

强烈推荐-A (维持)

中信证券 600030.SH

目标估值: 19.3-19.3 元

当前股价: 16.39 元

2017 年 05 月 29 日

重识庐山真面目，龙头昂首再起航

基础数据

上证综指	3110
总股本(万股)	1211691
已上市流通股(万股)	981466
总市值(亿元)	1986
流通市值(亿元)	1609
每股净资产(MRQ)	12.0
ROE(TTM)	7.6
资产负债率	76.2%
主要股东	中国中信有限公司中
主要股东持股比例	16.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	-7	9
相对表现	1	-6	-5



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《中信证券(600030) 2017 年一季报点评—业绩强劲可持续, 估值修复可期待》2017-05-01
- 2、《中信证券(600030) 年报点评—不变的中信, 无愧的龙头, 期待估值修复》2017-03-23
- 3、《中信证券(600030) —全新的中信, 不变的龙头》2016-10-30

郑积沙

zhengjisha@cmschina.com.cn  
S1090516020001

王立备

wanglibei@cmschina.com.cn  
S1090517040005

马鲲鹏

021-68407836  
makunpeng@cmschina.com.cn  
S1090516030003

2015 年高管风云变幻后, 两年内上自战略、下到执行出现彻底调整, 但仍保持行业头把交椅。当前公司业务均衡发展、收入多元, 中介业务得益机构业务发展的超前战略和领先优势; 资本型业务得益低廉成本, 利差空间令同行难以望其项背

- **风雨翻篇, 王者地位稳固, 业务结构均衡化发展。**2016 年公司风雨翻篇, 但过半指标依旧排名行业第一, 其余高居前三, 行业梦之队当之无愧。当前收入机构化、多元化是行业发展趋势。中信业务一贯均衡发展, 零售经纪业务依赖持续下降, 投行、投资、信用业务崛起, 同时凭借单一业务的领先和优势业务协同的绝对优势, 以及人才、品牌等辅助, 未来仍将保持统治地位。
- **服务中介业务: 在机构业务方面走在行业最前沿, 率先实现综合金融服务商的转型。**公司凭借优质品牌效应、扎实业务基础、深厚客户资源, 大力发展机构业务, 公司综合金融服务商雏形已现。投行 IPO 优势凸显、机构客户撑起经纪一片天, 资管领先优势持续拉大。未来将持续深化转型, 加大机构业务投入力度, 同时凭借先发优势, 占领业务制高点。
- **资金运用型业务: 资产规模领先, 资金成本低廉, 优势显露无遗。**公司总资产规模连续 11 年高居行业第一, 同时敏锐把握发债时机, 2016 年来资金成本仅 3.66%, 甩出同业一大截。两融利差高达 3.44%、股质押利差竟达 2.24%, 令同行难以望其项背。公司依托强悍的资金实力, 在自有资金及另类投资能力领先同行。未来压缩利差空间抢占市场份额空间犹存, 同时加深投资能力建设, 资金运用型业务潜力巨大。
- **投资建议: 维持公司强烈推荐评级, 看好公司未来走势基于:** (1) 估值极具吸引力, PB 估值低至历史绝对底部, PE 估值上至中枢距离 20%; (2) 处罚落地, 政策风险出清, 此外部分机构投资者有望重新配置; (3) 公司侧重机构业务及财富管理业务, 与新时代行业发展趋势吻合; (4) 17 年业绩增速具备行业较高弹性和确定性。我们保守预测公司 17 年归母净利润将达到 120 亿, 同比增 16%。用分部估值法测算出公司 2017 年总市值为 2311 亿, 对应目标价 19.3 元, 上升空间 33%, 对应公司 1.6 倍 17 年 PB 估值、19 倍 PE。
- **风险提示: 市场交易低迷、业绩不达预期。**

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	56,013	38,002	40,577	46,610	49,185
同比增长	92%	-32%	7%	15%	6%
营业利润(百万元)	27,654	14,202	16,559	21,659	23,334
同比增长	110%	-49%	17%	31%	8%
归母净利润(百万元)	19,800	10,365	12,049	15,756	16,973
同比增长	75%	-48%	16%	31%	8%
每股收益(元)	1.63	0.86	0.99	1.30	1.40
PE	9.93	18.97	16.32	12.48	11.59
PB	1.41	1.38	1.33	1.20	1.09

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

核心观点 .....	5
一、 经历风雨、王者归来 .....	7
1、 历史沿革-券商巨擘 .....	7
2、 风雨翻篇，龙头地位稳固 .....	7
(1) 战略调整，王者归来 .....	8
(2) 过半指标排名行业第 1，中国梦之队当之无愧 .....	8
3、 大股东中信集团资源丰富 .....	9
二、 服务中介业务-机构业务优势明显 .....	10
1. 投行业务-IPO 优势凸显、再融资竞争力提升、债融持续领跑 .....	10
2. 经纪业务-差异化服务体系，机构客户撑起一片天 .....	12
3. 资管业务-立足机构、做大平台 .....	13
(1) 机构客户为重点，辅以财富管理+创新业务。 .....	13
(2) 监管冲击测算-远远低于市场预期 .....	14
三、 资金运用型业务—资金为王 .....	16
1. 资产负债情况-规模领先、成本低廉 .....	16
2. 信用业务-规模领跑，成本低廉导致利差远超同业 .....	17
(1) 两融业务-规模及成本优势显著，利差空间巨大 .....	17
(2) 股质押业务-资金成本优势显著，压低利率抢占市场份额空间犹存 .....	18
3. 投资业务-战略转型，波动性有望降低 .....	18
四、 全球化战略—中国领先，国际一流 .....	19
1、 中信国际整合中信里昂，打造中资投行海外第一平台 .....	19
2、 开展 FICC 业务，对标国际一流投行 .....	20
3、 直投业务成为传统业务之外重要收入来源 .....	21
五、 投资建议 .....	21
1、 行业盈利预测 .....	21
2、 公司盈利预测及估值建议 .....	22

## 图表目录

图 1: 中信证券历史沿革.....	7
图 2: 中信资产规模 (亿) .....	7
图 3: 中信业绩规模 (亿) .....	7
图 4: 业务结构日益均衡.....	9
图 5: 中信证券股权结构.....	9
图 6: 传统券商向综合金融服务商转型过程 .....	10
图 7: 公司投行业务收入(亿)及同比增速 .....	11
图 8: 公司 IPO 承销额 (亿) 及承销家数 .....	11
图 9: 公司 IPO 储备行业第一 .....	11
图 10: 再融资承销额逐年递增 (亿) .....	11
图 11: 再融资承销家数逐年递增 (个) .....	11
图 12: 公司近年债券主承销金额(亿元)和市场份额 .....	12
图 13: 公司近年来债券承销金额各类占比 (%) .....	12
图 14: 公司近几年股基交易额(万亿)和市占率 .....	13
图 15: 中信佣金率远高于行业平均水平.....	13
图 16: 中信代理买卖证券款中机构客户迅速崛起 (亿) .....	13
图 17: 代理买卖证券款仅中信的机构大幅超越个人 (亿) .....	13
图 18: 公司资管业务收入.....	14
图 19: 资产管理规模远远高于同业 .....	14
图 20: 公司各项受托资产管理规模(亿元) .....	14
图 21: 机构客户资金远超个人资金 (亿元) .....	14
图 22: 利息净收入及投资收益合计 (亿) .....	16
图 23: 杠杆率水平 .....	16
图 24: 自有总资产规模 (亿) .....	16
图 25: 自有负债规模 (亿) .....	16
图 26: 2016 年以来大型券商新发债加权平均利率.....	17
图 27: 资金运用型业务相关资产 (亿) .....	17
图 28: 公司融资融券(亿元)和市场份额 .....	18
图 29: 公司两融利率 .....	18

图 30: 公司表内股票质押规模.....	18
图 31: 公司股权质押利率.....	18
图 32: 自营业务收入及营收占比 (亿) .....	19
图 33: 其他投资收益横向比较.....	19
图 34: 目前公司自营权益类杠杆略高于上市券商平均.....	19
图 35: 目前公司自营固收类类杠杆高于上市券商平均.....	19
图 36: FICC 新业务拓展示意图.....	21
图 37: 中信证券历史 PE Band.....	24
图 38: 中信证券历史 PB Band.....	24
表 1: 中信证券全业务链条均处于行业第一梯队.....	8
表 2: 资金池产品监管对行业资管业务的影响测算 .....	15
表 3: 资金池产品监管对行业营收的影响测算.....	15
表 4: 资金池产品监管对中信资管业务的影响测算 .....	15
表 5: 资金池产品监管对中信营收的影响测算.....	15
表 6: 主要中资在港券商收入、净利润和净资产情况.....	20
表 7: 2016 年香港市场股票承销金额排名 .....	20
表 8: 2017 年证券市场核心假设.....	22
表 9: 信证券盈利预测表.....	23
表 10: 中信证券资产负债表.....	23

## 核心观点

中信证券作为中国证券行业的名片，综合实力强悍。2015 年高管风云变幻后，经过两年时间上自战略、下到执行出现了彻底调整，但仍旧维持着行业头把交椅。当前公司业务均衡、全面发展，收入来源多样化，服务中介业务得益于机构业务发展的超前战略和领先优势；资本型业务得益于低廉的资金成本、丰厚的利差空间，同行难以望其项背。我们强烈看好中信证券的研究思路和核心观点如下：

**逻辑 1：风雨翻篇，王者地位稳固，业务结构均衡化发展。**2015 年高管地震，公司身陷舆论漩涡；2016 年风雨画上句号，管理层大换血、调整战略、齐心协力，公司依旧保持龙头地位。2016 年公司过半指标排名行业第一，剩余指标皆位列行业前三，中国证券行业梦之队当之无愧；2017 年及以后，收入多元化是证券行业的必然趋势，中信作为行业领导者，一直致力于业务均衡化发展，对传统经纪业务的依赖度下降，投资、投行、信用业务崛起，收入实现多样化，有力抵抗市场交易的低迷，保持行业垄断地位。

**逻辑 2：服务中介业务领域，率先实现通道与专业简单结合阶段向综合金融服务阶段的转型，在机构业务领域领先行业实现突破。**公司凭借优质品牌效应、扎实业务基础、深厚客户资源，大力发展机构业务。机构为公司提供稳定资金，同时其证券交易、融资、股权质押、投研、大宗商品等其他业务需求随之而来，公司综合金融服务商雏形已现。

**(1) 投行业务：IPO 优势凸显、再融资竞争力提升、债融持续领跑。**行业第一的 IPO 在会项目，近两年将全部兑现为收益，极大受益资本市场改革的深化；再融资承销规模及家数与日俱增，强大的品牌及与机构业务的良好合作，无惧再融资新规的冲击；债券承销保持行业领先地位，同时积极创新，布局结构化融资，扩大领先优势和收入来源。

**(2) 经纪业务：差异化服务体系，机构客户撑起一片天。**公司机构业务转型最成功，16 年机构代理买卖证券款（716 亿）首超个人（475 亿），是行业独家。机构客户价值（高佣金率、衍生投融资需求等）并非一般普罗大众可比。

**(3) 资管业务：立足机构、做大平台。**资管业务依赖于畅通的渠道、丰富的产品、丰厚的自有资金投入和多样化投资手段，其较同业的领先优势正在持续拉大，未来主动管理时代优势明显。资管单业务盈利能力和跨业务带动能力甚至远超 16 年 64 亿收入、17% 收入占比和 4.5% 同比增速的价值。我们测算，极端情况下资金池监管对行业收入影响仅 1.03%，对公司影响仅 0.75%，真实影响远低于市场预期，恐慌情绪必将消散，理性不日回归。

**逻辑 3：资金运用型业务领域，资产规模领先，资金成本低廉，优势显露无遗。**领先的资产规模、相对低廉的资金成本和优秀的资产管理能力是公司资金运用型业务成功的三大核心因素。2012 年至今，总资产规模扩大近 4 倍，连续 11 年高居行业第一；另一方面，公司敏锐把握发债时机，2016 年以来资金成本仅 3.66%，甩出同业一大截。

**(1) 信用业务：规模领跑，成本低廉导致利差远超同业，竞争优势凸显。**两融业务规模蝉联行业第一，2016 年 7.1% 利率虽低于行业平均，但凭借资金成本优势，利差高达 3.44%。表内股权质押业务爆发式增长至 394 亿，股权质押利率 5.9%，高于同业，叠加成本优势，利差竟有 2.24%，令同行难以望其项背，未来仍有压低利率抢占市场份额的空间。

**(2) 投资业务：战略转型，波动性有望降低。**中信依托强大的资金实力，公司在自有资金股权投资和另类投资领域率先建立了领先行业的投资能力，相信未来公司投资收益

受二级市场影响将逐步减弱，波动性将明显降低。

**逻辑 4：国际化战略志存高远，地理范围与业务类型同步拓展。**公司国际化战略，从地理位置上将业务范围拓展至全球，并且从业务类型上积极对标国际一流投行，战略布局 FICC 业务。国际化战略扩大公司世界影响力，其战略高度非其它券商所能及。

**(1) 中信国际：与里昂整合顺利，规模已成中资券商海外第一平台。**凭借里昂的全球化布局、1900 名专业化国际团队，中信国际 16 年实现营收 49.6 亿港元，排名中资券商海外子公司第一。人员、文化的整合已达到如鱼得水境界，未来收入稳步增长可期。

**(2) FICC：大宗商品与外汇业务齐头并进。**中信投资下设中信寰球开展大宗商品现货贸易业务，16 年贡献收入超 40 亿元。15 年完成对国际知名外汇经纪昆仑国际 59.4% 股权收购，在非银机构努力争取外汇牌照之时，就实现对外汇业务胡是指布局。FICC 布局满足客户多样化需求，进一步实现综合金融服务商的转型。

**(3) 直投业务：贡献传统业务之外重要收入来源。**股权投资发展迅猛，直投子公司如雨后春笋般涌现，公司同样再次走在行业前列。全资子公司金石投资表现日益亮眼，16 年营收 32.4 亿、净利润 16.7 亿，毫无疑问的行业第一直投子公司。

**盈利预测及估值建议：**(1) 估值极具吸引力，PB 估值低于 1.3X 处于历史绝对底部，PE 估值 16X 低于中枢 20%；(2) 处罚落地，政策风险出清，未来必然敦行致远，此外部分机构投资者有望重新配置；(3) 公司侧重机构业务及财富管理业务，与新时代行业发展趋势吻合，将充分享受制度红利；(4) 公司经过 2 年调整，17 年业绩增速具备行业较高弹性和确定性。我们保守预测公司 17 年归母净利润将达到 120 亿，同比增 16%。

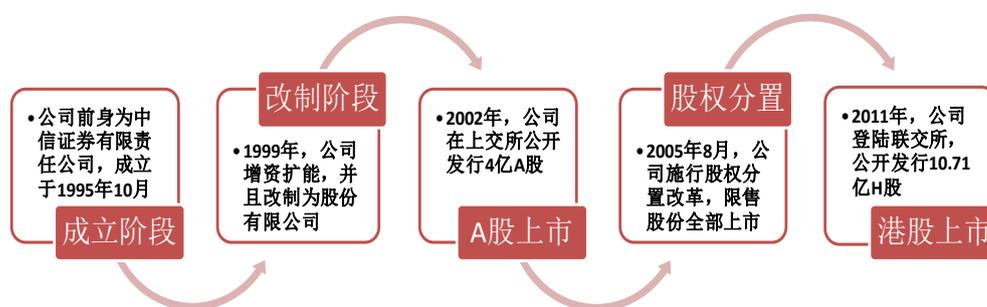
用分部估值法测算出公司 2017 年总市值为 2311 亿，对应目标价 19.3 元，上升空间 33%，对应公司 1.6 倍 17 年 PB 估值、19 倍 PE。

## 一、经历风雨、王者归来

### 1、历史沿革-券商巨擘

公司作为我国老牌券商劲旅,于1995年10月25日在北京成立,和当时的申银、海通、万国等首批成立的证券公司相比,还属于“晚辈”。2002年A股上市,4年后迅速坐上券商头把交椅,2011年成为首家A+H股券商,逐渐发展成为中国证券行业的烫金名片。截至16年,公司拥有6家主要子公司,2家主要参股公司,320家营业部,业务牌照齐全,且过半指标处于行业第一,剩余指标皆位列行业前三。

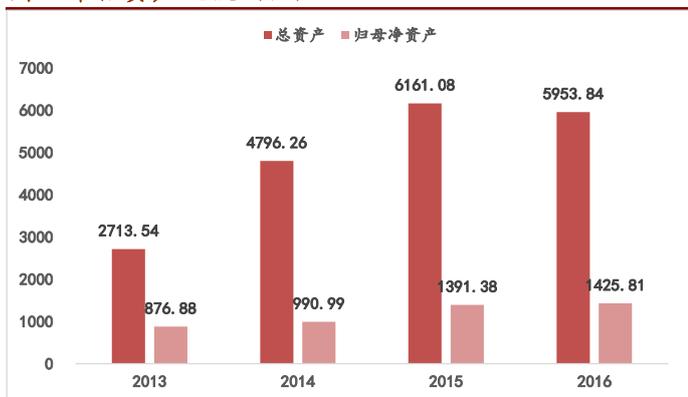
图1: 中信证券历史沿革



资料来源: 公司公告, 招商证券

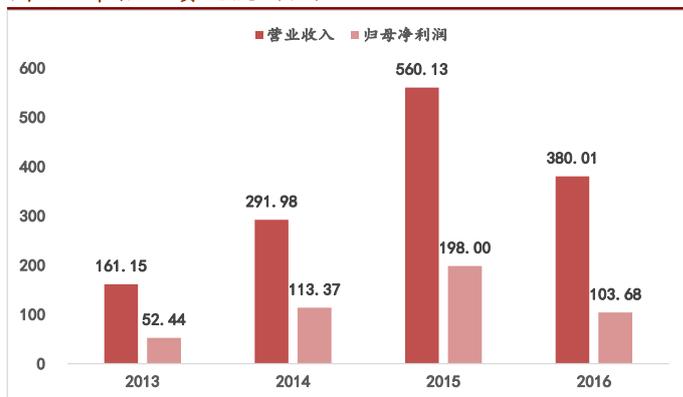
总资产、营收、净利润连续11年行业第一。公司2016年报显示,2016年公司总资产5953.84亿,行业排名第一,归母净资产1425.81亿,行业第一;营业收入380.01亿,稳坐榜首,同比下降32%,低于行业的42%的降幅;净利润103.68亿,独占鳌头,同比下降48%,同样好于行业水平。规模、业绩四项指标11连冠,影响力根深蒂固,更重要的是公司成功、稳定的重整旗鼓,券商巨头再次扬帆。

图2: 中信资产规模 (亿)



资料来源: 公司公告, 招商证券

图3: 中信业绩规模 (亿)



资料来源: 公司公告, 招商证券

### 2、风雨翻篇，龙头地位稳固

2015年高管地震,身陷舆论漩涡;2016年风雨翻篇,管理层大换血、调整战略、齐心

协力，依旧保持龙头地位；2017年后公司龙头优势仍将不可撼动。

### (1) 战略调整，王者归来

“成为全球客户最为信赖的国内领先、国际一流的中国投资银行”，与以前“中国版高盛”的战略发展目标对比，现在的战略更加低调、更加务实。但低调和务实并不代表停滞不前，相反的是更加稳健、更加合规，沉下心来通过专业化服务，市场化管理，带领我国证券行业服务实体经济。

公司的战略风格与掌舵者息息相关，前董事长王东明人高马大，为人大胆、积极进取，带领中信证券迅速发展成为中国证券行业的一张名片，而新上任的张佑君风格迥异，作为根正苗红的“中信人”，为人低调谨慎，曾临危受命接棒并购重组的中信建投，成功化解并购重组、改造中的各种复杂问题，吸取华夏证券的教训，带领建投走向飞跃。面对身陷舆论胡中信，再次临危受命中信证券掌门人，张佑君积极转换发展策略，在非常时刻统筹各业务部门，身兼多职，暂停创新业务，化解风险。

### (2) 过半指标排名行业第 1，中国梦之队当之无愧

公司整体持续保持强劲的竞争力，资产规模、盈利水平和业务实力稳居行业前三甲，综合实力强悍。16 全年股基交易额 16.04 万亿，市场排名第二，仅次于华泰证券，两融余额 580.73 亿，行业排名第一，股票质押余额行业第一；营业收入、净利润、公募基金佣金分仓、A 股股权融资承销额、全球并购交易额等指标皆排名行业第一。

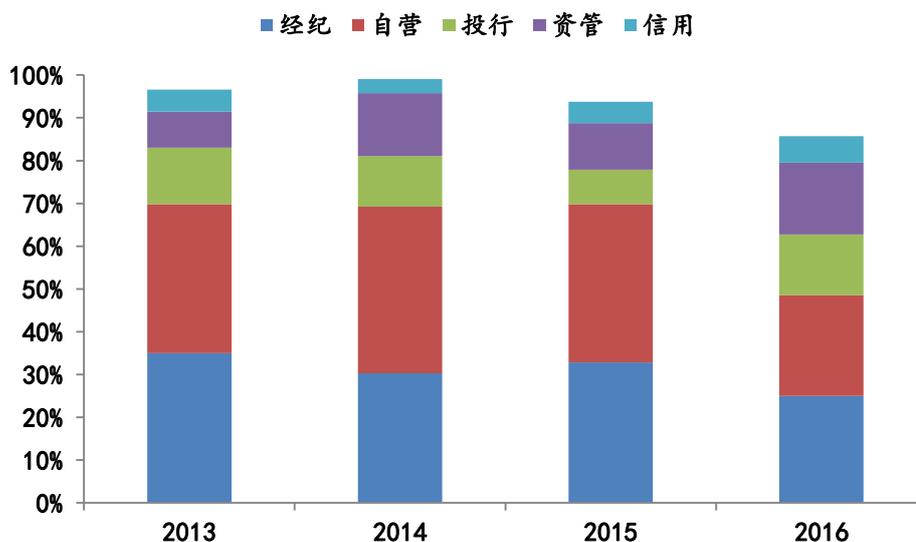
表 1：中信证券全业务链条均处于行业第一梯队

	2012	2013	2014	2015	2016
总资产	1	1	1	1	1
净资产	1	1	1	1	1
营业收入	1	1	1	1	1
净利润	1	1	1	1	1
经纪业务收入	2	2	2	2	2
投行业务收入	1	1	1	1	1
自营业务收入	1	1	1	1	1
股基交易量	9	7	6	5	2
公募基金分仓佣金	1	1	1	1	1
股权承销额	2	2	1	1	1
债券承销额	1	1	1	1	2
两融余额	1	1	1	1	1
股票质押余额	1	1	1	2	2

资料来源：公司公告，招商证券

公司业务结构不断优化，传统经纪业务的依赖度下降，收入来源多样化。2016 年 A 股市场交易低迷，公司经纪业务收入萎缩，贡献比例下降至 25.6%，明显让位于投行和资管业务。收入多元化是行业发展得必然趋势，而中信作为行业领导者，一直致力于业务得均衡发展。未来服务中介业务及资本运用行业业务齐头并进，百花争艳，收入结构还将持续优化。

图 4：业务结构日益均衡



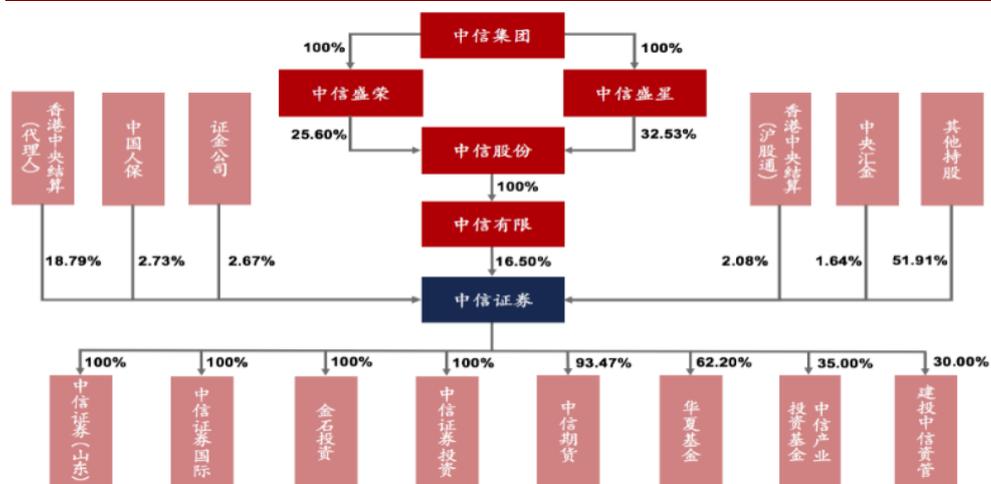
资料来源：公司公告，招商证券

### 3、大股东中信集团资源丰富

中信有限持有公司 16.5% 的股份，是公司第一大股东。中信有限背靠中信集团，而中信集团综合实力雄厚，享誉国内外。中信集团是在邓小平同志支持下，由荣毅仁同志于 1979 年创办的，目前发展成为国有大型综合性跨国企业集团，业务广泛，涉及金融、资源能源、制造、工程承包、房地产和其他领域，16 年中信集团获美国《财富》杂志“世界 500 强”企业排行榜第 156 位。

中信集团金融资源和产业资源及其丰富。金融板块的中信银行、中信信托、华夏基金以及中信证券都是各行业中独领风骚的龙头公司，各板块之间协同作用不可小觑。实力雄厚的股东背景和丰富的资源共享优势，皆为公司过去从券商“晚辈”一跃发展成龙头、未来继续带领行业朝前发展打下股东基础。

图 5：中信证券股权结构

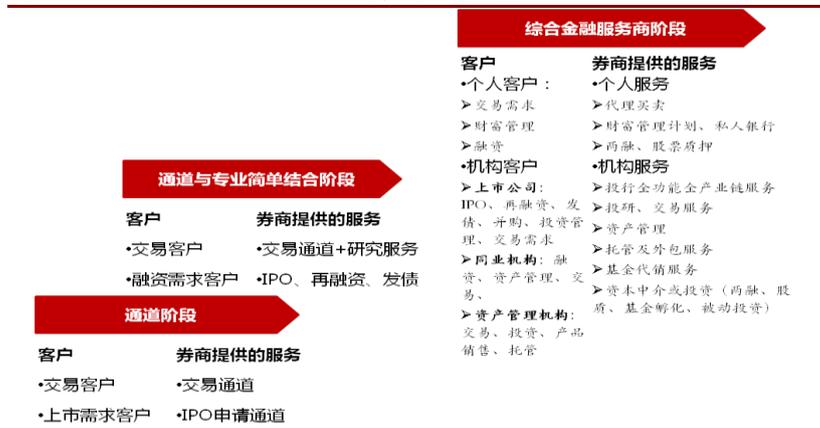


资料来源：公司公告，招商证券

## 二、服务中介业务-机构业务优势明显

由传统通道经纪类券商向综合金融服务商的转型过程可以分成三个阶段：传统通道阶段、通道与专业简单结合阶段、综合金融服务阶段。过去**传统通道阶段**，其服务附加值并不高，券商核心价值在于牌照。在**通道与专业简单结合阶段**，券商依托丰富经验在提供通道同时，开始涉及增值服务。成熟的**综合金融阶段**是针对不同客户的所有需求提供一站式综合金融服务，针对个人客户差异化的交易、财富管理和融资需求提供差异化服务。机构客户主要包括：上市公司、同业机构和资产管理机构。机构客户可能同时拥有融资、并购、投资、资产管理等不同需求。不同的机构客户会有不同的需求侧重，同一机构客户发展的不同阶段也会有不同侧重的需求。综合金融服务商面对多种需求且变化的需求提供综合解决方案。

图 6：传统券商向综合金融服务商转型过程



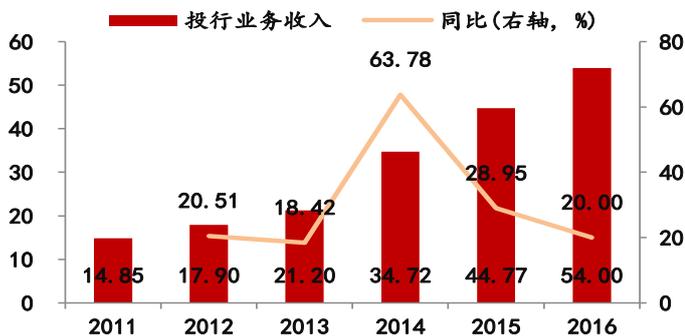
资料来源：公司公告，招商证券

公司率先实现差异化的机构业务优势。目前，公司依托强大的品牌效应、扎实的业务基础、深厚的机构客户基础，先于行业由第二阶段向第三阶段转型，在机构业务领域率先取得突破，与机构客户建立良好且稳定的合作关系。经纪业务、资管业务、投行业务等领域皆实现与机构客户的突破性发展，同时延伸至大宗商品、股票质押业务等等。公司综合金融服务商雏形已现，未来仍将持续深化转型，加大机构业务投入力度，同时凭借先发优势，占领业务制高点。

### 1.投行业务-IPO 优势凸显、再融资竞争力提升、债融持续领跑

投行大年毋庸置疑，收入占比有望再攀高峰。公公司在业内率先在全国按行业组和业务线设置矩阵式架构，深入行业、覆盖全国，积极把握国企改革机遇、关注中小企业客户，取得明显成效。16年A股主承销额2408亿，市场第一；债券承销额3797亿，排名第二，贡献14%的收入。17年将是投行大年，基于1) IPO储备行业第一，受益新股发行常态化；2) 再融资竞争力提升；3) 债融持续领跑；同时公司加强人才队伍建设、整合境外业务平台，推动业务继续领跑行业，收入比重有望再提升。

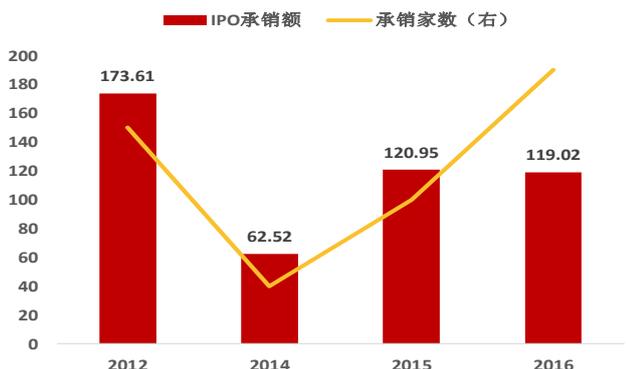
图 7：公司投行业务收入(亿)及同比增速



资料来源：公司公告，招商证券

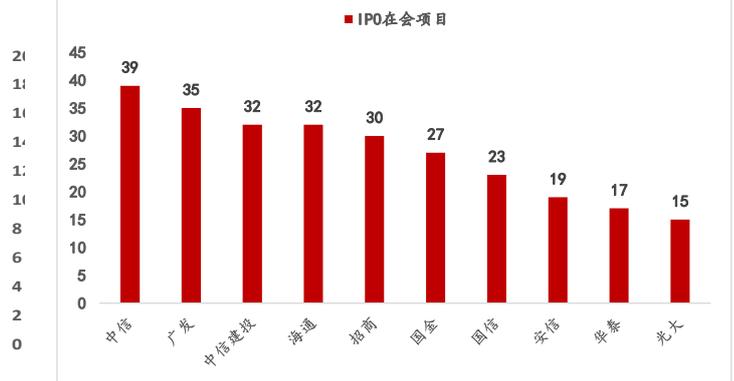
(1) IPO 承销极大受益资本市场改革的持续深化，传统优势凸显。回顾过去，公司连续 11 年 IPO 承销额处于行业前三，17 年一季度承销 6 单 IPO，承销金额 53.21 亿；展望未来，证监会下定决心解决 IPO 堰塞湖，新股发行常态化、注册制改革稳步推进，极大利好项目储备丰富的券商。在资本市场改革持续深化的背景下，公司将是最受益标的，IPO 储备项目 39 个，行业第一，储备项目有望在 2 年内全部转化为收入，传统优势被进一步强化。

图 8：公司 IPO 承销额 (亿) 及承销家数



资料来源：公司公告，招商证券

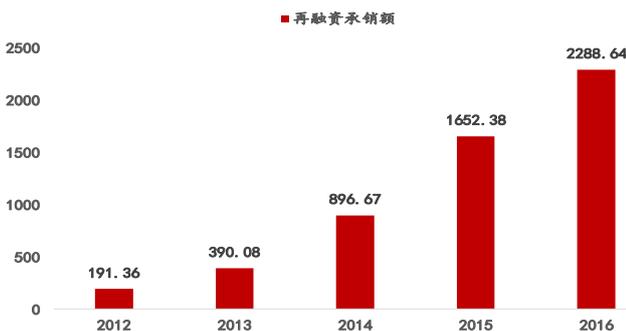
图 9：公司 IPO 储备行业第一



资料来源：公司公告，招商证券

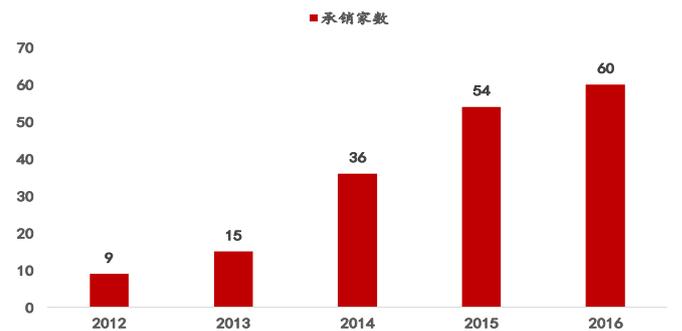
(2) 再融资竞争力显著提升。再融资承销规模始终保持增长态势，06 至 16 年 11 年期间，仅 10、11 两年下跌至行业第三，其余均保持行业第一水平。16 年再融资规模 2289 亿，刷新自身历史最高。再融资新规将对行业投行业务造成一定冲击，但我们认为公司依据品牌 and 专业化竞争优势，受冲击力度将远低于行业其他券商。

图 10：再融资承销额逐年递增 (亿)



资料来源：公司公告，招商证券

图 11：再融资承销家数逐年递增 (个)



资料来源：公司公告，招商证券

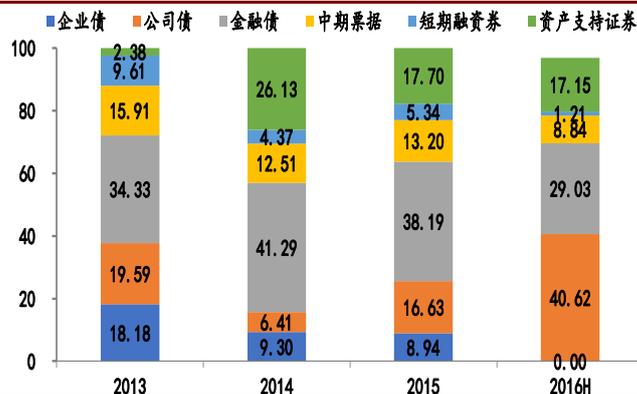
(3) 债券承销首屈一指，传统与创新并举。11至16年，公司债券承销规模逐年增长，保持行业领先水平，16年实现债券承销额3797亿元，2.55%的市场份额排名行业第二。公司在保持行业领跑得基础上，实现盈利模式多元化。大力开发创新业务，抓住资产证券化的契机，全面布局，取得不俗成绩。作为国内投行中结构化融资业务的领跑者，公司将继续积极推动资产证券化及结构金融业务转型，探索新业务模式和盈利模式。

图 12: 公司近年债券主承销金额(亿元)和市场份额



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 13: 公司近年来债券承销金额各类占比(%)



资料来源: 公司公告, 招商证券

(4) 境内与跨境并购业务齐头并进。境内并购业务方面，16年完成金额1197亿元，市场份额14.15%，排名行业第一；跨境并购业务方面，公司把握中国企业“走出去”的机遇，13至16年参与涉及中国企业的全球并购交易金额逐年增长，16年位列中资券商第二。公司积极推进并购重组业务的境内外一体化联动。

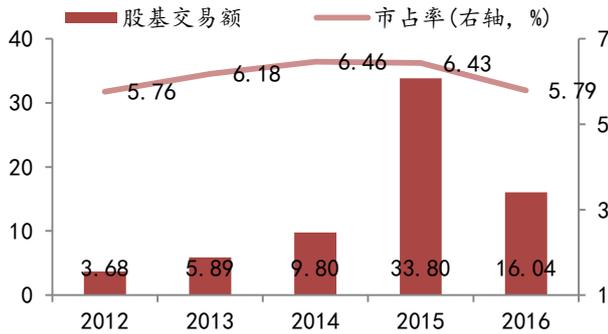
## 2. 经纪业务-差异化服务体系，机构客户撑起一片天

持续推进差异化客户服务体系建设，机构业务转型最成功，机构代理买卖证券款首超个人，行业有其仅有的独家。经纪业务竞争白热化，公司围绕以客户为中心，针对个人客户打造线上线下移动互联经营体系；针对机构客户搭建差异化产品、服务体系和交易平台；针对财富管理客户提供个性化全谱系金融产品，全速转型。

(1) 从市场份额上看，公司股基交易额增长迅速，市占率稳定在5.7%以上，稳居行业第二。2016年公司股基交易总额达到16万亿元，市占率为5.79%，仅次于华泰证券。

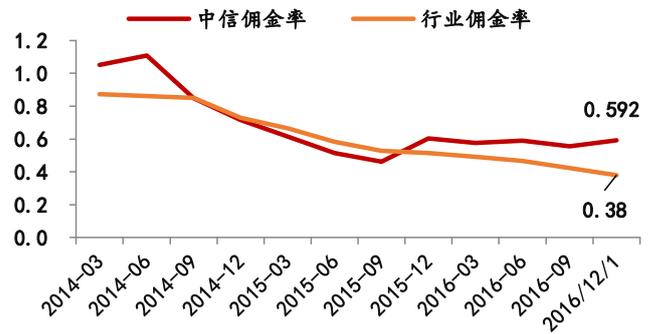
(2) 从佣金率来看，差异化客户服务转型卓有成效，提升经纪业务市场地位。近年来佣金战持续打响，行业佣金率持续下滑，而公司佣金率不降反升，2016年佣金率5.92%，同比增7.8%，稳居上市券商高位。高市占率叠加高佣金率使公司经纪业务收入多年稳居行业龙头地位。公司早已清楚认识到证券市场未来的方向是机构投资者力量越来越大，同时互联网应用日益普遍，成立金融科技部门，并且为社保及企业年金提供托管和资产管理服务，多措并举应对佣金率下降趋势。

图 14: 公司近几年股基交易额(万亿)和市占率



资料来源: wind, 招商证券

图 15: 中信佣金率远高于行业平均水平

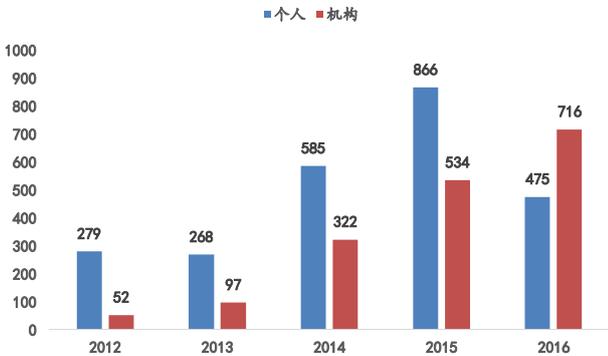


资料来源: wind, 招商证券

**(3) 机构业务优势独一无二, 灵活多样。**机构业务范围日益广阔, 由过往单纯提供交易服务演变为主经纪商、主代销商、主服务商, 提供杠杆交易、多品种交易、全方位运营服务、代销等综合服务。加强机构业务建设, 增强客户粘性, 机制灵活, 业务合作领域广泛。

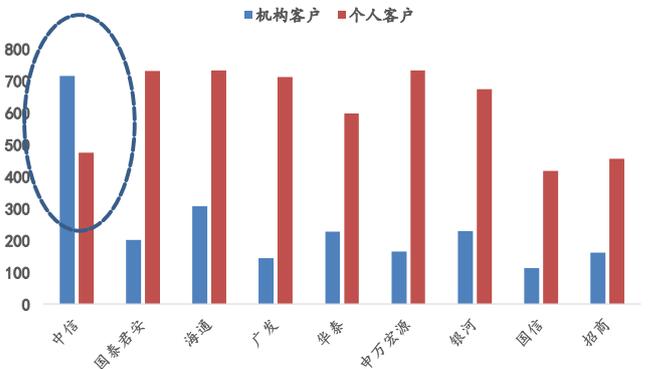
中信机构业务转型彻底, 效果明显。纵向看, 公司为机构客户代理买卖的证券款逐年递增, 16年机构客户证券款716亿, 而个人仅475亿, 首次实现大逆转; 横向看, 中信是目前市场上唯一的一家机构客户代理买卖证券款超过个人的证券公司, 其余大型券商的个人客户款都远远高于机构。纵向及横向双双表明机构客户撑起公司经纪业务的一片天, 再次走在行业的最前列。机构客户较散户的优势显著: 高佣金率, 同时衍生的融资、理财需求等等所带来的附加值, 并非一般的普罗大众可以比拟。

图 16: 中信代理买卖证券款中机构客户迅速崛起(亿)



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 17: 代理买卖证券款仅中信的机构大幅超越个人(亿)



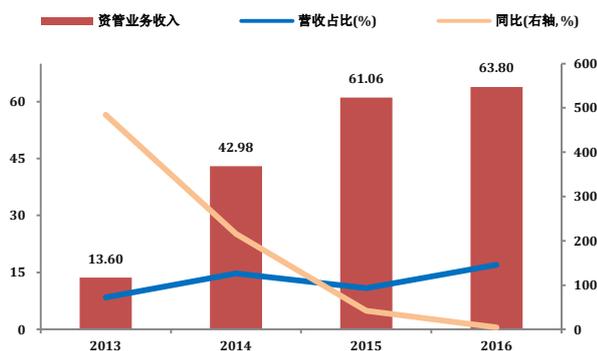
资料来源: 公司公告, 招商证券

### 3. 资管业务-立足机构、做大平台

#### (1) 机构客户为重点, 辅以财富管理+创新业务。

从规模来看, 规模持续引领行业, 将第二远远甩在后头。截至16年, 公司受托资产规模1.82万亿, 同比大增69%, 发展势头迅猛, 并且是第二名规模的将近两倍, 在高处俯瞰各公司。收入同样增长迅猛, 由13年的13.6亿上升至16年的63.8亿。

图 18: 公司资管业务收入



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 19: 资产管理规模远远高于同业



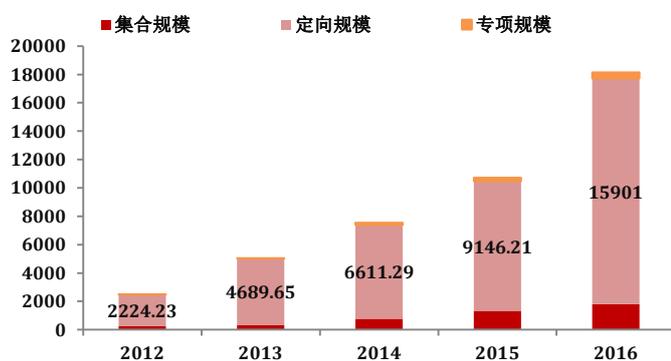
资料来源: 公司公告, 招商证券

从产品结构上来看, 公司定向资管占据绝对主导地位, 截至 2016, 定向规模 1.59 万亿, 占比高达 87%, 集合规模 0.18 万亿, 占比仅 10%。目前两次券商资管监管引发误读, 造成市场恐慌, 绝非媒体哗众取宠的“全面禁止大集合产品”、“全面禁止通道业务”。金融监管政策是一个注重预期、新老划断、缓缓推进的过程, 并非当机立断。

从客户结构来看, 个人客户占据绝大部分, 但从管理资金的角度, 机构客户的资金获得压倒式胜利, 支撑公司资产规模高速扩张。委托中信证券进行资产管理的客户涉及大型企业集团财务公司、企业年金组织、钢铁、汽车、机场、航空运输、铁路交通、石油化工、水利工程、电力、进出口贸易、金融投资等诸多行业, 多数客户为行业内知名企事业单位。与机构客户建立良好的合作关系及稳定的合作模式, 为公司提供稳定的资金来源。同时深挖客户其他的需求, 如融资服务、代理买卖证券业务、股质押业务、投研服务等等, 为其他业务的拓展发掘潜力。

从底层资产来看, 债券仍是主要投资产品。2016 年中信资管投资债券、股票、基金、其他的规模依次为 8606 亿、536 亿、365 亿、10908 亿, 占比依次为 42%、3%、2%、54%。债券占比最高, 股票和基金占比较低, 底层资产的配置受二级市场的波动较小, 为公司贡献稳定的管理费及业绩报酬。

图 20: 公司各项受托资产管理规模(亿元)



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 21: 机构客户资金远超个人资金(亿元)



资料来源: 公司公告, 招商证券

## (2) 监管冲击测算-远远低于市场预期

极端情况下(资金池产品立即清零), 中性假设对于资管收入的影响 11%、对证券行业收入的影响仅 1.03%。但真实影响仍将更小, 基于: 1) 资金池产品是逐步减少的, 这

是一个漫长的过程；2) 目前仍只有深圳地区开始监管，全国范围并未铺开。因此综合来看，这次非正式发文的监管政策的真实影响将远低于市场预期。

资金池产品收入=管理费+利差收入{(实际收益率-承诺的预期收益率)\*规模}。

假设：1) 中性测算下，资金池产品占据集合资管 35%的份额；2) 中性测算下，资金池产品费率 0.15%；3) 当前市场环境下，资金池产品的利差越来越窄，利差由曾经巅峰 1%下降至 0.3%的水平。

表 2：资金池产品监管对行业资管业务的影响测算

		资金池产品监管对行业资管业务的影响测算			
		资金池产品规模			
		低	中	高	
费率	低	7000	7500	8000	
	中	0.12%	9.92%	10.63%	11.33%
	高	0.15%	10.63%	11.38%	12.14%
		0.20%	11.81%	12.65%	13.49%

资料来源：wind，招商证券

表 3：资金池产品监管对行业营收的影响测算

		资金池产品监管对行业营收的影响测算			
		资金池产品规模			
		低	中	高	
费率	低	7000	7500	8500	
	中	0.12%	0.90%	0.96%	1.09%
	高	0.15%	0.96%	1.03%	1.17%
		0.20%	1.07%	1.14%	1.30%

资料来源：wind，招商证券

从敏感性测算来看，资金池产品监管对中信的影响更小，对资管业务的影响幅度仅 4.5%，对收入的影响仅 0.75%，这还是极端情况下的测算，实际影响更小。因此因媒体的夸大渲染，导致恐慌性情绪蔓延，未来势必得到遏制，理性态度将回归。

表 4：资金池产品监管对中信资管业务的影响测算

		资金池产品监管对中信资管业务的影响测算			
		资金池产品规模			
		低	中	高	
费率	低	572	636	699	
	中	0.12%	3.77%	4.18%	4.60%
	高	0.15%	4.04%	4.48%	4.93%
		0.20%	4.48%	4.98%	5.48%

资料来源：wind，招商证券

表 5：资金池产品监管对中信营收的影响测算

		资金池产品监管对中信营收的影响测算			
		资金池产品规模			
		低	中	高	
费率	低	572	636	699	
	中	0.12%	0.63%	0.70%	0.77%
	高	0.15%	0.68%	0.75%	0.83%
		0.20%	0.75%	0.84%	0.92%

资料来源：wind，招商证券

### 三、资金运用型业务—资金为王

#### 1. 资产负债情况-规模领先、成本低廉

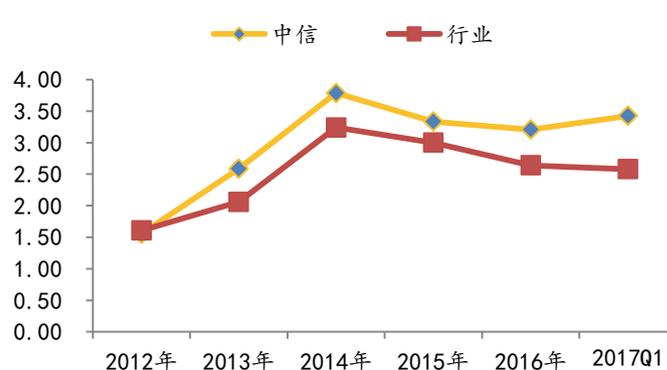
领先的资产规模、相对低廉的资金成本和优秀的资产管理能力是公司资金运用型业务成功的三大核心因素。依托适当领先行业的杠杆率水平，公司不断做大资产规模，放大自有资金运用型业务收入。2012年以来，公司自有总资产规模扩大了近4倍，且一直位于行业第一。2013年以来，公司资金运用型业务收入市场份额一直在11%以上。2016年公司利息净收入与投资收益合计109.63亿元，市场份额提升至11.54%。

图 22：利息净收入及投资收益合计（亿）



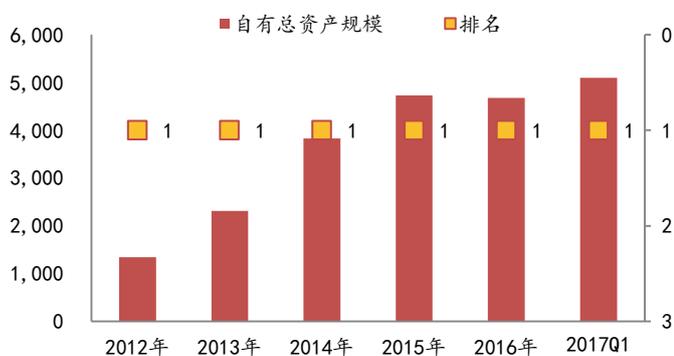
资料来源：公司公告，招商证券

图 23：杠杆率水平



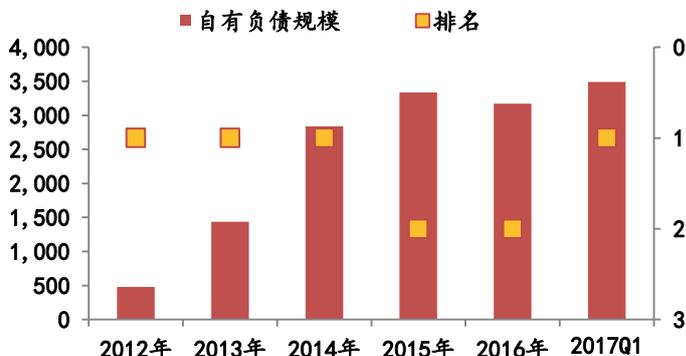
资料来源：公司公告，招商证券

图 24：自有总资产规模（亿）



资料来源：公司公告，招商证券

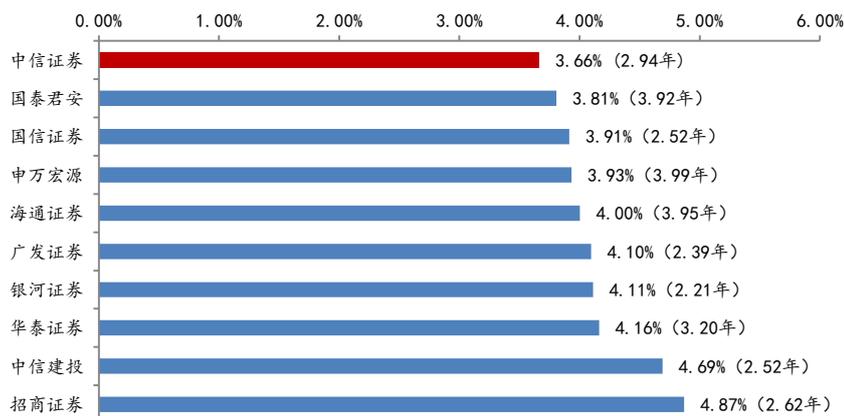
图 25：自有负债规模（亿）



资料来源：公司公告，招商证券

公司具备优秀的资产负债管理能力，善把握融资时机。公司敏锐捕捉到去年三季度低利率时间窗口的发债时机，获得相对低廉资金，为公司资金运用型业务打下良好基础。公司2016年以来新发债务融资加权平均利率仅3.66%，为大型券商中最低。

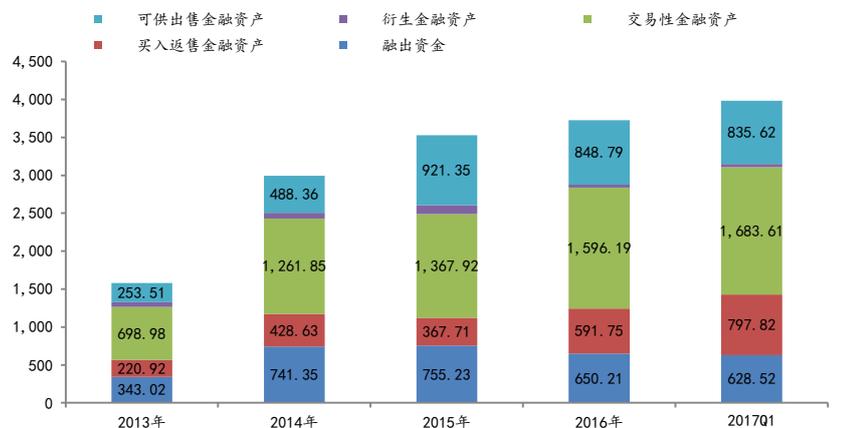
图 26: 2016 年以来大型券商新发债加权平均利率



资料来源: 公司公告, 招商证券

在资产配置上, 公司信用业务资产规模与投资业务资产规模比例基本稳定。2017 年一季度, 共与资金运用型业务相关的资产规模小计为 3986 亿元。其中, 交易性金融资产规模最大, 达 1684 亿元, 但占比有所下降。随着股票质押融资业务的爆发, 公司买入返售金融资产规模不断扩大, 占比快速提升。截至 2017 年一季度, 公司买入返售金融资产规模达 798 亿元。

图 27: 资金运用型业务相关资产 (亿)



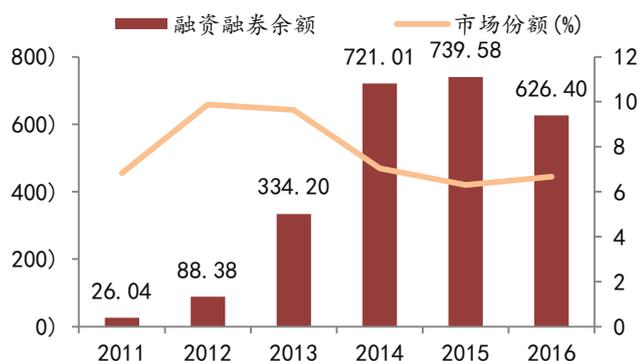
资料来源: 公司公告, 招商证券

## 2. 信用业务-规模领跑, 成本低廉导致利差远超同业

### (1) 两融业务-规模及成本优势显著, 利差空间巨大

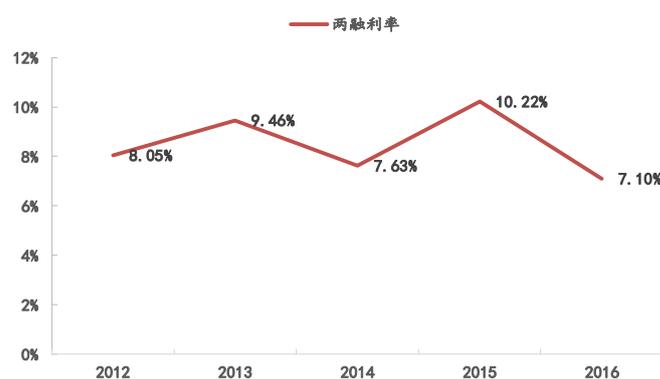
量价优势显著。从量上来看, 公司两融规模保持着领先优势。16 年末, 中信凭借 566.3 亿规模继续蝉联行业第一。15 年起坚持审慎发展原则, 降低融资杠杆, 控制业务规模, 但依旧牢牢雄踞榜首。从价上来看, 16 年两融利率 7.1%, 虽低于行业平均, 但公司资金成本仅 3.66%, 利差高达 3.44%, 在行业中属于佼佼者。重资本型业务, 资金雄厚、成本较低的公司优势更加明显。

图 28: 公司融资融券(亿元)和市场份额



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 29: 公司两融利率

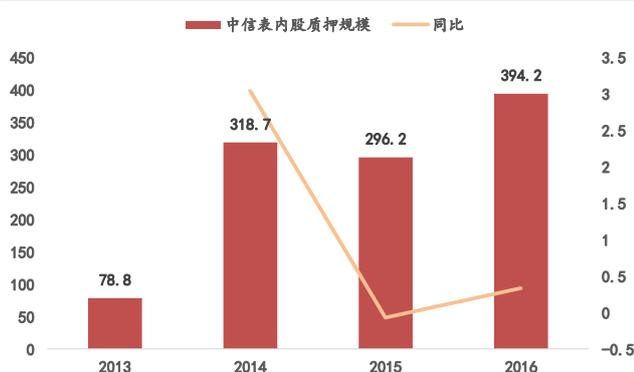


资料来源: 公司公告, 招商证券

## (2) 股质押业务-资金成本优势显著, 压低利率抢占市场份额空间犹存

公司凭借品牌优势、丰富的客户资源、低廉的资金成本, 在股票质押业务上同样持续保持着行业领先地位。表内股质押规模稳步提升, 16 年爆发式增长 33% 至 394 亿。价上来看, 2016 年股质押利率 5.9%, 利差 2.24%, 资金优势显露无遗。展望未来: 企业融资需求持续, 同时公司还可凭借资金优势, 再压低利率抢占市场份额。

图 30: 公司表内股票质押规模



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 31: 公司股质押利率

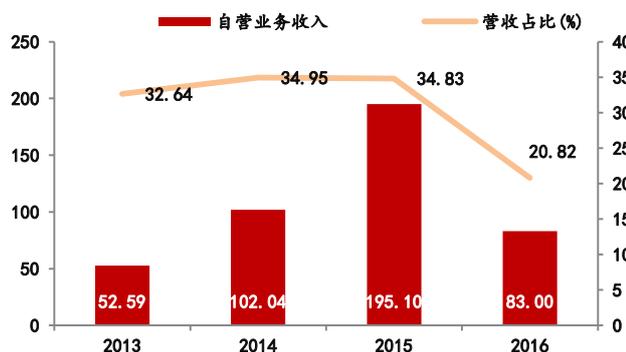


资料来源: 公司公告, 招商证券

## 3. 投资业务-战略转型, 波动性有望降低

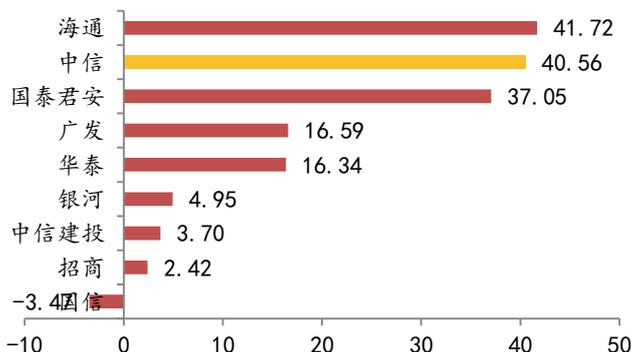
市场因素和政策因素导致方向性自营业务模式遭遇挑战, 但业绩下滑情好于预期。2016 年, 公司自营投资收入 83 亿, 同比降 57%, 略好于行业, 收入占比 22%。依托强大的资金实力, 公司在自有资金股权投资和另类投资领域率先建立了领先行业的投资能力, 相信未来公司投资收益受二级市场影响将逐步减弱, 波动性将明显降低。2016 年, 公司除自营投资收益和对联营企业投资收益之外获得其他投资收益 40.56 亿元, 排名行业第 2, 与排名第一的海通证券仅相差 1.2 亿元。

图 32: 自营业务收入及营收占比 (亿)



资料来源: 公司公告, 招商证券

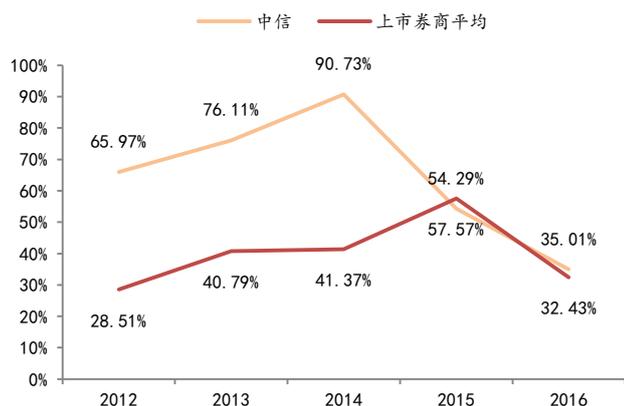
图 33: 其他投资收益横向比较



资料来源: 公司公告, 招商证券

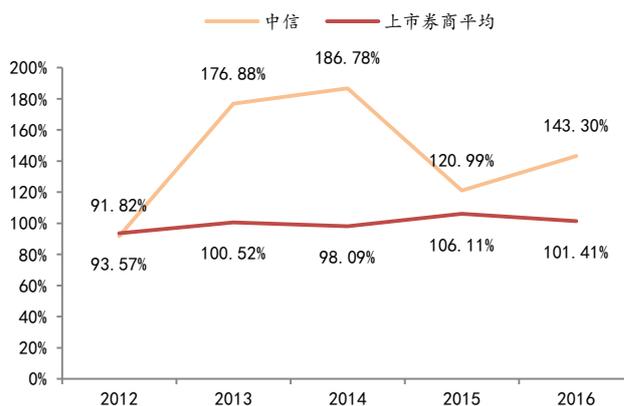
公司自营策略秉承风险收益比最优原则、积极管理风险、审慎配置资金。在资产配置方面, 目前公司自营权益类杠杆已低于上市券商平均水平, 自营债券类杠杆仍高于行业平均水平。2012-2016, 公司自营债券杠杆一直高于上市券商平均, 但较 14 年的 187% 有所下降, 未来债市的不确定性同样为公司增添隐患; 权益类杠杆同样从 14 年逐步下降至平均水平以下。

图 34: 目前公司自营权益类杠杆略高于上市券商平均



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 35: 目前公司自营固收类类杠杆高于上市券商平均



资料来源: 公司公告, 招商证券

## 四、全球化战略—中国领先, 国际一流

### 1、中信国际整合中信里昂, 打造中资投行海外第一平台

海外平台整合效果初显, 中信国际 2016 年下半年扭亏为盈。2013 年, 公司完成对里昂证券的收购; 2016 年 11 月, 公司启动中信国际与中信里昂的整合工作, 打造全新的中信国际证券。从规模上看, 中信国际已成为中资券商海外平台的领先者。2016 年, 中信国际实现营收 49.6 亿港元, 排名中资券商海外子公司第一; 去年下半年, 中信国际净利润 4.6 亿港元, 全年扭为盈实现净利润 1.77 亿港元; 净资产近 80 亿港币, 排名中资在港券商第 4。从业务布局上看, 投行、研究和现金股票代

理是发展重点。投行方面，积极加强境内外联动，充分发挥里昂在国家“一带一路”长久布局作用，公司参与涉及中国企业的全球并购交易金额逐年增长，2016年位列中资券商第二。2016年，香港市场股票承销金额中资券商排名第5。证券业务方面，与海通、国君大力发展风险较高的孖展业务不同，公司借助里昂的全球化基础着重发展现金股票代理业务，另辟蹊径。从人才角度来看，中信国际已建成拥有1900名员工的国际化专业团队。国际化高级人才队伍将成为公司践行国际化战略的重要保障。

目前两大海外平台在人员、文化等方面以达到如鱼得水的境界，未来继续加大优势资源的整合力度，同时加大和当地国家的联系、加强和中信集团的协同作用，新生态圈的出现将提振公司海外业绩。

表 6：主要中资在港券商收入、净利润和净资产情况

	收入		净利润		净资产	
	规模	同比	规模	同比	规模	同比
中信证券国际	49.6	-18.2%	1.77	156%	79.70	-5%
海通国际	37.2	-15.0%	16.8	-33%	224.49	8%
国泰君安国际	21.3	11.5%	10.26	1%	105.34	38%
招证国际	7.4	-28.8%	1.4	-48%	28.8	3%
银河国际	5.4	1.9%	1.57		15.17	
申万宏源国际	3.4	-34.9%	0.82	-55%	20.92	1%
华泰金控	2.8	-40.3%	-4.39	-1147%	94.10	731%

资料来源：根据公开资料整理，招商证券

表 7：2016 年香港市场股票承销金额排名

承销商	承销金额	市场份额	排名	承销家数
摩根士丹利	4,306.0	11.0	1	22
海通证券	2,261.1	5.8	2	34
招商银行	2,117.5	5.4	3	17
高盛公司	2,059.8	5.3	4	10
中国银行	1,516.8	3.9	5	15
建设银行	1,506.5	3.8	6	16
农业银行	1,267.4	3.2	7	14
美国银行美林	1,238.1	3.2	8	9
招商证券	1,160.6	3.0	9	16
中信建投	994.2	2.5	10	8
国泰君安	926.5	2.4	11	29
中信证券	921.5	2.4	12	8
金利丰金融	872.2	2.2	13	47
广发证券	852.2	2.2	14	8
交通银行	823.1	2.1	15	12
工商银行	794.1	2.0	16	9
瑞士银行	766.9	2.0	17	9
中国国际金融有限公司	763.4	1.9	18	7
汇丰银行	667.6	1.7	19	6
摩根大通	636.4	1.6	20	6

资料来源：根据公开资料整理，招商证券

## 2、开展 FICC 业务，对标国际一流投行

公司国际化战略，一方面从地理位置上将业务范围拓展至全球，另一方面从业务类型上

积极与国际一流投行对接，战略布局 FICC 业务。公司通过另类投资子公司中信投资下设中信寰球开展大宗商品现货贸易业务。2016 年，公司大宗商品贸易收入超过 40 亿元，贡献毛利润约 1 亿元。2015 年，在国内仅有嘉实基金、国君两家非银机构获得外汇经纪牌照之际，公司收购知名外汇经纪商昆仑国际 59.4% 的股权，打造全球外汇业务国际性平台取得实质进展。通过布局 FICC 业务，可令公司满足庞大且多元客户与时俱进的金融服务需求，配置包括股票、债券、商品以及外汇在内的各类资产，进一步实现综合金融服务商的转型，未来收入贡献不可小觑。

图 36: FICC 新业务拓展示意图



### 3、直投业务成为传统业务之外重要收入来源

自有资金投资+客户资金管理双轮驱动，金石投资实力超群。金石投资毫无疑问是排名第一的券商直投子公司。2016 年，金石投资实现营业收入 32.4 亿元，净利润 16.7 亿元；其中，自有资金投资收益约 30 亿元，客户管理资金规模达 600 亿元，均为行业标杆。金石投资旗下子公司金石灏沏 2016 年完成直接股权投资 30 单，投资金额 29.85 亿元。金石投资下设的并购基金管理机构中信并购基金管理公司定位于产业整合的推动者和积极的财务投资者，至 2016 年底管理资产规模约人民币 180 亿元。近年来股权投资在中国发展迅猛，各大券商积极布局直投子公司，中信占据先发优势，已然看到收获，未来自有资金+客户资金管理双轮持续滚动，增厚公司 ROE。

## 五、投资建议

### 1、行业盈利预测

基于 2017 年资本市场稳中求进的总基调，同时市场环境触底反弹、投资者信心修复，信息技术发展推动行业交易革命，居民财富管理意识持续觉醒，交易成本持续下降刺激交易活跃度，资金逐步流入 A 股将推动市场稳步震荡向上；此外，考虑刘主席任期第二年，左手加强监管，右手低调改革，引导股票市场价值回归。

基于以上分析，证券行业 2017 年核心假设预期如下：

- 2017 年末上证综指点位 3414 点，较 2016 年上涨 10%；
- 2017 年两市日均交易额 4622 亿元，同比下降 11%；
- 2017 年行业平均佣金率至 3.42%%，同比下降 10%；
- 2017 年日均两融余额 9431 亿元，同比小幅上升 5%；
- 2017 年日均股权质押融资余额 11101 亿元，同比增长 30%；
- 2017 年股票 IPO 融资规模 3000 亿元，同比大幅增长 74%；
- 2017 年股票增发融资规模 19800 亿元，同比增长 10%；
- 2017 年券商债券发行规模 47170 亿元，同比持平；

基于上述核心假设，预计 2017 年行业报表营业收入 3616 亿元，同比小幅上升 10%；行业净利润 1374 亿元，同比上升 11%，再度刷新历史第二好。

表 8：2017 年证券市场核心假设

亿元	2014	2015	2016	同比%	2017E	同比%	2018E	2019E
上证指数	3235	3539	3104	-12%	3414	10%	3756	4319
股基交易量	3209	11069	5676	-49%	5084	-10%	5672	6807
两市交易量	3011	10381	5185	-50%	4622	-11%	5157	6188
佣金率	0.0667%	0.0498%	0.0380%	-24%	0.0342%	-10%	0.0325%	0.0318%
两融余额均值	5127	13702	8982	-34%	9431	5%	9903	10893
股权质押余额均值	863	4355	8539	96%	11101	30%	13321	15319
IPO	613	1586	1504	-5%	3000	99%	3300	3630
增发	6725	13592	15899	17%	17489	10%	19238	21162
债券	21523	36201	47171	30%	56605	20%	62266	68492
经纪业务收入	1049	2691	1053	-61%	883	-16%	899	1058
自营业务收入	710	1414	568	-60%	642	13%	674	742
信用业务收入	446	591	382	-35%	431	13%	449	491
投行业务收入	309	532	684	29%	889	30%	1080	1421
资管业务收入	124	275	296	8%	356	20%	391	430
营业收入	2603	5752	3280	-43%	3616	10%	4194	4969
净利润	966	2448	1234	-50%	1374	11%	1552	1839

资料来源：SAC，招商证券

## 2、公司盈利预测及估值建议

看好公司前景基于：(1) 估值极具吸引力，PB 估值低于 1.3X 处于历史绝对底部，PE 估值 16X 低于中枢 20%；(2) 处罚落地，政策风险出清，未来必然敦行致远，此外部分机构投资者有望重新配置；(3) 公司侧重机构业务及财富管理业务，与新时代行业发展趋势吻合，将充分享受制度红利；(4) 公司经过 2 年调整，17 年业绩增速具备行业较高弹性和确定性。我们保守预测公司 17 年归母净利润将达到 120 亿，同比增 16%。

用分部估值法测算出公司 2017 年总市值为 2311 亿，对应目标价 19.3 元，上升空间 33%，对应公司 1.6 倍 17 年 PB 估值、19 倍 PE。

风险提示：市场交易低迷、业绩不达预期。

表 9：信证券盈利预测表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	56,013	38,002	40,577	46,610	49,185
手续费及佣金净收入	29,631	22,444	24,194	28,813	30,191
其中：经纪业务手续费净收入	18,367	9,495	9,455	10,281	11,998
投资银行业务手续费净收入	4,477	5,389	6,450	9,566	8,455
资产管理业务净收入	6,106	6,379	7,046	7,722	8,494
利息净收入	2,791	2,348	3,283	4,075	4,639
投资净收益	18,801	10,028	9,893	10,388	10,907
其中：对联营合营公司投资收益	646	349	349	349	349
公允价值变动净收益	1,355	-1,413	-1,272	-1,145	-1,030
汇兑净收益	-41	120	2	2	2
其他业务收入	3,477	4,476	4,476	4,476	4,476
二、营业支出	28,359	23,800	24,018	24,950	25,851
营业税金及附加	2,768	797	851	977	1,031
业务及管理费	20,106	16,972	16,123	16,930	17,776
资产减值损失	2,481	1,935	2,129	2,129	2,129
其他业务成本	3,004	4,096	4,915	4,915	4,915
三、营业利润	27,654	14,202	16,559	21,659	23,334
加：营业外收入	104	198	159	159	159
减：营业外支出	471	138	138	138	138
四：利润总额	27,287	14,263	16,580	21,680	23,355
减：所得税费用	6,927	3,281	3,815	4,988	5,373
五、净利润	20,360	10,981	12,765	16,692	17,982
归属母公司所有者的净利润	19,800	10,365	12,049	15,756	16,973
少数股东损益	561	616	716	936	1,009

资料来源：公司公告，招商证券

表 10：中信证券资产负债表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	179319	132857	132857	132857	132857
其中：客户资金存款	116139	100994	100994	100994	100994
结算备付金	33142	33733	33733	33733	33733
其中：客户备付金	27415	28883	28883	28883	28883
融出资金	75523	65021	55643	57435	63179
交易性金融资产	136792	159619	159619	159619	159619
衍生金融资产	11595	3780	3780	3780	3780
买入返售金融资产	36771	59175	76928	92313	101544
应收款项	13938	23123			
应收利息	3739	4126	4126	4126	4126
存出保证金	3463	1600	1600	1600	1600
可供出售金融资产	92135	84879	84879	84879	84879
长期股权投资	4484	3974	3974	3974	3974
固定资产	3856	3923	3923	3923	3923
无形资产	3985	3820	3820	3820	3820
商誉	10265	10406	10406	10406	10406
递延所得税资产	3141	2811	2811	2811	2811
投资性房地产	71	68	68	68	68
其他资产	3888	4524	-13212	-14634	-12636
资产总计	616108	597439	564955	580710	597683
短期借款	4722	3479	3479	3479	3479

敬请阅读末页的重要说明

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
应付短期融资款		21346	21346	21346	21346
拆入资金	18033	19550	19550	19550	19550
交易性金融负债	25939	31218	31218	31218	31218
衍生金融负债	4765	2577	2577	2577	2577
卖出回购金融资产款	127789	121414	121414	121414	121414
代理买卖证券款	150457	134398	134398	134398	134398
代理承销证券款	62	134	134	134	134
应付职工薪酬	9686	9537	9537	9537	9537
应交税费	4619	2433	2433	2433	2433
应付款项	31540	26467	26467	26467	26467
应付利息	3242	2423	2423	2423	2423
预计负债	436	436	436	436	436
长期借款	2912	1121	1121	1121	1121
应付债券	72833	70552	35000	35000	35000
递延所得税负债	2542	1566	1566	1566	1566
其他负债	1946	2999	2999	2999	2999
负债合计	474371	451650	416098	416098	416098
股本	12117	12117	12117	12117	12117
资本公积	54450	54459	55663	57239	58936
其他综合收益	3084	2319			
盈余公积	7525	7813	8147	8585	9056
一般风险准备	17174	18797	20682	23148	25805
交易风险准备		0	0	0	0
未分配利润	44787	47192	51575	62852	75000
归属于母公司所有者权益	139138	142696	148186	163941	180914
少数股东权益	2599	3093	671	671	671
所有者权益合计	141737	145789	148857	164612	181585
负债和股东权益总计	616108	597439	564955	580710	597683

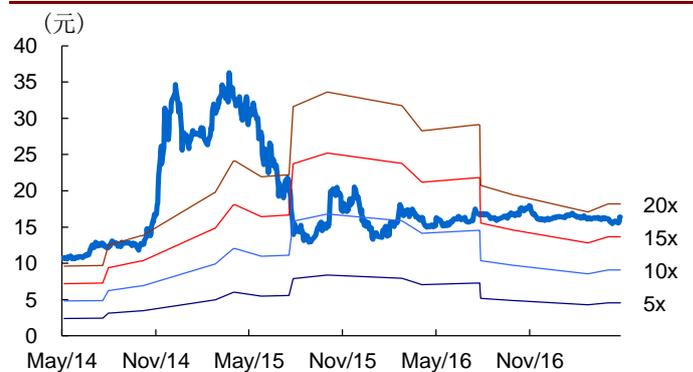
资料来源: wind, 招商证券

图 37: 中信证券历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 38: 中信证券历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑积沙，美国纽约大学克朗数学研究所硕士。曾就职于招商财富投资管理部。2015 年加入招商证券，从事非银行金融行业研究。2015 年获得金牛奖第五名（团队），2016 年获得新财富、金牛奖、IAMAC 等评选第二名（团队）。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。