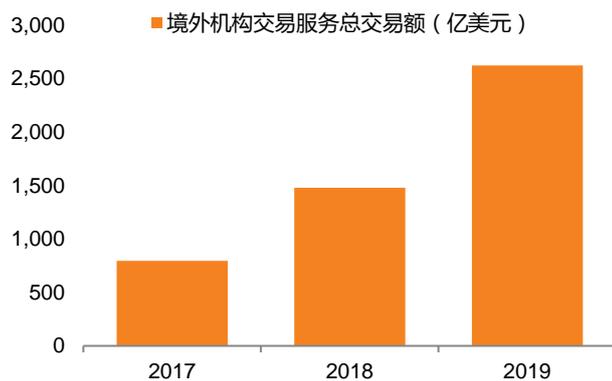
资料来源：公司业绩发布会材料，天风证券研究所

3.1. 机构交易服务：布局海内外，深受境外投资者青睐

中金公司经纪业务的优势在于深度覆盖机构客群。截至 2020 年 6 月 30 日，中金公司在中国境内拥有超过 3900 名客户，涵盖了所有中国前五大公募基金（以截至 2020 年 6 月 30 日资产管理规模计），公募基金资产管理规模覆盖率约 97%。在新兴的银行理财子公司客户中，中金公司已经中标多家主要银行的交易券商招标。公司长期以来专注于服务专业机构投资者，并以研究及产品为导向，使公司的交易业务实现差异化竞争优势。

中金公司业务布局海内外，机构交易服务拥有强大的跨境能力，目前已在中国香港、纽约、伦敦、新加坡等国际金融中心开展境外机构交易服务业务。1) 2017 年至 2019 年，境外机构交易服务总交易金额分别为 796 亿美元、1479 亿美元以及 2624 亿美元，年均复合增长率达到 81.57%。2) 2017-2019 年，中金公司港股及沪深股通总交易金额年均复合增长率达到 90.95%。公司在互联互通市场的境外客户覆盖率和市场份额持续保持市场领先地位并稳步提升，在公司开立北向沪深股通的账户数量年均复合增长率达到 114.69%。3) 境外交易收入来源日趋多元化，美股经纪业务收入显著增长，同时，中金英国作为首批 GDR 的跨境转换机构，持续为投资者提供 A 股和 GDR 之间的转换服务。

图 23：中金公司境外机构交易总交易额



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 24：中金公司机构交易服务平均佣金率

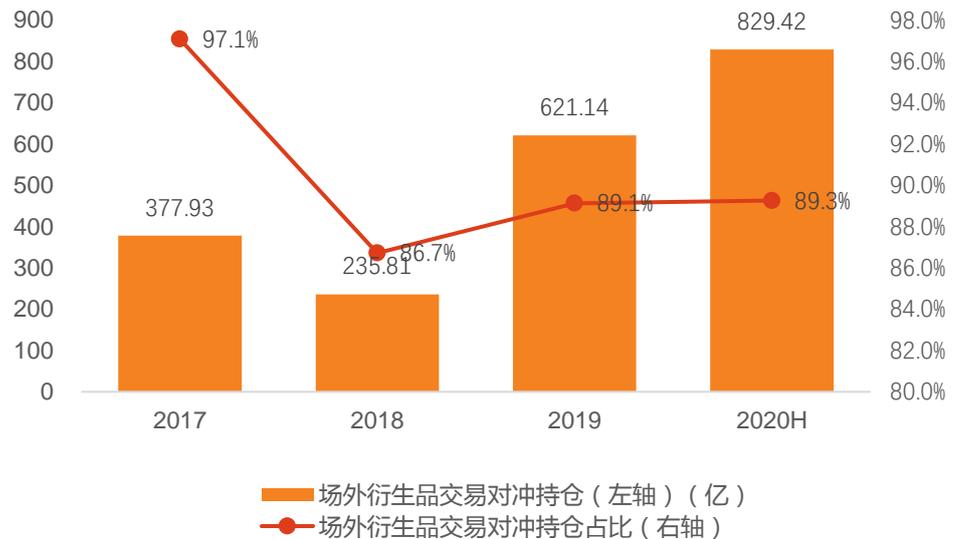


资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

3.2. 资本业务：处于中资券商领先地位，将成为业绩增长的重要驱动力

中金公司衍生品业务较国内券商起步早，是中国首批获得创新业务试点资格的证券公司之一。2016 年公司率先开展场外期权业务，抢占先机，场外衍生品行业市占率领先，并于 2018 年 8 月获得首批场外期权一级交易商资格。从场外衍生品交易对冲持仓情况来看，除 2018 年受监管限制呈现略有下降外，其余整体呈现不断上升的趋势。同时，场外衍生品交易对冲持仓占权益投资规模的比重均值是 90.5%。在境外资本业务中，过去 5 年里中金公司依托国际布局实现了境外主经纪商业规模的规模及客户数量持续增长、市场份额不断提升，境外权益类衍生品的名义本金规模实现快速扩大。

图 25：中金公司场外衍生品对冲持仓情况

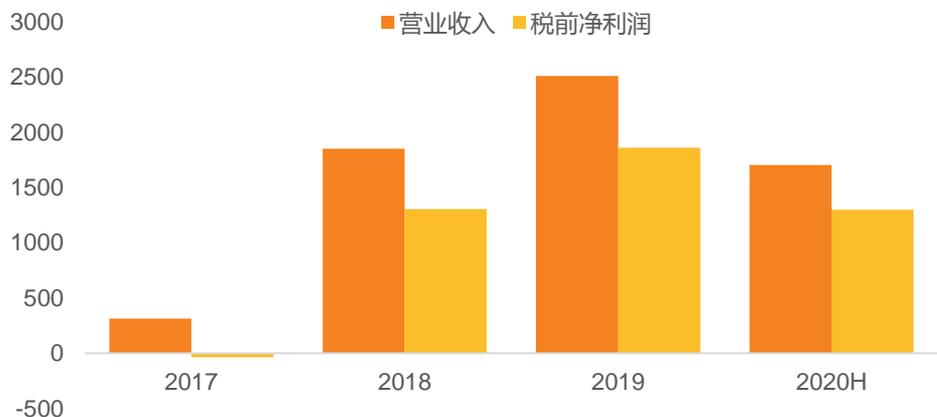


资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 固定收益：综合服务能力不断提升，具备稳定的投资回报

经过多年的发展，中金公司的固定收益业务已经搭建了一个具有风险承担和对冲能力、客户交易服务能力、产品设计与发行能力、跨境交易能力的综合性平台。2017 年至 2020 年中期，中金公司固定收益业务收入分别为 3.15 亿元、18.51 亿元、25.09 亿元及 17.05 亿元，占公司营业收入的比例分别为 2.81%、14.33%、15.92%及 16.25%。

图 26：中金公司固定收益分部营业收入及税前净利润（百万元）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

固定收益分部与股票业务分部一样是公司资金占用较大的一项业务。截至 2020 年中期，公司固定收益分部的资产为 1300 亿元，负债为 1129 亿元，均较 2019 年底有所提升。固

定收益业务是投资银行杠杆水平和盈利能力的决定因素，从海外投资银行发展历程来看，该项业务寡头特征显著。中金公司具备先发优势，未来将成为盈利增长的重要驱动力。

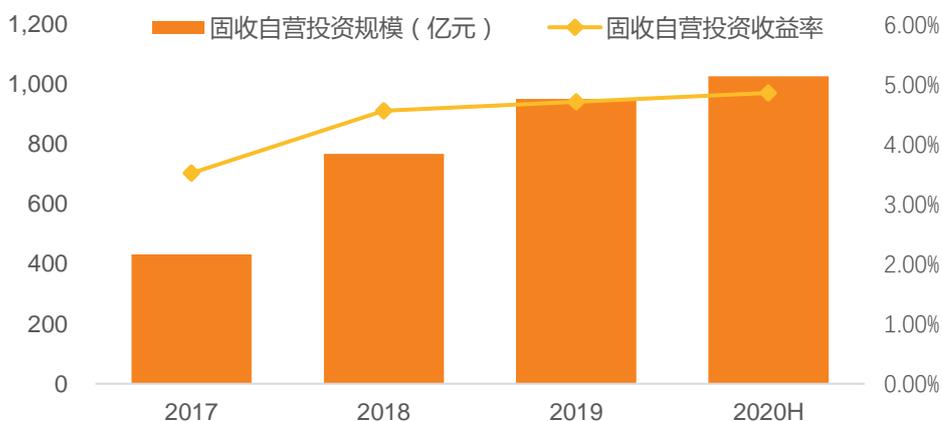
图 27：中金公司固定收益业务分部的资产负债情况（亿元）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

固定收益自营业务：规模实现翻倍，收益率稳步提升。中金公司的自营业务风险报酬主要来源于对固定收益产品进行投资产品的投资损益，主要投资的品种包括债券、ABS 以及结构化产品等。2017 年至 2020 年中期，中金公司固收自营投资平均持仓规模由 432 亿元提升至 1027 亿元，同期的投资收益由 15.22 亿元提升至 24.97 亿元，年化投资收益率由 3.52% 提升至 4.86%。

图 28：中金公司固定收益自营规模及收益率（2017-2020H）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所，备注：固收自营投资规模=（期初资产余额+期末资产余额）/2；收益率=收益/规模，其中 2020 年 1-月数据进行了年化处理

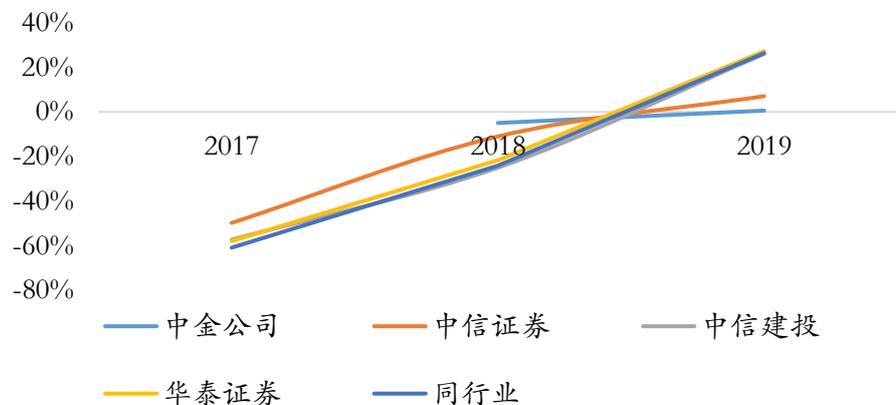
5. 财富管理：数字化转型，充分挖掘客户资源禀赋

中金公司是国内证券公司财富管理领域的先行者，以咨询为驱动的财富管理服务模式，为客户提供量身定制的产品及服务，满足客户的各类投资需求。2017年4月，公司完成对中金财富证券的收购，并于2019年8月完成品牌统一。2020年3月，中金公司获得基金投顾试点资格，买方投顾业务稳步推进。2020年6月，中金公司与腾讯数码（深圳）有限公司合资设立技术公司——金腾科技，通过数字化赋能财富管理业务。

5.1. 中金财富：为客户提供一站式、覆盖全生命周期的财富规划和配置方案

中金公司成立初期，摩根士丹利拥有对中金公司的管理权，受其发展理念影响，中金财富管理业务与国内其他券商的区别之一是其主要致力于为高端个人及企业投资者提供具有国际水准的专业投资服务，包括交易服务、资本服务和产品及顾问服务。二是拥有国际化布局，跨境和海外业务多元化发展，相比于其他几家头部券商及证券行业整体情况，中金公司的经纪业务收入更为平稳。

图 29：中金公司经纪业务收入更为平稳



资料来源：wind，天风证券研究所

中金公司于2017年4月完成对中金财富证券的收购。收购完成后，公司充分利用中金财富证券广泛的线下服务网络，迅速扩大客户规模，强化了公司在提供多样化及复杂化产品服务方面的竞争优势。公司稳步推进与中金财富证券业务整合工作，基于公司在产品、研究、系统、培训等方面的优势，引入市场化机制，适当调整组织架构和岗位设置，目前双方已基本实现了在投资顾问队伍建设、考评机制、研究产品资源共享、统一风控标准等方面的整合工作，并于2019年8月实现了品牌统一。

客户基础方面，中金公司拥有广泛且优质的财富管理客户群。2016年至2020年中期，中金公司的零售客户数由3.00万户大幅提升至339万户。

客户服务体系及营业网络方面，截至2020年6月30日，中金公司共拥有251个证券营业网点，包括22个分公司（包括中金财富证券的分公司）、229个营业部（包括中金财富证券的证券营业部）。公司证券营业网点遍布中国29个省、市、自治区，且主要位于高净值和富裕个人及中小企业客户高度集中的经济发达地区。截至2020年6月30日，中金公司位于长三角、珠三角及环渤海经济圈的证券营业网点数占比约为56.97%。

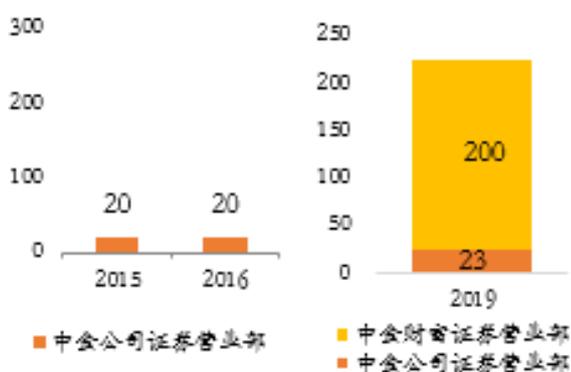
交易佣金方面，2016年以来，随着互联网金融的发展，部分证券公司推出网上开户、手机开户“低佣金”竞争策略，加速了行业佣金率下降。2017年至2020年中期，中金公司境内交易服务平均股基佣金率为0.036%、0.034%、0.031%和0.027%，基本上与行业平均股基佣金率相近（0.034%、0.031%、0.030%和0.029%）。

表 4：中金公司经纪财富管理客户结构

	2017	2018	2019	2020H
总客户数 (户)	2928764	3011894	3271317	3389550
企业客户及其他 (户)	8865	9595	11386	12290
企业客户及其他占比	0.30%	0.32%	0.35%	
高净值客户 (户)	18776	14529	19395	21053
高净值客户占比	0.64%	0.48%	0.59%	
财富客户 (户)	99531	77996	106021	113606
财富客户占比	3.40%	2.59%	3.24%	
大众客户 (户)	2801592	2909774	3134515	3242601
大众客户占比	95.66%	96.61%	95.82%	

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 30：中金公司营业部数量



资料来源：公司招股说明书，公司公告，天风证券研究所

图 31：中金公司财富管理客户数量及资产规模



资料来源：公司招股说明书，公司公告，天风证券研究所

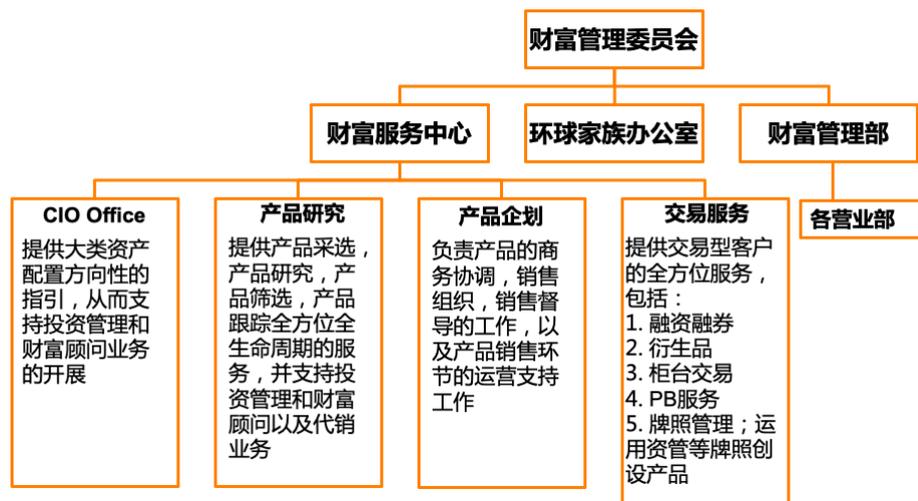
5.2. 买方投顾业务模式：以客户为中心，稳步推进

中金公司的财富管理业务体现出向买方模式转型的趋势。在组织结构上，财富管理委员会下设 3 大部门，财富管理中心、环球家族办公室和财富管理部，分工明确。财富服务中心下辖 CIO Office，产品研究，产品企划，交易服务四个板块。其中 CIO Office 是买方思维的产物，核心功能是客观独立的预测各类资产长期收益率、波动率和相关性，把客户的资产整体看作一块待投资的资金，并对接到可投资资产。

账户方面，基金投顾试点资格让公司可以实现“代客理财”，中金公司是首轮获批基金投顾业务试点的七家券商之一，率先获批的基金投顾资质使其具有先发优势。中金公司产品销售规模实现快速增长，产品资产积累迅速，尤其是在整合中金财富证券后，公司产品销售能力得到了进一步提升。2017 年至 2019 年公司为客户配置的金融产品总额分别为 441 亿元、948 亿元和 1271 亿元。

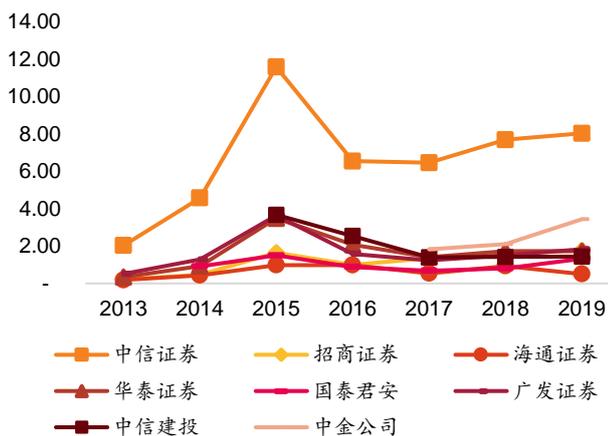
服务方面，研究及配置解决方案、投资顾问服务等是中金公司的突出竞争优势，优质金融产品是“创设资产”能力（即投行实力、研究实力）的延伸。中金公司相继推出“中国 50 计划”、财富规划、环球家族办公室等创新性服务安排。中金公司旗下的全资子公司中金财富系统性的建立了产品研究体系，其全光谱投资产品线涵盖固定收益、私募股权、FOF 产品等多种资产类别。

图 32：中金公司财富管理板块组织架构



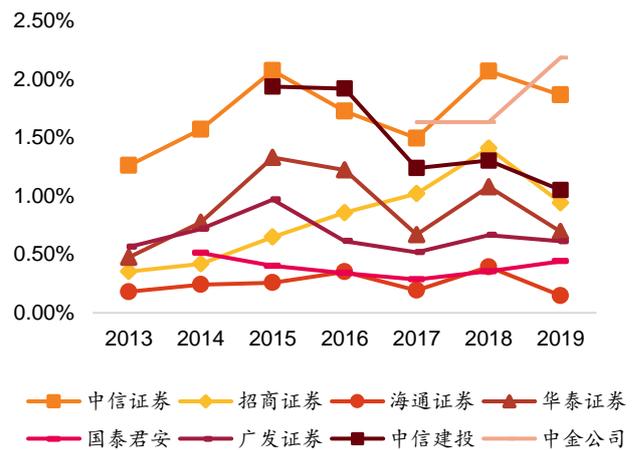
资料来源：wind，天风证券研究所

图 33：头部券商代销金融产品的收入规模（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 34：头部券商代销金融产品的收入占比（单位：%）



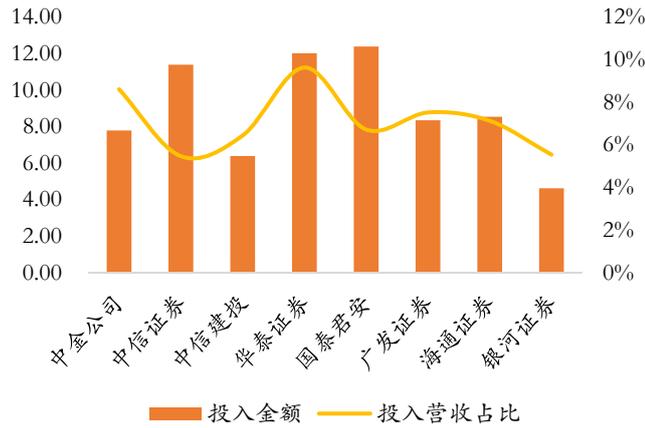
资料来源：公司公告，天风证券研究所

5.3. 金融科技：持续投入，打造财富管理生态圈

金融科技是财富管理行业愈加重要的核心竞争要素，金融科技赋能已经逐步从前端客户获取向中后台建设以及业务生态圈打造渗透。头部券商不断加码信息技术的投入，中金公司信息技术投入营收占比位于行业前列，根据公司信息技术战略规划，中金将逐年加大对信息系统的资金投入，以信息技术为基础持续推动业务发展。

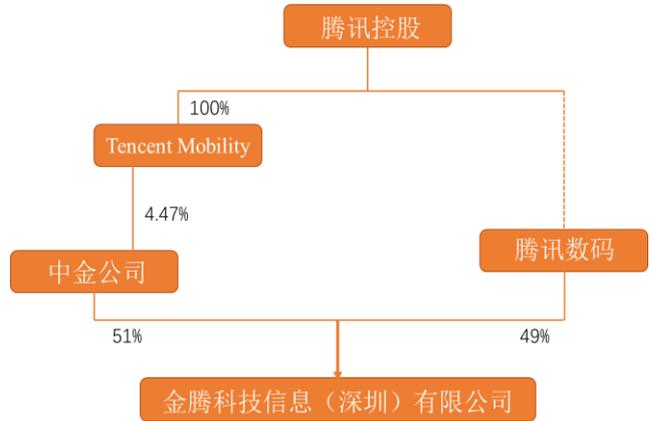
中金公司已经与腾讯数码（深圳）有限公司合资设立金融科技子公司——金腾科技信息（深圳）有限公司，中金公司持股比例为 51%，将以数字化创新技术为基础，持续推进数字营销平台建设，积累客户行为数据，利用客户数字画像等手段加深对客户需求的了解，助力投资顾问为客户提供富有洞察力的专属体验。

图 35：头部券商的信息技术投入情况（单位：亿元，2019 年）



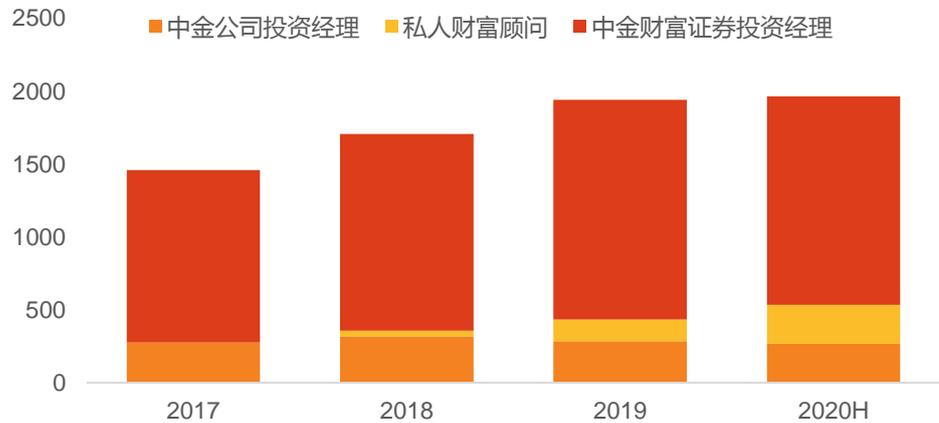
资料来源：wind，天风证券研究所

图 36：金腾科技股权结构



资料来源：wind，天风证券研究所

图 37：2017 年至 2020 年中期，中金公司财富管理业务营销人员情况（单位：名）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所；备注：中金公司投资经理和私人财富顾问重点服务高净值客户，中金财富证券投资经理重点服务财富客户。

6. 投资管理：PE+投行模式将提升未来业绩增长空间

中金公司通过资产管理部、中金基金、中金资本、中金香港资管等部门或子公司开展投资管理业务，中金香港资管主要开展境外投资管理业务。2017 年至 2020 年中期，中金公司各期的投资管理业务收入分别为 16.69 亿元、18.24 亿元、19.57 亿元及 11.45 亿元，占营业收入的比例分别是 14.89%、14.13%、12.42%及 10.91%。

表 5：中金公司投资管理业务收入构成

单位：百万元	2017		2018		2019		2020H	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
资产管理业务	336.5	29.4%	495.7	25.3%	402.5	22.1%	480.4	28.8%
基金管理业务	42.8	3.7%	75.3	3.9%	46.7	2.6%	60.6	3.6%
私募股权投资基金业务	765.5	66.9%	1386.2	70.8%	1375.1	75.4%	1127.8	67.6%
合计	1144.7	100.0%	1957.1	100.0%	1824.3	100.0%	1668.8	100.0%

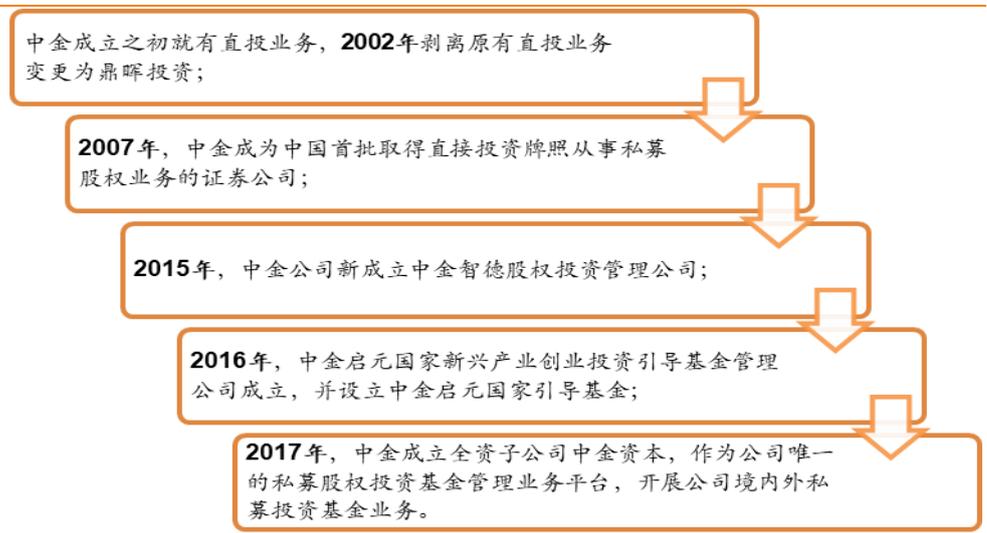
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

私募股权投资基金业务：中金公司早期主要业务部门，先发优势明显。2017年3月，中金公司成立全资子公司中金资本，作为公司唯一的私募股权投资基金管理业务平台，统一管理公司境内外私募股权投资基金业务。中金资本已经成为国内私募股权投资领域最大的业务平台之一，境内在管基金类型主要包括母基金和直投基金，其中直投基金主要包括区域类直投基金、产品类直投基金及行业类直投基金。中金资本所管理的 3458 亿元私募股权基金，是投资管理板块的核心业务。中金资本的竞争优势主要是包括：

1) **中金公司全方位投行的优势。**券商发展私募股权业务优势在于其能够提供全业务链条服务，为被投资企业提供涵盖：购并及融资支持、持续交易、协助境内外战略并购与合作、发行上市和市值管理等全生命周期服务。通过中金公司投行部门赋能中金资本旗下项目，能够提升项目收益率的同时，也能够拓展中金公司的投行业务触角，投行+PE 投资的协同已经成为中金公司的竞争优势，也是公司未来业绩重要增长点。

2) **与地方政府、龙头企业合作，实现资源贡献。**中金资本是国家级新兴产业母基金的管理人，多家地方政府产业基金管理人，并与国内的龙头企业建立互信关系。中金资本境内在管基金类型主要包括母基金与直投基金，其中直投基金主要包括区域类直投基金、产品类直投基金及行业类直投基金。现阶段，中金资本已经构建起丰富的产品体系，覆盖新一代信息技术、生物医药、文化、消费、高端装备制造等行业。

图 38：中金公司私募股权业务发展历程图



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 39：中金资本通过多种方式管理的基金累计规模（单位：亿元）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 40：中金私募股权管理手续费收入（单位：百万元）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

表 6：中金资本各类在管基金的代表性基金情况

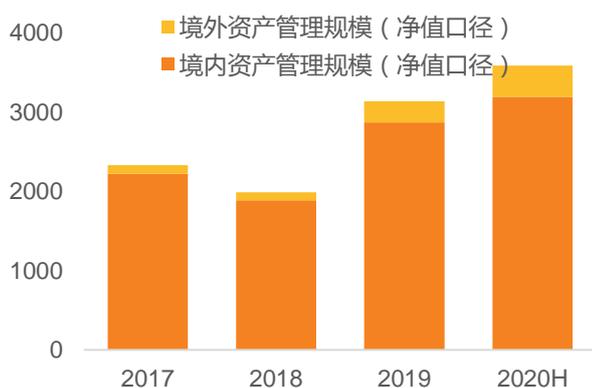
基金类型	代表性基金名称	联合发起人	总认缴规模	核心投向
母基金	中金启元国家新兴产业创业投资引导基金	发改委、财政部及社会出资人	400 亿元	新兴产业
区域类直投基金	中金科元股权投资基金	中国船舶重工集团有限公司、重庆市产业引导基金、两江战略基金、重庆临空开发投资集团有限公司、中金启融基金	近 50 亿元	区域/新兴产业
产品类直投基金	中金交投产业基金	四川省交通投资集团有限责任公司	50 亿元	基础设施
行业类直投基金	国药中金医疗产业基金	国药控股股份有限公司	约 34 亿元	医疗大健康
境外直投基金	中金硅谷基金	C.M.Capital Corporationg	N/A	硬科技

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

资产管理业务：中金公司是国内最早提供境外投资管理服务机构之一，早在 2005 年即通过中金香港全资成立了中金香港资管。2017 年至 2020 年中期，公司资产管理业务境外管理规模（净值口径）分别为人民币 109.4 亿元、99.23 亿元、267.81 亿元及 391.75 亿元。截至 2020 年中期，公司境内资产管理规模突破 3000 亿元，达到 3194 亿元，其中集合资产管理业务规模为 624.94 亿元，单一资产管理业务规模为 2569.83 亿元。2020 年，公司境内资产管理业务规模提升主要是 2020 年 3 月公司业务调整而划入原来中金财富证券资产管理部管理的产品。

基金管理业务：中金基金是首家由单一股东发起设立的基金管理公司，主要为公募基金业务和私募资产管理业务。自成立以来，中金基金的管理规模稳步提升，截至 2020 年中期，中金基金的资产管理规模（净值口径）达到 356.68 亿元，其中，公募基金的规模为 320.30 亿元，较 2019 年底提升 35%。

图 41：中金公司资产管理规模（净值口径，单位：亿元）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 42：中金基金的资产管理规模（净值口径，单位：亿元）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

7. 盈利预测与估值讨论

我们预计 2020-2022 年中金公司的归母净利润为 66 亿元、81 亿元、101 亿元，同比增长 +55.44%、22.46%和 24.59%，对应 A 股 IPO 发行摊薄后的 EPS 分别为 1.36 元、1.67 元、2.08 元，每股净资产分别为 13.57 元、15.26 元、16.82 元。2020-2022 年，中金公司的 ROE 水平分别为 10.06%、10.95%和 12.38%。盈利预测的核心假设如下：

1) 手续费及佣金收入方面：受益于注册制改革及新经济企业上市浪潮，投行业务收入有望迎来高增长，同时资本市场改革深化提振境内市场交投活跃度。我们预计 2020-2022 年，手续费及佣金收入分别为 117 亿元、124 亿元和 139 亿元，同比增长 22.6%、6.2%和 11.5%。其中，投资银行业务是增长的主要驱动力，2020 年-2022 年投行业务收入分别是 51.7 亿元、60.7 亿元和 71.4 亿元，同比增长 21.7%、17.4%和 17.6%。

2) 投资收益方面，A 股 IPO 有助于中金公司突破资本金短板，未来增速有望超越行业均值，科创板跟投浮盈也有望逐步兑现。我们预计中金公司 2020-2022 年投资收益分别是 102 亿元、122 亿元、149 亿元，同比增长 46.6%、19.5%和 22.6%。

表 7：中金公司盈利预测

单位：百万元	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
手续费及佣金收入	7,459.8	7,951.8	9,546.7	11,700.3	12,428.4	13,857.7
其中：经纪业务	2,779.5	2,617.2	2,978.6	3,877.3	3,484.5	3,650.4
投行业务	2,790.7	3,171.4	4,247.6	5,168.7	6,070.2	7,138.5
资管业务	609.3	617.8	754.3	781.8	811.8	861.7
利息净收入	-287.9	-284.0	-1,095.3	-1,100.4	-647.7	-284.6
投资收益	4,008.5	4,541.1	6,958.6	10,200.8	12,186.4	14,939.2
营业收入	11,209.1	12,914.1	15,755.3	22,651.9	26,095.9	30,853.9
营业收入增速		15.21%	22.00%	43.77%	15.20%	18.23%
归属于母公司股东的净利润	2,766.3	3,492.2	4,238.7	6,588.8	8,068.4	10,052.5
归属利润增速		26.24%	21.38%	55.44%	22.46%	24.59%
归属于母公司的权益份额	36,706.7	42,183.5	48,293.8	65,520.6	73,659.7	81,181.6
ROE	7.54%	8.28%	8.78%	10.06%	10.95%	12.38%
EPS	0.69	0.83	0.97	1.36	1.67	2.08
BPS	10.06	11.05	13.57	13.57	15.26	16.82

资料来源：公司公告，天风证券研究所

总资产和净资产两大维度的可比性，我们选取行业排名前五的中信证券、华泰证券、海通证券、国泰君安和招商证券作为对标公司。1) 我们统计范围内，中金公司相较于对标公司港股的估值溢价均值为 58%。我们判断中金公司在港股的估值溢价主要来自于其业务结构、较高的净资产回报率以及国际化基因。2) 对比公司 A 股历史估值中位数的均值是 1.57 倍 PB。

表 8：五家可比头部券商 A 股估值情况 (PB-LF, 单位：倍)

	中信证券	华泰证券	国泰君安	海通证券	招商证券	均值
最小值	1.20	1.10	1.00	0.77	1.00	1.02
1/4 分位	1.42	1.38	1.24	1.32	1.64	1.40
2/4 分位	1.54	1.52	1.39	1.52	1.87	1.57
3/4 分位	1.74	1.69	1.49	1.71	2.22	1.77
最大值	4.29	4.55	3.34	4.24	5.29	4.34
最新估值	2.29	1.54	1.35	1.27	2.16	1.72

资料来源：wind，天风证券研究所，数据截至 2020 年 10 月 23 日

表 9：五家可比头部券商及中金公司 H 股估值情况（PB-MRQ，单位：倍）

	中信证券	国泰君安	华泰证券	海通国际	招商证券	均值	中金公司	溢价率
最小值	0.81	0.57	0.71	0.48	0.53	0.62	0.88	42.19%
1/4 分位	1.16	0.77	0.89	0.76	0.65	0.85	1.27	49.57%
2/4 分位	1.28	0.96	1.09	1.19	0.80	1.06	1.36	28.25%
3/4 分位	1.69	1.08	1.21	1.46	0.97	1.28	1.57	22.72%
最大值	3.24	1.35	3.56	3.17	1.49	2.56	2.61	1.63%
最新估值	1.21	0.65	0.87	0.63	0.91	0.85	1.66	94.83%

资料来源：wind，天风证券研究所，溢价率=中金公司估值/五家可比公司估值均值，数据截至 2020 年 10 月 23 日，

图 43：中金公司（3908.HK）与对标公司港股 PB 估值情况（单位：倍）

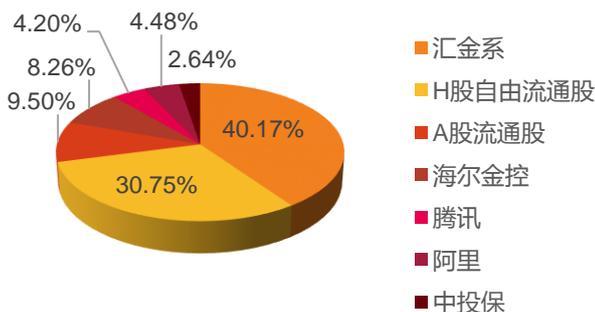


资料来源：wind，天风证券研究所

流通股本较少，预计有估值溢价。1) 汇金系、海尔金控和中投保的锁定期分别是 36/12/12 个月，即使限售期满减持概率较小。2) 新发行的股票中，网上发行 2.34 亿股，占 A 股流通股比例为 51.08%，占公司总股本比例为 4.85%。网上发行的股票无流通限制及锁定安排，上市交易日起即可流通。网下发行中，每个配售对象获配的股票中，30%的股份无锁定期，自发行股票在上交所交易之日起即可流通；70%的股份锁定期 6 个月。3) 战略投资者获配的股票锁定期不低于 12 个月，股份数占本次发行 A 股股份的比例是 30%，占总股本比例是 2.85%。4) 中金公司上市半年内 A 股的流通股占总股本比例为 5.39%，主要是网上发行的股票（占比为 4.85%）和网下无锁定期的股票（占比为 0.54%）。上市一年内 A 股的流通股占总股本比例为 6.65%，主要是网下打新的投资者所持股份解禁（占比 1.26%）。

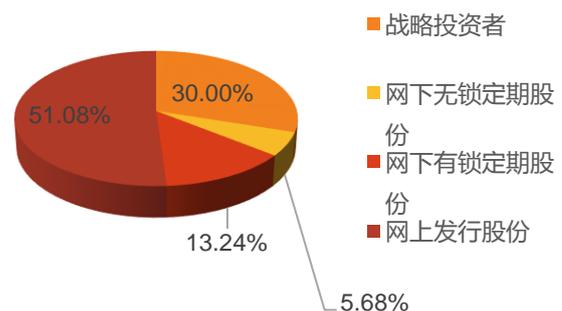
综上，考虑到公司作为新股流通比例较低，具有一定的估值溢价，我们预计公司估值区间为 3-4 倍 PB，对应的股价为 40.71 元至 54.28 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图 44：A 股 IPO 后中金公司股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 45：中金公司 A 股流通股结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

8. 风险提示

资本市场波动风险：公司的经营业绩与资本市场的走势有较强的相关性，低迷的资本市场行情会对经纪业务佣金收入、投资银行业务承销和保荐收入造成不利影响，也会导致资本类业务的收益下降、各类金融产品违约风险上升，从而进一步放大公司的经营风险。

资本市场改革低于预期：为推动多层次资本市场改革和加大对外开放，监管部门不断出台或修订完善行业监管政策，可能会对公司某项业务的开展、面临的竞争格局及行业前景产生影响。

行业竞争加剧风险：中金公司面临来自国内证券公司、外资金融机构和其他类型金融机构的竞争，未来可能会面临客户流失和市场份额下降的风险。

经营及业务风险：投资银行可能面临来自瑞幸咖啡的潜在不利影响，自营业务可能面临对经济金融形势存在误判、证券投资品种选择失误、证券交易时机选择失误等问题。

管理风险：风险管理和内部控制风险、合规风险、控股子公司及参股公司管理风险等。

财务风险：净资本管理风险、信用及减值风险、流动性风险、利率及汇率风险等。

财务预测摘要

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	51,442.12	61,453.93	79,886.11	98,124.66	107,368.34	营业收入	12,914.08	15,755.27	22,651.88	26,095.91	30,853.89
其中: 客户资金存款	31,267.24	40,960.39	59,392.56	64,143.97	67,351.17	手续费及佣金净收入	7,951.80	9,546.72	11,700.31	12,428.43	13,857.67
结算备付金	8,885.27	10,963.79	14,529.95	17,592.13	19,259.58	其中: 代理买卖证券业务净收入	2,617.21	2,978.60	3,877.32	3,484.46	3,650.38
其中: 客户备付金	6,635.66	7,498.41	11,064.57	11,846.13	12,492.83	证券承销业务净收入	3,171.36	4,247.59	5,168.69	6,070.23	7,138.53
融出资金	17,716.21	23,189.95	28,927.95	31,796.95	34,952.85	资产管理业务净收入	617.77	754.27	781.84	811.82	861.68
交易性金融资产	114,784.90	168,191.89	252,996.94	293,648.89	345,813.99	利息净收入	-283.96	-1,095.33	-1,100.36	-647.72	-284.59
衍生金融资产	5,529.54	4,502.20	4,502.20	7,465.18	8,791.33	投资净收益	4,659.63	7,019.05	10,200.84	12,186.43	14,939.16
买入返售金融资产	19,581.01	14,298.94	14,666.49	15,052.41	15,052.41	其他业务收入	2,132.07	1,851.10	1,851.10	2,128.76	2,341.64
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业支出	8,488.91	10,186.11	14,172.35	15,642.09	17,757.49
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金及附加	72.32	84.39	121.33	139.78	165.27
长期股权投资	1,266.95	1,168.48	1,168.48	1,937.47	2,281.65	管理费用	8,342.31	9,938.77	13,824.35	15,241.34	17,283.68
应收利息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	74.18	159.60	226.52	260.96	308.54
存出保证金	3,489.94	6,502.09	9,428.04	10,182.28	10,691.39	其他业务成本	0.11	3.36	0.15	0.01	0.00
固定资产	453.64	511.79	511.79	848.60	999.35	营业利润	4,425.17	5,569.16	8,479.53	10,453.82	13,096.40
无形资产	1,416.04	1,397.93	1,397.93	2,317.92	2,729.69	加: 营业外收入	4.65	5.67	26.77	16.54	22.37
其他资产	13,998.26	22,714.47	22,714.47	32,205.87	33,254.88	减: 营业外支出	42.47	273.20	265.22	378.67	545.49
总资产	275,420.54	344,971.24	536,764.54	627,450.64	706,500.11	利润总额	4,387.35	5,301.63	8,241.08	10,091.69	12,573.28
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	减: 所得税	852.73	1,053.80	1,638.08	2,005.92	2,499.19
拆入资金	8,533.80	24,082.38	31,307.10	34,437.81	37,192.83	净利润	3,534.62	4,247.83	6,603.00	8,085.77	10,074.09
交易性金融负债	15,094.25	26,570.32	39,855.48	43,841.03	46,033.08	减: 少数股东损益	42.46	9.11	14.16	17.34	21.60
衍生金融负债	3,381.21	6,362.19	19,086.58	22,903.89	25,194.28	归属于母公司所有者的净利润	3,492.16	4,238.72	6,588.84	8,068.43	10,052.49
卖出回购金融资产款	48,650.76	24,708.26	49,416.51	56,828.99	61,375.31						
代理买卖证券款	41,317.90	48,337.87	70,089.91	75,697.11	79,481.96	基本比率和每股指标					
代理承销证券款	0.00	4,477.48	4,477.48	4,477.48	4,477.48	净利率	27.04%	26.90%	29.09%	30.92%	32.58%
应付职工薪酬	4,773.40	5,479.91	7,622.29	8,403.58	9,529.66	总资产收益率	1.27%	1.23%	1.23%	1.29%	1.42%
应付债券	61,992.68	79,391.35	119,087.03	136,950.09	143,797.59	净资产收益率	8.28%	8.78%	10.06%	10.95%	12.38%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市盈率 (倍)	39.78	32.78	21.09	17.22	13.82
总负债	233,043.80	296,439.71	470,921.38	553,428.35	624,918.90	市净率 (倍)	2.86	2.60	2.12	1.89	1.71
总股本	4,192.67	4,368.67	4,827.26	4,827.26	4,827.26	每股净利润 (元/股)	0.83	0.97	1.36	1.67	2.08
所有者权益合计	42,376.74	48,531.54	65,843.16	74,022.29	81,581.21	每股净资产 (元/股)	10.06	11.05	13.57	15.26	16.82
少数股东权益	193.21	237.74	322.54	362.60	399.63						
归属于母公司所有者权益合计	42,183.52	48,293.80	65,520.62	73,659.69	81,181.57						

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com