

中金公司 (601995)

独具特色的老牌券商，迈向顶级投行

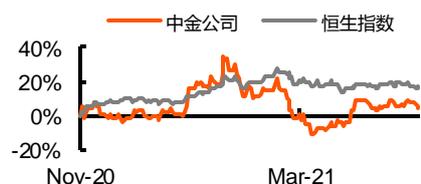
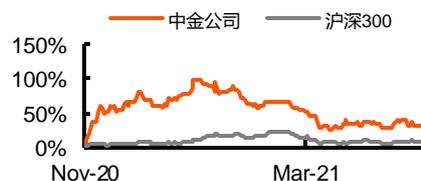
推荐 (首次)

现价: 44.94 元

主要数据

行业	非银与金融科技
公司网址	www.cicc.com
大股东/持股	汇金公司/40.11%
实际控制人	
总股本(百万股)	4,827
流通 A 股(百万股)	260
流通 B/H 股(百万股)	1,904
总市值 (亿元)	1,614.36
流通 A 股市值(亿元)	116.97
每股净资产(元)	14.2
资产负债率(%)	87

行情走势图



证券分析师

王维逸 投资咨询资格编号
S1060520040001
CE No. BQC673
wangweiyi059@pingan.com.cn

李冰婷 投资咨询资格编号
S1060520040002
libingting419@pingan.com.cn

研究助理

郝博韬 一般从业资格编号
S1060120010015
haobotao973@pingan.com.cn



平安观点:

- **首家合资券商，投行绝对龙头**：1995 年，建设银行携手摩根士丹利共同成立我国首家合资券商——中金公司。服务国企上市融资的诞生背景，奠定了中金公司大项目投行业务为特色的主基调；截至 2020 年末，A 股及境外中概股前 10 大 IPO 项目中中金公司各参与 8 项。2001 至 2020 年，中金公司共计 9 年 IPO 承销规模行业第一。新上市规则下，第五套标准、红筹及特殊表决权上市企业 11 家上市公司中，中金公司参与 8 家。随着未来注册制进一步推广、资本市场改革深化，投行专业优势有望持续发挥并放大。
- **机构和高净值客户资源优势显著，抬升专业壁垒**：公司投行的辉煌业绩积累下丰厚的机构资源、强大的研究能力和领先的跨境业务网络，为公司股票及固收业务奠定客户基础，两项业务营收占比均达 24%。财富管理业务受益于投行引流积累高净值客户，2020 年高净值客户户均资产规模 2624 万元，行业领先。公司依托机构客户多样化需求构建专业壁垒，财富管理品牌定位高端、深耕高净值客群，在券商同质化竞争格局中优势显著。
- **资金使用效率领跑行业，杠杆率及 ROE 大幅领先**：2020 年公司净资产规模 594 亿元，行业排名 11 位，是规模扩张的瓶颈之一。但公司资金使用能力较强，杠杆率全行业最高，2020 年公司 ROE 达 12.02%，远高于 7.28% 的行业均值。同时，因投资业务代客占比高、方向性风险低，公司 ROE 更为稳定，如 2018 年市场低迷情况下公司 ROE 下行幅度显著窄于可比同业。
- **投资建议**：在本轮资本市场改革对投行专业要求提升，监管支持打造航母券商背景下，公司 2B 业务优势有望放大，2C 业务统一“中金财富”品牌后整合效果有望加速显现。预计中金公司 21/22/23 年归母净利润 76/87/102 亿元，同比增长 5%/15%/17%，给予公司目标估值 2021 年 PB1.15 倍 (H)、3.20 倍 (A)，首次覆盖给予 A 股及 H 股“推荐”评级。
- **风险提示**：1. 地缘政治超预期。2. 货币政策超预期收紧。3. 资本市场改革进度不及预期。

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (亿元)	157.55	236.60	243.09	275.47	329.71
YoY (%)	22.00	50.17	2.74	13.32	19.69
归母净利润 (亿元)	42.39	72.07	75.62	87.33	102.14
YoY (%)	21.38	70.04	4.92	15.49	16.96
ROE (%)	9.37	12.02	9.86	9.99	10.30
净利润率 (%)	26.90	30.46	31.11	31.70	30.98
PB (A)	4.59	3.26	2.83	2.46	2.17
PB (H)	1.61	1.14	0.99	0.87	0.76

正文目录

一、 品牌煊赫、独具特色的老牌券商	4
1.1 我国第一次融资发展的最大受益者	4
1.2 特殊历史背景下，我国首家合资券商	5
1.3 本轮资本市场改革的受益者和践行者	6
二、 境内外投行业务领军者	7
2.1 参与多个明星项目的投行龙头	7
2.2 专业水平及业务协同优势并存	9
2.3 产业升级及资本市场改革利于投行业务优势进一步发挥	11
三、 其他业务受益于投行优势辐射	12
3.1 优势业务：股票及固定收益业务	13
3.2 新兴业务：财富管理、投资管理业务	14
四、 优异的资产负债表运用能力	17
4.1 中金公司 ROE 行业领先	17
4.2 先发优势及客户需求下，衍生品业务规模大	18
五、 盈利预测及投资建议	20
六、 风险提示	20

图表目录

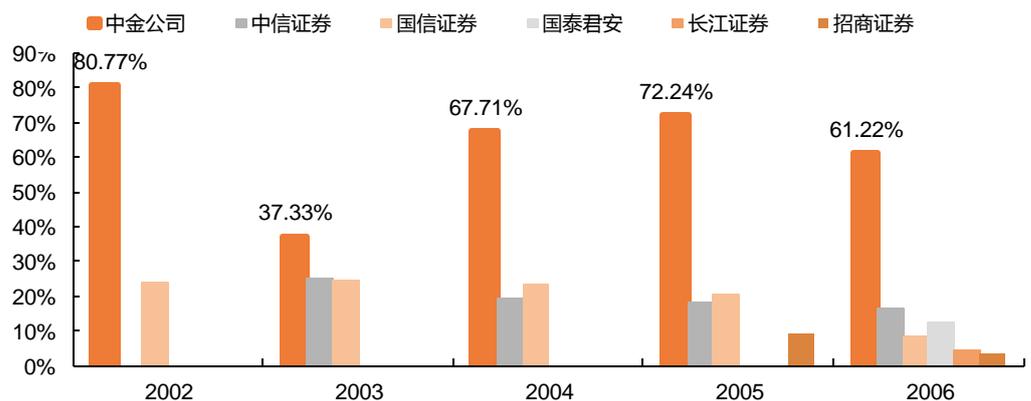
图表 1	成立初期中金公司投行业务收入占比显著高于同期主要券商	4
图表 2	中金公司深度参与各类大型投行项目	4
图表 3	中金公司股权衍化	5
图表 4	中金公司员工薪酬全行业中最高（2020）	6
图表 5	中金公司重要财务指标及业务收入排名（2020 年）	6
图表 6	中金公司业务收入结构（2020）	7
图表 7	中金公司股权融资规模名列前茅（亿元）	8
图表 8	中金公司境外投行业务优势显著（亿美元）	8
图表 9	2020 年中金公司港股 IPO 规模全球第一	8
图表 10	中金公司 IPO 单均融资规模行业最高（2000.01.01-2021.04.19）	9
图表 11	中金公司 IPO 项目储备较为充分	10
图表 12	2020 年中金公司科创板及创业板 IPO 承销保荐费用最高（亿元）	10
图表 13	新上市规则下中金公司行业领先（家）	11
图表 14	中金资本私募月均规模优势巨大（2020 年四季度）	11
图表 15	2015 年上市公司产业结构	12
图表 16	2020 年上市公司产业结构	12
图表 17	投行业务优势辐射示意	12
图表 18	中金公司代理买卖证券款（2020）	13
图表 19	权益合约名义本金增长迅速（亿元）	13
图表 20	固定收益业务主要内容	14
图表 21	股基交易额市场份额提升	15
图表 22	两融余额市场份额提升	15
图表 23	代销金融产品收入快速增长（亿元）	15
图表 24	财富管理业务营收增长	15
图表 25	投资管理业务主要内容	16
图表 26	中金公司资管业务结构（亿元，2020）	16
图表 27	中金公司资管业务收入与头部券商差距较大	17
图表 28	中金公司 ROE 行业领先且稳定	17
图表 29	中金公司 ROE 及杜邦分析（亿元）	17
图表 30	中金公司高杠杆率推升 ROE	18
图表 31	中金公司投资业务 ROA 高于其它头部券商	18
图表 32	2020 年三季度中金公司境内场外衍生品存续名义本金比净资产倍数行业领先	19
图表 33	盈利预测表	20

一、品牌煊赫、独具特色的老牌券商

1.1 我国第一次融资发展的最大受益者

中金公司为填补我国专业投行空白而生，具有鲜明特色。中金公司成立于 20 世纪 90 年代我国建立现代企业制度、国有企业上市融资的改革浪潮中，其成立目的为建立我国第一家专业投行，满足当时我国资本市场发展及经济转型需求。特殊的成立背景令中金公司具有鲜明特色，业务结构中投行业务占绝对主导，与同期其他券商以经纪业务为主的业务结构差别显著。

图表1 成立初期中金公司投行业务收入占比显著高于同期主要券商



资料来源：WIND，平安证券研究所

灵魂人物主持下，公司主导各类大型投行项目。在王岐山、周小川等历任董事长及方风雷、朱云来等灵魂人物带领下，中金公司主导了我国各类大型 IPO 项目。其中，在方风雷先生任副总裁期间（1995-2000），中金公司完成大唐发电 IPO、中国电信收购香港电讯、中国电信（香港）登录港交所及纽交所等一系列我国资本市场重要项目；朱云来先生任总裁期间（2000-2014），中金公司完成农业银行、中石油首发等一系列大型项目。以募资规模口径，中金公司在境内外大型股权融资项目中占据绝对优势：截至 2020 年末，A 股前十大 IPO 项目中八项由中金公司担任保荐机构及主承销商；A 股前十大再融资项目中五项由中金公司担任保荐机构及（或）主承销商；境外前十大中概股 IPO 项目中八项由中金公司担任保荐人及（或）联席全球协调人。

图表2 中金公司深度参与各类大型投行项目

A 股 IPO 项目			
募集资金规模排名	发行人	年份	募集资金总额 (亿元)
第一名	中国农业银行股份有限公司	2010	685.29
第二名	中国石油天然气股份有限公司	2007	688.00
第三名	中国神华能源股份有限公司	2007	665.82
第四名	中国建设银行股份有限公司	2007	580.50
第五名	中芯国际集成电路制造有限公司	2020	532.30
第六名	中国建筑股份有限公司	2009	501.60
第七名	中国工商银行股份有限公司	2006	466.44
第九名	中国邮政储蓄银行股份有限公司	2019	327.14
境外 IPO 项目			
募集资金规模排名	发行人	年份	募集资金总额 (亿美元)
第一名	中国工商银行股份有限公司	2016	160.54
第三名	阿里巴巴集团控股有限公司	2019	129.31
第四名	中国农业银行股份有限公司	2010	120.35
第六名	中国建设银行股份有限公司	2005	92.28

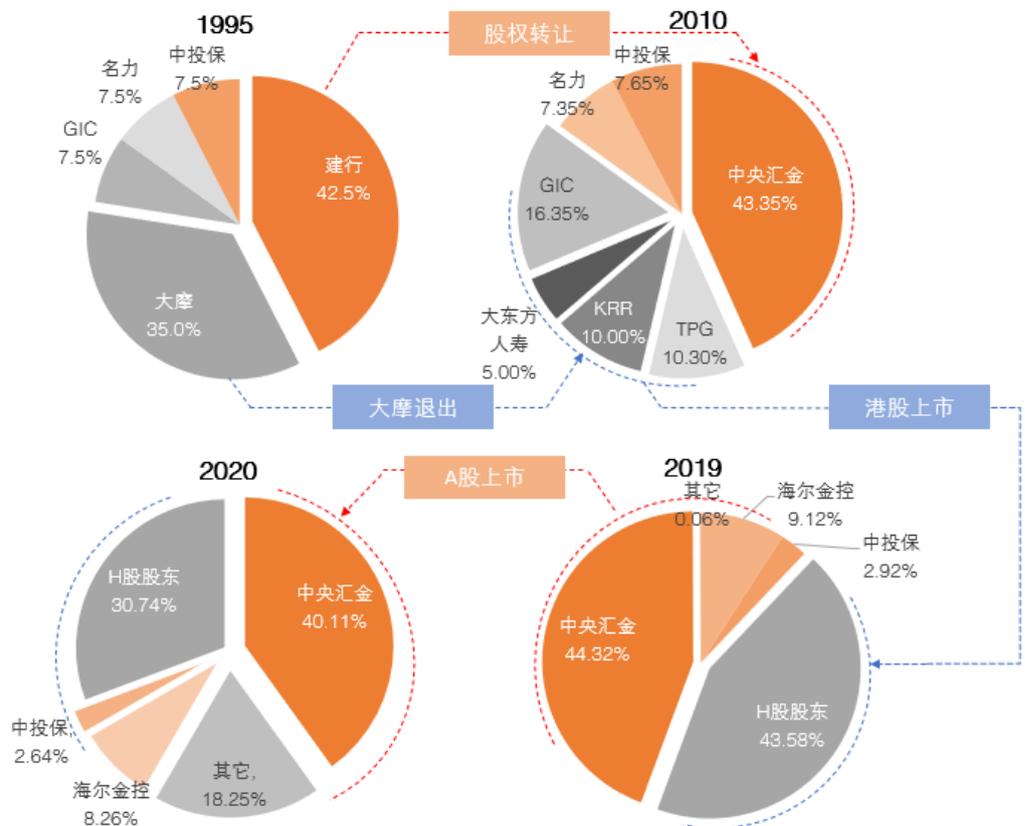
第七名	中国邮政储蓄银行股份有限公司	2016	76.28
第八名	中国铁塔股份有限公司	2018	74.91
第九名	中国联合网络通信(香港)股份有限公司	2000	55.92
第十名	小米集团	2018	54.29
境内再融资项目			
募集资金规模排名	发行人	年份	募集资金总额(亿元)
第一名	中国农业银行股份有限公司	2018	1000.00
第二名	中国联合网络通信股份有限公司	2017	617.25
第五名	上海浦东发展银行股份有限公司	2010	394.59
第六名	中国工商银行股份有限公司	2010	336.74
第八名	交通银行股份有限公司	2012	297.65

资料来源: WIND, 平安证券研究所

1.2 特殊历史背景下, 我国首家合资券商

中金公司是我国首家合资券商, 充分受益于海外顶级投行的先进经验。中金公司成立时确定以合资形式引入海外投行以学习先进经验。1995 年成立之初, 其股权结构为建行作为第一大股东持股 42.5%, 摩根士丹利破格持股 35%。合资股权结构令中金公司一方面享有丰富的境内资源, 另一方面借鉴摩根士丹利的现代化投行经营经验。虽然股权结构随时间推移、股东战略调整而数次衍化, 但公司的品牌影响力及专业能力得以一直延续。

图表3 中金公司股权衍化



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

摩根士丹利的影响: 1) 高激励标准为中金公司吸揽大量人才, 为各项业务优势奠定基础。中金公司组建之初有大量来自摩根士丹利的人才, 其所采用的国际薪资及摩根士丹利激励机制对中金公司人

才激励形成长远影响。2020年，中金公司人均薪酬114.98万元，在各头部券商中最高。高激励机制为中金公司吸引了大量人才，为公司各类优势奠定基础。**2) 高端定位。**中金公司与大摩均以高端客户为目标客群，除投行业务外，经纪客户中高净值客户占比较高，且户均资产规模领先。

图表4 中金公司员工薪酬全行业最高（2020）



资料来源：WIND，平安证券研究所

1.3 本轮资本市场改革的受益者和践行者

随着我国经济发展，投融资需求增加，资本市场重要性不断提升。1) 传统产业转型升级及战略新兴产业壮大是我国经济发展的必然之路，提升直接融资占比、资本市场改革提效以支持产业转型升级的融资需求迫在眉睫。2) 投资端需与融资端同步改革：随着我国居民财富不断累积、金融资产的配置占比不断提升、资本市场扩容，需要进一步畅通资金流入渠道，健全市场投资机制和功能。3) 证券公司重要性提升：证券公司作为联结资本市场及实体经济的枢纽，一方面需要发挥询价定价、客户服务等专业能力，辅助、引导企业融资；另一方面需要压实责任、提升信息披露的真实性和完整性，在注册制之下发挥好守门人的职责。

中金公司业务优势及战略方向符合监管导向及行业趋势。中金公司综合投行服务能力强，2020年投行业务净收入排名行业第2，显示出行业领先的企业客户和机构客户服务能力。在我国产业升级及提升直接融资比例大背景下，证券公司将降低服务同质化，依托专业水平提供差异化服务。公司有望依托机构及高净值客户的多样化需求，发挥并提升项目发掘、定价分销、产品设计等一系列专业能力，更好服务实体经济。

政策利好中金公司补短板。公司当前主要瓶颈之一为净资产相对有限，导致虽然公司杠杆率（ $\text{杠杆率} = \frac{\text{期初期末总资产均值} - \text{扣除} \text{期初期末代理买卖证券款均值}}{\text{期初期末净资产均值}}$ ，下同）行业最高，资金运用能力优势显著，但重资产业务收入及排名较为弱势。自2015年H股上市以来，中金公司曾于2018、2019年通过向腾讯定增、向部分投资者配售等方式募集H股资金超过45亿元，但截至2019年末，公司净资产行业排名仅位列第13位。2020年，公司通过A股IPO募资超过132亿元，有效补充公司资本金。2019年末，证监会表态六项措施支持打造航母级券商，包括多渠道充实证券公司资本、丰富证券公司服务功能等。政策支持下，中金公司资产规模扩张或将提速，带动重资产业务加速发展。

图表5 中金公司重要财务指标及业务收入排名（2020年）

财务指标	总资产	净资产	杠杆率	营收	净利润	ROE
------	-----	-----	-----	----	-----	-----

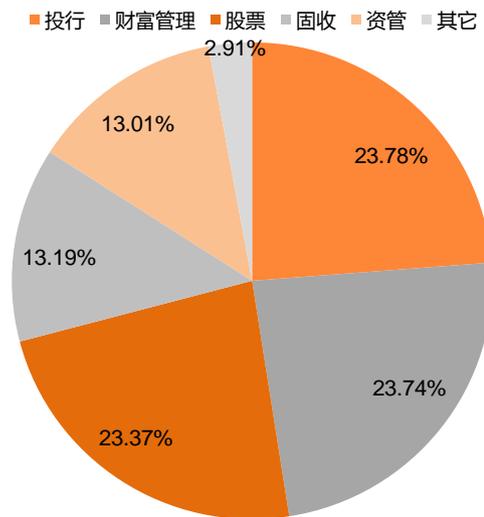
单位 (亿元)	5216.20	716.35	6.23 (倍)	236.60	72.07	12.02 (%)
排名	5	10	1	9	10	3
业务净收入	代理买卖 证券业务	代销金融 产品业务	投行业务	资管业务	两融 利息收入	自营业务
单位 (亿元)	37.53	7.76	59.56	11.36	20.38	131.59
排名	11	2	2	10	11	2

资料来源: WIND, 平安证券研究所

二、 境内外投行业务领军者

2020年,中金公司投资银行、财富管理、股票业务、固收业务、投资管理五项业务收入占比分布为23.78%、23.74%、23.37%、13.19%及13.01%,业务结构较为均衡。其中,投行业务收入占比虽因其它业务不断发展而呈下行趋势,但作为传统优势业务仍为公司最大收入来源之一。

图表6 中金公司业务收入结构 (2020)



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

2.1 参与多个明星项目的投行龙头

中金公司境内投行业务处于龙头地位,参与多项明星项目。中金公司成立以来,投行业务长期处于行业领先地位,其中IPO项目优势显著。2001年我国放弃额度制以来,除2013年因IPO暂停全年全市场无首发融资外,其余19年内中金公司共计9年IPO承销规模行业第一,共计14年位列前三。2001-2020年,中金公司债券承销金额共计12年位列行业前三,其中2004、2009年为行业第一。虽然2011-2015年间公司投行业务优势有所削弱,但近两年投行业务改革大发展的周期中,公司已再次回到行业龙头位置,2017-2020年,中金公司股权融资规模长期位于行业前五,其中2018、2019年IPO融资规模行业第一;债券承销规模除2017年外均位列行业前五;财务顾问2017-2020连续排名行业第一。除前文所列历史项目外,2020年,中金公司参与多项明星IPO项目,包括中芯国际、京沪高铁、金龙鱼等,A股前十大IPO项目中,中金公司参与半数。

图表7 中金公司股权融资规模名列前茅（亿元）

2017				2018			
总计		其中：IPO		总计		其中：IPO	
中信证券	2159.55	中信证券	210.99	中信证券	1810.12	中金公司	368.09
中信建投	1663.68	广发证券	177.14	中信建投	1513.35	华泰联合证券	194.85
中金公司	1644.30	国信证券	152.76	华泰联合证券	1384.8	中信建投	132.25
国泰君安	1276.67	中信建投	145.38	中金公司	1159.34	中信证券	127.76
华泰联合证券	1235.03	海通证券	138.14	国泰君安	993.17	招商证券	78.76
2019				2020			
总计		其中：IPO		总计		其中：IPO	
中信证券	2803.78	中金公司	601.46	中信证券	3233.92	中信建投	836.57
中金公司	1844.21	中信证券	453.08	中信建投	2318.31	海通证券	607.79
华泰联合证券	1354.15	中信建投	175.73	中金公司	1568.21	中金公司	488.98
中信建投	1210.14	招商证券	141.96	华泰联合证券	1398.02	中信证券	444.94
国泰君安	1130.03	广发证券	89.6	国泰君安	1274.07	华泰联合证券	240.26

资料来源：WIND，平安证券研究所

注：2017年中金公司IPO规模排名行业第七

中金公司海外市场网络相对完善，跨境业务处于领先地位。中金公司跨境业务主要集中于中国香港及美国市场。1) 香港市场：中金香港成立于1997年，是首家在中国香港从事证券承销业务的中国内地证券公司，在中国香港市场中处于龙头地位。以承销规模口径计，2017-2020年上半年，中金公司于中国香港市场股权融资排名位于行业前五，其中2017及2019年位列内地证券公司第一。2) 美国市场：2017-2019，中金公司于中国公司美国IPO市场均位列前五；2015-2019中资企业投资级债券均为第一；跨境财务顾问除2016年外均为第一。除前文所列历史项目外，2020年，中金公司参与的明星境外融资项目包括网易、万国数据港交所二次上市项目，新东方、百胜中国港股IPO项目，贝壳、理想汽车美股IPO项目等。

图表8 中金公司境外投行业务优势显著（亿美元）

年份	股权融资		其中：IPO	
	承销金额	排名	承销金额	排名
2017	23.99	1	9.67	2
2018	35.12	2	16.05	9
2019	50.4	1	42.01	1
2020H	11.55	5	4.9	10
年份	境外中资企业投资级债券及主权债券		中资高收益境外债券	
	承销金额	排名	承销金额	排名
2017	29.21	1	11.07	4
2018	26.76	1	5.5	5
2019	35.01	1	18.63	4
2020H	13.34		2.49	

资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：表中股权融资及IPO为香港市场承销额及排名

港股IPO全球第一，相比国际顶级投行仍有显著优势。除与中资券商相较处于领先地位外，中金公司跨境业务中，港股IPO业务较全球顶级投行仍有显著优势。2020年，中金公司港股IPO承销规模439.32亿港元，市占率达到11.05%，位列全球投行首位。

图表9 2020年中金公司港股IPO规模全球第一

IPO承销规模（亿港元）		港股IPO规模市占率		港股IPO保荐家数（家）		港股IPO全球协调人（家）	
中金公司	439.32	11.05%		中金公司	14	中金公司	29

高盛	295.32	7.43%	摩根士丹利	14	海通国际	19
瑞银	262.25	6.60%	高盛	14	摩根士丹利	18
中信里昂	237.89	5.98%	海通国际	13	花旗	17
花旗	161.49	4.06%	中信里昂	12	高盛	16

资料来源：WIND，平安证券研究所

2.2 专业水平及业务协同优势并存

中金公司投行业务逐渐形成四项独特优势。1) 大型融资项目经验丰富，机构客户服务能力突出；2) 专业理解深刻且项目储备充分；3) 跨境业务网络完善，不同发行制度下具有优势；4) “投资+投行”业务协同程度领先同业。

1) 大型项目经验丰富，机构客户服务能力突出。中金公司成立之初所担负使命之一为帮助国企融资，2001 年至今，中金公司 IPO 业务单均融资规模行业最高，长期与大型融资者及投资机构业务往来，令公司不断积累机构客户服务与大型融资项目经验。

图表 10 中金公司 IPO 单均融资规模行业最高 (2000.01.01-2021.04.19)



资料来源：WIND，平安证券研究所

2) 专业理解深刻，项目储备充分。①专业理解深刻：中金公司是业内最早根据不同行业设立投行业务行业组的券商，这一结构在专业理解及长期客户跟踪方面具有显著优势。同时，中金公司鼓励跨行业竞争及合作，并对跨行业业务采取激励机制。各赛道竞争合作利于激发业务热情及提升整体效率。2020 年，中金公司首发规模排名第三，所有项目共计覆盖 12 个 wind 行业，仅次于规模第一、第四的中信建投及中信证券（均为 13 个），并显著高于规模第二、第五的海通证券（6 个）及华泰证券（9 个）。

②专业理解同时帮助公司发掘潜在项目。中金公司投行项目积累充足且企业类型占比均衡，大型企业及中小型企业项目储备各半。截至 2021 年 4 月 19 日，中金公司 IPO 排队企业共计 181 家（不含不予注册项目），排名行业第八，项目储备较为充分。

图表11 中金公司 IPO 项目储备较为充分



资料来源: WIND, 平安证券研究所

3) 跨境业务网络完善, 熟悉不同市场的发行制度。香港及美国市场 IPO 实行注册制, 中金公司在过往的跨境业务中已积累了丰富的注册制发行经验和不同发行制度下的适应能力。在我国创业板及科创板注册制试点推行过程中, 中金公司的经验优势得以凸显。以首发融资规模计, 2020年中金公司科创板市占率 12.87%排名第三(仅次于海通、中信), IPO 费用 13.06 亿元排名第二(仅次于中信); 创业板市占率 15.07%排名第二(仅次于中信建投), IPO 费用 5.43 亿元排名第二。科创板及创业板合计承销家数及承销保荐费用均为第一。

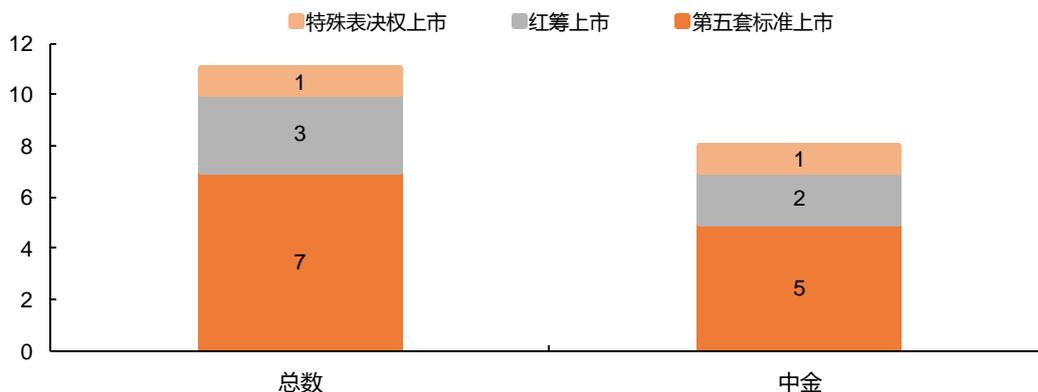
图表12 2020 年中金公司科创板及创业板 IPO 承销保荐费用最高 (亿元)

科创板			创业板			合计		
机构简称	募集资金	市占率	机构简称	募集资金	市占率	机构简称	费用	费率
海通证券	523.01	23.49%	中信建投	188.35	21.09%	中金公司	18.48	4.39%
中信证券	302.76	13.60%	中金公司	134.52	15.07%	中信证券	17.92	5.08%
中金公司	286.58	12.87%	中信证券	50.14	5.62%	中信建投	16.86	4.33%
中信建投	200.89	9.02%	东兴证券	48.60	5.44%	海通证券	15.42	2.95%
国泰君安	155.50	6.99%	华泰证券	43.56	4.88%	华泰证券	13.01	6.55%

资料来源: WIND, 平安证券研究所

值得一提的是, 新上市规则下, 中金公司适应迅速且市占率高。2020 年 1 月 20 日, 中金公司保荐优刻得登录科创板, 为**首家同股不同权上市企业**; 2020 年 1 月 23 日, 中金公司保荐泽璟生物登录科创板, 为**首家未盈利上市企业**; 2020 年 2 月 27 日, 中金公司保荐华润微登录科创板, 为**首家红筹上市企业**。截至 2021 年 4 月 19 日, 第五套标准、红筹及特殊表决权上市企业共计 11 家, 中金公司为其中 8 家担任主承销商, 彰显公司对于不用发行制度的适应能力。

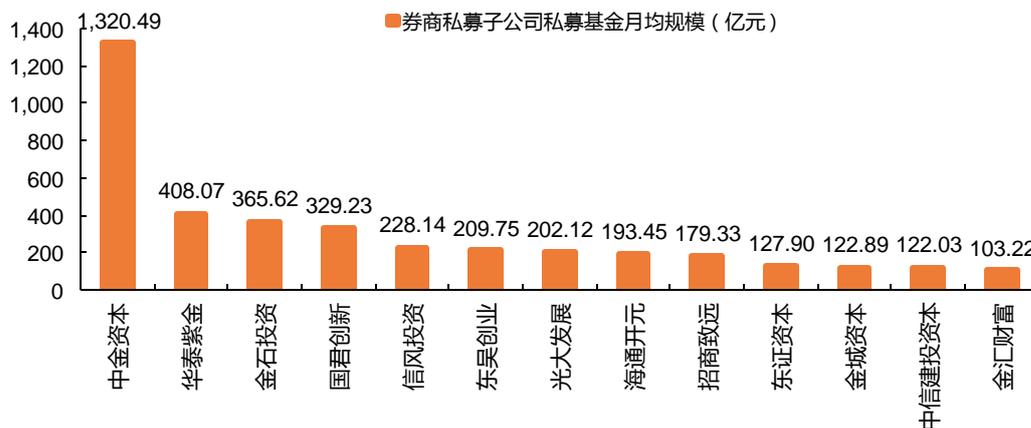
图表13 新上市规则下中金公司行业领先（家）



资料来源：WIND，平安证券研究所

4) 中金资本产业覆盖及私募规模领先，业务协同优势突出。作为中金公司私募业务开展平台，中金资本设立初期受投行支持较多，部分团队直接由投行部转来。通过“民间合作”，投行业务覆盖、客户积累优势为私募股权业务发展提供助力，二者关系密切。当前，中金资本已形成两项显著优势：产业覆盖全面、私募基金规模同业第一。1) 产业覆盖：中金资本通过母基金及直投资基金开展私募业务，其所管理的国家级母基金中金启元基金全面覆盖战略新兴产业重要领域。2) 私募规模：2020年四季度，中金资本私募基金月均规模 1320.49 亿元，位列券商私募子公司第一位且领先巨大。中金资本两项优势令中金公司投行业务具有强劲的前期客户发掘能力，业务协同优势显著。此外，中金公司与高瓴资本关系密切，2020年中金公司前首席经济学家梁红出任高瓴资本旗下产业与创新研究院院长，为二者未来加深合作提供桥梁。

图表14 中金资本私募月均规模优势巨大（2020年四季度）



资料来源：中基协，平安证券研究所

2.3 产业升级及资本市场改革利于投行业务优势进一步发挥

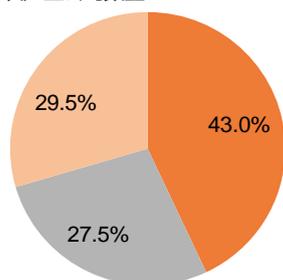
第一，产业升级利于中金公司行业长期跟踪及研究能力优势发挥。我国产业升级趋势下，上市企业中高附加值行业数量占比显著增加。按国民经济行业分类，2015年，我国所有上市企业大类中，完全不含高技术制造业行业的一、二次产业公司共计 1189 家，占比约为 43.0%；包含高技术制造业行业的公司共计 759 家，占比约为 27.5%；三次产业公司共计 817 家，占比约为 29.5%。2020 年，

完全不含高技术制造业行业的一、二次产业公司共计 1719 家，占比约为 41.6%；包含高技术制造业行业的公司共计 1272 家，占比约为 30.8%；三次产业公司共计 1144 家，占比约为 27.7%。

高技术制造业及三次产业上市公司数量的趋势性增长，令投行风险控制、询价定价等流程中对高附加值产业专业理解要求不断提升，投行服务将愈发差异化。中金公司的研究能力及行业组架构优势将得以更好发挥。

图表15 2015年上市公司产业结构

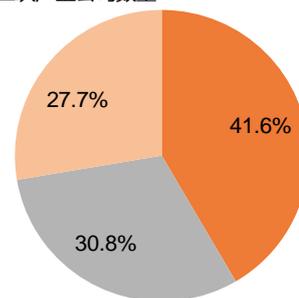
- 不含高技术制造业一二产业行业公司数量
- 含高技术制造业行业公司数量
- 三次产业公司数量



资料来源：证监会，平安证券研究所

图表16 2020年上市公司产业结构

- 不含高技术制造业一二产业行业公司数量
- 含高技术制造业行业公司数量
- 三次产业公司数量



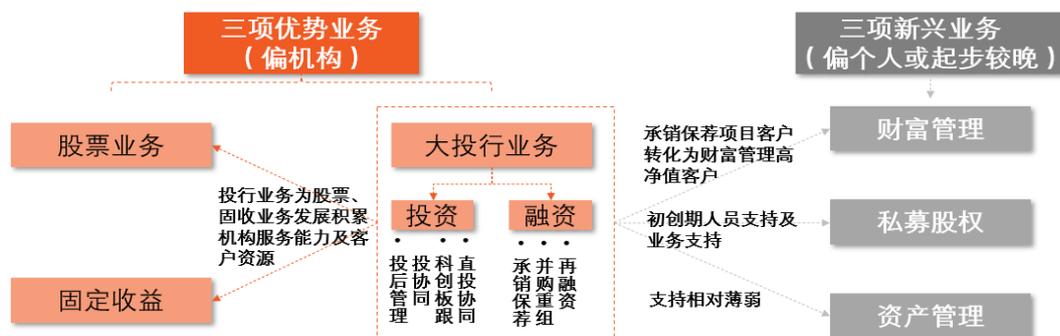
资料来源：证监会，平安证券研究所

第二，资本市场改革利于中金公司投行业务专业优势转化。本轮以注册制为核心的资本市场改革中，企业上市门槛降低、上市周期缩短、并购重组及退市规则松绑。证券公司客户覆盖、询价定价、分销、风险控制、业务协同等多方位能力要求提升。中金公司项目储备、客户覆盖、机构服务、研究、长期跟踪等多项专业水平优势将得以有效转化。

三、其他业务受益于投行优势辐射

中金公司投行业务开展中，沉淀了庞大的机构客户资源和专业化机构服务能力，投行业务优势逐渐辐射至公司其它业务。公司成立成长企业投行部，支持初创企业 A、B、C 轮融资，为私募股权业务扩充业务机会；邀请投行客户开设财富管理账户、在 IPO 客户周边增设营业部（如在粤北地区新设办公室，服务温氏股份持股员工提供就近服务），为财富管理引流；与年金类客户建立长期信任关系，为资产管理业务引流等。其中，偏机构类的股票业务及固定收益业务受益最大，与投行业务共同构成公司优势业务；私募股权业务、财富管理业务及资产管理业务起步相对较晚，为新兴业务。

图表17 投行业务优势辐射示意



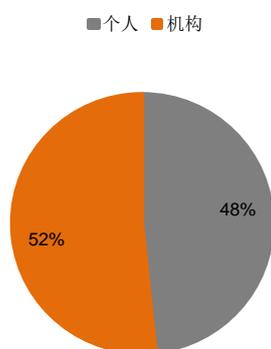
资料来源：平安证券研究所

3.1 优势业务：股票及固定收益业务

1) 股票业务：以机构客户为基石快速发展。股票业务主要为专业投资者提供投研、交易、产品、销售、跨境等一站式服务，可分为机构交易及资本业务（运用资产负债表提供主经纪商、金融衍生品及做市服务等）。其中，境内机构交易业务受益于公司长期积累的机构客户资源及服务能力，跨境交易网络建设受益于早期参与国企境外上市较多，率先布局海外市场。

①境内机构客户占比高，权益衍生品规模增长迅速。投行业务长期同机构客户开展业务往来，服务能力及客户粘性不断提升，令中金公司境内股票业务机构客户占比较高：2020年，代理买卖证券款中机构客户占比达 51.65%。受益于此，中金公司权益合约名义本金增长迅速：2020年，在市场走强、对冲需求催化背景下，公司权益合约名义本金达 3012 亿元，同比增长约 1.5 倍。

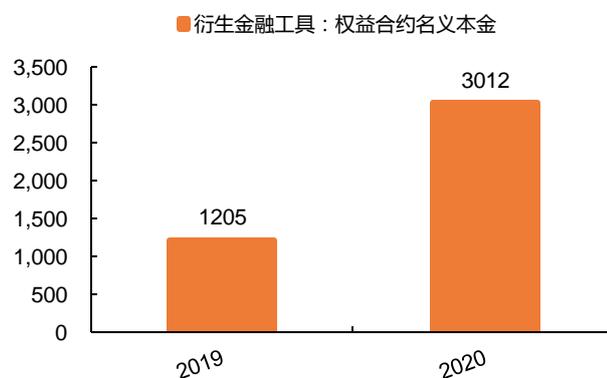
图表18 中金公司代理买卖证券款（2020）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：普通经纪业务口径，不含信用业务

图表19 权益合约名义本金增长迅速（亿元）



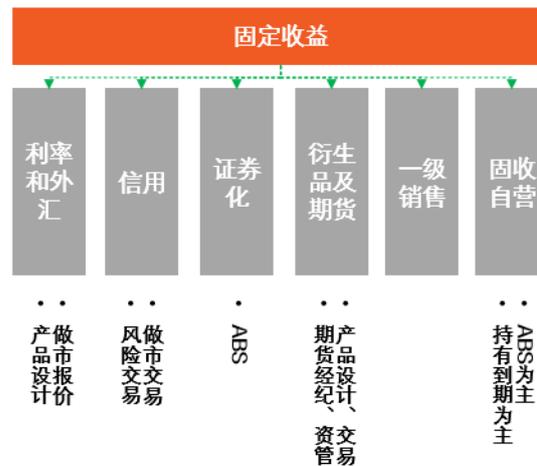
资料来源：公司公告，平安证券研究所

②跨境业务客户覆盖广，国际化成效显著。长期开展跨境业务过程中，中金公司跨境网络不断完善，自 1997 年成立中金香港并于 1998 年开展港股经纪业务起，中金公司境外子公司逐渐扩展至新加坡、纽约、伦敦等国际金融中心。公司相对完善的跨境网络令股票业务收入来源更为多元，2020 年公司股票业务收入中，境外收入占比达 43%。

③股票自营起步。2020 年 7 月，中金公司成立证券投资部，股票自营业务开始发展。

2) 固定收益业务：先发优势显著，满足客户多样化需求。中金公司固定收益业务主要包括 FICC 的销售、交易、研究、咨询和产品开发等一系列综合化服务，主要涵盖利率和外汇业务、信用业务、证券化业务、衍生品及期货业务、一级产品销售、固收自营业务。

图表20 固定收益业务主要内容



资料来源：平安证券研究所

- ①先发优势显著：中金公司固定收益业务先发优势显著，包括首批债券市场双边做市商、首批利率互换业务资格、首批国债期货交易参与机构、首批信用风险缓释工具等一系列“首批”业务资格。
- ②研究能力突出：研究及产品设计能力是业务开展的基础，公司研究范围覆盖所有境内固收类产品及各类境外中资外币债券，研究团队多次获奖。在研究支持下，公司产品设计及风险控制能力完善全面，为公司业务开展提供支持。
- ③风险控制能力强，营收稳健：中金公司固收业务中代客业务占比较高，2020年市场波动下实现手续费及佣金净收入6亿元，同比下滑32%。但受益于良好的投研及风控能力，投资收益较高，2020年实现投资收益26亿元，同比增长53%，保障固定收益业务实现同比增速24%的稳定增长。
- ④跨境业务不断发展：受益于固定收益业务分部改革推进及跨境网络相对完善，2020年，公司债券通交易量达496亿元，同比增长53%，创历史新高。

3.2 新兴业务：财富管理、投资管理业务

1) 财富管理：中金财富品牌加速整合，客户规模快速提升。中金公司财富管理业务主要为客户提供交易、资本及产品配置服务。

收购原中投证券，创设“中金财富”。2017年，中金公司收购原中投证券，整合两家券商财富管理业务资源、成立财富管理品牌“中金财富”。当前，“中金财富”整合工作尚未完全完成，但正不断加速且成效显著。中金财富仍以原中投证券业务资源为主，而中金公司自有资源（以下称本部）相对独立，处于双线并行状态。

本部与原中投证券客户画像存在差异。本部财富管理业务客户受投行业务引流帮助较大，形成了户均资产规模高，但客户规模相对有限的特点：2017年，中金公司本部财富管理客户3.86万户，客户资产达7370亿元，户均资产超过1900万元。中金财富继承原中投证券较为完善的零售业务网络，客户户均资产规模低于本部但客户数量较大：2017年末，原中投证券富裕客户超过34万户，对应客户账户资产超2700亿元，户均资产规模约80万元。

“中金财富”品牌整合进入落地阶段，市场竞争力不断提升。①客户规模快速扩张。截至2020年末，公司财富管理客户总规模已达369万户，客户账户资产总值达2.6万亿元，户均资产规模约70万元；其中，高净值客户（资产300万元以上）2.56万户，资管规模6725.2亿元，户均资产规模约为2624

万元。②市场竞争力不断提升。截至 2020 年末，公司股基交易额市场份额提升至 2.13%，较 2017 年提升约 0.55pct；两融余额市场份额提升至 2.72%，较 2017 年末提升约 0.59pct；代销金融产品业务收入 7.76 亿元，2017 年至 2020 年 CAGR 达 43.57%。2020 年末，公司财富管理业务分部实现营收 56.18 亿元，2017 年至 2020 年 CAGR 达 13.07%。

居民配置金融资产热情增长，“中金财富”前景广阔。“中金财富”一方面具有中金公司本部产品体系专业优势，另一方面具有原中投证券营业部网络完善、客户关系熟稔优势。整合完成后，公司有望继续发挥客户分层清晰、产品体系完善优势，在中金品牌效应催化下，通过提升针对性服务，不断抬升市占率。

图表21 股基交易额市场份额提升



资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：2017、2018 年数据为根据招股书测算所得

图表22 两融余额市场份额提升



资料来源：WIND、公司公告，平安证券研究所

注：采用年末值计算

图表23 代销金融产品收入快速增长（亿元）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

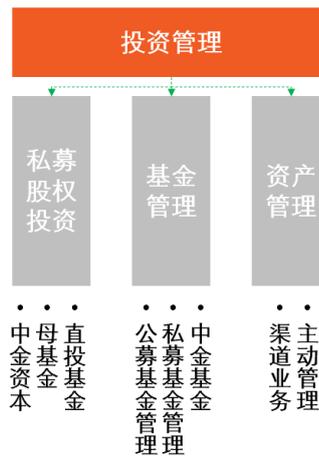
图表24 财富管理业务营收增长



资料来源：公司公告，平安证券研究所

2) 投资管理业务：公司投资管理业务分为私募股权业务、资管业务及基金管理业务。私募股权业务及基金管理业务分别由中金资本、中金基金两个子公司开展。

图表25 投资管理业务主要内容



资料来源：平安证券研究所

①**私募股权业务：投行提供早期支持，当前“投投联动”已逐渐成型。**公司主要通过全资子公司中金资本开展私募股权业务。除初创期提供人员支持外，早期公司还通过成长企业投行部为初创企业提供融资顾问服务，实质上为中金资本积累下客户及业务资源。2017年中金资本成立后，投行利用保荐上市、并购重组、持续交易等方面的业务优势，与中金资本合力提供标的企业全生命周期的上市、融资等支持，通过“投资+投行”联动形成独特竞争力。

②**基金管理业务：快速发展，规模不断扩张。**公司2014年2月成立中金基金，是首家由单一股东发起设立的基金管理公司。截至2020年，中金基金管理规模为553亿元，其中公募业务资产规模539.9亿元；私募资产管理计划规模13亿元。

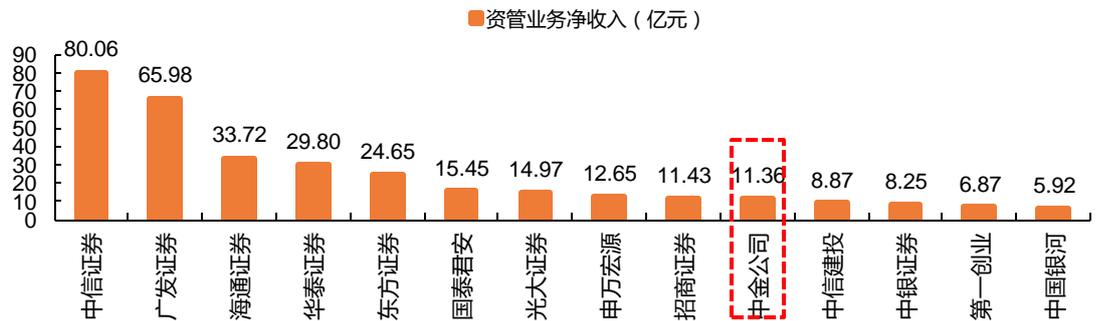
③**资产管理业务：起步较晚，仍待发展。**中金公司资产管理业务起步相对较晚，占营业收入比重较低。截至2020年末，中金公司受托资产规模6919.40亿元，实现资管业务净收入11.36亿元，低基数效应下同比增长106%，增速较高但绝对值与中信等头部券商差距较大。未来，中金公司有望凭借公募基金牌照，发挥大集合公募化改造进度及投研水平优势，通过提升主动管理能力进一步加速资管业务发展。

图表26 中金公司资管业务结构（亿元，2020）

	集合	定向	专项	合计
期末受托资金	1537.97	3322.33	2059.10	6919.40
资管业务净收入	1.64	8.62	1.10	11.36

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表27 中金公司资管业务收入与头部券商差距较大



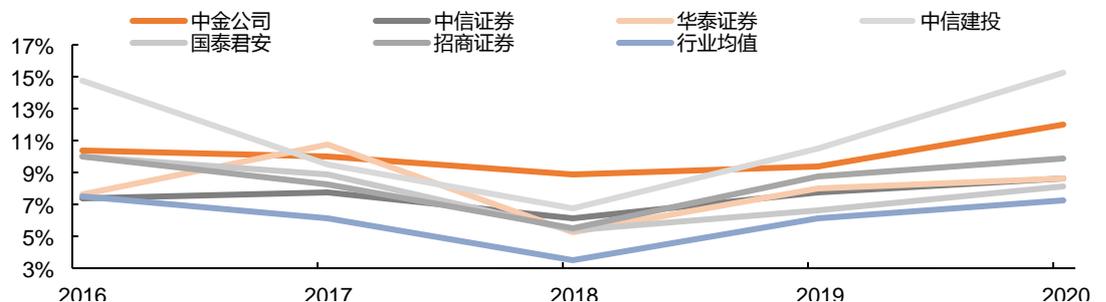
资料来源：公司公告，平安证券研究所

四、 优异的资产负债表运用能力

4.1 中金公司 ROE 行业领先

中金公司 ROE 较为稳定且长期维持行业领先地位。在强大的资产负债表运用能力下，2020 年公司 ROE 达 12.02%，远高于 7.28% 的行业均值，头部券商中仅次于中信建投的 15.30%。此外，因投资业务代客占比高、方向性风险低，公司 ROE 更为稳定，如 2018 年市场低迷情况下公司 ROE 下行幅度显著窄于可比同业。

图表28 中金公司 ROE 行业领先且稳定



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表29 中金公司 ROE 及杜邦分析 (亿元)

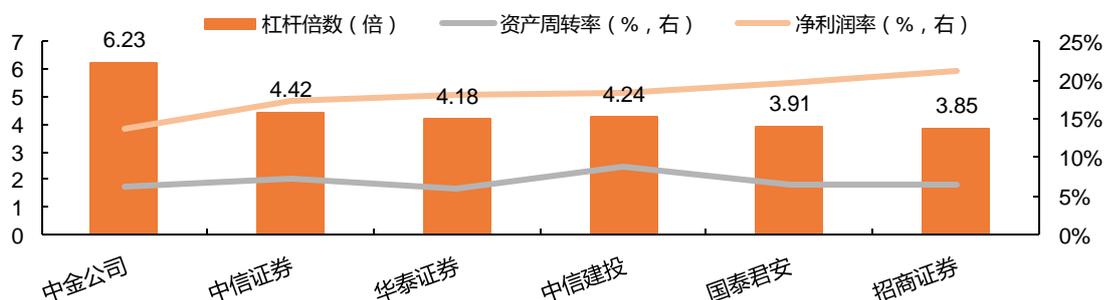
	2016	2017	2018	2019	2020
平均总资产	767.23	1,375.11	2,122.84	2,653.68	3,737.99
平均归母净资产	174.44	275.77	394.45	452.39	599.64
营业收入	73.22	112.09	129.14	157.55	236.60
归母净利	18.20	27.66	34.92	42.39	72.07
净利润率 (%)	24.86%	24.68%	27.04%	26.90%	30.46%
资产周转率 (%)	9.54%	8.15%	6.08%	5.94%	6.33%
杠杆率 (倍)	4.40	4.99	5.38	5.87	6.23
ROE (%)	10.43%	10.03%	8.85%	9.37%	12.02%

资料来源：WIND，公司公告，平安证券研究所

杠杆是中金公司 ROE 较高的主要原因。杜邦分析结果看，净利润率、资产周转率及杠杆率三项中，中金公司净利润率相较其它头部券商并无优势，资产周转率也并不突出，其 ROE 领先的主要原因为杠杆水平遥遥领先。

纳入并表监管，杠杆率试点券商中最高。2020 年 4 月，证监会发布《证券公司风险控制指标管理办法》，将中金公司等 6 家头部券商纳入并表监管范围，并对各类风险监管指标进行松绑。中金公司抓住机遇，资产负债表进一步扩张。2020 年，中金公司杠杆率达到 6.23 倍，已接近监管上限。中金公司杠杆率较高主要由两方面原因构成：一是公司业务结构中固收业务及股票业务代客持仓占比较高；二是境外杠杆率监管限制较境内更少，因此境外子公司开展业务过程中杠杆率较高，抬升公司整体杠杆率。我们测算当前公司海外分部杠杆率 10 倍以上，与国际投行相距不远。

图表 30 中金公司高杠杆率推升 ROE

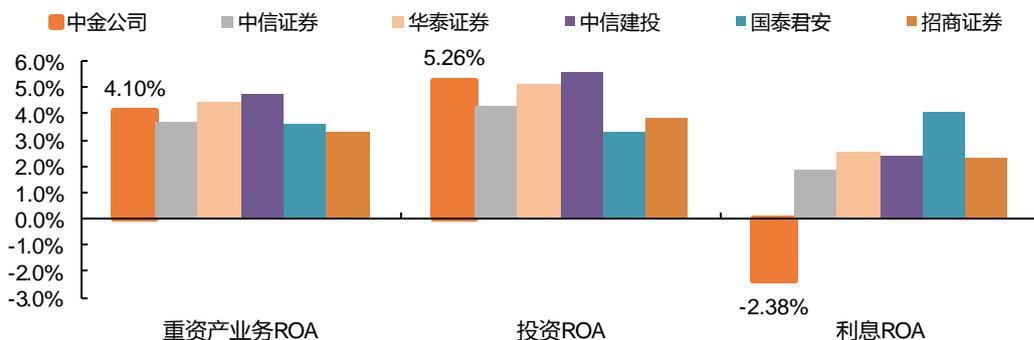


资料来源: WIND, 平安证券研究所

4.2 先发优势及客户需求下，衍生品业务规模大

我们认为，中金公司 ROE 既高且稳的原因，除机构、境外客户占比高，需求相对稳定外，还与其衍生品业务（当前证券公司专业性最强、定制化程度最高的业务）规模较大，风险控制能力较好有关。2020 年，公司重资产业务 ROA 达 4.10%，其中投资业务 ROA 达 5.26%，均略高于中信证券、国泰君安等头部券商。

图表 31 中金公司投资业务 ROA 高于其它头部券商



资料来源: WIND, 平安证券研究所

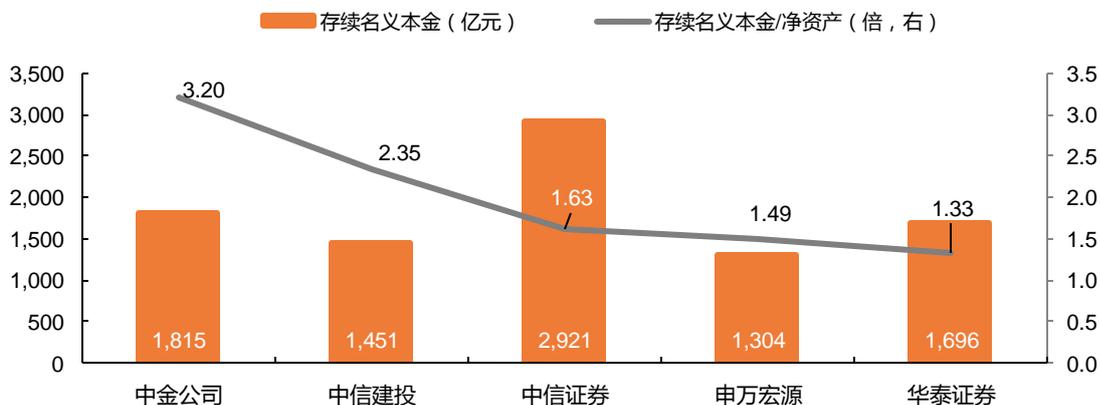
注：重资产业务 ROA=(投资收益+公允价值变动+利息净收入)/(期初期末融出资金均值+期初期末买入返售金融资产均值+期初期末金融投资资产均值+期初期末衍生金融资产均值)

投资 ROA=(投资收益+公允价值变动)/(期初期末金融投资资产均值+期初期末衍生金融资产均值)

利息 ROA=利息净收入/(期初期末融出资金均值+期初期末买入返售金融资产均值)

中金公司衍生品业务在专业性、客户网络、先发及信息系统优势下，处于行业领先地位。截至 2020 年三季度末，中金公司场外衍生品存续名义本金 1815 亿元，仅次于中信证券，高于华泰证券、中信建投、申万宏源。然而，以存续名义本金比净资产计，中金公司存续名义本金为净资产 3.2 倍，远高于另四家券商，显示出最强的资产运用与风险控制能力。

图表32 2020年三季度中金公司境内场外衍生品存续名义本金比净资产倍数行业领先



资料来源: WIND, 平安证券研究所

1) 专业性优势: 场外衍生品业务具有非标准化特点, 因此需要良好的风控能力和产品设计能力。中金公司风控水平突出, 衍生品业务信用风险及市场风险敞口均小; 而联通的境内外业务网络, 令公司得以更好满足客户跨境对冲需求。

2) 客户网络优势: 衍生品业务需求主要来自高端客户, 而中金公司一方面境内客户中机构及高净值客户占比较高, 另一方面跨境业务客户网络较广, 两方面因素共同为中金公司积累了充分的业务需求。此外, 公司高端客户占比较高的特点令中金期货经纪佣金率高于行业均值, 固定收益业务条线下的衍生品业务收入得以增厚。

3) 先发优势: 中金公司是首批获准从事 OTC 衍生品业务的中资证券公司之一, 并于 2018 年 8 月获得首批场外期权一级交易商资格 (场外期权一级交易商可以在沪深证券交易所开立场内个股对冲交易专用账户, 直接开展对冲交易, 而二级交易商仅能与一级交易商进行个股对冲交易, 是造成场外期权业务集中度高的主要原因之一)。先发优势令中金公司得以不断积累市场份额并深化品牌影响力。

4) 信息系统优势: 中金公司场外期权一级交易商等场外衍生品业务主要通过全球场外衍生品交易系统 ODTS 进行。当前, ODTS 实现了场外合约全生命周期系统化管理, 并运用大数据平台, 将风险指标压力测试计算时间缩减到 20 分钟, 在风控及业务运营能力方面具有优势。

金融双向开放、期权政策松绑, 业务发展迎利好。随着我国金融体系双向开放深入推进, 跨境风险对冲需求不断提升, 公司跨境互换等业务规模或将不断提升。2020 年 9 月, 中证协发布《证券公司场外期权业务管理办法》, 场外期权业务个股标的进一步扩容, 未来公司场外期权业务发展或将进一步提速。

五、盈利预测及投资建议

盈利预测:在 2021 年全市场股基成交额 213 万亿元、全市场股权融资额 1.65 万亿元的中性假设下,我们预测中金公司 21/22/23 年归母净利润 76/87/102 亿元,同比增长 5%/15%/17%。

图表33 盈利预测表

盈利预测表 (亿元)		2019	2020	2021E	2022E	2023E
经纪业务	股基成交额(万亿元)	145.79	234.07	213.39	234.73	258.20
	境内经纪业务收入	22.55	37.58	28.66	31.45	34.50
	境外经纪业务收入	14.52	22.55	23.68	24.86	26.10
	经纪业务净收入	29.79	46.10	41.33	44.52	48.01
投行业务	全市场股权融资规模	9554.05	14126.99	16479.62	18433.06	20627.66
	投行业务净收入	42.48	59.56	64.15	81.82	104.76
资管业务	资管业务净收入	7.54	11.36	11.24	11.39	11.85
利息业务	利息收入	48.00	56.45	54.69	57.18	58.49
	利息净收入	-10.95	-10.69	-15.80	-16.84	-19.23
自营业务	自营业务净收入	69.59	130.93	142.40	151.07	175.97
营业总收入		157.55	236.60	243.08	275.47	329.70
净利润率		26.90%	30.46%	31.11%	31.70%	30.98%
归母净利润		42.39	72.07	75.62	87.33	102.14

资料来源: WIND, 平安证券研究所

投资建议:中金公司作为我国第一家合资券商,诞生于国企上市融资这一特殊历史时期。通过学习摩根士丹利的先进经验并参与大量大型境内外融资项目,公司逐渐成为国内专业投行的代表,并积累下丰厚的机构资源、专业的客户服务能力和领先的跨境业务网络。高端且多样的客户为公司带来丰富且具有专业壁垒的业务需求,除投行外,公司机构交易、衍生品等业务板块同样行业领先。受益于此,公司杠杆水平行业最高,强大的资产负债表运用能力令公司 ROE 既高且稳。在本轮资本市场改革对投行专业要求提升,监管支持打造航母券商背景下,公司 2B 业务优势有望放大,2C 业务统一“中金财富”品牌后整合效果有望加速显现,给予公司目标估值 2021 年 PB1.15 倍(H)、3.20 倍(A),首次覆盖给予 A 股及 H 股“推荐”评级。

六、风险提示

1. 地缘政治因素超预期,影响市场风险偏好,对业绩及估值形成双重负面影响。
2. 货币政策超预期收紧,资本市场调整。
3. 资本市场改革进度不及预期。

利润表

单位：亿元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	236.60	243.09	275.47	329.71
手续费及佣金净收入	136.26	137.74	162.53	194.26
其中:经纪业务	46.10	41.33	44.52	48.01
投行业务	59.56	64.15	81.83	104.76
资管业务	11.36	11.24	11.39	11.85
其他收入	19.23	21.01	24.79	29.63
信用业务收入	-10.69	-15.80	-16.84	-19.23
投资净收益	190.47	182.73	201.00	221.10
其中:联合营企业投资	-0.33	0.33	0.33	0.33
公允价值变动净收益	-59.21	-40.00	-49.61	-44.80
汇兑净收益	-21.82	-21.82	-21.82	-21.82
其他业务收入	0.16	0.24	0.21	0.20
营业支出	149.12	152.16	170.45	206.88
营业税金及附加	1.16	0.00	0.00	0.00
业务及管理费	138.23	147.68	164.15	198.39
资产减值损失	9.73	8.76	7.88	7.09
其他业务成本	0.01	0.00	0.00	0.00
营业利润	87.47	90.93	105.02	122.83
加:营业外收入	0.06	0.00	0.00	0.00
减:营业外支出	0.40	0.00	0.00	0.00
利润总额	87.13	90.93	105.02	122.83
减:所得税费用	14.51	14.55	16.80	19.65
净利润	72.62	76.38	88.22	103.17
归母净利润	72.07	75.62	87.33	102.14
少数股东损益	0.55	0.00	0.00	0.00
主营业务增速				
经纪业务增速	54.79%	-10.35%	7.71%	7.83%
投行业务增速	40.22%	7.71%	27.55%	28.03%
资管业务增速	50.64%	-1.05%	1.35%	4.03%
利息业务增速	-2.41%	47.82%	6.60%	14.15%
自营业务增速	89.10%	8.22%	6.09%	16.48%
主营业务占比				
经纪业务占比	19.49%	17.00%	16.16%	14.56%
投行业务占比	25.17%	26.39%	29.70%	31.77%
资管业务占比	4.80%	4.62%	4.14%	3.59%
利息业务占比	-4.52%	-6.50%	-6.11%	-5.83%
自营业务占比	55.62%	58.58%	54.84%	53.37%

资产负债表

单位：亿元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	958.17	1006.07	1106.68	1272.68
交易性金融资产	2884.79	3173.27	2088.07	1417.54
其它权益工具	50.00	50.00	50.00	50.00
长期股权投资	88.77	90.00	90.00	90.00
资产合计	5216.20	5770.91	6382.82	7052.52
代理买卖证券款	706.55	777.21	854.93	940.42
应付职工薪酬	85.87	103.04	123.65	148.38
负债总计	4498.05	4947.86	5442.64	5986.91
股本	48.27	48.27	48.27	48.27
归母股东权益	716.35	817.63	930.72	1051.88
股东权益合计	718.15	823.05	940.17	1065.61
负债和股东权益合计	5216.20	5770.91	6382.82	7052.52

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	1.49	1.57	1.81	2.12
BVPs	13.80	15.90	18.24	20.75
成本收入比	63.03%	62.59%	61.88%	62.75%
归母净利润增速	70.04%	4.92%	15.49%	16.96%
净利润率	30.46%	31.11%	31.70%	30.98%
ROE	12.02%	9.86%	9.99%	10.30%
ROA	1.38%	0.69%	1.37%	1.45%
PE(A)	30.10	28.69	24.84	21.24
PB(A)	3.26	2.83	2.46	2.17
PE(H)	10.57	10.08	8.73	7.46
PB(H)	1.14	0.99	0.87	0.76

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033