

中金公司 (601995)

证券研究报告
2021年03月25日

独特的券商股：高 α 低 β ，高杠杆率驱动高ROE

投资要点：证监会未来仍将围绕完善市场制度建设的主线开展资本市场改革，中金是主要受益对象之一。我们预计中金将进入新一轮资产扩张周期，盈利增速和经营效率均有望领跑同业，建议关注中金公司H。

我们认为中金公司相对于其他证券公司具有较明显的差异：

一是 β 更小：中金公司拥有持续稳健的盈利能力，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。2017-2019年间，公司加权ROE水平分别超过行业2.34/5.27/3.35pct。中金收入构成中来自于投资收益、投行业务的比例高于其他头部券商，这类业务的增长相对稳定。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。

二是 α 更大：中金公司拥有领先的业务能力，优质的客户群体。我们判断行业的业绩增长大概率是依靠机构业务，包括衍生品、私募股权投资、融券和投行业务等，机构业务集中化趋势渐显（场外衍生品新增交易的集中度高于75%）。券商的业务军备竞赛日趋激烈，包括补充资本金、争夺核心人才（投行、研究所）、加码信息技术投入等。中金抓住资本市场发展的机遇，强化自身在机构业务的竞争优势。中金已与腾讯数码合资设立金融科技子公司——金腾科技信息（深圳）有限公司，旨在融合中金的金融业务优势和腾讯在用户群体、科技生态的优势，探索数字化财富管理新模式。2020年9月，中金推出“A+基金投顾”服务，将财富配置业务推广到广泛的客群。

我们预计中金将进入新一轮资产扩张周期，业绩增长有望领跑同业。

2020年中金公司业绩增长超我们预期。根据中金披露的业绩预增公告，公司预计2020年度实现归属于上市公司股东的净利润为68.28亿元到75.52亿元，与上年同期相比，将增加25.89亿元到33.14亿元，同比增加61.08%到78.18%。我们判断中金公司于20Q4完成A股IPO融资后，**公司预计将进入新一轮的资产扩张周期，盈利增速和经营效率均有望领跑同业。**

投资建议：基于2020年四季度至今市场交投活跃度明显提升，我们上调公司的盈利预测，将2020年至2022年的归母净利润由65.89亿元、80.68亿元和100.52亿元上调至72.06亿元、91.58亿元和109.15亿元，同比增长70.01%、27.09%和19.18%。对应的EPS分别为1.49元、1.90元和2.26元，BVPS为13.70元、15.61元和17.32元。我们维持对于中金公司A的“买入”评级，综合考虑中金公司A/H的估值差异，我们建议关注中金公司H。

风险提示：市场波动风险、资本市场改革进度低于预期、行业竞争加剧风险、业绩预增公告为初步核算结果，最终数据以2020年度报告为准

投资评级

行业	非银金融/证券
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	52.36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)	153,076.68
流通A股市值(百万元)	13,628.19
每股净资产(元)	12.96
资产负债率(%)	88.28
一年内最高/最低(元)	77.69/34.54

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	

股价走势



资料来源：贝格数据

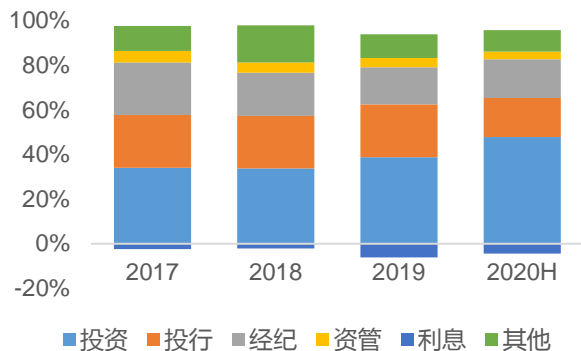
相关报告

1 《中金公司-首次覆盖报告:投行龙头，兼具价值与成长属性》
2020-11-05

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	12,914.08	15,755.27	23,324.71	28,264.48	32,834.56
增长率(%)	15.21	22.00	48.04	21.18	16.17
净利润(百万元)	3,492.16	4,238.72	7,206.09	9,158.27	10,915.24
增长率(%)	26.24	21.38	70.01	27.09	19.18
净利润率	27.04%	26.90%	30.89%	32.40%	33.24%
净资产收益率	8.28%	8.78%	10.90%	12.15%	13.05%
市盈率(倍)	39.78	32.78	19.28	15.17	12.73
市净率(倍)	2.86	2.60	2.10	1.84	1.66
每股净利润(元/股)	0.83	0.97	1.49	1.90	2.26
每股净资产(元/股)	10.06	11.05	13.70	15.61	17.32

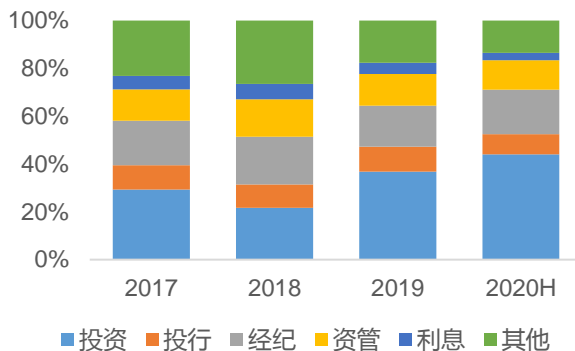
资料来源：wind，天风证券研究所

图 1：中金公司收入结构（利润表口径）



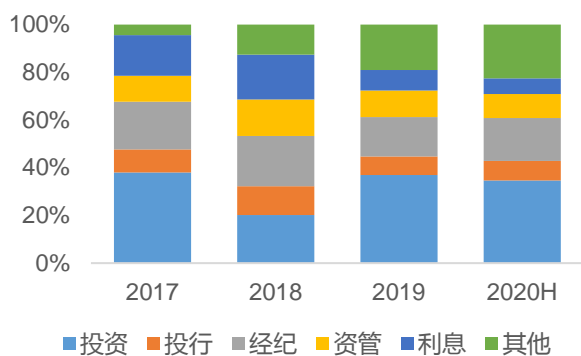
资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：中信证券收入结构（利润表口径）



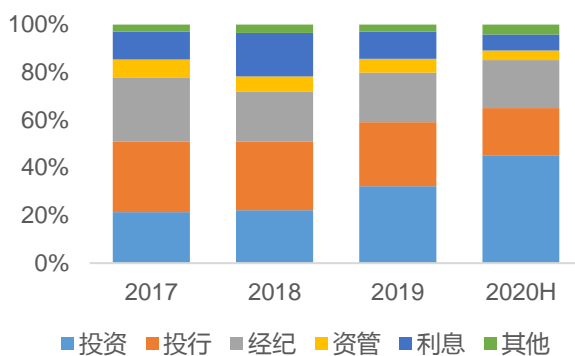
资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：华泰证券收入结构（利润表口径）



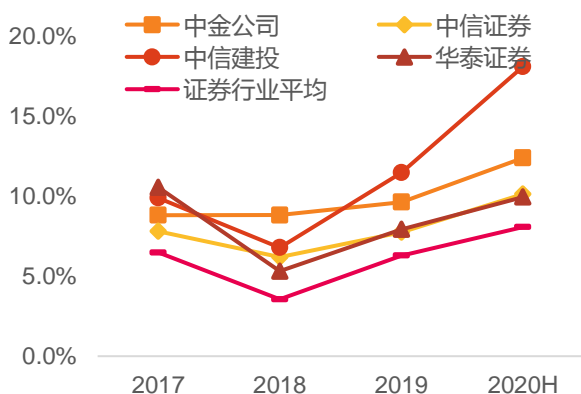
资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：中信建投收入结构（利润表口径）



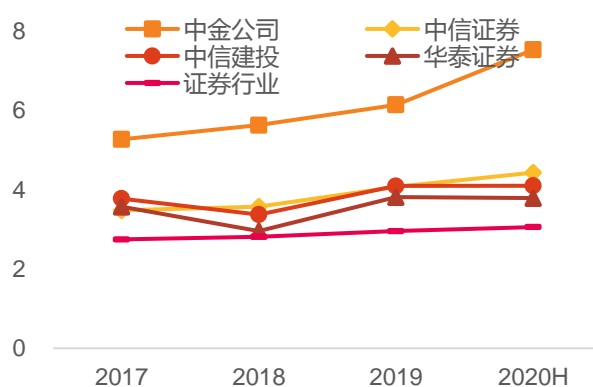
资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：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 6：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

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	98,183.29	107,566.51	营业收入	12,914.08	15,755.27	23,324.71	28,264.48	32,834.56
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	12,373.13	13,523.55	14,908.54
结算备付金	8,885.27	10,963.79	14,529.95	17,602.05	19,293.09	其中: 代理买卖证券业务净收入	2,617.21	2,978.60	4,550.15	4,579.57	4,701.25
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	294,155.55	347,526.51	利息净收入	-283.96	-1,095.33	-1,100.36	-641.64	-262.83
衍生金融资产	5,529.54	4,502.20	4,502.20	7,478.06	8,834.86	投资净收益	4,659.63	7,019.05	10,200.84	13,253.81	15,847.21
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	14,066.06	16,417.45	18,625.48
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	124.94	151.40	175.88
长期股权投资	1,266.95	1,168.48	1,168.48	1,940.81	2,292.95	管理费用	8,342.31	9,938.77	13,824.35	16,124.72	18,285.43
应收利息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	74.18	159.60	116.62	141.32	164.17
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	850.07	1,004.30	营业利润	4,425.17	5,569.16	9,258.65	11,847.04	14,209.08
无形资产	1,416.04	1,397.93	1,397.93	2,321.92	2,743.21	加: 营业外收入	4.65	5.67	27.56	17.91	23.81
其他资产	13,998.26	22,714.47	22,714.47	32,249.30	33,386.85	减: 营业外支出	42.47	273.20	273.09	410.13	580.51
总资产	275,420.54	344,971.24	537,488.35	629,940.53	709,771.78	利润总额	4,387.35	5,301.63	9,013.11	11,454.82	13,652.38
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	减: 所得税	852.73	1,053.80	1,791.54	2,276.87	2,713.68
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	7,221.58	9,177.94	10,938.70
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	15.48	19.68	23.45
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	7,206.09	9,158.27	10,915.24
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%	30.89%	32.40%	33.24%
应付职工薪酬	4,773.40	5,479.91	7,622.29	8,890.64	10,081.99	总资产收益率	1.27%	1.23%	1.34%	1.45%	1.54%
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%	10.90%	12.15%	13.05%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市盈率 (倍)	39.78	32.78	19.28	15.17	12.73
总负债	233,043.80	296,439.71	471,031.10	554,219.90	625,732.48	市净率 (倍)	2.86	2.60	2.10	1.84	1.66
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	1.49	1.90	2.26
所有者权益合计	42,376.74	48,531.54	66,457.25	75,720.63	84,039.30	每股净资产 (元/股)	10.06	11.05	13.70	15.61	17.32
少数股东权益	193.21	237.74	325.55	370.92	411.67						
归属于母公司所有者权益合计	42,183.52	48,293.80	66,131.70	75,349.71	83,627.63						

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