

相关研究

深度《机构业务优势明显, 谋份额大发展》2020. 10. 26

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

投资与投行业绩卓越, 规模与 ROE 齐升

2021 年 03 月 31 日

事件: 中金公司公布 2020 年年报, 2020 年实现营收 236.60 亿元, 同比+50.2%, 归母净利润 72.07 亿元, 同比+70.02%。基本每股收益 1.60 元, 同比+61.38%。

点评:

- **投资收益亮眼, ROE 行业绝对领先。**公司于 2020 年 10 月 A 股 IPO, 募集资金 131.98 亿元, 报告期末公司净资产 718 亿元, 同比+47.97%, 公司总资产 5216.20 亿元, 同比+51.21%。总资产大幅提升主要由交易性金融资产规模增长驱动, 公司自营规模 2476.06 亿元, 同比+47.22%。2020 年公司高效运用资产负债表为客户提供金融衍生品及做市等客需业务, 产品方面实现海内外、各市场间多样化产品布局, 衍生金融工具名义本金 8943.08 亿元, 同比+221.75%。得益于公司在跨境收益互换和场外期权业务方面的优势, 对冲持仓公允价值变动不影响公司损益, 较好的熨平市场波动, 投资收益业绩亮眼。公司投资收益 131.59 亿元, 同比+89.1%, 投资收益收入占比从 2019 年的 44.17% 提升至 2020 年的 55.62%, 远高于其他头部券商(2020 年中信 32.93%、华泰 32.31%、国君 25.8%)。公司资产负债表使用能力强大, 杠杆始终高于同业, 公司于年初获得并表监管试点, 资本金再释放, 杠杆进一步提升, 公司剔除客户保证金的杠杆倍数从 2019 年的 6.11 提升至 6.41, 2020 年公司 ROE 同比提升 3.88 个百分点至 13.52%, 处于行业绝对领先地位。
- **境内外证券承销市场份额领先, 投行龙头地位稳固。**公司投行业务客户基础和品牌优势明显, 国内注册制推行、科技巨头赴美赴港上市背景下, 公司凭借强大的研究定价能力、优秀的销售能力, 投行龙头地位稳固。2020 年公司实现投行业务手续费净收入 59.56 亿元, 同比+40.6%, 收入占比 25.17%, 远高于行业平均及其他头部券商, 由于投行业务 ROA 远高于其他业务, 是 ROE 提升的重要推手。其中境内 IPO 项目 32 单, 承销金额 624.17 亿元, 同比+55%, 排名行业第二; 再融资项目 13 个, 承销金额 404.33 亿元, 行业排名第四; 债券承销方面, 公司积极推进产品创新并开展公募 REITs 业务布局, 2020 年公司债承规模 6541 亿元, 同比+23.6%, 行业排名第四, 其中金融机构永续债、资产支持证券承销分别排名行业一、二位。境外证券承销方面, 公司承销港股 IPO 项目 33 单, 再融资 22 单, 主承销规模 68.27 亿美元, 排名行业第一; 美股 IPO 项目 7 单、再融资 6 单, 承销金额 43.04 亿美元, 市场份额领先。
- **高质量客户基础牢固, 财富管理转型再升级。**公司传统经纪业务以机构和高端客群为主, 收购中投后补齐零售富裕客户短板。公司注重金融科技投入, 与腾讯数码合资设有金融科技子公司, 助力数字化财富管理转型。公司于 2020 年初获得首批基金投顾试点资格, “A+”基金投顾产品于 2020 年 9 月正式上线, 起投门槛降至 1 万元, 助力财管业务触达

更广泛的零售客户。报告期末，财富管理客户数达 369 万户，同比+12.9%，管理客户资产 2.58 万亿元，同比+40.2%，户均管理资产 69.79 万元，同比+27%，其中高净值客户数量 2.56 万户，同比+32.1%，高净值户均资产 2624 万元，同比+11%，远高于同业。产品配置方面，产品保有量增长 74%，代销产品股票多头和量化策略收益率高于同类产品平均水平，固收类产品业绩稳健，客户持有体验进一步提升，代销金融产品净收入 7.76 亿元，同比增长 126%。

- **主动管理能力出色，资管管理规模与收入均大幅增长。**2020 年公司资管业务净收入 11.36 亿元，同比+50.7%，由于公司长期专注于主动管理，受资管新规影响小。券商资管方面，中金资管进一步优化产品布局、完善资管产品线，投研实力、资产配置能力再提升，把握全球资产配置机会，满足资管客户多元化需求；公司加强提高销售专业化水平，加强服务社保、年金、银行及理财子、企业客户，深耕内外部重点零售渠道，并加强银行渠道准入、拓展第三方渠道，集合资管规模 1690 亿元，大幅提升 245%，单一资管业务规模 3809 亿元，同比+43%，598 只资管产品中绝大部分是主动管理产品。根据基金业协会数据，2020Q4 公司主动管理资产月均规模 2432.60 亿元，主动规模占比 91% 领先行业。基金管理方面，中金基金坚持以主动权益和固收产品为核心，不断丰富产品线，响应国家号召大力发展公募 REITs，加强区域化布局，突破机构准入，提供具有长期配置价值的工具性产品，客户粘性得以提升，同时公司推动第三方线上销售，实现管理规模大幅提升。2020 年中金基金 AUM553 亿元，同比增长 98%，其中公募基金资产增值 540 亿元，同比增长 127%。
- **盈利预测与投资建议：**从 2020 年业绩来看，公司业绩增长已充分受益于“加大投入、做大做强”的发展战略，总资产与业务规模、市占率和 ROE 齐升。公司具有稳健的盈利能力，穿越牛熊盈利稳定性始终优于同业，未来公司盈利增速、经营效率有望进一步提升，继续领跑行业。我们预计公司 2021-2023 年净利润增速为 69.46%/25.49%/22.99%，对应 PB 2.45x/2.30x/2.15x，建议关注。
- **风险因素：**货币政策收紧导致股市交易量大幅下滑；资本市场改革不及预期；股市大幅波动导致的自营业绩不及预期等。

财务指标及估值摘要

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营收 (亿元)	157.56	236.60	301.33	378.22	465.24
YoY(%)	22.00%	50.17%	27.36%	25.52%	23.01%
净利润	42.39	72.07	122.13	153.26	188.50
YoY(%)	21.39%	70.02%	69.46%	25.49%	22.99%
每股收益(元)	0.97	1.49	2.53	3.18	3.91
每股净资产(元)	11.05	14.84	20.82	22.22	23.72
市盈率 (倍)	52.64	34.20	20.19	16.08	13.08
市净率 (倍)	4.62	3.44	2.45	2.30	2.15

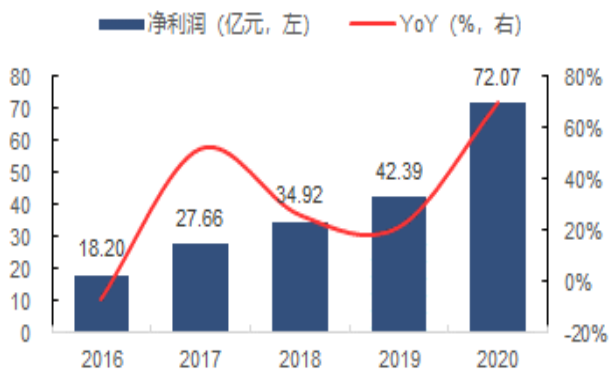
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 1: 2020 年公司总资产 51.21%至 5216.20 亿元


资料来源: Wind, 信达证券研发中心,

图 2: 2020 年公司衍生金融工具名义本金大幅增长+222%


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3: 2020 年公司净利润增长+70.02%


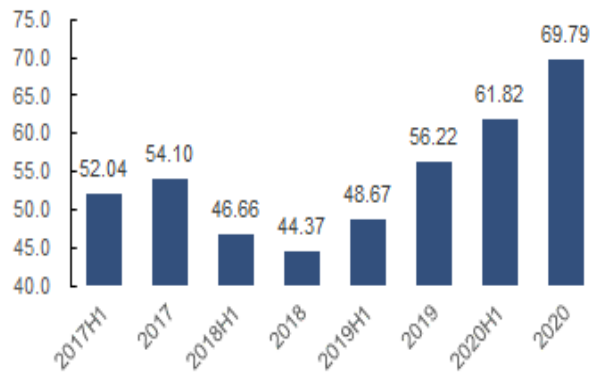
资料来源: Wind, 信达证券研发中心,

图 4: 2020 年公司自营收入大幅增长+89.1%


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5: 2020 年投行收入+40.21%


资料来源: Wind, 信达证券研发中心,

图 6: 2020 年财富管理户均资产同比+27%至 69.79 亿元


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

合并损益表		亿元 RMB			
	2020	2021E	2022E	2023E	
营业收入	236.60	301.33	378.22	465.24	
手续费净收入	136.26	149.99	199.10	273.78	
代理买卖证券业务净收入	46.10	48.81	66.34	100.40	
证券承销业务净收入	59.56	77.70	97.88	123.54	
资产管理业务净收入	11.36	13.29	19.67	29.14	
利息净收入	-10.69	6.66	8.78	11.64	
投资收益及公允价值变动	190.47	147.03	173.20	183.18	
其他业务收入	0.16	0.18	0.21	0.23	
营业支出	149.12	148.86	186.84	229.83	
营业税金及附加	1.16	16.09	20.20	24.84	
业务及管理费	138.23	132.58	166.42	204.71	
营业利润	87.47	152.47	191.38	235.41	
营业外收入	0.06	0.25	0.26	0.28	
营业外支出	0.06	0.06	0.07	0.07	
利润总额	87.47	152.66	191.58	235.62	
所得税	87.13	30.53	38.32	47.12	
净利润	72.62	122.13	153.26	188.50	
归属母公司所有者净利润	72.07	122.13	153.26	188.50	
少数股东损益	-0.55	0.00	0.00	0.00	
基本 EPS (元, RMB)	1.49	2.53	3.18	3.91	

年成长率(%)	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	50.17%	27.36%	25.52%	23.01%
净利润	70.02%	69.46%	25.49%	22.99%
基本 EPS	1.49	2.53	3.18	3.91
盈利能力(%)	2020	2021E	2022E	2023E
营业利润率	36.97%	50.60%	50.60%	50.60%
净利润率	30.46%	40.53%	40.52%	40.52%

资产负债表		亿元 RMB			
	2020	2021E	2022E	2023E	
货币资金	958.17	925.21	980.22	1,115.89	
结算备付与保证金	240.63	369.84	392.75	415.89	
交易性金融资产	2,476.06	2,719.60	2,883.23	3,049.40	
买入返售金融资产	184.31	77.70	82.38	87.13	
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他资产	1,357.03	1,139.99	1,209.70	1,201.08	
资产总计	5,216.20	5,232.34	5,548.28	5,869.39	
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	
交易性金融负债	428.92	450.37	472.88	496.53	
衍生金融负债	246.83	259.17	272.13	285.74	
卖出回购金融资产款	251.01	263.56	276.74	290.58	
代理买卖证券款	706.55	729.58	766.06	804.37	
其他负债	2,864.74	2,522.74	2,686.16	2,845.49	
负债合计	4,498.05	4,225.43	4,473.97	4,722.69	
股本	48.27	48.27	48.27	48.27	
归属母公司所有者权益	716.35	1,005.22	1,072.38	1,144.74	
少数股东权益	1.80	1.69	1.93	1.95	
所有者权益合计	718.15	1,006.92	1,074.31	1,146.69	
负债和股东权益合计	5,216.20	5,232.34	5,548.28	5,869.39	

经营指标	2020	2021E	2022E	2023E
总资产收益率(%)	1.66%	2.34%	2.84%	3.30%
净资产收益率(%)	12.02%	14.19%	14.75%	17.00%
管理费用率(%)	44.00%	44.00%	44.00%	44.00%
营业收入/总资产(%)	5.46%	5.77%	7.02%	8.15%
每股指标	2020	2021E	2022E	2023E
基本 EPS (RMB)	1.49	2.53	3.18	3.91
BVPS	14.84	20.82	22.22	23.72
估值分析	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(x)	34.20	20.19	16.08	13.08
市净率(x)	3.44	2.45	2.30	2.15
净资产收益率(%)	12.02%	14.19%	14.75%	17.00%

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11月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
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyuifei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@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。