

龙头时代，券商标杆

买入（上调）

事件：公司发布2017年年报，全年实现收入432.92亿元，同比增长13.9%；归母净利润114.33亿元，同比增长10.3%，对应EPS为0.94元/股；归母净资产1497.99亿元，对应BVPS为12.36元/股；每股分红0.4元（含税）。

投资要点：

- **收入、净利润仍居国内券商首位，龙头多元化盈利结构对标海外投行：**公司业绩整体优异，关注三大亮点：1) 收入、归母净利润增速(13.9%、10.3%)明显优于行业平均(-5.1%、-8.5%)，主要受自营投资驱动，其中总投资收益(含公允价值变动损益)大幅增长53.8%至127亿元，为全年主要盈利增长点(收入占比29%)，源于把握市场机遇兑现收益(期末“可供出售金融资产”下降30%至592亿元)；2) 结构多元化，经纪、投行等五大传统券商业务收入占比自2014年以来持续收缩至77%，同时“其他业务”比重显著高于行业，达到23%(但收入主要源于子公司大宗商品贸易，预计贡献利润较低，盈利主要源于FICC等业务)；3) 管控效率优化，业务及管理费占收入比重降至39%。整体而言，公司期末杠杆率虽升至3.51倍，但全年ROE7.8%仅小幅高于行业平均(6.48%)，未来资金运营效率仍有提升空间。
- **重资本+国际化是两大新方向，FICC业务已崛起，中信里昂证券起航：**公司与股权、固定收益相关的FICC等重资本业务实力强劲：1) 质押式回购业务规模领先(期末买入返售金融资产大幅增长93.7%至1146亿元，其中股票/债券质押业务占比达71%)；2) 衍生品业务专业能力及先发布局优势显著，2017年场外期权名义本金规模保持领先；3) 做市业务向多品种、多元化策略发展，上证50ETF期权做市持续排名市场前列；4) 期末两融余额709亿元，市占率持续排名市场第一(6.91%)。国际业务方面，公司亦取得突破性进展，中信里昂证券已实现整合并快速发展，推动中信证券国际净利润增长272%至5.88亿元，目前国际业务仍以股票经纪为主，未来预计将对投行、FICC、PE等重点业务加强投入，国际业务是值得关注的潜在增长点。
- **发展直接融资+资本市场机构化带来机遇，市场集中度提升利好龙头：**“提高直接融资比重，发展多层次资本市场”的战略目标为证券业带来发展机遇，而随着市场机构化、国际化程度持续提升，公司机构客户资源优势将充分显现(例如：期末QFII客户138家、RQFII客户52家，总客户数稳居市场前列；期末“代理买卖证券款”中机构占比35%，明显高于同业；较高的交易席位租赁收入推动经纪业务净佣金率高达0.055%)。此外，在监管全面从严、创新稳中有进的行业新常态下，公司作为国内资本实力最雄厚的券商(期末净资产高达1498亿元)，预计一方面受益于市场集中度提升(经纪市占率近年来持续提高；投行、资管等多项业务排名第一)，另一方面将先发推进创新(例如此前蓬勃发展的场外期权业务、近期备受关注的CDR业务等)。
- **投资建议：**公司作为券商龙头，重资本业务拥有资金优势、机构业务拥有客户沉淀优势、国际化业务拥有先发优势，且在严监管新环境下市场份额趋势向上，未来若进一步提升资金运营效率并把握创新机遇，行业转型变革或成为公司发展新契机，有望实现强者更强。我们预计公司2018、2019年归母净利润分别为131.7、155.1亿元，A股目前估值约1.34倍2018PB，考虑公司正步入全新发展阶段，且估值处于历史低位，上调至“买入”评级。

风险提示：1) 市场成交量持续下滑；2) 监管趋紧抑制行业创新。

2018年03月24日

首席证券分析师 丁文韬

执业证书编号：

S0600515050001

dingwt@dwzq.com.cn

研究助理 马祥云

021-60199760

maxy@dwzq.com.cn

证券分析师 王维逸

执业证书编号：

S0600515050002

wangwy@dwzq.com.cn

证券分析师 胡翔

执业证书编号：

S0600516110001

hux@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	17.70
一年最低/最高价	14.94/22.95
市净率(倍)	1.43
流通A股市值(百万元)	173720

基础数据

每股净资产(元)	12.36
资产负债率(%)	75.52
总股本(百万股)	12117
流通A股(百万股)	9815

相关研究

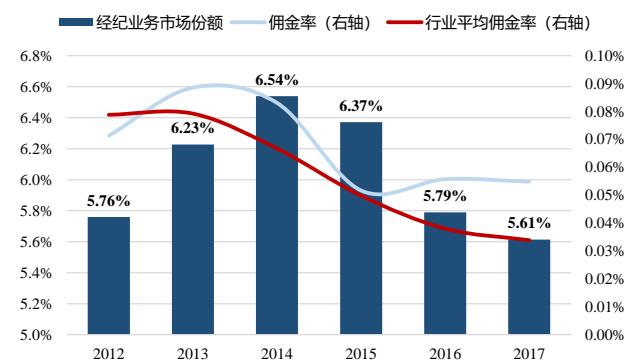
- 1、**中信证券：2016年年报点评-**
券商龙头稳中求进，海外优势显著，20170322
- 2、**中信证券：2016年中报点评-**
业务结构极均衡，龙头券商迈向国际化，20160824

图表 1：2016、2017 年公司分项业务营收及增速



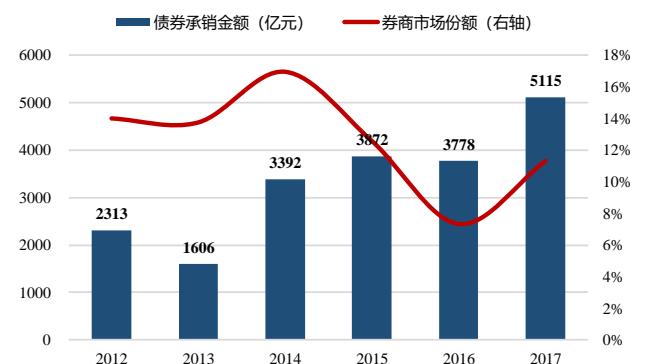
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 3：2014~2017 年公司经纪业务概况



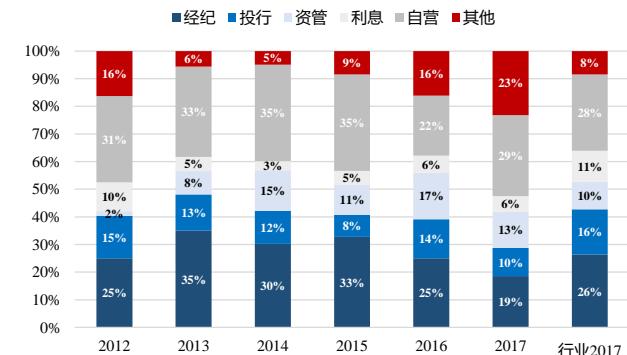
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 5：2012~2017 年公司债券承销金额及市占率



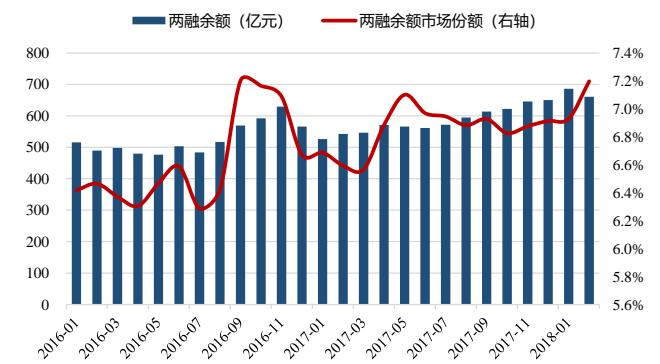
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 2：2017 年公司分项业务收入结构



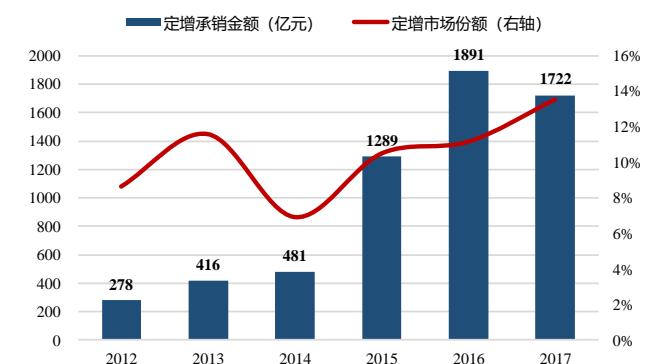
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 4：2016~2017 年公司两融余额及市场份额



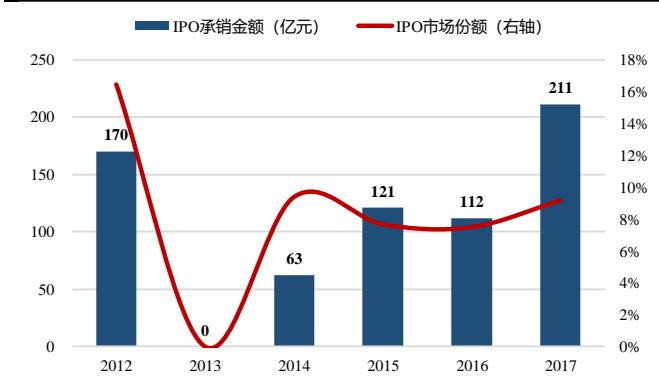
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 6：2012~2017 年公司定增承销金额及市占率



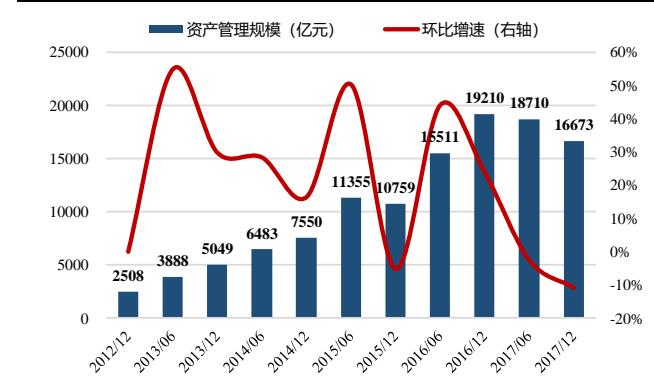
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 7: 2012~2017 年公司 IPO 市场份额及市占率



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 8: 2012~2017 年公司资产管理规模及增速



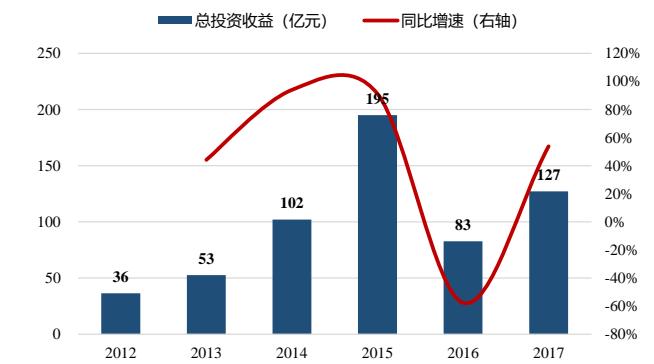
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 9: 2012~2017 年公司资产管理业务结构



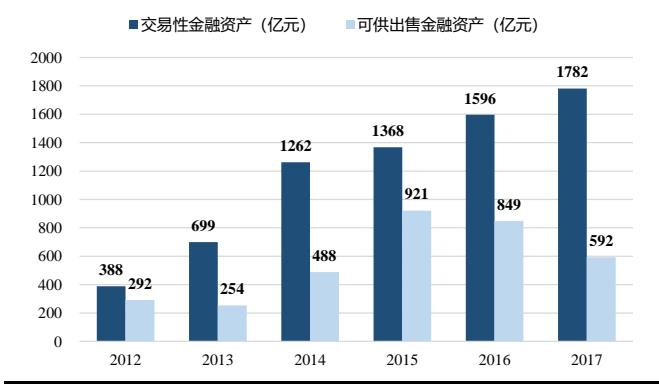
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 10: 2010~2017 年公司总投资收益



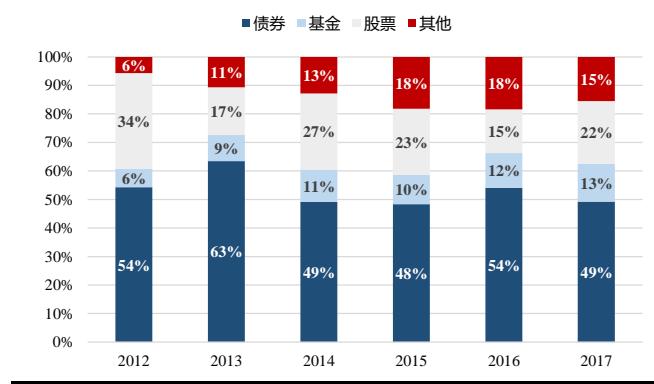
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 11: 2012~2017 年公司自营资产概况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 12: 2012~2017 年公司自营资产配置结构



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 13: 中信证券盈利预测

单位: 百万元	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
一、营业收入	56,013	38,002	43,292	47,298	53,989	62,319
手续费及佣金净收入	29,631	22,444	18,957	20,171	22,664	26,221
经纪业务手续费净收入	18,367	9,495	8,045	8,845	10,158	11,244
投行业务手续费净收入	4,477	5,389	4,406	5,622	6,145	7,122
资管业务手续费净收入	6,106	6,379	5,695	5,703	6,362	7,855
利息净收入	2,791	2,348	2,405	2,836	3,497	4,206
投资收益	18,801	10,028	12,475	12,819	13,922	15,275
公允价值变动损益	1,355	-1,413	843	1,247	1,613	1,856
其他业务收入	3,477	4,476	8,535	10,242	12,291	14,749
营业支出	28,359	23,800	27,043	28,812	32,184	35,599
归属于母公司股东净利润	19,800	10,365	11,433	13,166	15,507	19,022
归属于母公司股东净资产	139,138	142,696	149,799	159,948	171,861	186,688
营业收入增速	91.84%	-32.16%	13.92%	9.25%	14.15%	15.43%
归属于母公司股东净利润增速	74.64%	-47.65%	10.30%	15.15%	17.78%	22.66%
ROE	16.62%	7.36%	7.82%	8.50%	9.35%	10.61%
归属于母公司股东净资产增速	40.40%	2.56%	4.98%	6.78%	7.45%	8.63%
EPS	1.63	0.86	0.94	1.09	1.28	1.57
BVPS	11.48	11.78	12.36	13.20	14.18	15.41
P/E (A)	10.83	20.69	18.76	16.29	13.83	11.28
P/B (A)	1.54	1.50	1.43	1.34	1.25	1.15
P/E (H)	8.80	16.80	15.23	13.23	11.23	9.16
P/B (H)	1.25	1.22	1.16	1.09	1.01	0.93

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>