

证券研究报告—深度报告

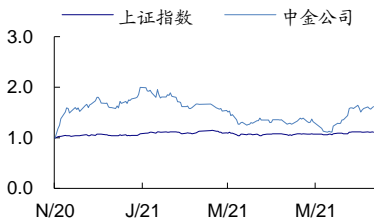
金融

非银行金融

中金公司(601995)
增持

合理估值: 66.7-71.0 元 昨收盘: 61.0 元 (维持评级)

2021年06月15日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	4,827/2,225
总市值/流通(百万元)	294,463/19,582
上证综指/深圳成指	3,590/14,801
12个月最高/最低(元)	77.69/34.54

相关研究报告:

《中金公司-601995-2021年一季报点评:业绩增长稳健,投资业务亮眼》——2021-05-04
 《中金公司-601995-2020年三季报点评:投资业绩亮眼,投行业务领先》——2020-10-30

证券分析师: 王可

电话: 021-6176105
 E-MAIL: wangke4@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521060001

证券分析师: 王剑

电话: 021-60875165
 E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070002

证券分析师: 戴丹苗

电话: 0755-81982379
 E-MAIL: daidanmiao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520040003

证券分析师: 王鼎

电话: 0755-81981000
 E-MAIL: wangding1@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520110003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

深度报告

独一无二的高杠杆券商典范

● 全面注册制、机构化、国际化是证券行业大势所趋

在资本市场深化改革和扩大开放的背景下,全面注册制、机构化、国际化是大势所趋,将深刻改变证券行业的竞争格局。监管近年来也在鼓励打造航母级头部券商,以构建资本市场四梁八柱。我们认为拥有高质量客户基础、国际化业务布局和强大资本实力的头部券商将成为本轮行业变革的受益者。

● 独一无二: 高 ROE、高杠杆、增长稳定、低风险

公司具有高 ROE (13.5%, 高出行业平均 80%)、高杠杆 (6.3 倍, 行业第一)、增长稳定 (连续 4 年正增长, 头部券商中唯一) 的财务特点。同时得益于出色的风险控制能力、资产负债表运用能力和零售资产获取能力, 公司的市场风险 (VaR) 低于其他头部券商。近三年, 公司归母净利润复合年化增长率 37.6%, 在头部券商中居于首位。

● 竞争优势: 股东背景、人才优势、机构基础、国际布局

公司拥有汇金加科技巨头的多元股东背景, 有利于构建多元业务触角。公司硕博员工占比、人均薪酬皆领先于行业。公司有深厚的机构客户基础, 机构客户占比领先其他头部券商。公司具有全球化的业务布局, 境外利润贡献较高, 能有效分散单一市场风险。公司拥有相对稀缺的业务资格, 是 8 家场外期权一级交易商之一, 7 家基金投顾业务首批试点券商之一。

● 风险提示

全球货币政策过度收紧的风险、证券市场行情波动大的风险、市场竞争日趋激烈的风险、政策变化影响投行业务的风险、行业监管风险等。

● 维持“增持”评级

我们预计公司 2021-2023 年每股收益为 2.00/2.56/3.13 元, 净利润增速分别为 34.1%/27.7%/22.5%, 未来一年合理估值区间 66.7-71.0 元。维持公司“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	157.55	236.60	317.03	404.64	495.55
(+/-%)	22.00%	50.17%	34.00%	27.63%	22.47%
净利润(亿元)	42.39	72.07	96.68	123.47	151.27
(+/-%)	21.38%	70.04%	34.13%	27.71%	22.52%
摊薄每股收益(元)	0.99	1.60	2.00	2.56	3.13
摊薄净资产收益率(ROE)	8.78%	10.06%	12.27%	13.86%	14.90%
市盈率(PE)	60.86	37.70	30.08	23.55	19.23
市净率(PB)	5.57	4.36	3.94	3.46	3.01

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

公司是独一无二的高杠杆券商典范，主要有四大特点：第一，公司的杠杆倍数领先于行业，高杠杆带来较高的 ROE；第二，公司拥有高质量的客户基础，机构化优势显著。依托于高质量的客户基础，公司提早布局新赛道，推动以科创板业务、主经纪商业、跨境业务及资产管理业务为代表的新兴业务持续发展；第三，公司聚焦产品化能力建设，交易性金融资产中客需产品占比高，市场风险（VaR 值）处于行业较低水平；第四、公司在国际化业务领先行业，境外利润贡献占比较高，有利于分散单一市场风险。

我们预计公司 2021-2023 年每股收益为 2.00/2.56/3.13 元，归母净利润增速分别为 34.1%/27.7%/22.5%，未来一年合理估值区间 66.7-71.0 元，维持“增持”评级。

核心假设与逻辑

公司股票业务、固定收益业务和投行业务利润贡献最高，分别为 35%，21%，16%。我们的盈利预测基于以下假设：

第一，预计 2021-2023 年 A 股日均交易量持续增长，增速 10%-15%，机构投资者占比提升，公司衍生品业务规模随着市场活跃度提升，持续增长；

第二，国内货币政策保持大体稳定，公司债券持仓规模稳健上行；

第三，注册制全面推广，直接融资占比提升，未来三年境内股票融资金量年化增速 15%-20%，投行业务集中度提升。

与市场的差异之处

市场通常将客需型交投业务与一般自营业务混淆，过高地估计了公司高杠杆业务带来的风险。我们认为公司机构化、产品化、国际化优势明显，市场风险处于行业较低水平，战略布局符合资本市场的发展趋势，未来有机会发展成为中国资本市场的航母级券商。

股价变化的催化因素

在中国资本市场的不断成熟、改革不断深化以及对外开放进一步扩大的背景下，机构客户占比提升、衍生品业务和跨境业务快速发展将成为行业重要趋势。公司有望依靠自身机构化、产品化、国际化领先的竞争优势不断提升盈利能力，促进公司股价上扬。

核心假设或逻辑的主要风险

盈利预测假设偏乐观的风险、全球货币政策过度收紧的风险、资本市场改革不及预期的风险、证券市场行情波动大影响公司盈利的风险、市场竞争日趋激烈的风险、行业监管风险等。

内容目录

主要逻辑与核心结论	5
估值与投资建议	5
绝对估值: 62.5-75.2 元	5
估值敏感性分析	6
相对估值: 66.7-71.0 元	6
投资建议	6
全面注册制、机构化、国际化是资本市场大势所趋	7
注册制全面推行将带来证券行业扩容与升级	7
资本市场改革提升机构投资者和国际投资者比例	7
监管鼓励打造航母级头部券商和国际一流投行	7
独一无二: 高盈利、稳增长、高杠杆、低风险	8
业务全面的龙头券商	8
稳定的高盈利表现	9
卓越的资产负债表管理能力: 高杠杆、低风险	10
竞争优势: 股东、人才、机构、国际	11
多元的股东背景, 多维的产业触角	11
丰富的人才储备, 优厚的激励体系	12
高质量的客户基础, 机构客户占比高	12
国际业务占比高, 境内境外两开花	13
业务亮点: 股票业务高成长, 投行业务受益注册制	14
股票业务: 聚焦机构化、产品化、国际化, 业绩增长的重要驱动	14
投行业务: 受益于注册制, 投行贵族优势明显	15
固定收益业务: 风控严格, 稳健增长	16
财富管理: 高净值客户优势明显, 发力基金投顾等创新业务	17
资产管理+私募股权投资管理: 私募股权基金为主, 公募快速发展	18
盈利预测	18
假设前提	18
未来三年盈利预测	19
盈利预测的敏感性分析	19
风险提示	19
附表: 财务预测与估值	21
国信证券投资评级	22
分析师承诺	22
风险提示	22
证券投资咨询业务的说明	22

图表目录

图 1: 公司主要子公司情况.....	9
图 2: 公司 ROE 远高于行业平均水平.....	9
图 3: 公司净利润增长稳定.....	9
图 4: 公司杠杆水平远高于其他头部券商.....	10
图 5: 2017-2020 年公司与中信证券杠杆倍数对比.....	10
图 6: 公司市场风险低于其他头部券商.....	10
图 7: 公司交易性金融资产客需化程度较高.....	10
图 8: 公司员工规模持续扩大.....	12
图 9: 公司硕博员工占比持续提高.....	12
图 10: 公司员工硕博占比领先其他头部券商.....	12
图 11: 公司人均薪酬领先其他头部券商.....	12
图 12: 公司机构客户占比领先其他头部券商.....	13
图 13: 公司境外利润在头部券商中处于领先水平.....	13
图 14: 公司境外利润占比领先其他头部券商.....	13
图 15: 2020 年公司各大业务板块营收情况.....	14
图 16: 2020 年公司各大业务板块利润情况.....	14
图 17: 2020 年公司各大业务板块营收分布.....	14
图 18: 2020 年公司各大业务板块利润分布.....	14
图 19: 股票业务营收和利润快速增长.....	15
图 20: 股票业务利润贡献占比情况.....	15
图 21: 注册制以来, 公司投行营收快速增长.....	16
图 22: 注册制以来, 公司投行利润快速增长.....	16
图 23: 近年来, 公司债券投资规模平稳增长.....	16
图 24: 公司风控稳健, DV01 保持稳定.....	16
图 25: 收购中投证券前后营业部数量变化.....	17
图 26: 公司与其他头部券商营业部数量对比.....	17
图 27: 公司高净值客户数量快速增长.....	17
图 28: 公司高净值客户资产快速增长.....	17
表 1: DDM 模型相关参数.....	6
表 2: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析.....	6
表 3: 可比公司市净率.....	6
表 4: 2016 年末公司与中投证券情况比较.....	8
表 5: 公司经营业绩排名不断提升.....	8
表 6: 公司股权变化历程.....	11
表 7: 公司前 10 大股东明细.....	11
表 8: 公司主要投行业务排名.....	15
表 9: 头部券商私募股权基金情况.....	18
表 10: 未来三年盈利预测表.....	19
表 11: 净利润增速及 ROE 对 A 股日均交易量增速的敏感性分析.....	19

主要逻辑与核心结论

监管鼓励打造航母级券商,发展包括衍生品业务和跨境业务在内的创新型业务。

证监会在答复政协《关于做强做优做大打造航母级头部券商,构建资本市场四梁八柱确保金融安全的提案》时表示,鼓励证券公司以客户为中心,试点信用衍生品、场外期权、跨境衍生品及结售汇等业务,支持证券公司完善国际化布局,积极推动打造航母级头部证券公司。预计证券行业将继续分化,龙头券商将继续做大做强,发展创新型业务,提升核心竞争力。机构客户占比较高的衍生品业务和跨境业务将成为龙头券商的重要赛道。

公司在机构化、产品化、国际化方面领先行业。公司具有深厚的机构客户积累,机构客户占比领先行业。公司是证监会批准的 8 家场外期权一级交易商之一,近年来包括衍生品业务在内的客需型交投业务快速发展。公司是国际业务和跨境业务的传统优势券商,境外业务利润占比较高,境外业务对境内业务形成有效补充,有利于平滑境内市场波动带来的利润波动。

公司具备高杠杆和低风险兼具的特点,有利于提升 ROE 表现。公司具有高 ROE (13.5%,高出行业平均 80%)、高杠杆(6.3 倍,行业第一)、增长稳定(连续 4 年正增长,头部券商中唯一)的财务特点。同时得益于出色的风控能力、资产负债表运用能力和客需资产获取能力,公司的市场风险(VaR)低于其他头部券商。

我们预计公司 2021-2023 年每股收益为 2.00/2.56/3.13 元,净利润增速分别为 34.1%/27.7%/22.5%,未来一年合理估值区间 67-71 元,相对目前股价有 11%-18%的溢价空间,我们维持“增持”评级。

估值与投资建议

考虑公司的业务特点,我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值: 62.5-75.2 元

我们使用三阶段 DDM 估值,以未来三年作为第一阶段(具体盈利预测请见下表及后文),接下来十年作为第二阶段,之后作为永续期。我们认为中金公司的主要优势在于机构客户基础深厚、国际化业务布局好,其业绩受市场波动影响相对较小,短期业绩增长的确定性相对更强一些,在这一分析的基础上来设定估值假设:

(1) 我们假设折现率为 8%。主要考虑两个原因,一是市场长期回报率,二是公司的次新股特性。国内上证综指、深证综指长期回报率(假设分红再投资于该指数)平均接近 9%,由于是次新股,我们给与一定流动性溢价,假设折现率为 8%;

(2) 假设第二阶段公司 ROE 为 15%,净利润增长率为 12%。“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要提出,“完善资本市场基础制度,健全多层次资本市场体系,大力发展机构投资者,提高直接融资特别是股权融资比重。”预计未来 10-15 年为直接融资比重提升期,公司作为国内机构业务和投行业务的领先者将持续受益。根据我们的预测,2023 年公司 ROE 预计接近 15%,公司有望在第二阶段保持此表现;

(3) 假设第三阶段公司 ROE 为 11%,净利润增长率为 8%。相关假设参照国

际一流投行（如高盛、摩根士丹利）近年盈利数据。我们认为公司的机构化、产品化、国际化优势突出，股东背景强。有望在资本市场的深化改革中发展为代表中国的航母级头部券商和国际一流投行。

按以上主要假设条件，得到公司的合理价值区间为 62.5-75.2 元。

表 1: DDM 模型相关参数

	第一阶段			第二阶段	永续期
	2021E	2022E	2023E	2024-2033	
营业收入增长率	34%	28%	22%	12%	8%
营业成本/营业收入	63%	63%	63%	63%	63%
所得税率	17%	17%	17%	17%	17%
股利支付率	20%	20%	20%	29%	33%
ROE	12%	14%	15%	15%	11%
净资产增长率	12%	14%	15%	12%	8%
归母净资产/净资产	98%	98%	98%	98%	98%
净利润增长率	34%	28%	23%	12%	8%

资料来源:Wind、证券业协会、国信证券经济研究所整理

估值敏感性分析

该绝对估值相对于折现率和永续增长率较为敏感，下表是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表 2: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析

		折现率变化				
		7.50%	7.75%	8%	8.25%	8.50%
永续 增长 率 变 化	7.25%	62.4	60.5	58.8	57.1	55.5
	7.50%	65.0	63.1	61.3	59.5	57.8
	7.75%	63.1	66.2	64.3	62.5	60.7
	8.00%	72.3	70.1	68.1	66.1	64.2
	8.25%	77.4	75.2	73.0	70.9	68.8
	8.50%	84.3	81.9	79.5	77.2	75.0
	8.75%	94.0	91.3	88.6	86.0	83.5

资料来源:国信证券经济研究所分析(单位:元)

相对估值: 66.7-71.0 元

我们采用可比公司估值法进行估值,公司是 2020 年 11 月在 A 股上市的次新股,我们挑选近三年来上市的券商作为可比公司,包括中信建投、国联证券、中泰证券、中银证券、红塔证券。可比公司最新 PB 平均值为 3.21 倍,近三年平均加权 ROE 的平均值为 7.10%。中金公司是快速增长的龙头券商,机构化、产品化、国际化领先行业,ROE 显著高于行业平均水平,近三年平均加权 ROE 为 10.66%。在监管鼓励打造航母级头部证券公司的大背景下,公司将进一步发挥机构业务、衍生品业务与跨境业务的优势,释放业绩弹性,我们给予其 4.7-5.0 倍的 PB 估值,对应合理估值为 66.7-71.0 元,维持“增持”评级。

表 3: 可比公司市净率

可比公司	中信建投	国联证券	中泰证券	中银证券	红塔证券	平均值
上市时间	2018.6.20	2020.11.2	2020.6.3	2020.2.26	2019.7.5	
最新 PB	4.27	3.35	2.27	2.94	3.23	3.21
近三年平均 加权 ROE	12.16	4.57	5.76	6.19	6.82	7.10

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议

根据以上估值,我们认为 2021 年公司对应合理股价区间为 66.7-71.0 元,相对

目前股价有 11%-18% 的溢价空间。我们维持“增持”评级。

全面注册制、机构化、国际化是资本市场大势所趋

证券公司是中国资本市场的重要参与者与建设者，资本市场的发展趋势决定了证券公司的行业走向。在资本市场深化改革和扩大开放的背景下，全面注册制、机构化、国际化是大势所趋，将深刻改变证券行业的竞争格局。一方面，全面推行注册制将带来的投行业务规模增长与业务升级，使得证券公司正面临重要的扩张机遇；另一方面，资本市场改革提高了机构投资者和国际投资者的比例，促使证券公司做优做强与差异化发展。所谓“水涨船高，泥多佛大”，资本市场深化改革带来的广阔发展空间，将为业务布局领先、竞争优势明确、资本实力雄厚的证券公司，提供成为国际一流投行和航母级头部券商的历史机遇。

注册制全面推行将带来证券行业扩容与升级

注册制是新《证券法》的题中之义，全面推行是市场化改革的必然要求。2020 年，中国资本市场保持稳健发展势头，改革持续深化，新《证券法》出台、创业板改革并试点注册制、基金投顾业务试点开放、首批证券公司并表监管试点启动等一系列改革举措，为证券公司开拓了更为广阔的发展空间。2020 年 10 月 9 日，国务院发布《关于进一步提高上市公司质量的意见》(以下简称《意见》)，进一步指出“全面推行、分步实施证券发行注册制，支持优质企业上市。完善上市公司资产重组、收购和分拆上市等制度，完善上市公司再融资发行条件。”注册制是证券发行的国际惯例，全面推行是市场化改革的一个大方向。在新《证券法》和《意见》的指导下，主板的注册制和再融资制度的有望落地，将为行业发展带来战略机遇，促进券商业务的扩容与升级。

资本市场改革提升机构投资者和国际投资者比例

机构化与国际化是资本市场走向成熟的重要标志。2020 年，我国金融开放进程明显加快。资本市场稳步推进市场、产品、机构的全方位开放。深港通、沪港通、债券通、取消 QFII 额度限制，以及与全球知名的股票和债券指数公司开展合作等一系列开放举措，使得跨境资本流动自由化程度明显提升，外资参与中国资本市场的便利性不断提升，参与程度不断深化。近年来资本市场的国际化、机构化进程持续加速，大量传统通道性业务面临巨大压力。预计机构客户和国际客户占比较高的衍生品业务和跨境业务将成为龙头券商的核心赛道之一，机构化、国际化布局领先的券商将取得重大竞争优势。

监管鼓励打造航母级头部券商和国际一流投行

监管支持做强做优做大有核心竞争力的证券公司，打造航母级头部券商。2019 年 11 月证监会在答复政协《关于做强做优做大打造航母级头部券商，构建资本市场四梁八柱确保金融安全的提案》时表示，鼓励证券公司以客户为中心，试点信用衍生品、场外期权、跨境衍生品及结售汇等业务，支持证券公司完善国际化布局，积极推动打造航母级头部证券公司。2021 年 5 月证监会公布证券行业白名单，对处于白名单的证券公司补充资本、试点创新业务提供更多便利。预计证券行业将继续分化，龙头券商将继续做优做大做强，发展创新型业务，提升核心竞争力

独一无二：高盈利、稳增长、高杠杆、低风险

业务全面的龙头券商

公司是中国首家中外合资投资银行。为了助力中国资本市场发展，学习国际先进投行经验，公司于 1995 年 7 月 31 日以中国国际金融有限公司的名称在中国成立，注册资本为 1 亿美元。主要发起人为前中国人民建设银行（42.5%）和摩根士丹利国际公司（35%）。

2010 年公司控股股东转为中央汇金。2010 年建行持有公司的股份无偿划转给汇金，公司与摩根士丹利和平分手，大摩的股份转让给多家外资机构，公司开始完全由汇金主导。

2017 年公司“合并”中投证券组成“新中金”。公司于 2017 年通过收购的方式，同汇金旗下中投证券（现中金财富证券）“合并”形成“新中金”。本次收购前，中投证券与公司体量接近，拥有近千亿元资产。通过本次收购，公司营业部由 20 家扩张至 200 家以上，客户基础大大增强，投行贵族开始向综合券商转型。

表 4：2016 年末公司与中投证券情况比较

项目	中金公司	中投证券
总资产	1019.48	820.02
净资产	184.97	151.57
营业收入	73.22	43.77
归母净利润	18.20	12.22
营业部数量（家）	20	182
净利润排名（协会口径）	31	25

资料来源：Wind、证券业协会、国信证券经济研究所整理（单位：亿元）

合并后，公司快速增长，跻身行业第一梯队。通过与中投合并，中金净资产扩张 150 亿元，总资产扩张近千亿元，迅速跻身行业第一梯队。合并后的中金保持了较高的增长速度，行业排名逐年抬升，展现出成为龙头券商的潜力。2020 年中金营业收入 236.6 亿元，同比增长 50.17%，排名行业第 8。归母净利润 72.07 亿元，增长 70.04%，排名行业第 10。总资产 5216 亿元，同比增长 50.17%，行业排名第 5，净资产 716 亿元，同比增长 48.33%，行业排名第 10。2020 年加权净资产收益率（ROE）为 13.15%。

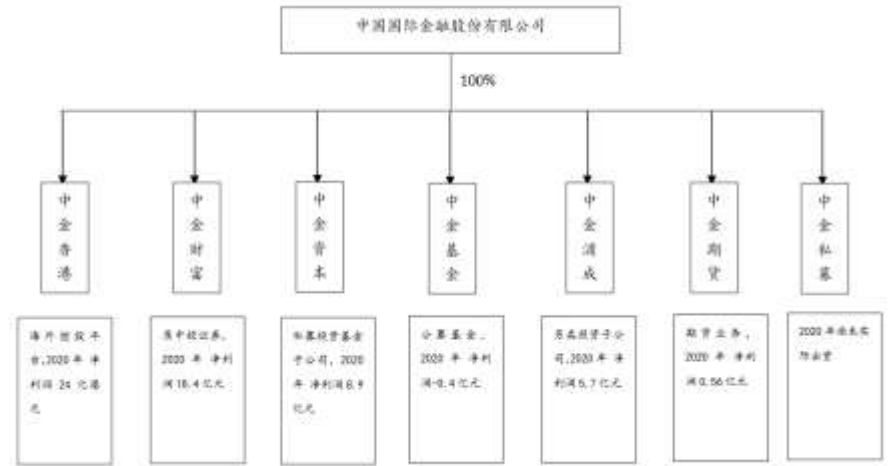
表 5：公司经营业绩排名不断提升

年份/排名	总资产	净资产	营业收入	净利润
2020	5	10	8	10
2019	10	13	11	11
2018	9	13	6	11
2017	12	14	11	20
2016	22	25	17	31
2015	24	23	23	39

资料来源：Wind、证券业协会、国信证券经济研究所整理

公司业务全面，布局覆盖海内外。公司直接控股 1 家境外子公司，为中金香港；直接控股 6 家境内子公司，分别为中金财富证券、中金资本、中金基金、中金浦成、中金期货、中金私募股权。公司在境内拥有 7 家分公司、212 家营业部，在境外建立了覆盖中国香港、纽约、伦敦、新加坡、旧金山、法兰克福和东京七个金融中心在内的国际网络，按照业务线条垂直统一管理。公司拥有包括投资银行业务、股票业务、固定收益业务、资产管理业务、私募股权业务和财富管理业务在内的全面均衡发展的业务结构，为境内外企业、机构及个人客户提供综合化、一站式的全方位投资银行服务。

图 1: 公司主要子公司情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

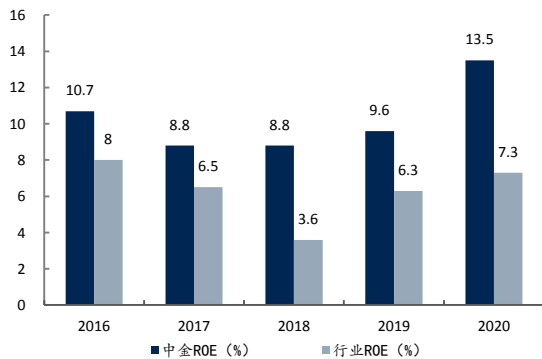
稳定的高盈利表现

中资传统券商的普遍特点是低 ROE (很难超过 10%)、低杠杆 (头部券商的权益乘数一般在 3-4 倍)、业绩波动大。而公司则与众不同, 具有高 ROE、高杠杆、稳定增长的财务特点。

高 ROE 是公司财务表现的最典型特征。中金的 ROE 即使在 2016 年、2018 年的证券行业小年中也能保持 8% 以上。2018 年、2019 年、2020 年 ROE 分别为 8.8%、9.6%、13.5%，高出对应年份行业 ROE 50% 以上。

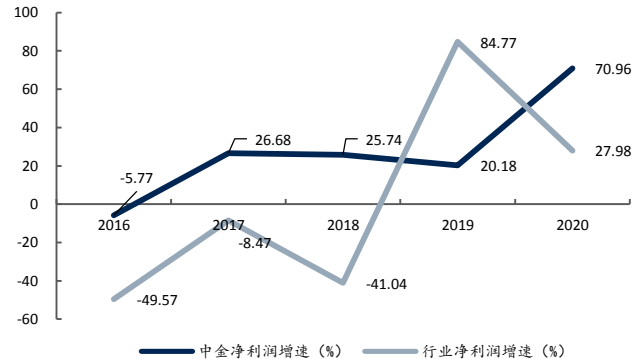
公司具有穿越周期的稳定盈利能力。特别是 2016 年后行业利润连续 3 年负增长, 公司仍能保持正增长或接近正增长。中金 2016 年、2017 年、2018 年、2019 年、2020 年净利润同比增速分别为 -5.77%、26.68% (可比口径、扣除中投净利润)、25.74%、20.18%、70.96%，而证券行业同期净利润同比增速仅为 -49.57%、-8.47%、-41.04%、84.77%、27.98%。如数据所示, 公司的业绩稳定性远高于行业平均水平。

图 2: 公司 ROE 远高于行业平均水平



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 公司净利润增长稳定



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

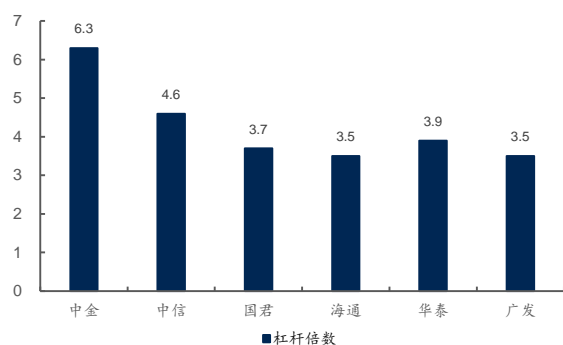
卓越的资产负债表管理能力：高杠杆、低风险

高杠杆是高 ROE 的重要助力。根据杜邦分析，在总资产收益率稳定的前提下，杠杆越高，净资产盈利能力越强。中金的杠杆倍数在中资券商中常年保持第一，中金 2020 年末杠杆为 6.3 倍，显著高于同业水平。

高杠杆背后是公司卓越的资产负债表管理能力和风险控制能力。公司在高杠杆的背景下，以 VaR 值度量的市场风险相较于其他头部券商仍处于较低水平。因此高杠杆背后是公司优秀的资产负债管理能力、风险控制能力、对客户的服务能力和对优质资产的获取能力，这些体现了现代投资银行的专业能力，也是证券公司的核心竞争力之一。

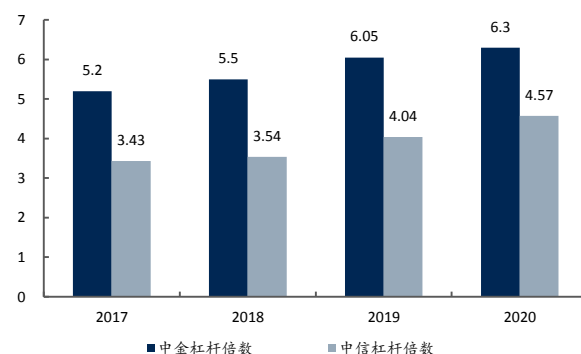
公司客需型交易性金融资产占比较高，市场风险较小。以市场风险是否由券商承担，交投业务可以分为自营型交投业务与客需型交投业务。客需型交投业务是指券商与客户签订挂钩金融资产的浮动收益凭证或收益互换等衍生品并进行对冲，从而利用自身资产负债表为客户投资提供配资或通道。客需型交投业务市场风险主要由客户承担。相较于自营型交投业务，客需型交投业务风险更小，利润更加稳定，是券商发展的主要方向。我们通过交易性金融负债加衍生金融净负债（衍生金融负债减衍生金融资产）对金融投资的占比来刻画券商交投业务中的客需占比程度。通过比较我们发现，公司的客需化程度领先同业。

图 4：公司杠杆水平远高于其他头部券商



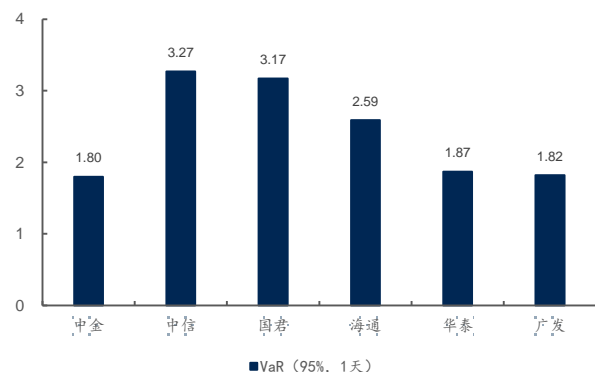
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 5：2017-2020 年公司与中信证券杠杆倍数对比



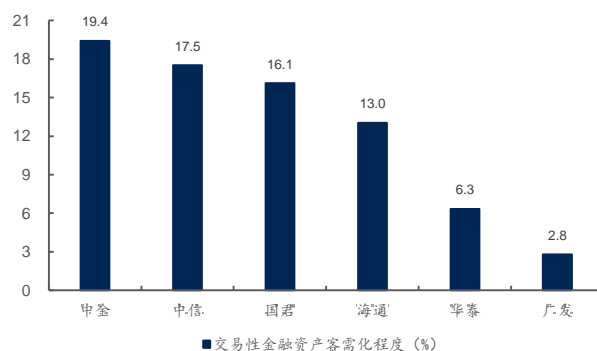
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：公司市场风险低于其他头部券商



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 7：公司交易性金融资产客需化程度较高



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

竞争优势：股东、人才、机构、国际

多元的股东背景，多维的产业触角

公司在 A+H 两地上市。2015 年 6 月 1 日，公司改制为股份有限公司，公司名称为中国国际金融股份有限公司。2015 年 11 月 9 日，公司成功在香港联交所上市。2020 年 11 月 2 日，公司成功在上海证券交易所上市。

表 6：公司股权变化历程

年份	重大事件
1995 年	公司于 1995 年 7 月 31 日以中国国际金融有限公司的名称在中国成立，注册资本 1 亿美元，为中国首家合资投资银行；
2004 年	前中国人民建设银行经重组成为中国建投及中国建设银行股份有限公司，随后中国建投继承原本由前中国人民建设银行持有的公司 43.35% 股权；
2010 年	中国建投持有的股权无偿划拨予中央汇金，中央汇金成为公司控股股东； 摩根士丹利国际公司持有的全部本公司 34.30% 股权让予 TPG、KKR Institutions Investments、GIC 及 Great Eastern；
2015 年	2015 年 6 月 1 日，公司改制为股份有限公司，公司名称为中国国际金融股份有限公司。 2015 年 11 月 9 日，公司成功在香港联交所上市；
2017 年	中金公司完成收购汇金旗下中投证券 100% 股权；
2018 年	公司向腾讯控股子公司 Tencent Mobility 增发 H 股； 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；
2019 年	阿里巴巴通过其子公司 Des Voeux 于 H 股增持公司股份；
2020 年	公司于 A 股上市。

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

公司股东背景多元，形成“央企+产业资本+科技巨头”的有机结构。公司控股股东为中央汇金，持股约 40%。2018 年，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。

表 7：公司前 10 大股东明细

股东名称	持股比例 (%)
中央汇金投资有限责任公司	40.11
香港中央结算（代理人）有限公司	30.74
海尔集团（青岛）金融控股有限公司	8.26
Tencent Mobility Limited	4.48
Des Voeux Investment Company Limited	4.20
中国投融资担保股份有限公司	2.64
中国国有企业结构调整基金股份有限公司	0.32
国新投资有限公司	0.32
阿里巴巴（中国）网络技术有限公司	0.28
阿布达比投资局	0.28

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

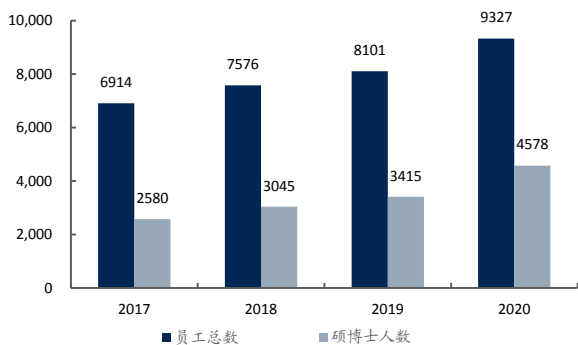
多元的股东背景形成多元产业触角。券商需要同产业深度合作，以获取业务所需的产业资源。公司“央企+产业资本+科技巨头”的股东背景有利于形成多元的产业触角。阿里、腾讯在科技与互联网产业深耕多年，同众多新兴产业独角兽公司有股权或业务上的合作，通过阿里与腾讯的产业关系，公司也成为众多科技公司青睐的证券公司。公司还与腾讯合作成立了金腾科技，为财富管理业务提供技术平台开发及数字化运营支持。

丰富的人才储备，优厚的激励体系

证券行业是智力密集型行业，竞争的关键是人才。人才聚，则公司兴，人才散，则公司败。近年来，头部券商不断提升招聘的学校门槛和学历门槛，就是为了取得人才优势。除了招聘足够的人才外，还要用良好的激励考核制度来激发人才的创造性和主观能动性。

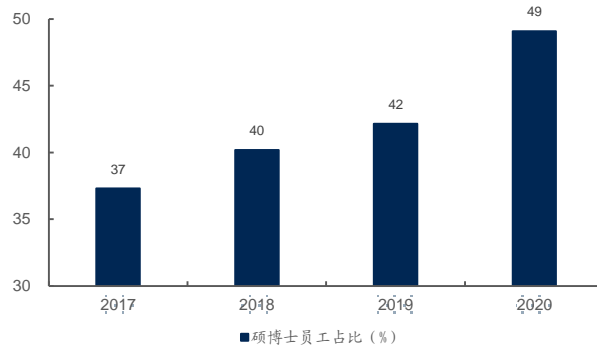
公司坚持人才强企的战略思路，持续扩大人员规模，引进关键人才、强化人才储备，满足业务发展需要。近年来，公司人才队伍不断扩大，硕博士人才占比不断提升。

图 8: 公司员工规模持续扩大



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

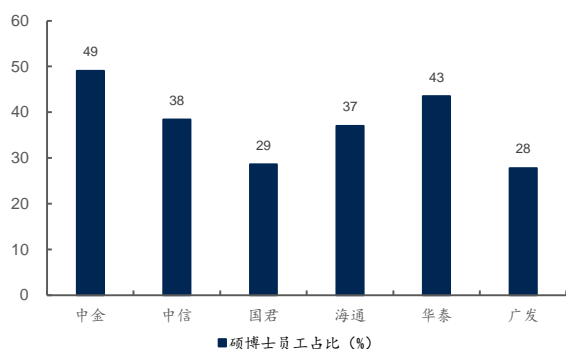
图 9: 公司硕博士员工占比持续提高



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

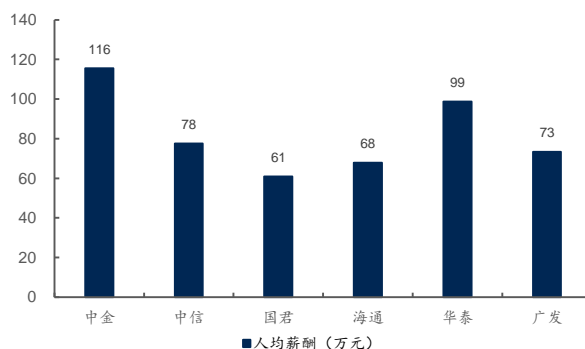
高素质的员工队伍，优厚的激励体系。2020 年末公司 9327 名员工中，硕士以上学历 4578 人，占比 49%。2020 年，公司员工人均薪酬高达 116 万。公司的硕士以上员工占比和人均薪酬均领先行业，体现了公司深厚的人力资本和优厚的激励体系。

图 10: 公司员工硕博士占比领先其他头部券商



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 11: 公司人均薪酬领先其他头部券商



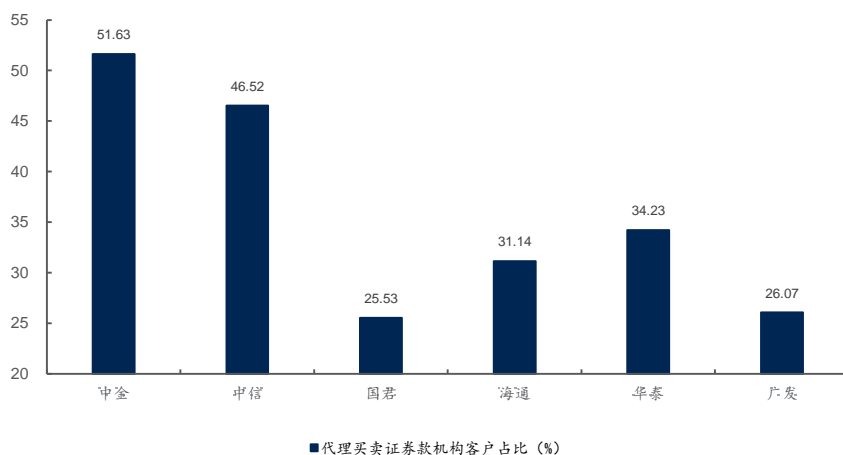
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

高质量的客户基础，机构客户占比高

公司拥有高质量、广泛深厚的客户基础。公司凭借优良的服务质量和专业的服务能力，形成了深厚的客户积累，广泛覆盖在国民经济和资本市场中发挥重要作用的大型企业、优秀的成长企业、专业的机构客户与持续增长的财富客户。公司通过提供综合、定制化、跨境服务，满足客户复杂多样的业务服务需求。

公司机构客户占比领先同业。我们以证券公司代理买卖证券款中的机构占比来刻画券商的机构化特征。公司 2016 年这一比值达到 85.5%，遥遥领先于行业；2017 年合并中投后，受中投较大体量的零售客户稀释影响，这一比值虽然有所下滑，但仍然位于行业前列，与中信证券并驾齐驱，远高于其他头部券商。由于股票业务以及客需交投业务主要服务对象为机构客户，因此深厚的机构客户基础是公司机构股票业务发展的核心竞争力。

图 12: 公司机构客户占比领先其他头部券商



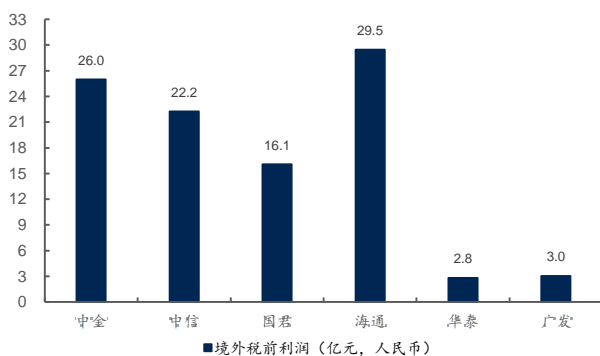
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

国际业务占比高，境内境外两开花

国际业务优势明显，境外利润高于同业。不同于其他中资券商，中金境外子公司利润贡献占比较高，境外业务优势明显。2020 年中金境外子公司利润贡献人民币 26 亿元（税前），占中金利润总额的 30%，占比领先于其他头部券商。

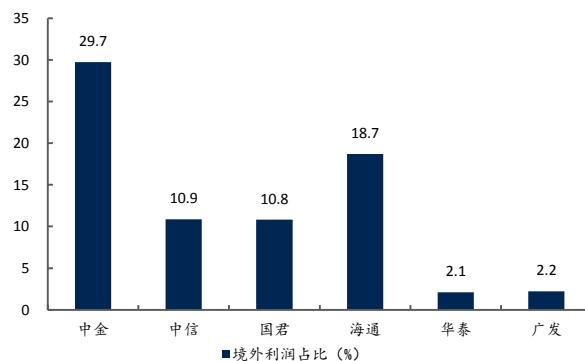
公司境外业务收入与境内业务收入形成良好互补。以较为动荡的 2018 年为例，中金依靠机构客户和国际业务优势，提升了包括沪股通、深股通、港股跨境交易、美股跨境交易等跨境业务收入，境外收入占比超过集团股票业务一半以上，有效地对冲了 A 股的动荡。2018 年中金净利润同比增长 25.74%，超过行业增速 66 个百分点。

图 13: 公司境外利润在头部券商中处于领先水平



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 公司境外利润占比领先其他头部券商

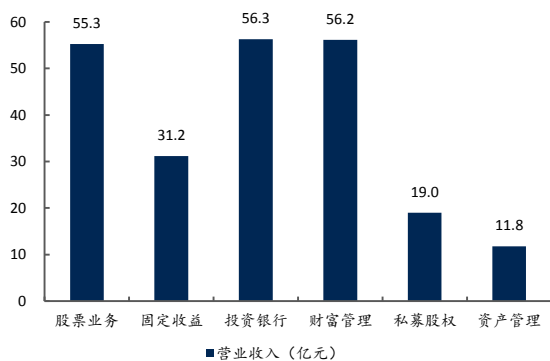


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

业务亮点：股票业务高成长，投行业务受益注册制

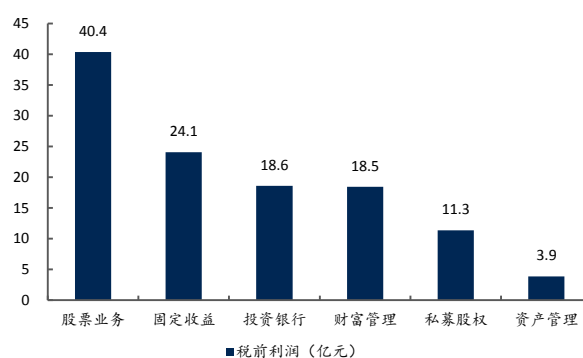
按照客户类型和业务实质，公司将业务分为六大板块：投行业务、股票业务、固定收益业务、资产管理业务、私募股权管理业务、财富管理业务。相关业务均包含境内业务与境外业务。

图 15：2020 年公司各大业务板块营收情况



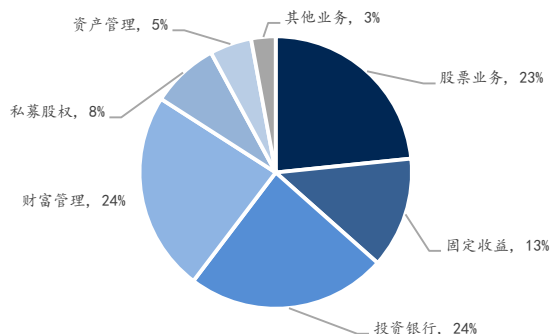
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 16：2020 年公司各大业务板块利润情况



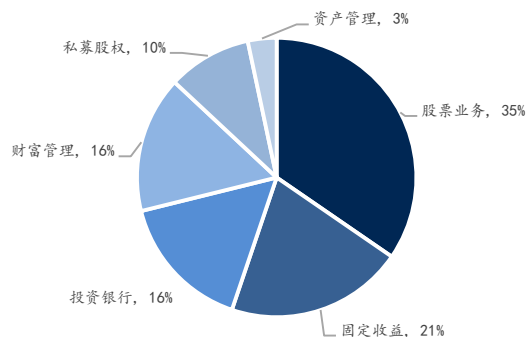
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 17：2020 年公司各大业务板块营收分布



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 18：2020 年公司各大业务板块利润分布

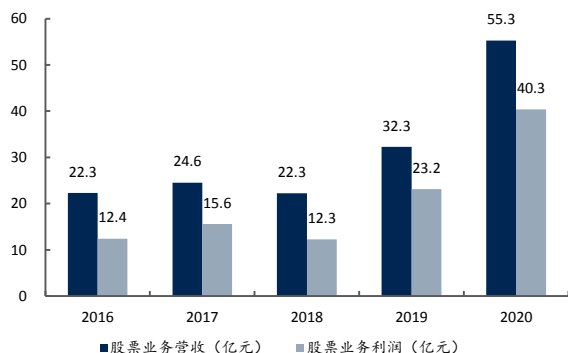


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

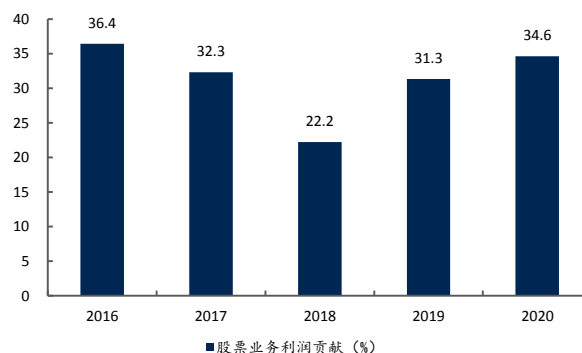
股票业务：聚焦机构化、产品化、国际化，业绩增长的重要驱动

股票业务板块：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。具体主要包括两大部分，一是机构交易服务，即传统的投研服务与交易佣金；二是资本业务，即运用公司的资产负债表向机构客户提供主经纪商、金融衍生品以及做市等多种创新产品及服务。

公司增长最快的业务板块之一，已成为公司利润的最大贡献。2018 年以来，公司积极推动机构化、产品化、国际化战略，大力发展机构股票业务。股票业务表现出高成长特征，营收和利润快速增长，利润由 12 亿增长至 40 亿，已成为公司利润来源最大的业务板块。

图 19: 股票业务营收和利润快速增长


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 20: 股票业务利润贡献占比情况


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

场外衍生品业务是股票业务高成长的重要驱动。股票业务包含机构经纪和托管的手续费和佣金收入，机构两融的利息收入，机构金融产品和衍生品的投资收益。2017 年以来，股票业务中投资收益收入增速领先于手续费收入和利息收入。投资收益的高增长主要由于近年来场外衍生品业务的快速发展，公司的衍生金融负债近年来也处于高速增长之中。公司是 8 家场外期权一级交易商之一，通过包含衍生品在内的金融工具为客户满足多元的交易需求是行业必然趋势，也是高盛等国际投行已经证实的有效发展之路。

随着中国资本市场日益成熟，公司股票业务成长空间进一步打开。随着资本市场进一步深化改革、扩大对外开放、收益互换与衍生品制度日益完善、机构投资者与境外投资者的占比提升，股票业务将成为行业的最重要赛道之一。股票业务对券商的专业能力要求高，需要渠道销售能力、交易定价能力、研究分析能力、风险控制能力的结合，同时也要求券商具有雄厚的资本实力。公司作为行业股票业务的领导者之一，兼具专业能力与资本实力，随着资本市场机构化、国际化程度不断加深，股票业务将推动公司业绩持续增长。

投行业务：受益于注册制，投行贵族优势明显

投资银行是公司的传统优势业务，素有“投行贵族”的美誉。在“央企+产业资本+科技巨头”的股东背景下，公司通过多年的深耕产业，在 A 股、H 股和中概股的承销业务榜单上都能位居前列。

表 8: 公司主要投行业务排名

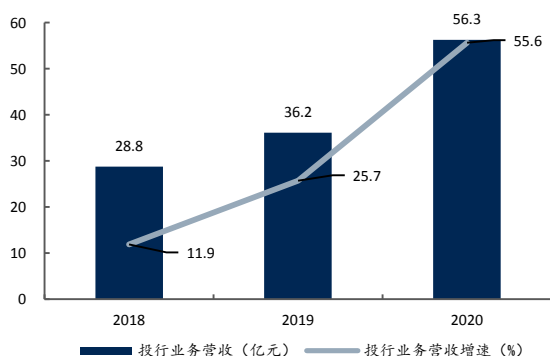
市场	业务类型	排名
A 股	IPO	2
	再融资	4
H 股	IPO	1
	再融资	6
中资美股	IPO	5
	再融资	4

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

公司是注册制和中概股回归的受益者。同核准制不同，注册制对投行的专业能力提出了更高的要求，专业能力强的券商更能脱颖而出。公司是最早仿照境外投行建立现代投资银行体系的券商之一，在境内外拥有着丰富的投行经验。近年来随着注册制和中概股回归潮的出现，公司投行业务也随之受益，涌现多个明星项目。注册制以来，公司投行业务增速明显提升，近两年投行利润都保持 30% 以上的增长。

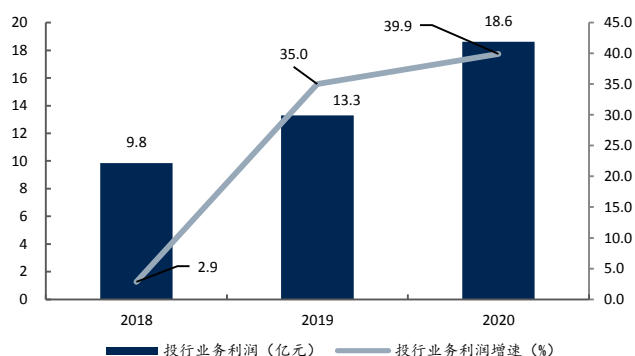
随着注册制全面推开，预计投行业务继续保持稳健增长。公司投行业务最初以大型国企起家，2010年前后随着大型国企上市大多完成，公司开始加强对中小企业和新经济的布局。目前公司投行业务覆盖全面，专业能力较强，在注册制下有较强的竞争力。随着注册制全面推开，预计未来公司投行收入继续保持年均20%的稳定增长。

图 21：注册制以来，公司投行营收快速增长



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 22：注册制以来，公司投行利润快速增长



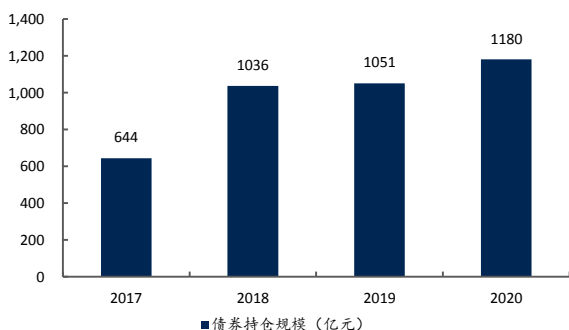
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

固定收益业务：风控严格，稳健增长

固定收益业务布局和基础设施不断完善。近年来，公司固定收益外汇业务取得突破、商品业务增长明显，业务布局进一步完善，形成了涵盖利率、信用、结构化、商品、外汇在内的境内外业务体系，综合服务能力持续提升。面对波动的市场环境，交易业务凭借良好的交易和风控能力，取得稳健投资收益。同时基础设施建设进一步加强，资金、运营、系统三大平台为业务发展提供有力支持。

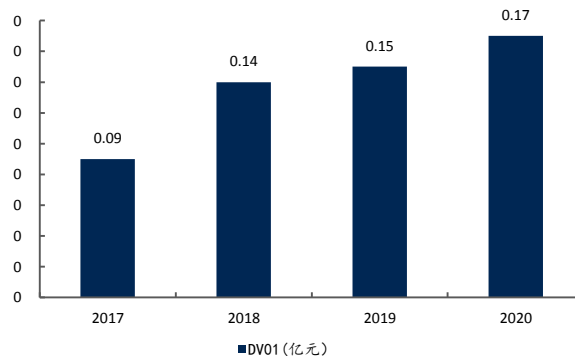
债券投资规模稳健增长，风险可控。2020年末公司债券持仓规模1180亿元，较2019年的1051亿，增长12%。在债券规模稳健增长的背景下，公司保持严格的风控，DV01（即利率曲线上移1个BP造成的损失）跟随债券规模平稳增长，体现了公司优异的风险管理能力。

图 23：近年来，公司债券投资规模平稳增长



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 24：公司风控稳健，DV01保持稳定

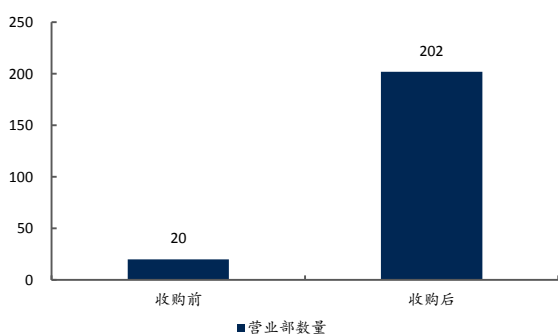


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

财富管理：高净值客户优势明显，发力基金投顾等创新业务

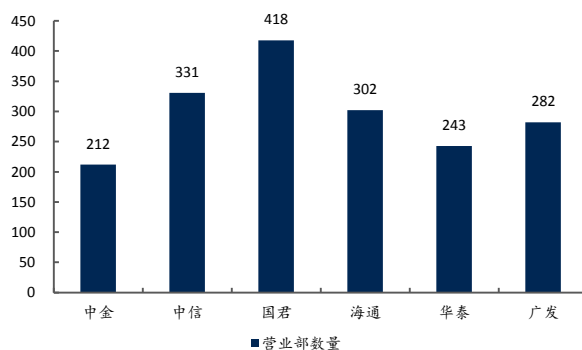
公司通过收购中投证券补足了营业部短板。在 2017 年以前，公司以机构业务和投行业务为主，营业部仅有 20 家左右，经纪业务存在明显短板。2017 年公司收购中投证券 100% 股权，改名为中金财富证券，作为公司财富管理业务的重要载体。通过本次收购，公司营业部增加 182 家，补齐了经纪业务短板。2020 年末公司共有营业部数量 212 家，较 2019 年增长 10 家，新设营业部主要在广东、山东、江苏、浙江等东部省份。

图 25: 收购中投证券前后营业部数量变化



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

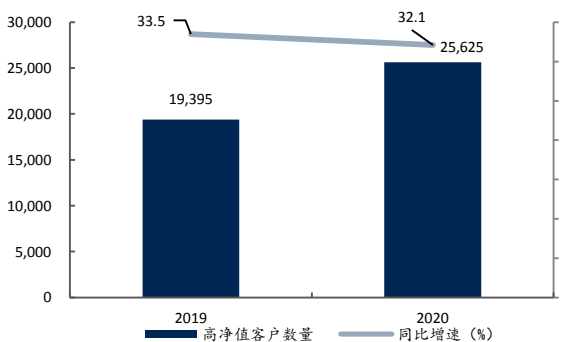
图 26: 公司与其他头部券商营业部数量对比



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

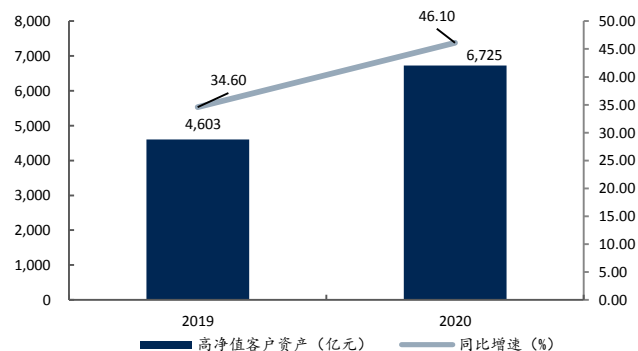
高净值客户基础深厚是公司财富管理的重要亮点。截至 2020 年 12 月 31 日，中金公司财富管理客户数量为 3,694,107 户，可比口径较 2019 年末增长 12.9%。客户账户资产总值达到人民币 25,782.8 亿元，可比口径较 2019 年末增长 40.2%。其中，截至 2020 年 12 月 31 日，高净值个人客户数量为 25,625 户，可比口径较 2019 年末增长 32.1%，高净值个人客户账户资产达到人民币 6,725.2 亿元，可比口径较 2019 年末增长 46.1%。

图 27: 公司高净值客户数量快速增长



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 28: 公司高净值客户资产快速增长



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

使用金融科技手段，发力基金投顾等创新业务。作为首批获得基金投顾资格券商，2020 年 9 月公司推出“A+基金投顾”服务，致力于将财富管理业务推广至更多客户。2020 年 6 月，中金与腾讯数码设立合资技术公司金腾科技，中金持股 51%，腾讯持股 49%，旨在融合中金的金融能力、财富管理经验以及腾讯在用户群体、科技生态的优势，为财富管理业务提供技术平台开发及数字化运营支持，这也是公司财富管理业务利用金融科技转型的突破口。

资产管理+私募股权投资管理：私募股权基金为主，公募快速发展

公司大资管业务覆盖全面。公司资管业务主要有中金资管（资产管理部）、中金基金和中金资本三大平台，分别对应券商资管业务、公募基金业务和私募股权投资业务。

中金资管绝大部分是主动管理产品。截至 2020 年 12 月 31 日，公司资产管理部的业务规模为人民币 5,129.3 亿元，较 2019 年末增加 72.3%。产品类别方面，集合资产管理计划和单一资产管理计划（含社保、企业年金、职业年金及养老金）规模分别为人民币 1,654.3 亿元和人民币 3,475.0 亿元。管理产品数量 598 只，绝大部分是主动管理产品。

中金基金公募规模快速增长，合作投行发力 REITs 等新业务。2020 年中金基金管理资产规模为人民币 553.0 亿元，同比增 98%。其中，公募业务资产规模增长至人民币 539.9 亿元，同比增 127%；私募资产管理计划规模为人民币 13.0 亿元。中金基金积极响应国家政策号召并结合公司投行优势，全力发展公募 REITs、ETF 等新业务。中金普洛斯 REITs 是首批获得国家发改委推荐的基础设施公募 REITs 试点项目之一，也是上交所“仓储物流类”基础设施公募 REITs 第一单。

私募股权业务领先行业，加强对长三角覆盖。中金资本主要布局在与跨国公司强强合作的产业基金、与大型产业集团合作的创新型专户管理基金、聚焦成长型投资的股权直投资基金及重点区域支柱性产品，已形成较为丰富的产品线。截至 2020 年 12 月 31 日，中金资本通过多种方式整体管理的资产规模达到人民币 3,021.8 亿元，是行业领先的私募股权投资平台。2020 年 10 月 30 日，公司在上海设立第二家私募股权子公司中金私募股权投资管理有限公司，将主要负责管理长三角区域的基金，加强服务长三角地区实体经济发展。

表 9：头部券商私募股权基金情况

证券公司	私募股权子公司	2020 年净利润（亿元）
中金	中金资本	8.95
中信	金石投资	8.42
国泰君安	国泰君安创投	1.74
华泰	华泰紫金	23.5
广发	广发信德	9.21

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

公司股票业务、固定收益业务和投行业务利润贡献最高，分别为 35%，21%，16%。我们的盈利预测基于以下假设：

第一，预计 2021-2023 年 A 股日均交易量持续增长，增速 10%-15%，机构投资者占比提升，公司衍生品业务规模随着市场活跃度增加，公司投资收益保持 25%-35% 的增长速度；

第二，国内货币政策保持大体稳定，公司债券持仓规模相对平稳；

第三，注册制全面推广，直接融资占比提升，未来三年境内股票融资量年化增速 15%-20%，投行业务集中度提升，公司投行业务收入保持 20% 的增长速度。

未来三年盈利预测

根据以上假设，对未来三年公司盈利预测如下：

表 10: 未来三年盈利预测表

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (亿元)	236.6	317.03	404.64	495.55
(+/-%)	50.17%	34.00%	27.63%	22.47%
净利润 (亿元)	72.07	96.68	123.47	151.27
(+/-%)	70.04%	34.13%	27.71%	22.52%
摊薄每股收益 (元)	1.60	2.00	2.56	3.13
净资产收益率 (ROE)	10.06%	12.27%	13.75%	14.69%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测的敏感性分析

A 股日均交易量波动较大，对预测影响不确定性最大，进行如下敏感性分析：

表 11: 净利润增速及 ROE 对 A 股日均交易量增速的敏感性分析

	净利润同比			ROE		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
年化增长 5%	23.52%	17.51%	12.58%	11.41%	11.97%	12.05%
年化增长 10%(基准)	34.13%	27.71%	22.52%	12.27%	13.75%	14.69%
年化增长 15%	39.99%	33.75%	26.30%	12.74%	14.79%	16.08%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

风险提示

估值和盈利预测的风险

我们采取相对估值方法计算出公司的合理估值在 66.7-71 元之间。在估值方面，我们参考了中信建投、国联证券、中银证券等近三年新上市券商的估值，并结合 ROE 进行调整，最终给予公司 4.7-5.0 倍 PB，可能未充分考虑券商次新股市场整体估值偏高的风险。在盈利预测方面，我们进行了较多的假设，尤其是对公司业务占比较高的股票业务和投行业务，给出了较为乐观的判断，即假设公司相关业务规模会在未来三年持续增长。这可能导致我们最终估值偏乐观的风险。

证券市场行情波动风险

证券市场的变化受国际经济形势、国家宏观经济政策、产业政策、市场成熟度和境外金融市场波动以及投资者结构等诸多因素的影响，存在较强的周期性、波动性特征。证券市场的波动主要表现为价格和成交量的波动，二者之间又互相影响，从而产生较为复杂多变的波动形态。证券市场行情的波动对证券公司的经纪业务、证券自营业务、投资银行业务、资产管理业务、信用交易业务等各项业务都有直接或间接的影响，并且这种影响还可能产生叠加，进一步放大证券公司的经营风险。若未来证券市场处于较长时间的景气周期，或证券市场出现剧烈波动的极端情形下，本公司的盈利水平可能出现较大波动，存在显著下降的风险。

市场竞争日趋激烈的风险

鉴于行业广阔的发展前景、国内资本市场的进一步健全开放和相关政策的出台，行业的参与者将越来越多，相关费率市场化程度会越来越高，行业竞争将会进一步加剧，公司将面临国内其他证券公司、外资证券公司及其他金融机构的竞

争和挑战。如果公司不能紧跟行业发展形势，提高公司的竞争力和核心优势，可能将无法适应激烈的行业竞争，公司业务亦面临着市场竞争环境日趋激烈的风险。

货币政策过快收紧的风险

证券行业是金融行业的一部分，受货币政策影响较大。全球货币政策已宽松多年，通货膨胀风险日益增加。若通胀过快抬升，可能会引发全球货币政策收紧，将对全球资本市场和证券行业产生冲击。若本公司无法根据全球货币政策变化调整业务策略，可能面临货币政策收紧带来的业务规模缩减、盈利能力下降的风险。

行业监管风险

证券行业是受到严格监管的行业，证券公司各项业务的经营与开展均涉及国家多方面的法律、法规及规范性文件的监管。法律法规及监管政策的变化将对证券业的经营环境和竞争格局产生影响，进而对本公司的各项业务产生较大影响。若本公司未能及时适应法律、法规和监管政策的变化，可能导致本公司业务面临拓展受限、经营成本增加、盈利能力下降的风险。

交易投资业务风险

交易投资业务是公司的重要利润来源。公司交易投资业务投资品种主要包括股票、基金、债券、衍生产品等。不同的投资品种内含的风险不同，如债券可能面临信用评级下降导致债券价格下跌的风险、股票可能面临因基本面恶化等因素导致股票价格下跌的风险，随着公司交易品种范围的进一步扩大，不同风险收益特征的投资产品内含风险加大，可能导致公司相关业务收益大幅下降甚至出现投资亏损。此外，由于证券市场存在较大不确定性，公司面临因对经济金融市场形势判断失误、证券投资品种选择失误、证券交易操作不当、证券交易时机选择不准、证券投资组合不合理等情况而带来的决策风险。

政策变化影响投行业务的风险

投资银行业务是公司的主营业务之一。证券公司承销保荐业务的开展受发行市场环境的影响较大。宏观经济形势、产业政策的变化以及资本市场的波动都对发行政策的制定执行有较大的影响。当市场环境不好的时候，甚至可能会导致发行的暂停，从而对投资银行业务产生不利影响。未来，发行市场环境变化仍将影响公司保荐和承销业务的开展，进而影响公司总体投资银行业务收入水平。此外，公司在开展保荐业务时，可能存在为客户首次公开发行股票制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，而给投资者造成损失，导致先行赔偿投资者损失、暂停甚至取消保荐资格的风险。也可能存在因对客户的尽职调查不完善、对客户改制上市和融资方案设计不合理等原因，导致客户发行申请不予核准的情况发生，从而遭受财务和声誉双重损失的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (亿元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
资产总计	5216.20	6259.45	7511.34	9013.60	营业收入	236.60	317.03	404.64	495.55
货币资金	958.17	1149.80	1379.76	1655.71	手续费及佣金净收入	136.26	179.99	225.12	270.14
融出资金	338.85	406.62	487.94	585.53	经纪业务净收入	46.10	57.63	74.92	89.90
交易性金融资产	2476.06	3218.87	4023.59	5029.49	投行业务净收入	59.56	71.47	85.77	102.92
买入返售金融资产	184.31	184.31	184.31	184.31	资管业务净收入	11.36	15.91	20.68	24.81
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	利息净收入	-10.69	-12.29	-14.14	-16.26
负债合计	4498.05	5452.77	6599.73	7974.46	投资收益	109.44	147.74	192.06	240.08
卖出回购金融资产款	251.01	301.21	361.46	433.75	其他收入	1.59	1.59	1.59	1.59
代理买卖证券款	706.55	847.86	1017.43	1220.92	营业支出	149.12	199.82	255.04	312.34
应付债券	1280.01	1536.01	1843.21	2211.86	营业外收支	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35
所有者权益合计	485.32	718.15	806.68	911.60	利润总额	87.13	116.87	149.25	182.87
其他综合收益	-0.2	0.0	0.0	0.0	所得税费用	14.51	19.46	24.85	30.44
少数股东权益	2.75	-5.94	-5.94	-5.94	少数股东损益	0.55	0.73	0.94	1.15
归属于母公司所有者权益合计	716.35	788.04	890.54	1015.14	归属于母公司净利润	72.07	96.68	123.47	151.27
每股净资产(元)	14.84	16.33	18.45	21.03					
总股本(亿股)	48.27	48.27	48.27	48.27					

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	1.60	2.00	2.56	3.13
每股红利				
每股净资产	13.80	15.29	17.41	19.99
ROIC				
ROE	10.06%	12.27%	13.86%	14.90%
收入增长	50.17%	34.00%	27.63%	22.47%
净利润增长率	70.04%	34.13%	27.71%	22.52%
资产负债率	86.23%	87.11%	87.86%	88.47%
P/E	37.70	30.08	23.55	19.23
P/B	4.36	3.94	3.46	3.01
EV/EBITDA				

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编: 100032