

## 公司研究/新股定价

2020年10月16日

目标价格(元):

36.70

# 投行巨擘，乘风远航

## 中金公司(601995)

**沈娟** SAC No. S0570514040002  
研究员 SFC No. BPN843  
0755-23952763  
shenjuan@htsc.com

**陶圣禹** SAC No. S0570518050002  
研究员 021-28972217  
taoshengyu@htsc.com

**王可** SAC No. S0570119090008  
联系人 021-38476725  
wangke015604@htsc.com

### 高质量发展的贵族，打造中国的国际一流投行

中金公司是中国首家中外合资投行，行业地位和经营质量长期领先。“多元化股东+先进管理模式+灵魂人物掌舵”共同铸就优质内在基因，战略方向历经变革升级，投行抓手和国际布局特色鲜明，未来将在“双基六柱、中金一家”的新战略下致力做大做强、打造国际一流投行。我们认为中金卓越的内在机制、前瞻的战略布局、高附加值的专业经营能力，将助力公司把握当前资本市场创新改革的深化周期，实现升级领跑。预计公司2020-22年EPS为1.35/1.66/1.93元，预测上市后合理股价36.70元。

### 发行上市资料

发行前总股本(万股) 436,867  
本次拟发行量(万股) 不超过 45,859  
发行日期 2020-10-20  
发行方式 公开发行  
保荐机构 东方证券，中国银河  
预计上市日期

### 发行前财务数据

每股净资产(元) 10.8  
净资产收益率(%) 9.64  
资产负债率(%) 83.4

### 主要股东和持股比例

中央汇金投资有限责任公司 44.32%  
香港中央结算(代理人)有限公司 31.16%  
海尔集团(青岛)金融控股有限公司 9.12%  
Tencent Mobility Limited 4.95%  
Des Voeux Investment Company Limited (Alibaba Group Treasury Ltd.全资子公司) 4.64%  
中国投融资担保股份有限公司 2.92%  
名力集团控股有限公司 2.81%

### 机制卓越：优质内在基因助力腾飞

中金公司行业地位领先，净利润、ROE、杠杆率等多项指标名列前茅。究其根源，“多元化股东+先进管理模式+灵魂人物掌舵”共同铸就优质内在基因。中金是中国首家合资投行，外资底蕴深厚，股东结构逐渐向“科技+外资+产业”的多元化股东过渡。公司以管理委员会促进协同，并在多位灵魂人物带领下腾飞发展。此外，公司人才素质优良，市场化薪酬激励机制助力长期发展。卓越的内在机制将助力公司在行业变革浪潮中扬帆远航。

### 战略前瞻：专业协同领跑综合金融

中金公司战略方向历经多轮变革与升级。成立时即以投行业务为抓手引领公司发展，投行业务历经辉煌跌宕，在注册制改革和专业实力基础上再放异彩。同时公司也立足外资底蕴优势、推进国际化布局，目前已建立覆盖六个金融中心在内的国际网络，国际业务为公司贡献重要收入、助力跨越市场周期。2020年中金管理层更迭，并明确战略投入期以规模增长为先，提出“双基六柱”、“中金一家”战略，引领未来发展。未来公司有望实现从“精而美”向“大而美”的跨越式发展，成为未来金融体系核心参与者。

### 业务解构：专业协同构筑高附加值

中金基于专业化的全产业链协同和优质客群基础，轻重并举，充分提高经营附加值。投资银行全领域领跑，国际化经营持续开拓。投资管理业务规模化成效显著，实现全产业链协同联动。财富管理构筑分层化服务体系，依托投顾、产品优势深耕高净值客户，并通过金融科技切入长尾。股票业务深耕全球高端机构客户，国际化布局和以客需业务为主的结构实现业绩稳健上涨、跨越周期波动。固定收益全方位综合布局，投资收益保持稳健。

### 资本实力夯实助潜力释放，把握战略机遇做大做强

本次A股发行融资将有效夯实资本，充分释放公司经营潜力。预计2020-2022年摊薄后EPS(按发行后股本48.27亿股)分别为1.35/1.66/1.93元，摊薄BPS分别为14.68/16.15/17.86元。根据Wind一致预期，大型券商2020年PE平均值为18倍，2020年PB平均值为1.61倍，考虑中金业务高附加值和增长性、及新股估值溢价，给予公司估值溢价至2020年PB2.5倍，对应上市后合理股价36.70元，对应27倍2020PE。

风险提示：政策推进不如预期、市场波动风险、国际环境变化风险。

### 经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	12,914	15,755	21,332	25,550	29,768
+/-%	15.21	22.00	35.39	19.77	16.51
归属母公司净利润(百万元)	3,492	4,239	6,520	8,010	9,333
+/-%	26.24	21.38	53.82	22.86	16.51
EPS(元，最新摊薄)	0.72	0.88	1.35	1.66	1.93
PE(倍)	44.06	37.83	27.17	22.12	18.98

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

## 正文目录

机制卓越：优质内在基因助力腾飞.....	4
多元化股东底蕴，奠定市场化机制基石.....	4
现代化管理模式，灵魂人物助跨越发展.....	5
高人才素质队伍，铸长期发展核心动能.....	6
战略前瞻：专业协同领跑综合金融.....	8
以投行为抓手，专业引领发展.....	8
业务植根中国，国际布局领跑.....	9
打造双基六柱，多元业务协同.....	9
业务解构：专业协同构筑高附加值.....	13
投资银行：全领域业务领跑，国际业务布局前瞻.....	13
投资管理：规模化成效显著，全产业链协同联动.....	16
财富管理：深耕高净值客户，金融科技覆盖长尾.....	18
股票业务：衍生品领跑行业，机构客户特色明晰.....	22
固定收益：全方位综合布局，投资收益保持稳健.....	25
预测上市后合理股价 36.70 元.....	26
风险提示.....	28

## 图表目录

图表 1：中金公司财务数据排名变化.....	4
图表 2：1995 年 7 月设立时中金股权结构.....	5
图表 3：2010 年股权划转和转让后中金股权结构.....	5
图表 4：中金公司股权结构（截至 2020H1）.....	5
图表 5：中金公司内部组织结构.....	6
图表 6：硕士及以上学历员工数量及占比（截至 20H1）.....	6
图表 7：中金公司部分高管薪酬（2019 年）.....	7
图表 8：2019 年中金与可比公司员工人均薪酬对比.....	7
图表 9：2019 年中金与可比公司员工薪酬及占营业收入比例对比.....	7
图表 10：中金投行业务收入与营业收入排名.....	8
图表 11：中金营业收入结构与行业对比.....	8
图表 12：中金境外营业收入规模及占比.....	9
图表 13：中金“双基六柱”战略.....	10
图表 14：中金业务联动模式.....	10
图表 15：中金营业收入结构变化.....	11
图表 16：中金公司与其他券商杠杆率变化.....	12
图表 17：中金金融投资类资产占总资产比例领先.....	12
图表 18：中金公司 ROE 与行业平均 ROE 变化.....	12
图表 19：中金公司各业务条线收入排名及市场占有率（2019 年）.....	13
图表 20：中金公司投资银行及细分业务收入排名及市占率（2019）.....	13
图表 21：2019-20H1 大型券商境内 IPO 融资承销规模及市占率.....	14

图表 22: 2019-20H1 大型券商境内再融资承销规模及市占率 .....	14
图表 23: 2019-20H1 大型券商境内债券承销规模及市占率 .....	14
图表 24: 2019 年中资并购市场市占率 .....	14
图表 25: 2019-20H1 大型券商境内 IPO 融资平均承销规模 .....	15
图表 26: 2019-20H1 大型券商境内再融资平均承销规模 .....	15
图表 27: 中金部分特色 IPO 项目一览 (部分) .....	15
图表 28: 2019-20H1 中金境内 IPO 融资规模行业分布 .....	16
图表 29: 中金 2019-20H1 境内再融资规模行业分布 .....	16
图表 30: 中资全球股本融资承销与投资级美元债承销排名及市占率 (2019 年) .....	16
图表 31: 中金投资管理业务架构 .....	16
图表 32: 中金公司私募股权平台主要结构 .....	17
图表 33: 中金私募股权投资业务与其他业务条线协同模式 .....	17
图表 34: 券商私募股权投资公司管理规模对比 .....	18
图表 35: 中金境内券商资产管理产品规模及收益率变化 .....	18
图表 36: 中金基金管理规模与收益率变化 .....	18
图表 37: 中金财富管理业务架构 .....	19
图表 38: 中金财富管理核心优势解析 .....	19
图表 39: 2020H1 末中金公司财富管理分层结构 .....	20
图表 40: 中金财富管理总客户数变化 .....	20
图表 41: 中金财富管理客户整体平均与高净值客户平均资产规模 .....	20
图表 42: 中金与同业财富管理客户数量与资产规模对比 (截至 20H1) .....	21
图表 43: 中金高净值客户与银行私行客户户均资产规模对比 (截至 20H1) .....	21
图表 44: 中金财富管理业务营销人员数量 .....	21
图表 45: 中金公司境内交易服务平均股基佣金率相较行业有一定的溢价 .....	21
图表 46: 中金主要财富管理产品种类与特色产品 .....	22
图表 47: 中金股票业务收入结构 .....	23
图表 48: 中金股票业务境内外收入结构 .....	23
图表 49: 中金交易性权益金融资产持仓目的分类 .....	23
图表 50: 中金自营业务收入同比变化与行业整体对比 .....	23
图表 51: 中金及其他券商权益衍生工具名义本金对比 (截至 20H1) .....	24
图表 52: 2020 年场外互换衍生品月度新增名义本金排名 (亿元) .....	24
图表 53: 证券公司场外衍生品新增交易 CR5 .....	24
图表 54: 中金固定收益业务自营持仓规模 .....	25
图表 55: 20H1 末中金及可比公司自营非权益证券及其衍生品/净资本 .....	25
图表 56: 中金 FICC 投资收益率与中债证券公司投资指数年涨跌幅对比 .....	25
图表 57: 中金固定收益业务收入结构 .....	25
图表 58: 中金公司盈利预测假设 .....	27
图表 59: 中金公司盈利预测 .....	28
图表 60: A 股大型券商估值表 .....	28

## 机制卓越：优质内在基因助力腾飞

中金公司是首家中外合资投行，“贵族气质”与身俱来，行业地位和经营质量长期领先。中金公司是中国首家中外合资的投资银行，围绕领先的投行优势打造全产业链协同的综合金融服务模式，并率先推进国际化业务发展。公司凭借前瞻战略部署、卓越专业实力和优质客群基础和人才储备，获取了领先的行业地位，总资产、净利润、ROE、杠杆率等指标名列前茅，各业务条线中投行业务收入排名行业第 3（2019 年），竞争优势明晰。

究其根源，“多元化股东+先进管理模式+灵魂人物掌舵”共同铸就了优质内在基因，引领长期发展。中金公司的外资渊源、科技+外资+产业资本的多元化股东结构、自设立之初就借鉴国际一流投行构建的市场化先进管理模式、以及多位灵魂人物的领导共同铸就了中金公司的优质内在基因，自上而下对公司战略布局和业务经营发挥根本影响。当前，资本市场正处于深化改革周期，证券行业在迎来创新发展关键机遇期的同时，也将面临内部格局洗牌，中金公司有望凭借优秀的内在机制优势，跨越市场改革和牛熊变迁，在行业变革中稳健升级领跑。

图表1：中金公司财务数据排名变化

	2017	2018	2019
<b>总量指标</b>			
总资产	9	8	8
归母净资产	14	13	12
归母净利润	13	8	11
营业收入	11	6	10
净资产收益率 ROE	46	7	5
财务杠杆倍数	2	1	1
<b>分业务条线指标</b>			
投资银行收入	5	3	3
经纪业务收入	12	10	10
资管业务收入	21	16	12
融资类业务利息收入	18	18	15
证券投资收入	9	2	11

注：2019 年证券业协会排名数据与中金公司招股书披露有所差异，系招股书中 2019 年的排名以截至 2020 年 4 月 28 日已公布年报的证券公司数据计算，部分证券公司尚未披露数据。截至本报告发出日，证券业协会已公布全行业券商 2019 年各项指标排名，因此 2019 年统一以证券业协会排名数据为准。

资料来源：证券业协会，公司招股说明书，华泰证券研究所

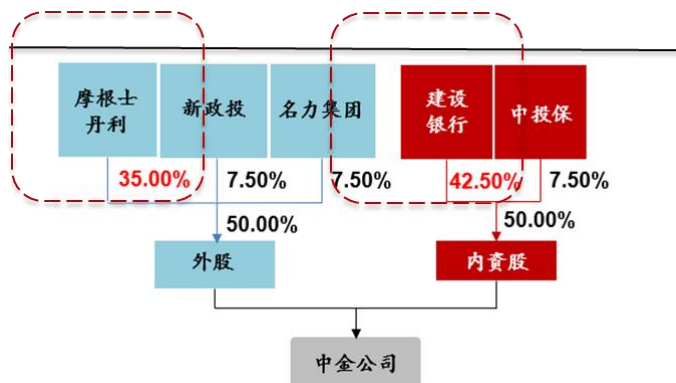
## 多元化股东底蕴，奠定市场化机制基石

中国首家合资投行，外资底蕴深厚。中金公司于 1995 年正式成立，是中国内地首家中外合资的投资银行，成立之初的主要股东为前中国人民建设银行（未上市）（持股比例 42.5%，后分为建设银行（601939 CH）和建银投资（未上市），由建银投资继承持有中金股份），摩根斯坦利（MS US）（持股比例 35%，突破合资券商外资占比不能超过 33%的限制），中国投资担保公司（未上市）持股 7.5%，新加坡政府投资有限公司（未上市）（持股比例 7.5%）和名力集团（未上市）（持股比例 7.5%）。

股东结构历经变迁，由中外合资逐渐向“科技+外资+产业资本”的多元化股东过渡。2015 年，中金公司完成改制重组，变更为股份有限公司，同年 11 月于香港联交所（0388 HK）上市。2018 年，公司通过非公开发行 H 股引入腾讯（0700 HK）作为战略投资者，腾讯持股比例达 4.95%，是除中央汇金（未上市）外的第二大股东。2019 年 2 月，阿里巴巴（BABA US）入股中金，持股比例达 4.84%。2019 年 3 月，中央汇金公开转让部分股份至海尔金控（未上市）。截止 20H1，公司的第一大股东为中央汇金，持股比例达 44.32%，其余主要股东包括海尔金控、腾讯控股、阿里巴巴、中保投、名力集团，分别持有公司股份 9.12%、4.95%、4.64%、2.92%、2.81%。自此公司形成“科技+外资+产业资本”的多元化股东结构。

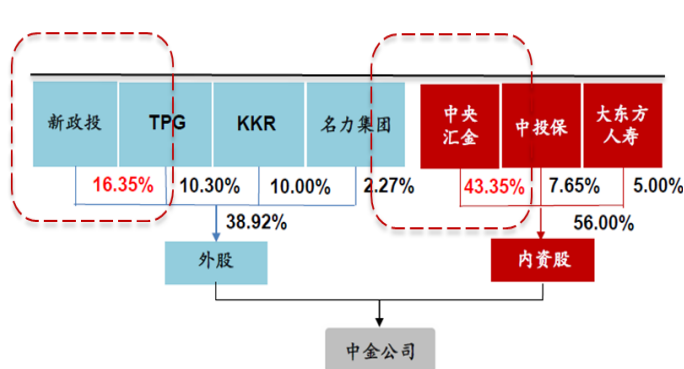


图表2：1995 年 7 月设立时中金股权结构



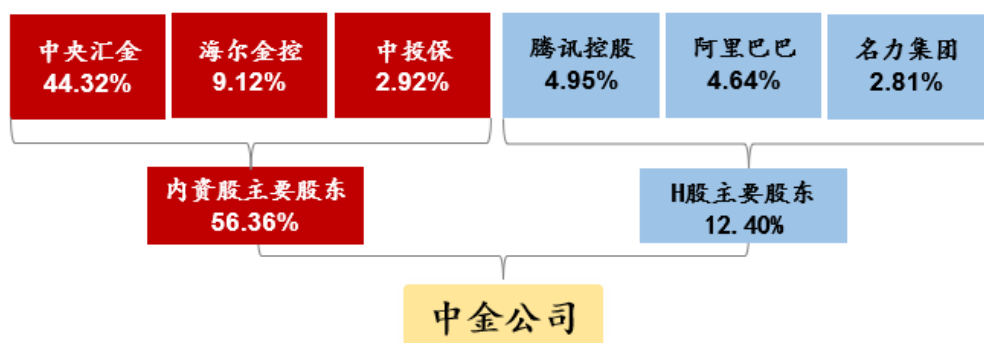
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表3：2010 年股权划转和转让后中金股权结构



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表4：中金公司股权结构（截至 2020H1）



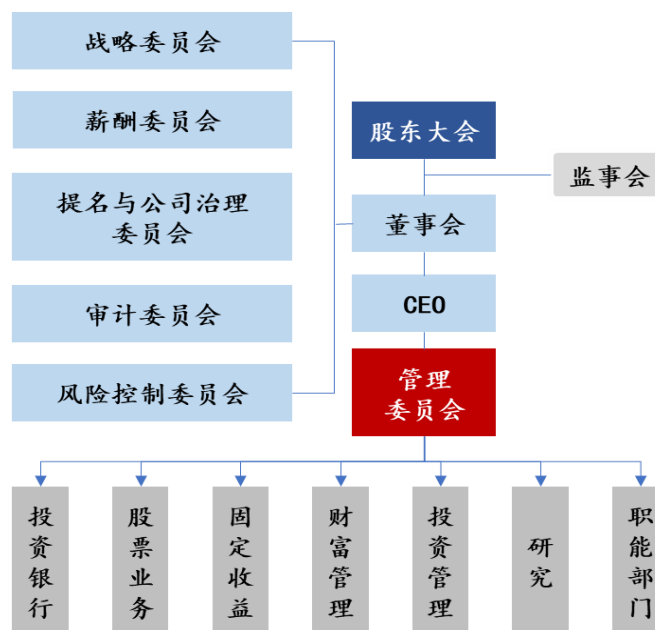
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 现代化管理模式，灵魂人物助跨越发展

**跨越 25 年，多位灵魂人物引领公司腾飞。**1998-2009 年，中金公司在朱云来等核心人物的引领下，打造一流投资银行，持续占据内地股权承销的龙头地位。此外，自 1997 年中国移动海外上市起，中金在境外股权投资业务中也开始崭露头角、并逐步积累起竞争优势。2015 年，中金创始元老级人物之一毕明建回归出任 CEO，快速完成中金的股份制改革，并主导推动了公司于港股市场 IPO 上市。2017 年，中金完成对中投证券的吸收整合，加快财富管理转型；并于 2018 年通过定增引入互联网和产业资本背景的战略投资者，推动数字化转型，探索差异化的高质量经营道路，实现再度崛起。2019 年末，具有丰富海外投行业务经验的黄朝辉先生接任 CEO 职位，提出“双基六柱”、“中金一家”的新战略方向。未来将在研究和信息技术的支持下，整合各板块能力与资源，打通全价值链条。灵魂人物和优秀的管理层引领公司把握关键战略方向，实现腾飞发展。

**设置“管理委员会”作为专门经营管理层，有助于打造全业务协同。**自设立之初，中金即借鉴海外一流投行的先进管理模式。公司董事会下设专业的管理委员会以负责业务决策，管理委员会由首席执行官、首席财务官和主要业务线、职能部门的负责人组成，成员均为在金融业拥有丰富经验的专业人士。专业管理委员会的模式是海外领先金融机构广泛并且长期采用的优秀管理模式，该模式有效保障公司专业人士集体决策，实现决策更加合理、更加科学稳健，同时也充分助力搭建公司全业务协同机制。

图表5：中金公司内部组织结构

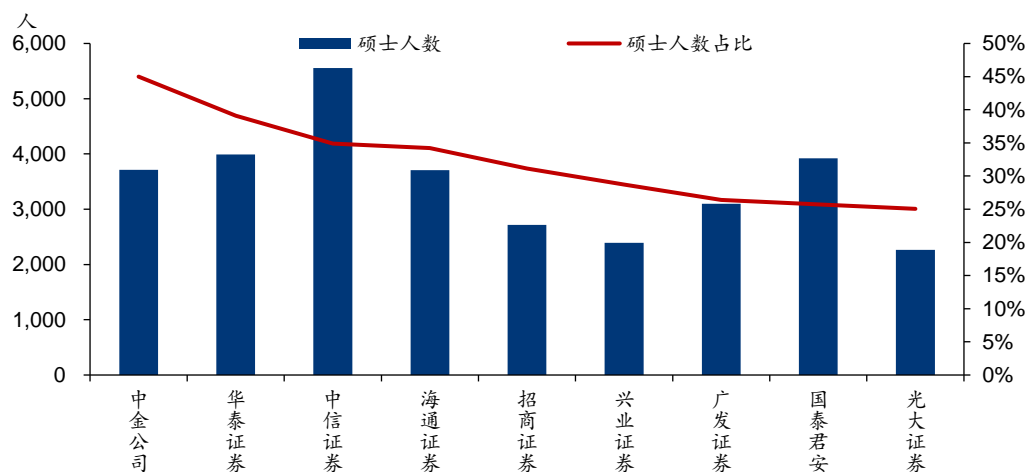


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 高人才素质队伍，铸长期发展核心动能

**拥有高素质人才队伍，提升长期发展动能。**中金拥有高素质的金融人才队伍，从学历结构来看，截至 20H1，公司 8255 名员工中约 45% 的员工拥有硕士及以上学历，在可比券商中最高。此外，约 28% 的员工和 45% 的董事总经理拥有海外学习或工作经验，高素质的人才队伍是公司长期发展动能的核心源泉。

图表6：硕士及以上学历员工数量及占比（截至 20H1）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

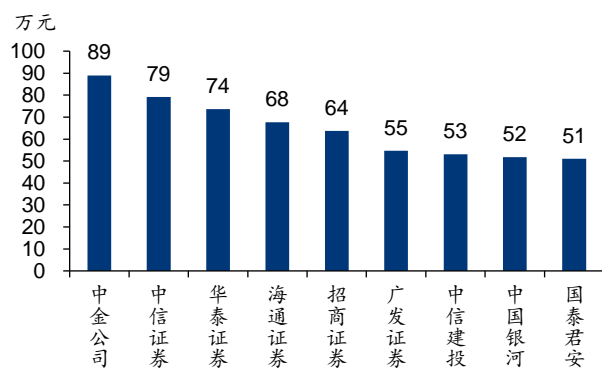
**薪酬激励市场化，助力中长期发展。**金融行业的高竞争性和员工高创造价值力导致对优秀人才的竞争格外激烈。中金持续优化市场化的薪酬激励机制，是获取并保留领军人物的核心保障。**从高管薪酬看**，核心管理层 2019 年年薪逾千万元（首席执行官 1801 万元），是券商行业中的翘楚。**从员工薪酬看**，2019 年，中金员工薪酬支出达 72 亿元，占营业收入比例为 45.7%，为可比券商中最高；员工人均薪酬达 89 万元，同为行业最高，领先同业幅度较为明显。市场化的激励机制，为人才梯队建设和可持续发展提供了完善的制度保障，充分激活员工功能，助力公司中长期发展。

图表7： 中金公司部分高管薪酬（2019 年）

姓名	职务	薪酬(万元)
黄朝晖	执行董事，首席执行官，管理委员会主席	1801
黄海洲	管理委员会成员，股票业务部负责人	1756
王晟	管理委员会成员，投资银行部负责人	1710
楚钢	首席运营官，管理委员会成员	1414
吴波	管理委员会成员，财富管理部负责人	1078
徐翌成	总裁助理	930
黄劲峰	首席财务官，管理委员会成员	730
陈刚	合规总监	597
胡长生	管理委员会成员，中金财富证券执委会主任	500

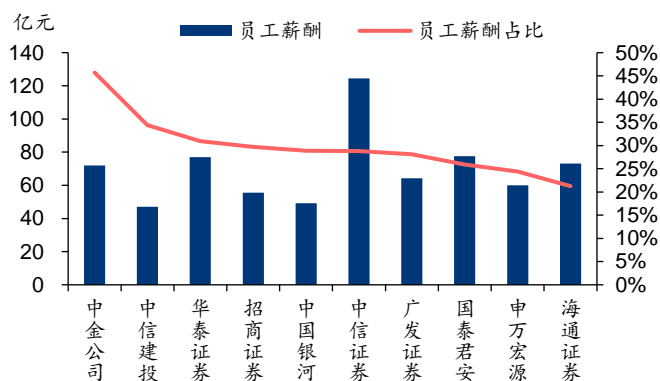
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表8： 2019 年中金与可比公司员工人均薪酬对比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9： 2019 年中金与可比公司员工薪酬及占营业收入比例对比



注：员工薪酬占比=当年员工薪酬/当年营业收入

资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 战略前瞻：专业协同领跑综合金融

中金公司战略方向历经多轮变革与升级，未来将持续致力于打造中国的国际一流投行。中金最初定位世界级投行，并在核心人物的引领下，公司投行业务收入在行业中名列前茅。随后中金逐步拓展国际化业务，继 1998 年成立香港子公司后，又陆续成立美国、新加坡、伦敦等子公司，国际化布局为公司构建扎实的全球性企业客户基础，国际业务也成为公司整体营收稳定贡献来源之一。当前，中金立足“双基六柱”、“中金一家”的战略方向，整合全产业链资源，为客户提供完善的综合金融服务，打造中国的国际一流投资银行，成为未来金融体系的核心参与者。

## 以投行为抓手，专业引领发展

定位世界级投资银行，以投行业务为抓手引领公司发展。中金公司成立时，即以“为国有大中型企业的体制改革、战略重组和海外融资等提供多种服务”为使命，最初定位为世界级投资银行，以投行业务为核心抓手，夯实业务协同根基，推动其他业务条线共同发展。

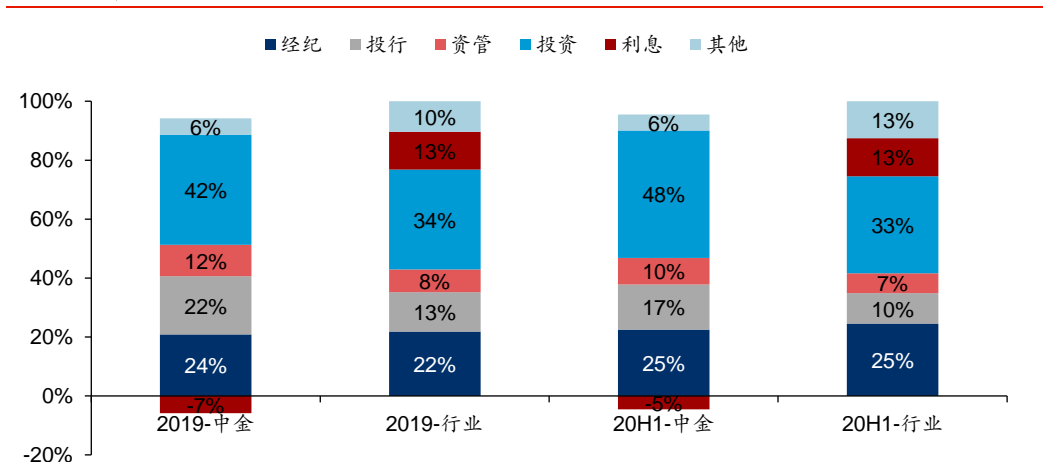
投行业务历经跌宕，资本市场深化改革后已重新领跑。在核心人物的引领下，融合先进国际投行理念和专业化人才优势，中金在自 1999 年取得 A 股承销资格至 2010 年相当长时期内，领先于内地大型 IPO 项目承销市场。公司投行业务收入在行业中名列前茅，公司营业收入也因此排名靠前。2010 年后，中小企业板、创业板的崛起，中小型 IPO 项目规模快速增长，而大型国企 IPO 规模逐步收缩，由于中金公司在战略上未对中小公司作相应资源倾斜，因此投行业务收入在 2012-2017 年间排名下滑较为显著，营业收入排名也因此相应下滑。2018 年以来，资本市场深化变革启航，顶层设计正式提出设立科创板并试点注册制，IPO 资源向新经济企业倾斜，同时注册制预期也对投行专业实力提出更大考验，中金在投行项目上扎实功力彰显光辉。且 2019 年科创板正式落地，由于中金在科技、TMT、医疗医药、高端制造和消费等新兴行业项目储备上具备先发优势，投行收入排名重回前列。并且，中金投行业务收入占比也显著高于行业平均，2012-2019 年间，中金投行业务占总营收比例在 20-35% 区间波动，而同期行业区间为 10-20%，充分体现出专业化、高端化的投行实力引领公司发展。

图表10： 中金投行业务收入与营业收入排名

	2008	2009	2010	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
营业收入排名	13	15	14	14	21	20	23	17	11	6	11
投资银行收入排名	2	1	1	9	6	12	7	7	9	4	3

资料来源：证券业协会，华泰证券研究所

图表11： 中金营业收入结构与行业对比



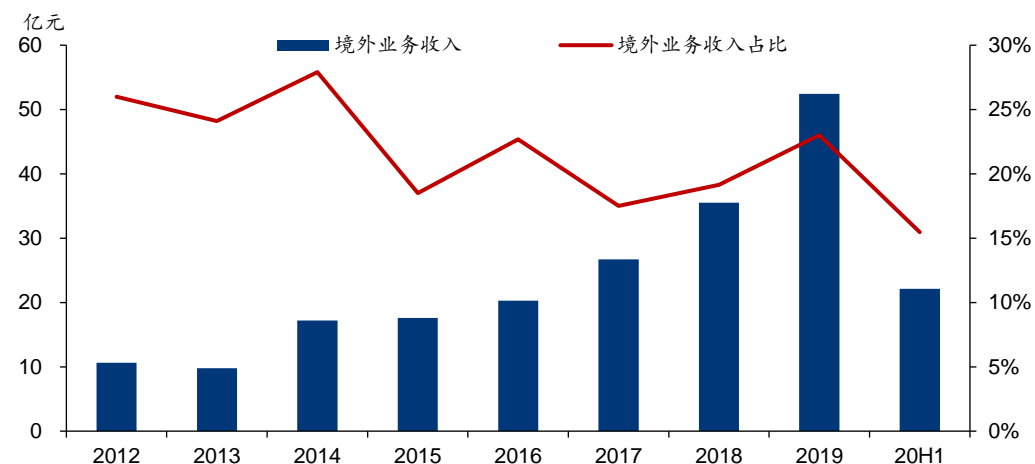
资料来源：公司公告，证券业协会，华泰证券研究所



### 业务植根中国，国际布局领跑

**具备外资基因，国际化业务布局领先。**中金公司是首家中外合资投资银行，具有深厚的外资底蕴。且中金在国际化战略上布局前瞻，1998 年成立香港子公司，2007 年成立美国子公司，2009-2010 年相继成立新加坡、伦敦子公司，2017 年和 2018 年先后进入美国旧金山和德国法兰克福。当前，公司已建立了覆盖中国香港、纽约、伦敦、新加坡、旧金山和法兰克福六个金融中心在内的国际网络，全球性客户基础夯实。国际化业务也为公司整体营收稳定贡献，过去 5 年境外营业收入占总收入比例为 20% 左右。且由于各地市场在景气度周期、监管周期、产业周期等多维度差异化较大，全球化的布局能够有效提升公司经营稳定性。国际化的视野和业务布局赋予公司在全球金融体系中的重要地位。

图表12： 中金境外营业收入规模及占比

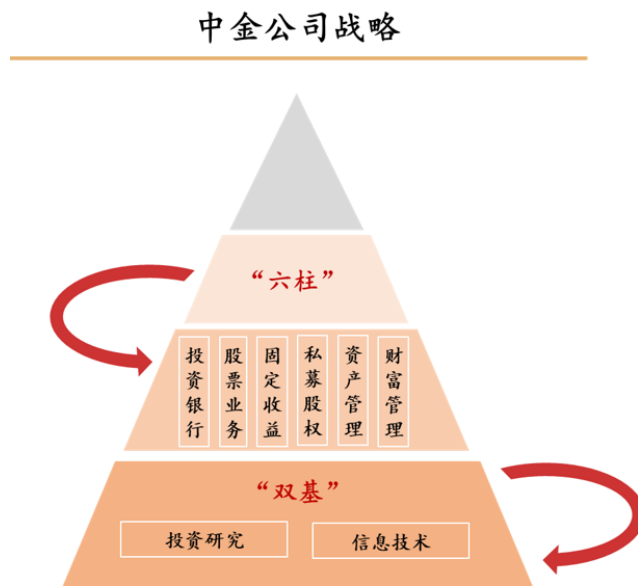


资料来源：公司公告，招股说明书，华泰证券研究所

### 打造双基六柱，多元业务协同

**集团战略高屋建瓴，“双基六柱”助力实现“中金一家”。**2020 年中金管理层更迭，新管理层明确**战略投入期以规模增长为先**，同时提出“双基六柱”、“中金一家”的战略，引领未来发展。其中，“双基”指研究和信息技术，“六柱”指投资银行、股票业务、固定收益、私募股权、资产管理、财富管理六大业务板块。值得注意，公司将原附属于资产管理业务的私募股权业务提升至与其他业务条线同等的地位，表明中金资本的战略意义和潜在的资源倾斜态势。未来公司整合多元业务板块，打通产业价值链，打造“中金一家”服务体系，为客户提供完善的综合金融服务，在打造中国的国际一流投行的同时，逐步成为未来金融体系的核心参与者。

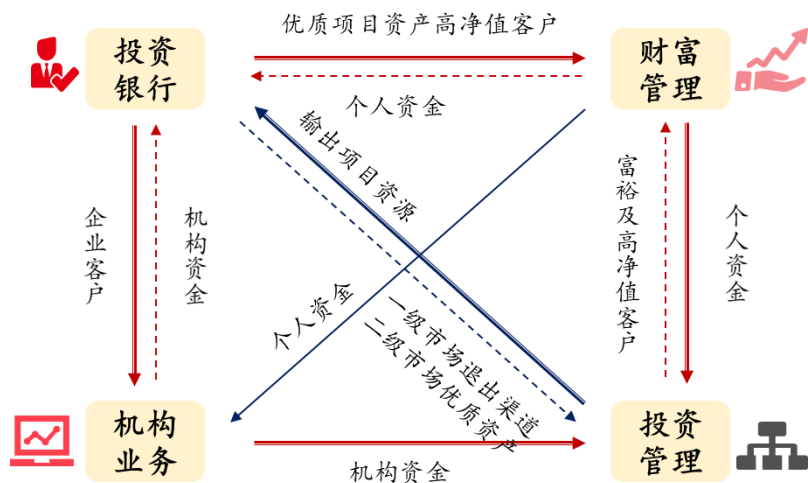
图表13： 中金“双基六柱”战略



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**立足全能型投行架构，构建全业务联动模式。**伴随资本市场深化变革，客户日益复杂的综合金融服务需求呼唤投行构建专业化协同模式。中金基于完善的全能型投行架构，率先打造全产业链协同体系，目前多层次的业务联动模式已相当成熟完善。典型的如围绕投资银行为中心构建协同体系，投资管理为投行输出优质项目资源，投行为投资管理提供退出渠道和二级市场优质资产；同时投资银行可为财富管理输出高净值客户资源，深度挖掘客户价值。此外，财富管理可为投资管理输出资金，机构业务如股票业务，可基于产品创设能力为财富管理提供优质的产品供给，提升客户黏性。

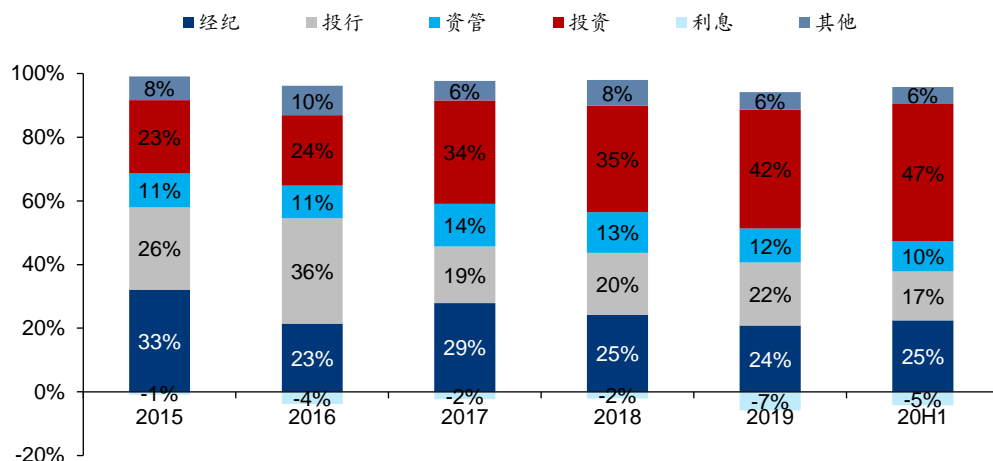
图表14： 中金业务联动模式



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**产品与服务优势突出，机构客户与高端服务领先。**公司股票业务拥有超过 6000 名机构客户，固定收益业务主要服务境内外主要的债券机构投资者，机构客户基础扎实。此外，公司积极发展财富管理、资产管理和衍生品等高端服务。中金是首批获准从事 OTC 衍生品业务的证券公司之一，并于 2018 年 8 月获得首批场外期权一级交易商资格。公司采用“产品+服务”的业务模式，不断扩大场内衍生品及期货业务，在金融衍生品领域处于市场领先地位。对比来看，公司整体业务结构与外资行相似，机构服务和高端业务占比突出。2020 年上半年，公司经纪、投行、资管、投资、利息收入分别占比 25%、17%、10%、47%、-5%。

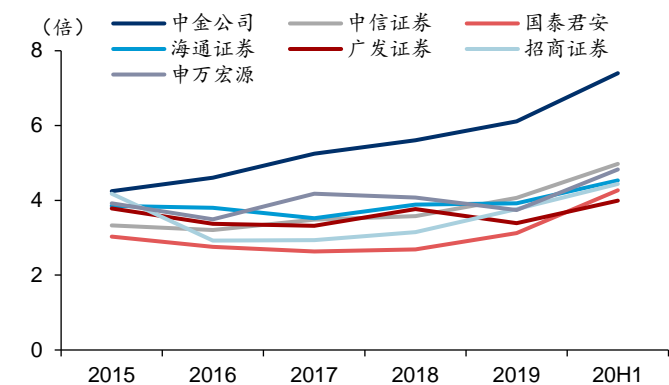
图表15： 中金营业收入结构变化



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

中金也凭借在衍生品、固定收益等重资产创新业务上的领先实力，实现杠杆率稳健扩张，**ROE 持续领跑行业**。衍生品、固定收益、私募股权等业务的发展，也助力中金持续提升资产负债表运用能力，截至 20H1，中金杠杆率为 7.4 倍（以（总资产-客户资金存款-客户备付金）/所有者权益计算），相较 2015 年底提升逾 300pct，领先可比大型券商 200-300pct。究其原因，金融投资资产规模的持续提升，是杠杆率领先的重要原因。截至 20H1，中金金融投资类资产占总资产比例 58.0%，相较 2015 年底提升逾 8.4pct，并且过去五年在行业内均保持较高水平。杠杆率的提升驱动公司盈利能力显著增长，自 2016 年开始，**中金 ROE 始终高于行业平均 ROE2.5pct 以上**，扭转 2012-2013、2015 年盈利能力落后于行业的逆境。

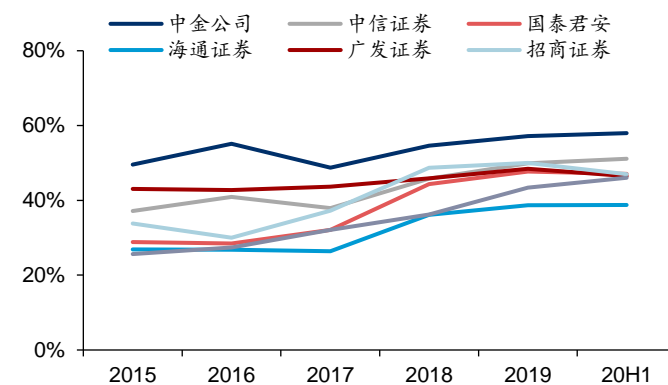
图表16: 中金公司与其他券商杠杆率变化



注: 杠杆率= (总资产-客户资金存款-客户备付金)/所有者权益

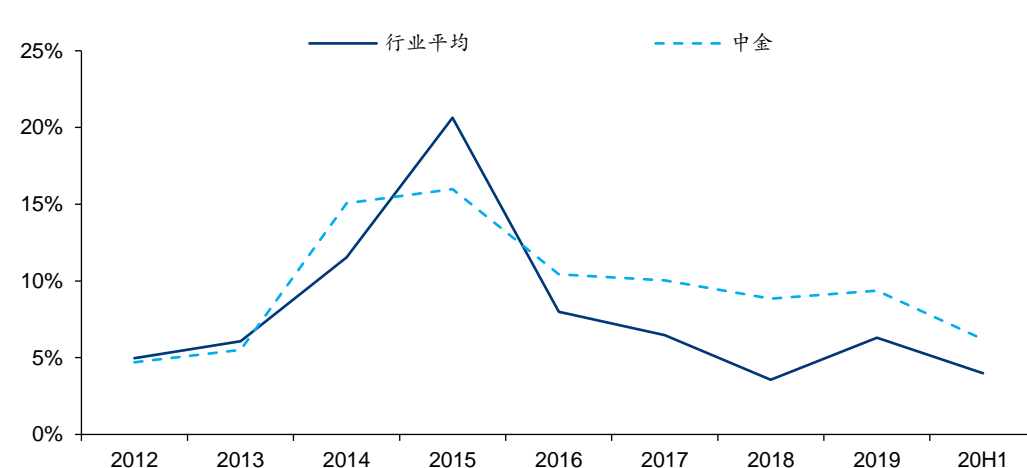
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表17: 中金金融投资类资产占总资产比例领先



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表18: 中金公司 ROE 与行业平均 ROE 变化



注: 行业平均 ROE=当年行业净利润/当年年初与年末净资产平均值

资料来源: 公司公告, 证券业协会, 华泰证券研究所

## 业务解构：专业协同构筑高附加值

中金基于专业化的全产业链协同和优质客群基础，轻重并举，充分提高经营附加值。中金公司布局全产业链，并着力促成业务有效联动和协同。其中，投资银行综合能力突出，具备领先的品牌优势和高度国际化的业务布局，构建优质的品牌效应，2019 年投资银行业务收入排名行业第 3。私募股权投资业务在管理规模和资金回报上领先同业，同时可在资金端与财富管理、机构业务形成有效协同，在资产端向投行输出优质股权项目。财富管理业务深耕中高端客群，渗透率的提升叠加全方位增值服务带来的稳健的费率水平，显著降低业务周期性，领先的产品创设能力和优质的投顾团队构筑业务护城河。此外，公司锐意革新，在 FICC、衍生品、跨境业务等创新业务上布局领跑，竞争优势逐步显现。在资本市场改革与开放深化的背景下，中金依托多元协同和领先的专业实力，有望通过打造良性业务生态，提高经营效能，构建核心竞争力壁垒，并最终在市场竞争中持续领航。

图表19： 中金公司各业务条线收入排名及市场占有率（2019 年）

	排名	市占率
证券经纪业务收入	10	3.20%
投资银行业务收入	3	6.00%
资产管理业务收入	12	3.20%
融资类业务利息收入	15	1.92%
证券投资收入	11	3.26%

资料来源：证券业协会，华泰证券研究所

## 投资银行：全领域业务领跑，国际业务布局前瞻

深耕境内优质客群，夯实业务协同根基。中金投资银行的核心竞争力来自于多年深耕形成的专业实力，高端和新经济客群的扎实基础，叠加融合外资优质管理基因及人才梯队的底层支撑，并通过稳健的海外布局拓宽业务边界。目前，中金的投资银行业务中各业务线条均处于行业领先地位，2019 年，中金公司投行业务收入排名行业第 3，市占率达 6%；其中股票主承销佣金排名行业第 2，市占率 10.01%，领先优势突出。从承销规模看，2019-20H1，中金境内 IPO 承销规模 647 亿元，市占率 16.5%，排名第一；再融资承销规模 596 亿元，市占率 3.3%，排名第四；债券承销规模 8067 亿元，市占率 6.7%，排名第三；2019 年中资并购市场市占率 13.9%，排名第一。并且，投行的领先优势也夯实中金业务协同基础，投行可向财富管理输出优质客户，向资产管理、投资管理输出优质项目，打造全产业链业务协同机制。

图表20： 中金公司投资银行及细分业务收入排名及市占率（2019）

	排名	市占率
投资银行业务收入	3	6.00%
股票主承销佣金收入	2	10.01%
债券主承销佣金收入	7	3.94%
财务顾问业务收入	2	5.82%
投资咨询业务收入	5	6.09%

资料来源：证券业协会，华泰证券研究所



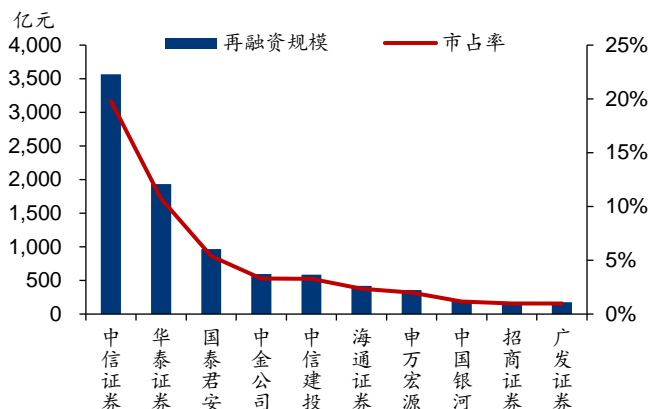
图表21: 2019-20H1 大型券商境内 IPO 融资承销规模及市占率



注：公司 IPO 规模数据来源于公司公告，行业整体 IPO 规模数据来源于 Wind

资料来源：公司公告，招股说明书，Wind，华泰证券研究所

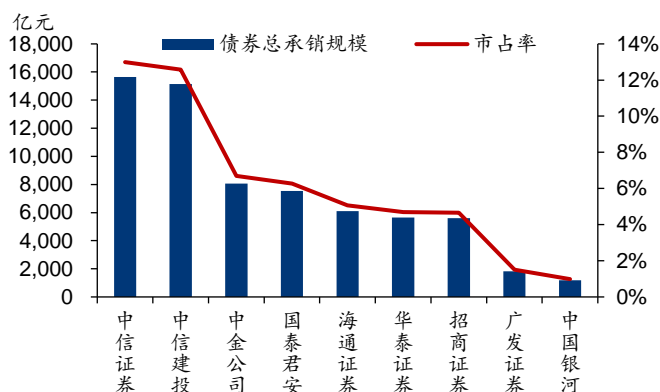
图表22: 2019-20H1 大型券商境内再融资承销规模及市占率



注：公司再融资规模数据来源于公司公告，行业整体再融资规模数据来源于 Wind

资料来源：Wind，招股说明书，华泰证券研究所

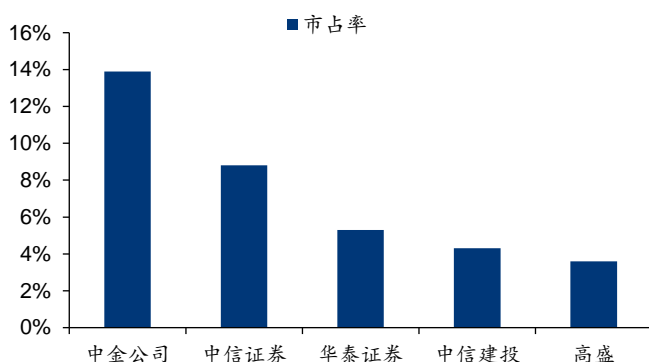
图表23: 2019-20H1 大型券商境内债券承销规模及市占率



注：公司债承销规模数据来源于公司公告，行业整体债承销规模数据来源于 Wind

资料来源：Wind，招股说明书，华泰证券研究所

图表24: 2019 年中资并购市场市占率



资料来源：公司公告，招股说明书，华泰证券研究所

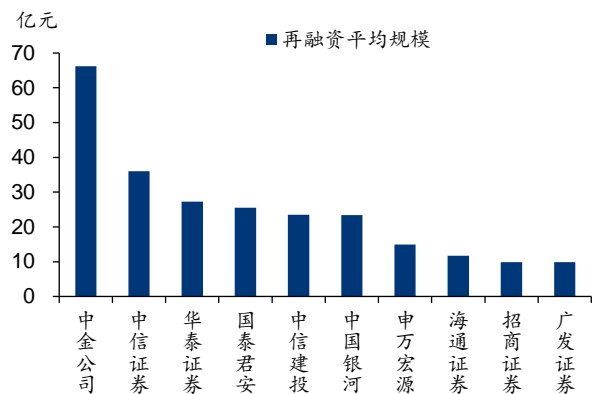
**依托资源优势深耕大型客户，完成多个里程碑式项目。**中金投行拥有辉煌的历史，由多位核心灵魂人物引领，在相当长的一段时期内，主导着境内外大多数大型 IPO 项目，其中客户包括中石油、中石化、工商银行、中国联通等国有企业。伴随大型国企资源的逐步挖掘和 2009 年创业板落地，叠加同业通过资本市场融资提升综合实力，以大客户为核心战略的中金在投行竞争中有所承压。近年来伴随资本市场创新改革深化，公司凭借专业化实力、大客户优势和新经济领域的率先布局，投行优势再现光辉，在新经济领域完成多个里程碑式的融资项目，如 2018 年参与工业富联 A 股 IPO、小米集团港股 IPO，2019 年作为牵头联席保荐人、联席全球协调人等，主导阿里巴巴 129 亿美元港交所二次上市；2020 年作为联席保荐人和主承销商，协助中芯国际完成科创板上市，是目前科创板融资规模最大的项目。目前正作为主承销商之一协助蚂蚁集团科创板上市，以上均为新经济领域里程碑式的项目。从单均承销规模来看，2019-20H1 中金 IPO 单均规模 36 亿元，再融资单均规模 66 亿元，显著领跑行业，表明公司在大型项目上具有较强的竞争优势。

图表25： 2019-20H1 大型券商境内 IPO 融资平均承销规模



资料来源：公司公告，招股说明书，Wind，华泰证券研究所

图表26： 2019-20H1 大型券商境内再融资平均承销规模



资料来源：公司公告，招股说明书，Wind，华泰证券研究所

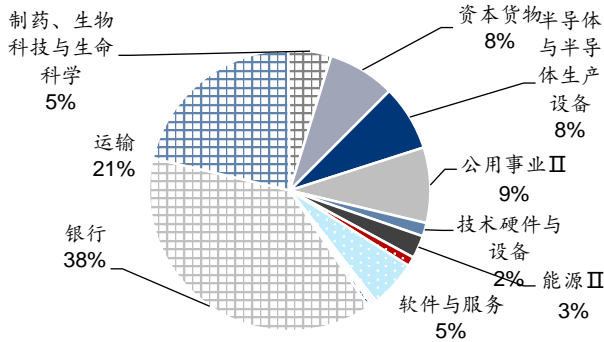
图表27： 中金部分特色 IPO 项目一览（部分）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

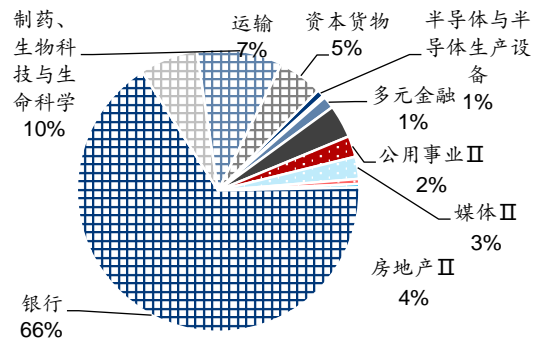
多元化行业布局，新经济领域战略部署前瞻，客群基础优质扎实。中金持续推进业务多元化布局，扩张客群基础，在金融、能源、军工、交运、建筑和消费等传统领域持续保持领先优势，并在新兴行业进一步积累竞争力。从组织架构来看，中金设有专注于新经济领域的成长企业投行部，广泛覆盖，在 TMT、医疗健康、高端制造等新兴行业的战略部署前瞻，品牌优势突出，科创板业务表现优异。从 2019-20H1 中金股权融资规模的行业分布来看，除银行业占比较高外，半导体行业占境内 IPO 融资规模 8%，生物科技占境内再融资规模 5%。大型企业叠加新经济领域的客群优势，赋予公司投行业务持续的成长动能。

图表28： 2019-20H1 中金境内 IPO 融资规模行业分布



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表29： 中金 2019-20H1 境内再融资规模行业分布



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**国际化布局持续开拓。**中金国际化业务布局领先，投行业务在香港地区、美国 IPO、并购、债券承销等市场均具有领先优势，并多次主导大型境外股权融资项目。在地域分布上，中金海外投行业务主要集中在香港地区和美国市场，兼顾新加坡、德国、英国等国。2019 年中金全球股本融资承销市占率 10%，排名第一；中资发行人投资级美元债承销市占率 2.6%，排名中资券商第一。未来，公司还会持续拓展和完善国际布局，提高和稳固投行业务的国际地位。

图表30： 中资全球股本融资承销与投资级美元债承销排名及市占率（2019 年）

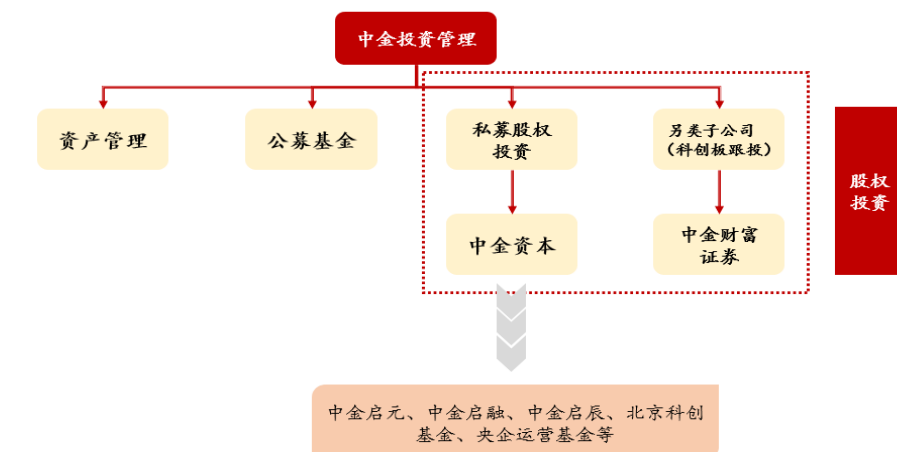
	中资全球股本融资承销排名	中资全球股本融资承销市占率	中资发行人投资级美元债承销排名（中资券商）	中资发行人投资级美元债承销市占率
第一	中金公司	10.0%	中金公司	2.6%
第二	中信证券	9.3%	海通证券	1.5%
第三	摩根士丹利	5.7%	国泰君安	1.0%
第四	瑞信	3.7%	华泰证券	0.8%
第五	高盛	3.7%	中信证券	0.7%

资料来源：公司公告，招股说明书，华泰证券研究所

### 投资管理：规模化成效显著，全产业链协同联动

中金投资管理业务主要包括私募股权投资、券商资产管理和公募基金。其中，私募股权投资管理规模逾 3000 亿元，具备强大的地区与产业覆盖能力，与公司全产业链构建协同机制。券商资管发挥主动管理能力优势，布局多元资管产品，规模稳步提升，截至 2019 年为 2869 亿元。中金基金目前规模仍较低，产品结构以债券型和货币型基金为主。

图表31： 中金投资管理业务架构



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

通过中金资本开展私募股权投资，母基金和直投资基金协同发展，构建强大的地区与产业覆盖能力。中金资本抓住时代浪潮，把握双创时期发展机遇实现规模快速成长，目前累计认缴规模逾 3000 亿元，主要结构可以拆分为：1) 约 1000 亿为母基金，包括最大的国家级 VC 母基金中金启元，由发改委、财政部和中金公司共同发起设立，总规模 400 亿元；地方龙头基金北京科创基金，由北京市政府发起设立并选聘中金资本为合作机构，总规模 300 亿元；2) 约 1500 亿为以新兴产业为主的直投资基金；3) 约 500 亿为基础设施和房地产相关领域的投资基金。从行业投向看，以中金启元为例，截至 2019 年 10 月，公司投资约 100 家基金、1400 多家企业，行业投向主要包括 TMT、医疗健康、大消费、先进制造、文娱等（根据中金公司在 2019 年中关村论坛上的介绍）。整体来看，中金构建母基金、引导基金和直投资基金协同的发展模式，对不同地域和产业的覆盖能力较强。

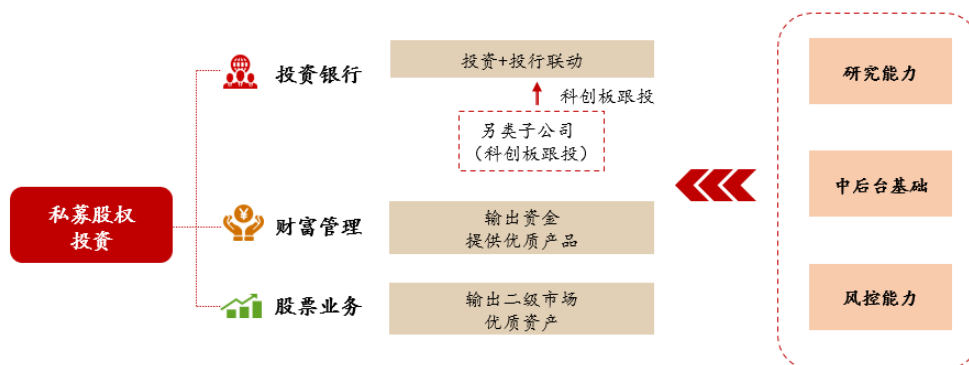
图表32： 中金公司私募股权平台主要结构



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

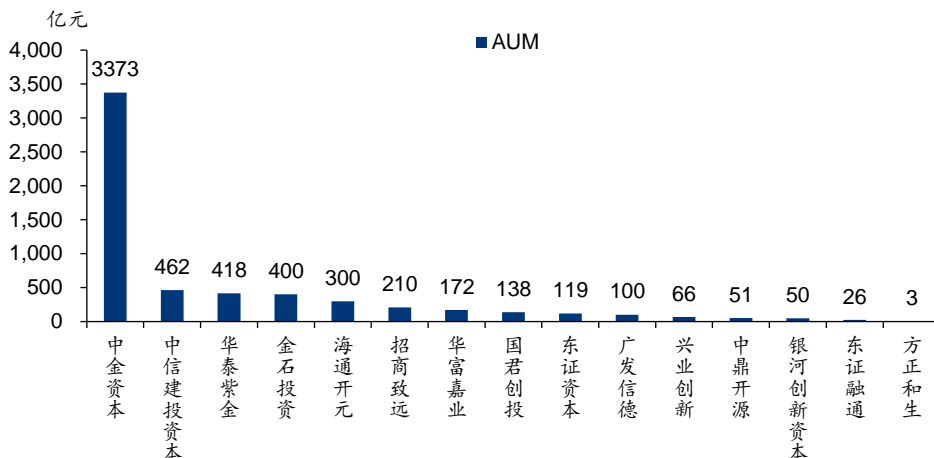
中金私募股权投资的核心竞争优势源于全产业链协同。1) 资金端，一方面，公司利用母公司优秀的信誉丰富募资渠道，设立与各级政府合作的地方引导/产业基金；另一方面，私募股权投资可为财富管理客户输送优质的资管产品，获得多元化的资金来源。截至 2019 年末，中金资本累计认缴管理规模达 3373 亿元，处于证券行业龙头地位并遥遥领先；2) 投资端，寻求与投行、研究、销售交易等前台部门协同，在被投企业发展前期提供并购、融资支持、上市支持，并通过建立统一的数据库进行管理，逐步构筑成熟的投资+投行模式，并通过中金财富证券实现科创板跟投，取得较高浮盈；3) 管理端，上市后提供持续交易支持和后续融资，并进一步协助境内外战略并购与合作。4) 此外，寻求与公司一流的研究能力、坚实的中后台基础、严格的风险管理等核心优势的协同，形成综合性竞争优势。

图表33： 中金私募股权投资业务与其他业务条线协同模式



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表34：券商私募股权投资公司管理规模对比

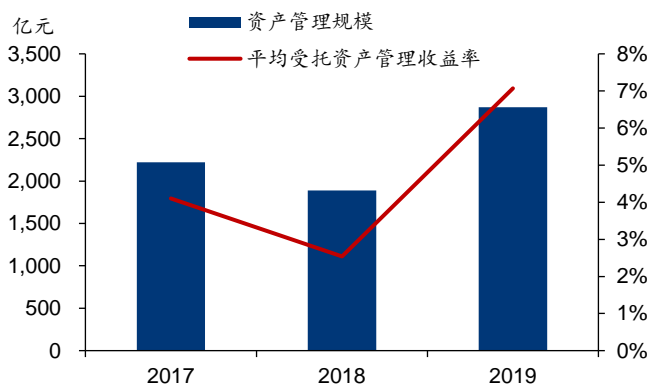


注：因数据缺失，金石投资、招商致远为 2018 年末数据，其余数据均截至 2019 年末。其中，海通开元为海通 PE 板块整体规模，华泰紫金为实缴规模，国君创投为累计投资项目金额，广发信德为近百亿元，中鼎开源为中鼎开源及其子公司管理规模，银河创新资本为募集规模，东证融通为对外投资余额。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

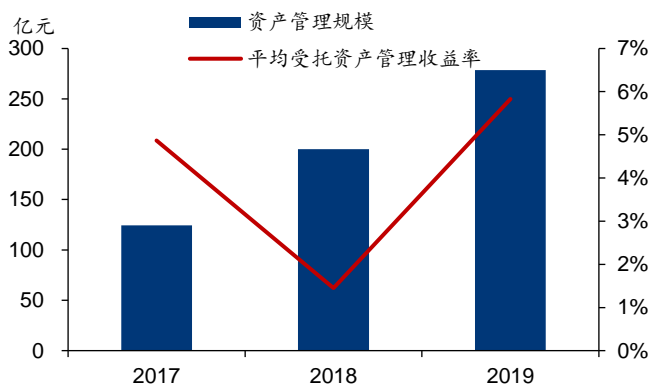
**券商资管发挥主动管理能力优势，布局多元资管产品，资管规模稳步提升。**中金基于主动管理能力优势，积极推进大集合产品转型，产品覆盖纯债、混合、股票、量化对冲多种类型，提升客户综合服务能力。资产管理规模稳步提升，截至 2019 年受托资产管理规模 2869 亿元，过去三年投资收益保持相对稳健。此外，中金通过中金基金开展公募基金业务，产品主要以债券型基金、货币市场型基金为主，但规模相对较小，截至 2019 年中金基金资产管理规模 279 亿元。

图表35：中金境内券商资产管理产品规模及收益率变化



资料来源：公司公告，招股说明书，华泰证券研究所

图表36：中金基金管理规模与收益率变化



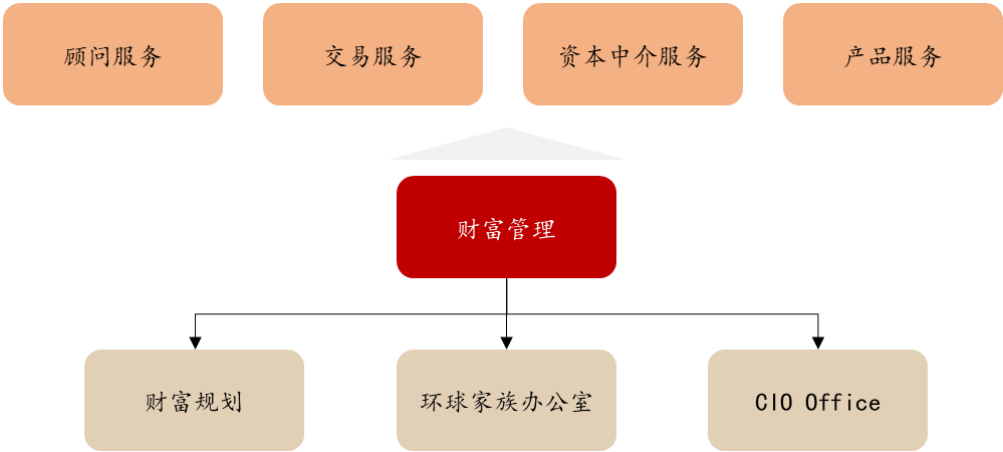
资料来源：公司公告，招股说明书，华泰证券研究所

### 财富管理：深耕高净值客户，金融科技覆盖长尾

**提供分层次的财富管理服务，全方位满足客户需求，实现客户价值的深度挖掘。**从整体架构看，中金的财富管理业务分为针对家庭的财富规划、针对民营企业家族的环球家族办公室，为其提供包括顾问、交易、资本中介、金融产品等服务，同时设有深耕买方研究领域的 CIO Office。分层次的财富管理架构、扎实的大类资产配置研究，赋予其满足客户境内资产保值增值和海外大类资产配置等全方位需求的能力。一方面，能够提升中金财富管理能够触达的潜在客群；另一方面，通过完备的产品线、综合金融生态的布局、优质的客户服务体系，充分满足不同客户的差异化风险收益偏好需求，进而实现客户价值的深度挖掘，构建财富管理业务新生态。此外，中金还通过金融科技切入长尾客户，助力零售客户财富管理转型。

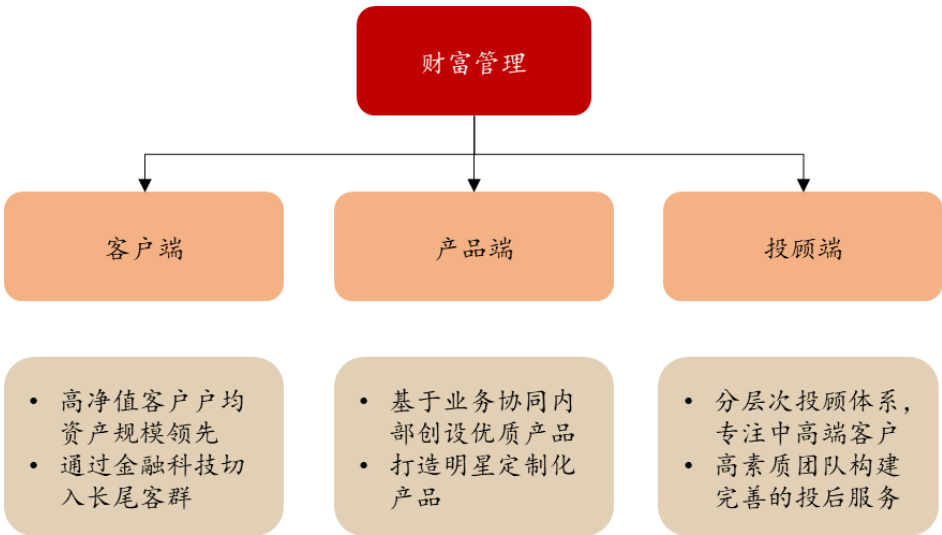


图表37： 中金财富管理业务架构



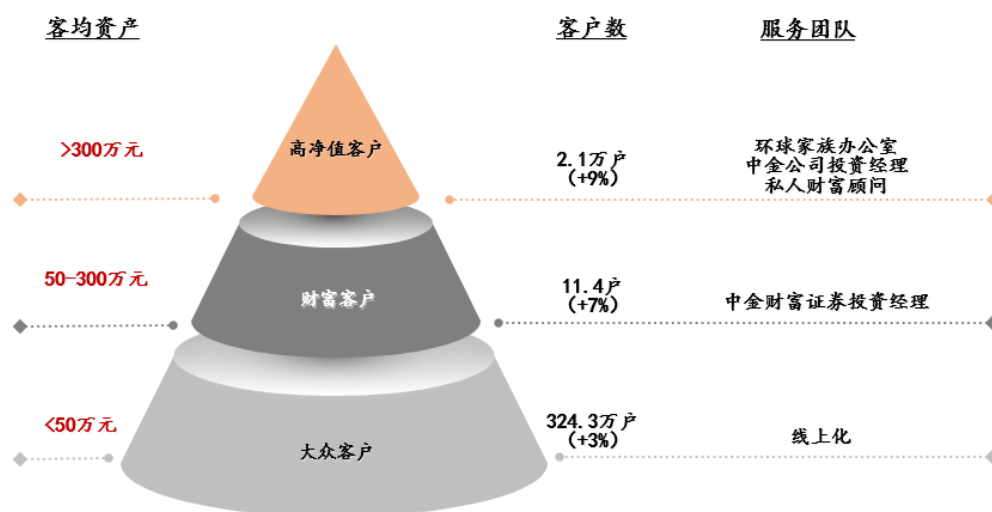
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表38： 中金财富管理核心优势解析



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表39： 2020H1 末中金公司财富管理分层结构



注 1：客户数按账户数统计，未扣除一人多户情况；除大众客户、财富客户和高净值客户外，还包括企业客户及其他客户类型

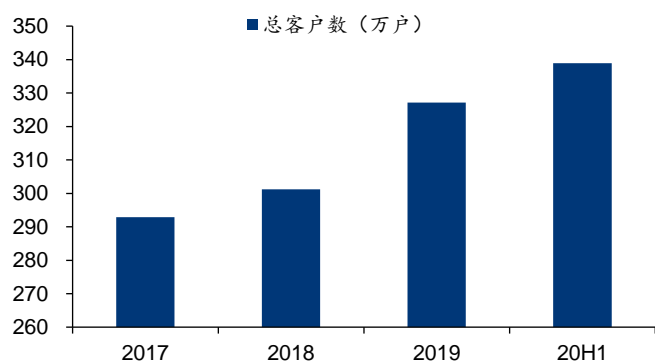
注 2：客户数变化率为 2020H1 末较 2019 年末客户数增速

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**专注中高端客群，深耕客户经营。**中金自 2007 年率先探索财富管理业务，目前已成为国内券商财富管理业务典范。高端化为中金财富管理经营的核心战略，一方面，对投资顾问分层管理，投资经理及私人财富顾问重点服务高净值客户，中金财富证券经理重点服务财富客户。截至 2019 年末，财富管理投顾共 1941 人，其中私人财富顾问 149 人，近年来保持高速增长，高端客户的持续拓展为业务增长提供动能。另一方面，底层支持完善，下设研究部门，专门对接财富管理客户。从考核机制看，财富管理考核更偏向于 AUM，弱化交易类考核指标。

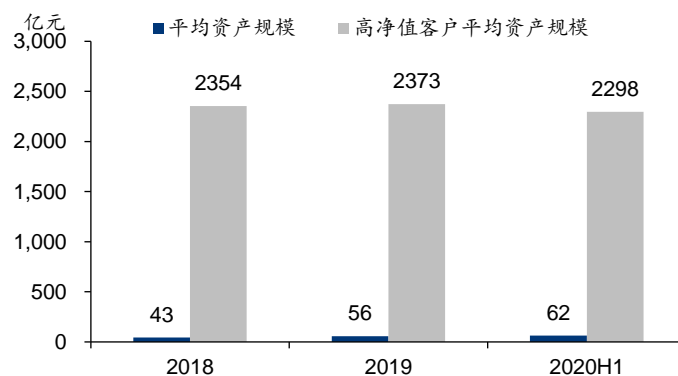
领先的客户经营体系带来高净值客户数量和管理规模的持续提升。截至 20H1，公司财富管理客户数 339 万户，其中高净值客户 2.1 万户，占比 0.62%；管理资产总规模 2.1 万亿元，其中高净值个人客户资产约 4838 亿元，占比 23%，高净值户均资产约 2298 万元，仅落后于招行私行户均资产，体现公司财富管理具备优质的高端客群。从佣金率看，中金境内交易服务平均佣金率相对行业保持稳定的溢价。稳健发展的财富管理业务为公司提供稳定的收入贡献，是未来盈利的重要驱动。

图表40： 中金财富管理总客户数变化



资料来源：公司公告，招股说明书，华泰证券研究所

图表41： 中金财富管理客户整体平均与高净值客户平均资产规模



注：未扣除一人多户情况，高净值客户指资产 300 万以上；财富客户指 50-300 万，大众客户指 50 万以下。

资料来源：公司公告，招股说明书，华泰证券研究所

图表42： 中金与同业财富管理客户数量与资产规模对比（截至 20H1）

	中金公司	中信证券	海通证券
客户数（万户）	339	1034	1246
客户资产规模（万亿元）	2.1	6.7	2.1
客户人均资产	61.8	64.8	16.5

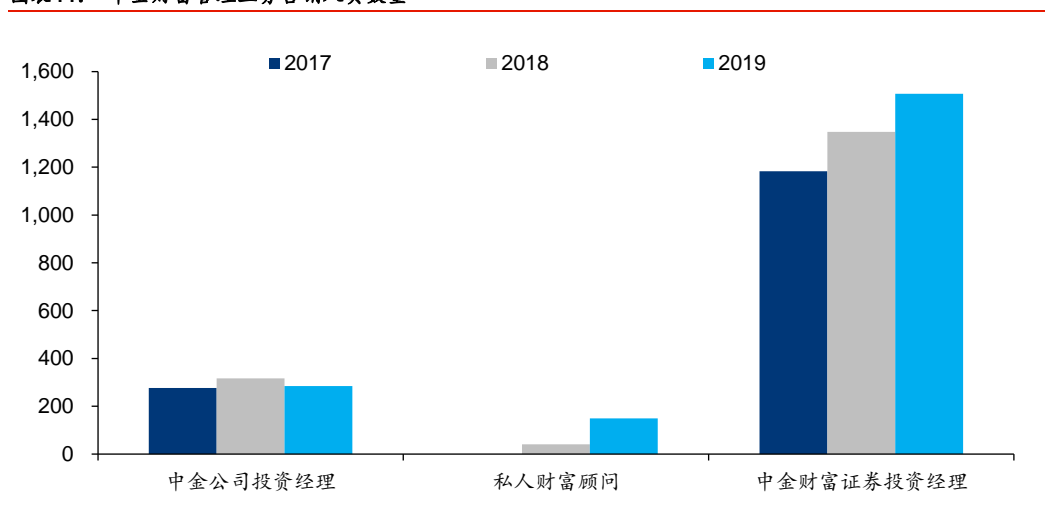
资料来源：公司公告，招股说明书，华泰证券研究所

图表43： 中金高净值客户与银行私行客户人均资产规模对比（截至 20H1）

	中金公司	招商银行	工商银行	平安银行	建设银行
私人银行/高净值客户数（万户）	2.1	9.1	10.6	5.1	15.4
私人银行/高净值客户总资产（亿元）	4838	24974	18299	9231	16743
私人银行/高净值客户人均资产（万元）	2298	2743	1732	1806	1088

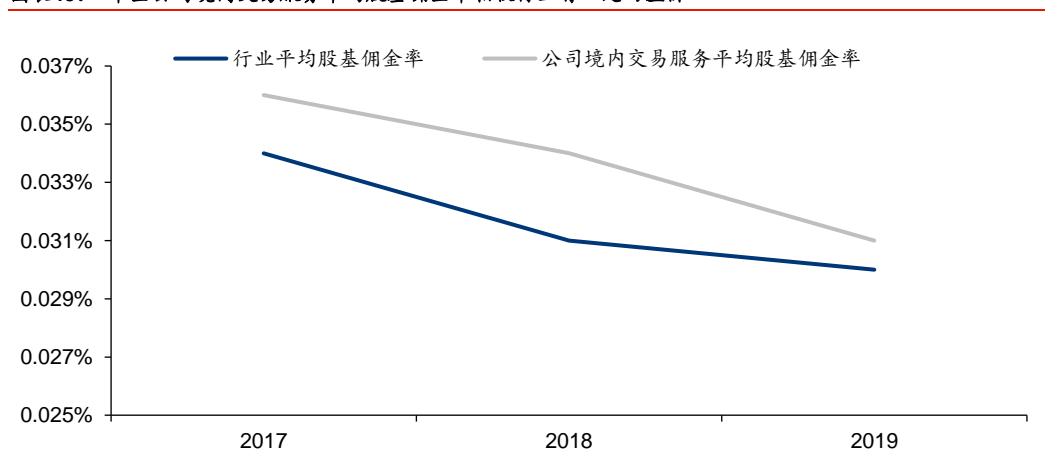
资料来源：公司公告，招股说明书，华泰证券研究所

图表44： 中金财富管理业务营销人员数量



资料来源：公司公告，招股说明书，华泰证券研究所

图表45： 中金公司境内交易服务平均股基佣金率相较行业有一定的溢价



资料来源：公司公告，招股说明书，华泰证券研究所

通过金融科技切入长尾客户，提供差异化财富管理解决方案，助力财富管理转型。中金客户经营体系逐渐呈现分层次态势。对于长尾用户，一方面，打造优质的线上互联网平台，耕耘客户线上化需求，提升零售业务能力。根据易观统计数据，2019 年，证券公司 APP 中，掌中投日均活跃用户规模约 69 万，排名第 15 位，处于行业较优水平。另一方面，通过切入互联网巨头理财流量入口，基于公司强大的理财产品开发能力，结合数据分析精准定位，为其提供差异化的财富管理解决方案，助力财富管理业务转型。中金 2018 年引入腾讯作为战略投资者，2020 年 9 月与腾讯数码合资成立的技术公司金腾科技开业，通过场景驱动金融科技发展，推动中台战略落地与数字化转型。2019 年引入阿里巴巴作为股东，合作探索金融云、大数据等领域，拓宽复杂金融产品的边界，助力财富管理转型。

依托自有业务优势输出优质服务，匹配客户差异化风险收益偏好特征。从产品线结构看，涵盖现金管理、权益基金、固定收益、证券产品、另类投资等，多层次的产品梯队匹配客户差异化的风险收益偏好特征。如现金管理产品横跨 1 天至半年的投资周期，提供 1-4% 不等的年化收益率；净值类产品包括股票多头、CTA、宏观对冲、股票多空、FOF 等多策略，以过去一年的业绩衡量，大部分产品能够跑赢指数基准，且夏普比率表现优异。从产品来源看，不同于传统的财富管理业务的产品代销和投顾，中金依托自有业务优势创设金融产品，实现深度协同，约半数均为自有产品，供给方包括股票业务部、FICC 和 PE 等部门，并与经纪、投行、资管等业务条线形成广泛的交叉销售。

打造明星定制产品，通过高素质投顾团队构建完善的投后服务。中金致力于打造明星产品，推出“中国 50”私享专户计划，基于高素质的投顾团队优势，为客户定制独特的大类资产配置计划。在底层资产上，计划覆盖市场上各类型策略（如成长/价值/均衡/Smart Beta/纯债等）的头部基金，定期强制淘汰 10% 的产品，以达到优胜劣汰的效用，保持底层资产的优质性。并且在服务端提供完备的投后服务，客户可根据投资偏好变化适当调整资产配置结构。2020 年 9 月，中金率先推出专注于公募基金的买方投顾产品“A+基金投顾”，针对不同投资场景提供差异化资产配置方案，模式上不收取基金申购费，根据账户资产规模收取固定比例的投顾费，同时提供优质投资顾问服务。我们认为中金财富管理的优势在于不断扩张、质态优良的投顾团队，和优异的产品构建能力，未来将持续打造业务护城河，成为券商财富管理业务的典范。

图表46： 中金主要财富管理产品种类与特色产品

产品种类	主要类型
现金管理类	交易所国债逆回购、中金报价式回购、货币市场基金、银行理财、短期信托产品
固定收益类	信托计划、债券基金、其他类别的固定收益产品
权益投资类	股票公募基金、股票私募基金和其他投资于权益资产的金融产品
另类投资类	对冲基金：包括股票多空、量化对冲、相对价值、全球宏观、管理期货、事件驱动；私募股权：包括私募股权基金、创业投资基金、地产基金
海外产品类	海外公募基金、私募基金

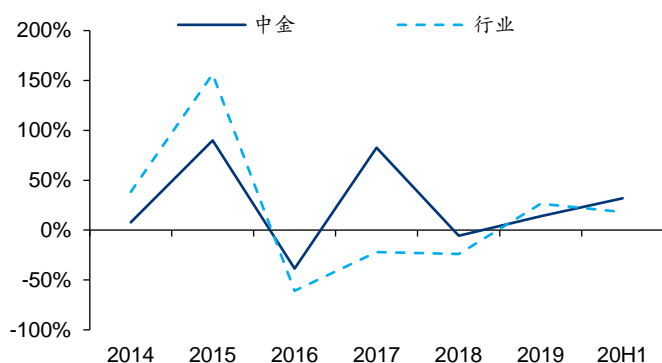
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 股票业务：衍生品领跑行业，机构客户特色明晰

深耕全球高端机构客户，国际化布局降低经纪业务收入波动。中金股票业务扎根中国，布局全球，深耕境内外优质客群网络，互联互通业务份额名列前茅。2019 年沪股通和深股通市占率分别为 19%、12.7%，保持持续领先。2019 年股票业务境外收入贡献占比 57%，均衡的收入区域分布结构有效提升公司盈利的稳定性。2014-20H1 中金经纪业务收入同比增速波动性显著低于行业（2017 年高于行业系收购中投证券所致），主要系中金股票业务国际化布局全面，不同市场间的差异化表现一定程度上熨平股票业务的周期性。

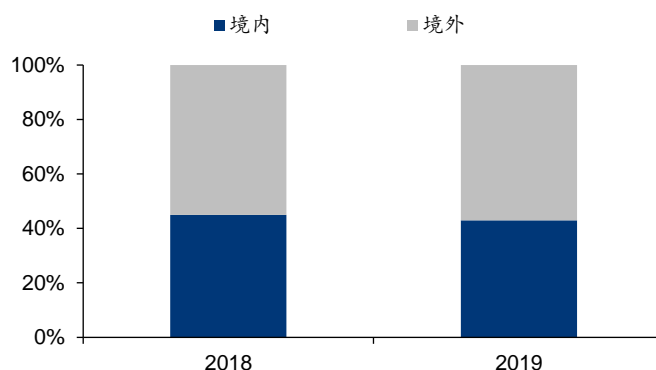
境内业务客户客群优质，保持较为稳定的费率溢价。一方面，机构客户基础扎实，截至 2019 年公司股票业务拥有逾 6000 名机构客户，2019 年代理机构客户买卖证券交易额占代理全部客户买卖证券交易额比例 75.6%，行业排名第 8。另一方面，公司交易佣金费率溢价明显，在行业过去五年的佣金率下行趋势中，中金境内机构交易服务股基佣金率相对行业平均始终保持着 13-21bps 的溢价，体现出较强的客户经营能力。

图表47： 中金股票业务收入结构



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

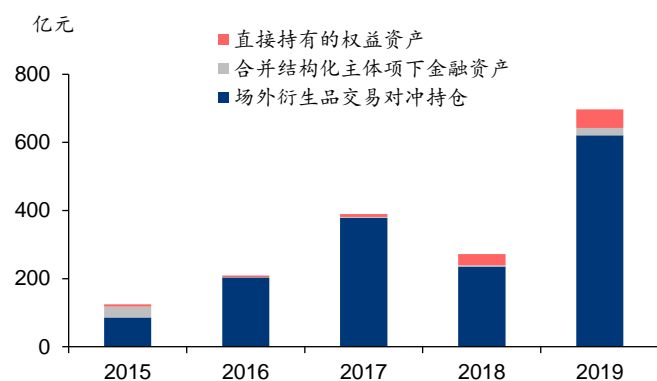
图表48： 中金股票业务境内外收入结构



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

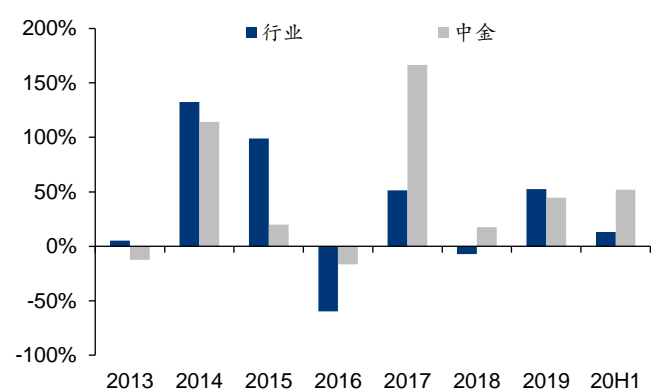
**客需业务为主，风险控制能力强，彰显一流资产负债表运用能力。**与典型的券商自营投资不同，中金的权益类金融资产主要用于产品创设和代客交易，不承担方向性风险。截至2019年，中金交易性权益类金融资产697亿元，其中场外衍生品交易对冲持仓股票占比为89.1%，2016-2018年分别为97.2%、97.1%、86.7%，稳定在较高比例，未完全对冲主要系部分衍生品仓位分散化不足，余留少量敞口。在代客为主的业务背景下，中金整体投资回报稳健。从历史投资类业务收入同比变化、以及与行业对比来看，中金的投资收益波动较小，特别是在权益市场表现欠佳的年份，如2016、2018年，行业整体投资类收入分别同比-59.8%、-7.1%，而中金同期分别录得-16.7%、+17.5%。在杠杆率抬升的同时，中金保持着稳健的风险管控水平，近年来未发生显著的风险事件，被纳入首批并表监管试点范围也侧面反映公司出色的资产负债表运用能力。

图表49： 中金交易性权益金融资产持仓目的分类



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表50： 中金自营业务收入同比变化与行业整体对比

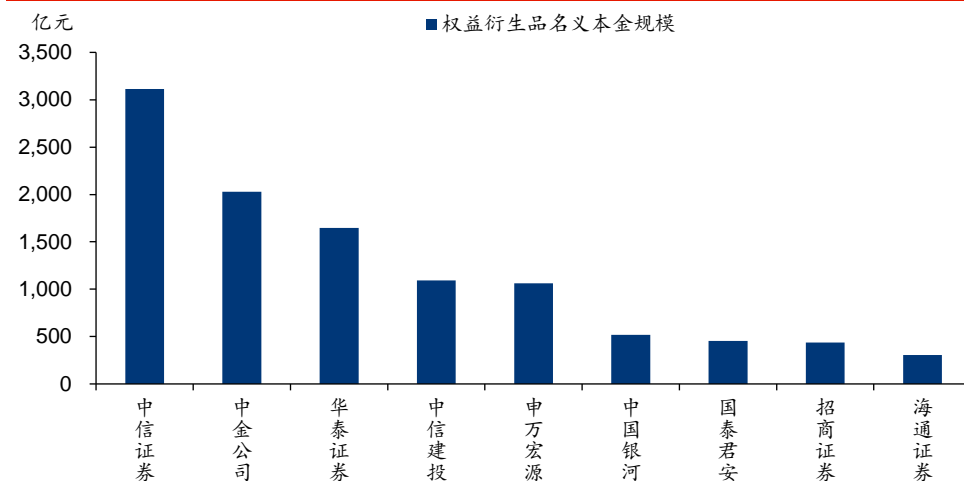


资料来源：公司公告，证券业协会，华泰证券研究所

**权益类衍生品规模领先，有望领跑。**场外衍生品集中度较高，中金公司目前已形成较强的规模效应，培育了领先的风控能力，在衍生品市场上持续领跑。从权益类衍生工具名义本金看，截至20H1中金规模达2030亿元，仅次于中信证券。从场外衍生品存续交易规模看，中金的业务以互换产品为主，2020年1-7M月度新增场外互换名义本金稳居前三。此外，中金还持续拓展潜在客群和推进产品创新，未来有望持续积累竞争优势。



图表51: 中金及其他券商权益衍生工具名义本金对比 (截至 20H1)



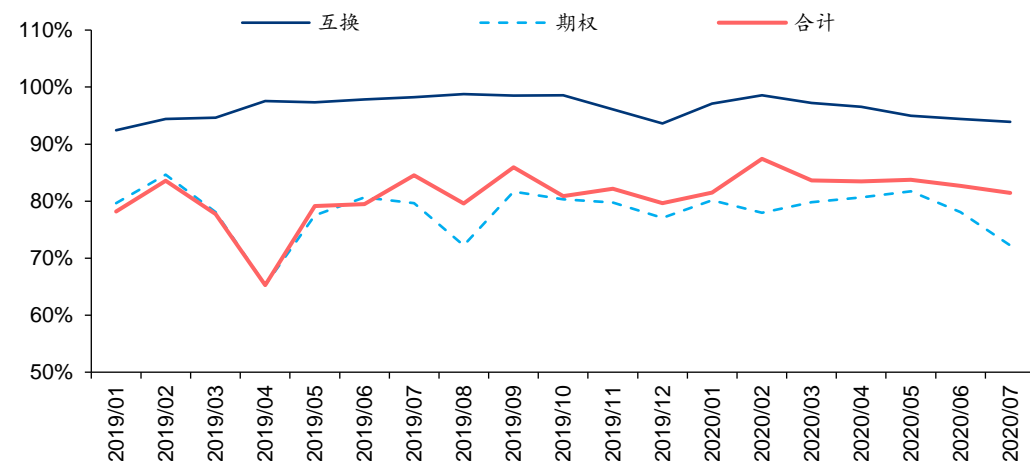
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表52: 2020 年场外互换衍生品月度新增名义本金排名 (亿元)

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月
	证券公司 新增名义本金	证券公司 新增名义本金	证券公司 新增名义本金	证券公司 新增名义本金	证券公司 新增名义本金	证券公司 新增名义本金	证券公司 新增名义本金
第一名	华泰证券 440	华泰证券 662	华泰证券 921	华泰证券 782	华泰证券 677	华泰证券 748	华泰证券 1330
第二名	中信证券 150	中信证券 199	中信证券 490	中信证券 350	中信证券 301	中信证券 376	中信证券 577
第三名	中金公司 142	中金公司 118	中金公司 172	中金公司 122	中金公司 99	中金公司 158	中金公司 265
第四名	国泰君安 27	国泰君安 62	国泰君安 39	国泰君安 14	国泰君安 96	国泰君安 101	国泰君安 59
第五名	平安证券 10	中信建投 7	中信建投 22	浙商证券 13	中信建投 17	中信建投 18	中信建投 52

资料来源: 证券业协会, 华泰证券研究所

图表53: 证券公司场外衍生品新增交易 CR5



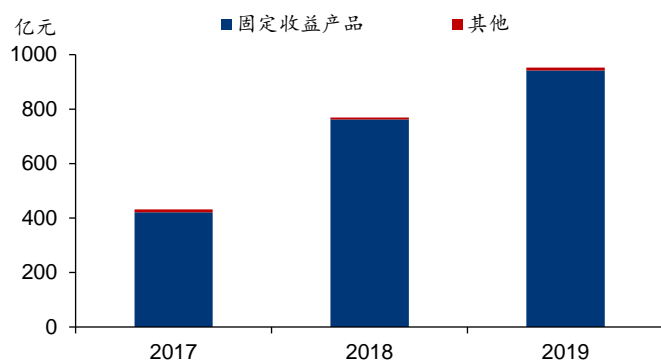
资料来源: 证券业协会, 华泰证券研究所

## 固定收益：全方位综合布局，投资收益保持稳健

**FICC 业务中自营与代客业务较为均衡，杠杆率领先行业。**中金固定收益业务涵盖交易及自营投资、产品结构化设计、固定收益销售、咨询等，并在销售、交易、研究等方面保持领先优势，全面覆盖优质中资债券投资者，与大型银行、资产管理公司和头部基金公司保持密切合作关系；广泛覆盖可交易的固定收益产品种类，同时是二级市场最为活跃的做市商之一，可对投资级债券、高收益债提供双边做市商报价。截至 20H1，公司“自营非权益证券及其衍生品/净资本”达 362%，在行业中排名第三，资产负债表运用能力突出。

**投资收益稳健，为固收业务核心收入贡献，并持续探索特色创新业务。**中金自营投资业务主要包括一般的自营业务和创新金融产品，两者在资产负债表上的科目类似，但从风险敞口和收入模式来看差异较大。截至 2019 年公司固定收益自营业务持仓规模 952 亿元，整体来看中金 FICC 投资策略较为稳健，波动率相对较低，在 2017 年行业投资普遍较差的时期实现了逾 300bps 的超额收益。此外，中金注重创新业务发展，如使用资产负债表承接投行发行的 ABS，后续为财富管理客户输出产品或保留仓位并承担风险敞口。从收入贡献看，投资收益是固定收益业务最主要的贡献，2017-2019 年中金分别实现投资收益收入 14、27、33 亿元，占总收入比例为 77%、62%、59%。受客需业务发展驱动，手续费及佣金收入分别实现 2.4、4.9、9.5 亿元，保持较快增长。

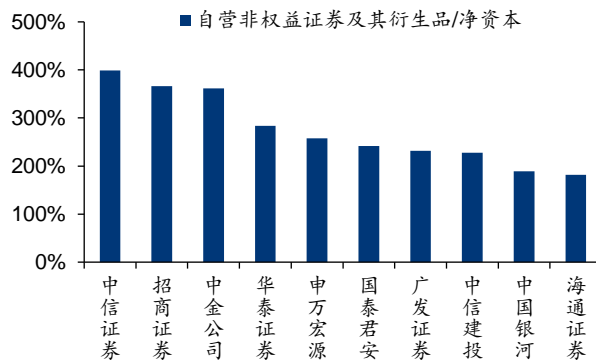
图表54： 中金固定收益业务自营持仓规模



注：固定收益产品主要包含债券、ABS 及结构化产品等；其他主要包括理财产品及基金等。

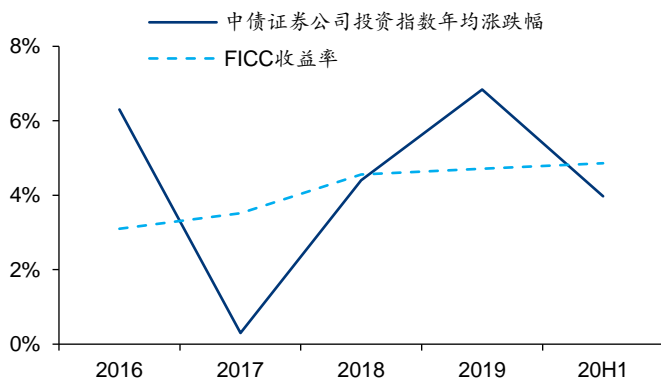
资料来源：公司公告，招股说明书，华泰证券研究所

图表55： 20H1 末中金及可比公司自营非权益证券及其衍生品/净资本



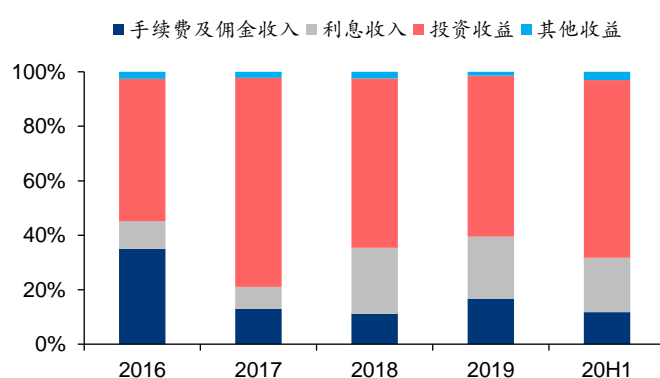
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表56： 中金 FICC 投资收益率与中债证券公司投资指数年涨跌幅对比



资料来源：公司公告，招股说明书，Wind，华泰证券研究所

图表57： 中金固定收益业务收入结构



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

## 预测上市后合理股价 36.70 元

此次中金公司在 A 股拟发行不超过 458,589,000 股,不超过本次发行上市后总股本 9.5%。公司将利用募集资金进一步加强在金融科技、国际化等战略领域的投入,并适时把握战略性并购机会。我们预计,资本金到位后中金公司将打开业务空间,实现业绩新增长。根据当前证券市场的发展趋势,我们对中金公司 2020-2022 年业绩进行预测,分别作出以下主要假设(我们根据业务实质将中金的业务按照传统券商业务进行划分,因此和公司实际的业务分部略有不同):

1、经纪业务(对应公司财富管理业务和股票业务中部分业务)。综合考虑当前市场交投活跃,增量资金持续入场,我们假设 2020-2022 年市场股票基金日均交易量分别为 13000 亿元、13000 亿元和 13000 亿元。公司股基市场份额稳步提升,假设公司 2020-2022 年零售交易市占率 2.00%、2.05%、2.10%,机构交易市占率为 0.67%、0.68%、0.69%。2020-2022 年佣金率保持相对稳定,零售客户为 0.028%、0.028%、0.028%,机构客户为 0.039%、0.039%、0.039%。

2、投行业务(对应公司投资银行业务)。公司投行业务优势明晰,我们认为伴随注册制改革、再融资政策放宽等政策稳步推进,未来业务规模有望进一步增长。假设 2020-2022 年公司境内 IPO 业务规模 1083、866、909 亿元,再融资承销规模 353、406、426 亿元,债券承销规模 5400、5508、5618 亿元;境外 IPO 承销规模 588、294、324 亿元,再融资承销规模 164、181、199 亿元,债券承销规模 480、528、581 亿元。

3、投资业务(对应公司固定收益业务和股票业务中部分业务)。考虑到公司 A 股上市后资本金得到扩充,金融资产投资规模有望稳步提升。假设 2020-2022 年固定收益类投资规模分别为 1349、1618、1942 亿元,权益类投资规模为 906、1087、1305 亿元。

4、投资管理业务(对应公司投资管理业务):公司私募股权投资业务实现全产业链协同联动,预计 2020-2022 年私募股权投资累计认缴管理规模 3710、4081、4490 亿元。公司债券资管产品条线丰富,预计管理规模稳步提升,2020-2022 年定向资管管理规模 2203、2423、2665 亿元,专项资管规模 1060、1064、1068 亿元,集合资管规模 403、444、488 亿元。

5、资本中介业务(对应公司财富管理部分业务):目前市场风险偏好上行,假设 2020-2022 年融资融券业务市场总规模分别为 1.58 万亿、1.66 万亿和 1.74 万亿元。2019 年公司两融业务市占率为 2.08%,考虑到公司 A 股上市募集资金到位后业务规模有望提升,假设 2020-2022 年业务市场份额分别为 2.13%、2.18%和 2.23%。公司对股票质押业务持谨慎态度,我们认为未来业务规模将维持低位。

6、管理费率及有效税率:公司管理费率在大型券商中属于较高水平,我们认为未来管理费用支出将维持基本稳定,且随着收入逐渐增加,管理费所占比重有望下降。假设公司 2020-2022 年管理费率分别为 61%、60%和 60%。参考历史情况,假设公司 2020-2022 年有效税率分别为 20%、20%、20%。

图表58：中金公司盈利预测假设

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经纪业务</b>					
日均股基交易额（亿元）	8,045	10,930	13,000	13,000	13,000
公司境内股票基金零售市场份额	1.79%	1.82%	2.00%	2.05%	2.10%
公司境内股票基金机构市场份额	0.77%	0.61%	0.67%	0.68%	0.69%
境内零售佣金率	0.034%	0.031%	0.028%	0.028%	0.028%
境内机构佣金率	0.050%	0.043%	0.039%	0.039%	0.039%
<b>投行业务</b>					
境内 IPO 承销金额（亿元）	371	601	1083	866	909
境内再融资承销金额（亿元）	140	88	353	406	426
境内债券承销金额（亿元）	3816	5294	5400	5508	5618
境外 IPO 承销规模（亿元）	170	327	588	294	324
境外再融资承销规模（亿元）	131	82	164	181	199
境外债券承销金额（亿元）	243	400	480	528	581
境内外财务顾问收入（亿元）	6	7	8	8	8
<b>投资业务</b>					
权益类投资规模（亿元）	272	697	906	1087	1305
固定收益类规模（亿元）	1036	1051	1349	1618	1942
权益类投资收益率	3.04%	5.68%	5.12%	5.63%	5.63%
固收类投资收益率	5.04%	4.01%	3.41%	4.09%	4.71%
<b>投资管理业务</b>					
<b>券商资管</b>					
集合资管规模（亿元）	247	367	403	444	488
定向资管规模（亿元）	1844	2003	2203	2423	2665
专项资管规模（亿元）	964	1056	1060	1064	1068
集合管理费率	0.40%	0.39%	0.39%	0.39%	0.39%
定向管理费率	0.21%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%
专项资管费率	0.17%	0.17%	0.17%	0.17%	0.17%
<b>私募股权投资</b>					
私募股权投资累计认缴管理规模（亿元）	2978	3373	3710	4081	4490
<b>资本中介业务</b>					
融资融券市场规模（亿元）	7557	10193	15799	16589	17418
公司两融市场占比	2.13%	2.08%	2.13%	2.18%	2.23%
<b>指标项目</b>					
管理费率	65%	63%	61%	60%	60%
有效税率	19%	20%	20%	20%	20%

注：权益类投资规模为交易性金融资产-股票/股权，固定收益类投资规模为交易性金融资产-债券+其他债券投资。投资收益率数据为测算得到

资料来源：公司公告，招股说明书，华泰证券研究所

预计 2020-2022 年归属母公司净利润分别 65.20 亿元、80.10 亿元和 93.33 亿元，同比分别+54%、+23%和+17%。2020-2022 年摊薄后 EPS 分别为 1.35 元、1.66 元和 1.93 元。假设分红比例为 12%，考虑此次募集资金对净资本的扩充，则 2020-2022 年摊薄 BPS 分别为 14.68 元、16.15 元和 17.86 元。

图表59：中金公司盈利预测

(单位: 百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
一、营业收入	12,914	15,755	21,332	25,550	29,768
手续费及佣金净收入	7,952	9,547	11,769	12,767	13,584
经纪业务手续费净收入	2,617	2,979	3,687	3,690	3,693
投资银行业务手续费净收入	3,171	4,248	5,196	5,773	6,112
资产管理业务手续费净收入	618	754	814	880	952
利息净收入	-284	-1,095	-781	-1,008	-1,085
投资净收益	3,717	9,784	12,550	16,716	20,855
其中: 对联营企业和合营企业的投	119	60	100	110	120
资收益					
公允价值变动净收益	943	-2,765	-2,896	-3,858	-4,813
汇兑净收益	435	128	415	530	648
其他收益	116	135	236	353	519
其他业务收入	36	22	39	49	60
二、营业支出	8,489	10,186	13,067	15,396	17,937
税金及附加	72	84	114	137	159
管理费用	8,342	9,939	13,012	15,330	17,861
减值损失	-74	-160	-64	-77	-89
其他业务成本	-74	-160	-64	-77	-89
三、营业利润	4,425	5,569	8,265	10,154	11,831
加: 营业外收入	5	6	5	5	5
减: 营业外支出	42	273	170	208	242
四、利润总额	4,387	5,302	8,099	9,951	11,594
减: 所得税	853	1,054	1,565	1,924	2,241
五、净利润	3,535	4,248	6,534	8,027	9,353
减: 少数股东损益	42	9	14	17	20
归属于母公司所有者的净利润	3,492	4,239	6,520	8,010	9,333
六、每股收益 (最新摊薄)	0.72	0.88	1.35	1.66	1.93

资料来源: 公司公告, 招股说明书, 华泰证券研究所

根据 Wind 一致预期, 2020 年大型券商 PB 平均值为 1.61 倍, PE 平均值为 18 倍。参考行业可比券商估值, 并考虑公司业务高附加值和成长性、以及新股性质, 给予公司估值溢价至 2020 年 PB 为 2.5 倍, 对应上市后合理股价 36.70 元, 对应 27 倍 2020PE。

图表60：A 股大型券商估值表

公司	代码	总市值 (亿元)	EPS (2020E)	BPS (2020E)	PE (2020E)	PB (2020E)
中信证券	600030 CH	3,645	1.32	13.90	23	2.23
招商证券	600999 CH	1,748	1.00	10.22	22	2.16
华泰证券	601688 CH	1,765	1.36	14.49	16	1.48
海通证券	600837 CH	1,628	0.79	11.01	19	1.35
国泰君安	601211 CH	1,523	1.18	15.66	16	1.19
广发证券	000776 CH	1,117	1.23	12.67	13	1.28
中位数					17	1.41
平均数					18	1.61

注: 市值数据按 2020 年 10 月 15 日收盘价计算, 2020 年估值为 Wind 一致预期

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### 风险提示

- 1、政策风险。证券行业各项业务开展均受到严格的政策规范, 未来政策的不确定性将影响行业改革转型进程及节奏。
- 2、市场波动风险。公司经纪、自营及资管业务与股市及债市环境高度相关, 市场持续低迷和波动将会影响证券公司业绩。
- 3、国际环境变化风险。公司境外业务占比较高, 未来国际环境的不确定性或将影响公司业务开展节奏。



## 免责声明

### 分析师声明

本人，沈娟、陶圣禹，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

## 美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

## 美国-重要监管披露

- 分析师沈娟、陶圣禹本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

## 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

### 行业评级

**增持：**预计行业股票指数超越基准

**中性：**预计行业股票指数基本与基准持平

**减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级

**买入：**预计股价超越基准 15% 以上

**增持：**预计股价超越基准 5%~15%

**持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

**卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上

**暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

**无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

#### 法律实体披露

**中国：**华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J  
**香港：**华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809  
**美国：**华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

#### 华泰证券股份有限公司

##### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

##### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

##### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/  
邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

##### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

#### 华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话：+852 3658 6000/传真：+852 2169 0770

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

#### 华泰证券（美国）有限公司

美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼（纽约 10001）

电话：+ 212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司