

中信证券 (600030)

推荐

行业：证券

远略已定，静候风起

投资要点：

综合实力居行业首位 中信证券是中国最大的证券公司，资产、利润及多项业务市场份额等指标常年居行业首位，传统业务积累丰厚、创新业务全面领先，我们相信将最为受益于证券行业创新发展。

公司布局未来，客户结构与业务结构与国际投行最为接近 公司的高净值客户与机构客户的比例相对较高，公司目前两融业务规模约一半是机构客户贡献，业务前瞻性强，对创新业务的投入很大，例如 FICC 业务，衍生品业务、直投、资本中介等。**但成长速度受行业发展阶段以及政策影响较大**：一方面，目前国内仍以散户为主，在互联网的浪潮之下，公司略显暗淡；另一方面，监管政策对创新业务影响较大，公司在创新业务的上优势没法完全显现出来，客户服务手段也较为有限，如衍生品交易、FICC 交易、新型资本中介业务等。

由近及远，公司未来业务增速来自于：

资管规模遥遥领先，主动管理提升较快 截至 2016 年 6 月底，公司资管规模合计 1.57 万亿，比去年底增长 46.8%，遥遥领先其他竞争对手（华泰证券排次位，资管规模 8148 亿元）。今年上半年公司定向资管业务的平均管理费率同比增长了 44%，说明公司的主动管理的比例有所提升。在资产荒的背景下，公司机构资管业务有望进一步发展。

整合海外两子，国际业务进入下一发展速度 国内行业监管环境趋严，海外市场成为各券商重点开拓的方向之一。从我们的判断来看，海外业务前景广阔，随着我国资本项目的对外开放，企业的资产的海外配置以及居民资产的海外配置需求日益增加。中信证券近日计划将旗下两家子公司中信证券国际和中信里昂证券进行业务的一体化融合，把业务统一在中信里昂证券下运营。我们认为，这次调整意味着公司已过渡了前期整合阶段，将进入下一发展速度。公司目前也是内资券商海外业务发展最快的券商，海外业务收入规模居行业首位。

其他创新业务的崛起 正如前面所述，公司布局具有将强的前瞻性，但需要市场进一步成熟以及监管政策的支持，例如机构资本中介业务，衍生品业务、FICC 业务。

首次覆盖，给予推荐评级。 我们估算中信证券 2016/17E 营业收入分别为 342.74/383.60 亿元，同比增长-39%/12%；归母净利润分别为 101.40/125.98 亿元，同比-49%/24%；对应 EPS 分别为 0.84/1.04 元；对应 BPS 分别为 11.72/12.27 元。给予公司 2017 年 1.6 倍 PB，对应目标价 19.63 元，距当前股价仍有 9.3%的涨幅空间。

风险提示：行业经营环境恶化，国际化业务拓展不及预期，政策效果不及预期

请务必阅读正文之后的免责条款部分

作者

署名人：张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：刘涛

S0960115080020

0755-88323283

liutao@china-invs.cn

参与人：喻慧子

S0960116090004

0755-88320867

yuhuizi@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 19.63

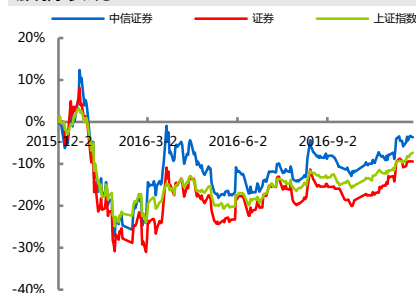
当前股价： 17.96

评级调整： 首次

基本资料

总股本(百万股)	12,117
流通股本(百万股)	9,815
总市值(亿元)	2,176
流通市值(亿元)	1,763
成交量(百万股)	275.86
成交额(百万元)	4,907.92

股价表现



相关报告

《证券行业 2016 年策略报告：短期看行情，中期看政策，长期看公司》

2016-01-04

主要财务指标

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E
营业收入	29,198	56,013	34,274	38,360
收入同比	81%	92%	-39%	12%
归属母公司净利润	11,337	19,800	10,140	12,598
净利润同比	123%	75%	-49%	24%
ROE	9.7%	16.6%	7.2%	8.7%
ROA	2.4%	3.6%	1.7%	2.1%
EPS(元)	1.03	1.63	0.84	1.04
BPS(元)	9.00	11.48	11.72	12.27
P/E	17.45	10.99	21.46	17.27
P/B	2.00	1.56	1.53	1.46

资料来源：中国中投证券研究总部

一、 创新业务发展不及预期导致公司盈利能力低于可比公司

中信证券 ROAE 长期显著低于可比公司平均水平

如表 1 所示,2012 以来,公司 ROAE 比可比公司均值低出 14%-30%

表 1 中信证券 ROAE 显著低于可比公司平均水平

公司名称	报告参数	2012-12-31	2013-12-31	2014-12-31	2015-12-31	2016-06-30
广发证券	ROAE	6.8%	8.3%	13.5%	22.5%	5.3%
国泰君安	ROAE	8.2%	8.5%	16.4%	21.1%	4.1%
国信证券	ROAE	10.0%	10.6%	18.5%	33.1%	4.6%
海通证券	ROAE	5.8%	6.7%	11.9%	18.0%	4.0%
华泰证券	ROAE	4.8%	6.3%	11.7%	17.5%	3.6%
招商证券	ROAE	6.5%	8.4%	11.2%	24.2%	4.7%
中信证券	ROAE	4.9%	6.0%	9.7%	16.6%	3.8%
均值		7.0%	8.1%	13.5%	22.6%	4.4%
偏离均值幅度		-30.4%	-25.6%	-28.3%	-26.4%	-13.7%

资料来源：wind，中国中投证券研究总部 注：ROAE=当期归母净利润/当期平均归母所有者权益；当期平均归母所有者权益=（期初归母所有者权益+期末归母所有者权益）/2

杠杆率的差异部分解释 ROAE 差异

如表 2 所示,除 2013 公司外,公司杠杆率比可比公司均值要低 9%左右

表 2 中信证券与可比公司杠杆率比较

公司名称	报告参数	2012-12-31	2013-12-31	2014-12-31	2015-12-31	2016-06-30
广发证券	杠杆率	1.68	2.46	4.08	3.77	3.39
国泰君安	杠杆率	2.15	3.40	4.92	3.15	2.92
国信证券	杠杆率	1.83	2.56	3.44	3.27	3.16
海通证券	杠杆率	1.48	2.01	3.76	3.82	3.73
华泰证券	杠杆率	1.43	1.98	4.81	3.98	3.64
招商证券	杠杆率	1.76	2.08	3.26	4.19	3.57
中信证券	杠杆率	1.54	2.53	3.74	3.28	3.03
均值		1.70	2.43	4.00	3.64	3.35
偏离均值幅度		-9.2%	4.1%	-6.6%	-9.7%	-9.5%

资料来源：wind，中国中投证券研究总部 注：杠杆率=当期平均调整总资产/当期平均归母所有者权益；当期调整总资产=总资产-客户资产；客户资产=代理买卖证券款+代理承销证券款

ROA 的差异是中信证券与可比公司 ROAE 差异的主要原因

如表 3 所示,除 2016 年上半年外,公司 ROA 水平与可比公司差异较大

表 3 中信证券与可比公司 ROA 比较

公司名称	报告参数	2012-12-31	2013-12-31	2014-12-31	2015-12-31	2016-06-30
广发证券	ROA	4.0%	3.4%	3.3%	6.0%	1.6%
国泰君安	ROA	3.8%	2.5%	3.3%	6.7%	1.4%
国信证券	ROA	5.5%	4.1%	5.4%	10.1%	1.5%
海通证券	ROA	3.9%	3.3%	3.2%	4.7%	1.1%
华泰证券	ROA	3.4%	3.2%	2.4%	4.4%	1.0%
招商证券	ROA	3.7%	4.1%	3.4%	5.8%	1.3%
中信证券	ROA	3.2%	2.4%	2.6%	5.1%	1.3%
均值		3.9%	3.3%	3.4%	6.1%	1.3%
偏离均值幅度		-19.0%	-27.5%	-23.1%	-17.2%	-2.6%

资料来源：wind，中国中投证券研究总部 注：ROA=当期归母净利润/当期平均调整总资产

ROA 的差异主要来自于 净利率

如表 4 所示，2012 年以来，相对于可比公司，公司资产周转率的变化表现较好，而净利率的差距是逐步扩大

表 4 ROA 拆解

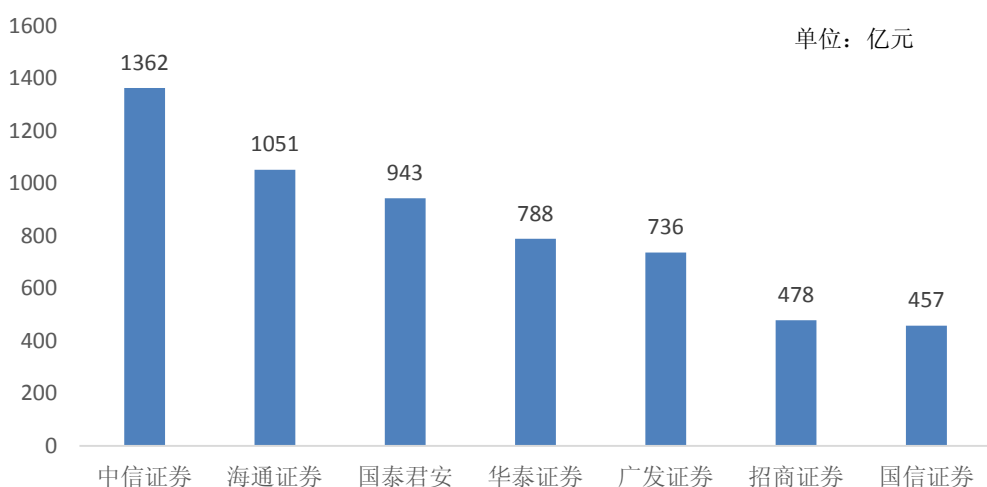
公司名称	报告参数	2012-12-31	2013-12-31	2014-12-31	2015-12-31	2016-06-30
广发证券	资产周转率	12.8%	9.8%	8.9%	15.2%	4.0%
国泰君安	资产周转率	11.9%	7.8%	8.8%	16.0%	3.8%
国信证券	资产周转率	18.0%	13.3%	12.9%	21.1%	4.1%
海通证券	资产周转率	11.9%	8.7%	7.4%	11.3%	3.0%
华泰证券	资产周转率	12.2%	10.4%	6.5%	10.8%	2.5%
招商证券	资产周转率	10.5%	11.1%	9.8%	13.4%	3.0%
中信证券	资产周转率	8.8%	7.3%	8.4%	14.3%	4.4%
	均值	12.3%	9.8%	8.9%	14.6%	3.5%
	偏离均值幅度	-28.7%	-25.1%	-6.6%	-2.0%	23.0%
广发证券	净利率	31.4%	34.3%	37.5%	39.5%	39.8%
国泰君安	净利率	31.9%	32.0%	37.8%	41.8%	36.6%
国信证券	净利率	30.4%	31.1%	41.8%	47.9%	35.7%
海通证券	净利率	33.0%	38.6%	42.9%	41.6%	35.3%
华泰证券	净利率	27.5%	30.9%	37.2%	40.7%	38.6%
招商证券	净利率	35.3%	36.6%	35.0%	43.1%	43.1%
中信证券	净利率	36.2%	32.5%	31.1%	35.3%	28.9%
	均值	32.3%	33.7%	37.6%	41.4%	36.9%
	偏离均值幅度	12.3%	-3.5%	-17.3%	-14.6%	-21.7%

资料来源：wind，中国中投证券研究总部 注：净利率=归母净利润/营业收入；资产周转率=营业收入/当期平均调整总资产

而上述差异的内在原因我们认为是受行业发展阶段以及监管政策所限，创新业务的发展不及预期。

公司的资本金规模是大幅领先于其他可比公司，根据 2016 年上半年数据，公司归母所有者权益 1362 亿元，比第二高的海通证券仍高出约 30%，约是国信证券的 3 倍，因此从融资层面来看，公司的加杠杆的难度就高于其他公司。

图 1 归母所有者权益比较



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

但加杠杆更大的难度来自于业务需求不足。当前的资本中介业务主要以两融业务中的融资以及股票质押两项业务为主，且由于专业性不强，基本属于完全竞争的一个状态。而例如融券、衍生品的资本中介（做市）、固定收益类的资本中介（做市）、大宗商品的资本中介（做市）等专业性强的领域，由于行业发展阶段以及监管政策所限，仍处于初期阶段。

另外，公司另一项创新业务——国际业务的发展也较为缓慢。2016年上半年，中信证券国际总资产规模为800亿元，约占公司总资产14%，但净利润却为-2.4亿元，此项拖累公司ROA 15个百分点。两方面原因造成公司国际业务进展缓慢，一是对于内资券商来说，国际业务是一个新的领域，且面临着许多老牌国际投行的竞争；二是公司的国际业务平台是2012年通过收购里昂证券获得，公司整合需要一定的时间。

财务报表以及主要财务比例预测

财务报表 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E
利润表					成长能力				
营业收入	29,198	56,013	34,274	38,360	营业收入	81%	92%	-39%	12%
代理买卖证券业务净收入	8,834	18,367	8,816	9,763	净利润	123%	75%	-49%	24%
证券承销业务净收入	3,472	4,477	5,901	6,812	综合收益	198%	63%	-60%	46%
资产管理业务净收入	4,298	6,106	6,653	7,869	盈利能力				
利息净收入	950	2,791	1,737	2,406	净利率	39%	35%	30%	33%
投资净收益 (含公允价值变动)	10,834	20,156	7,389	11,511	ROE	9.7%	16.6%	7.2%	8.7%
营业支出	16,017	28,359	20,376	21,093	ROA	2.4%	3.6%	1.7%	2.1%
业务及管理费	14,147	20,106	15,081	15,344	每股指标				
其他业务成本	1,871	8,253	5,296	5,749	每股净利润	1.03	1.63	0.84	1.04
利润总额	15,422	27,654	13,898	17,267	每股净资产	9.00	11.48	11.72	12.27
所得税	3,560	6,927	3,336	4,144	每股股利	0.31	0.50	0.25	0.31
少数股东权益	524	561	422	525	估值分析				
归母净利润	11,337	19,800	10,140	12,598	市盈率	17.45	10.99	21.46	17.27
加：其他综合收益	2,026	2,334	-1,583	-	市净率	2.00	1.56	1.53	1.46
综合收益总额	13,888	22,695	8,980	13,123	股息收益率	1.73%	2.78%	1.40%	1.74%
资产负债表					关键假设	2014A	2015A	2016E	2017E
资产合计	479,626	616,108	557,881	628,471	市场				
货币资金	109,761	179,319	120,107	163,542	上证综指	3,235	3,296	3,395	3,717
买入返售金融资产	42,863	36,771	42,167	46,383	日均股基交易额 (亿元)	3,222	10,997	5,500	6,000
融出资金	74,135	75,523	66,000	70,620	IPO规模	669	1,578	1,200	1,380
交易性金融资产	126,185	136,792	129,488	142,437	增发融资规模	6,828	13,728	16,474	19,768
可供出售金融资产	48,836	92,135	86,024	94,627	核心债券发行规模	8,737	13,854	35,000	38,500
其他资产	77,846	95,568	114,095	110,863	两融余额	10,257	11,743	9,652	10,569
负债合计	378,495	474,371	412,865	476,332	公司				
代理买卖证券款	101,846	150,457	132,365	167,854	股基交易市场份额	6.53%	6.39%	5.90%	6.00%
自主负债	204,796	239,137	188,728	207,601	净佣金率	0.086%	0.053%	0.056%	0.056%
其他负债	71,853	84,778	91,771	100,877	两融余额市场份额	7.03%	6.30%	6.60%	6.60%
所有者权益	101,131	141,737	145,016	152,139	IPO市场份额	9.35%	7.66%	6.50%	7.50%
归母所有者权益	99,099	139,138	142,058	148,656	增发市场份额	13.13%	12.04%	16.00%	14.00%
股本	11,017	12,117	12,117	12,117	债券融资市场份额	4.11%	2.66%	3.40%	3.40%
少数股东权益	2,033	2,599	2,958	3,483	集合资产管理业务规模	77,961	132,686	159,223	191,068
其他综合收益	7,093	7,525	8,581	9,894	业务及管理费用率	48.5%	35.9%	44.0%	40.0%
					所得税率	23.1%	25.0%	24.0%	24.0%
					分红率	30%	31%	30%	30%

数据来源：中国中投证券研究总部

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张镭,中国中投证券研究总部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

刘涛,中投证券非银金融研究员,中国人民大学经济学硕士

喻慧子,中投证券非银金融研究员,香港理工大学金融学硕士

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434