

中信证券(600030):

机构客户占比高, 衍生品与 FICC 等新业务启航

审慎推荐(首次)

非银金融

当前股价: 17.70 元

报告日期: 2018 年 3 月 26 日

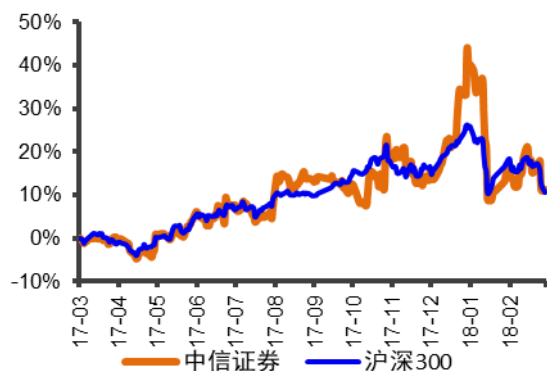
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	432.92	467.91	539.33	618.97
(+/-)	13.92%	8.08%	15.26%	14.77%
归属母公司净利润	114.33	125.99	158.69	200.32
(+/-)	10.30%	10.20%	25.96%	26.23%
EPS (元)	0.94	1.04	1.31	1.66
市盈率	18.73	17.00	13.50	10.69

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (亿股)	121/98.15
流通市值 (亿元)	1744
每股净资产 (元)	12.36
资产负债率 (%)	75.52

股价表现 (最近一年)



资料来源: WIND, 华鑫证券研发部

分析师: 潘永乐

执业证书编号: S1050517100001

联系电话: 021-54967705

邮箱: panyl@cfsc.com.cn

相关事件:

2018 年 3 月 23 日公司发布 2017 年年度报告, 2017 年公司实现营业收入 432.92 亿元, 同比增长 13.92%; 归母净利润 114.33 亿元, 同比增长 10.30%。

投资要点:

◆继续维持国内券商龙头地位, 多项业务指标排名行业第一。

2017 年, 公司继续维持国内券商龙头地位, 营收及净利润均位居行业第一。在细分业务上: 股权业务承销规模人民币 2209.82 亿元, 市场份额 12.29%, 排名行业第一; 债券业务承销规模人民币 5116.28 亿元, 市场份额 4.29%, 排名同业第一; 境内并购重组交易规模人民币 1398 亿元, 市场份额 16.21%, 排名行业第一; 资产管理规模人民币 1.67 万亿元, 市场份额 10.10%, 主动管理规模人民币 5890 亿元, 均排名行业第一; 融资融券余额人民币 710 亿元, 市场份额 6.92%, 排名行业第一; 实现利率产品销售总规模保持同业第一。

◆自营业务快速增长, 毛利贡献占比达到 22.45%, 公司在 IFRS9 规则下兑现收益侧面降低了 18 年市场波动影响。2017 年, 我们以“投资收益+公允价值变动收益-合营联营公司收益”的口径来衡量, 公司自营业务实际贡献营收 127 亿元, 同比增长 53.8%; 实际营收占比 29.33%。值得注意的是, 公司在 2017 年所持有金融资产公允价值显著正向变动的同时, 却大幅降低了可供出售金融资产规模 30.22%, 其中股票由 97.77 亿元下降到 53.51 亿元; 债券由 212.92 亿元下降到 140.81 亿元; 基金由 70.00 亿元下降到 54.20 亿元; 信托计划由 67.09 亿元下降到 49.18 亿元; 大部分归口于证金公司管理的“其他”项下规模也由 265.09 亿元下降到 183.90 亿元。

◆经纪业务下滑幅度好于行业水平, 积极向财富管理转型。

2017 年公司证券经纪业务手续费及佣金收入 80.14 亿元, 同比下滑 16%; 公司代理股基交易总额 13.05 万亿元, 市场份额 5.69%, 略微下滑 0.03pct.; 平均佣金率下滑至 0.0038%; 经纪业务客户数和客户资产分别增长 15%和 18%。2017 年经纪业务收入占比 24.98%, 较去年同期下滑 6.89pct.。随着公司经纪业务以“提高综合服务能力、向财富管理转型”的战略得以逐步实施, 2017 年公司及中信证券(山东)共代销金融产品



7032 亿元，同比大增 179.38%；新增客户 105 万户，新增客户资产人民币 1 万亿元。

◆**资产管理规模受“去通道”影响告别高增长，规模自 2012 年以来首次下滑，未来资管业务预计业绩贡献占比将继续下降。**截至 2017 年底公司存留资管产品 1428 个；资产管理规模 16673.35 万亿，同比下滑 8.14%；其中机构客户资金 15201.89 万亿，占比 91.17%；实现管理费收入 19.47 亿元，同比下滑 7.28%；平均管理费率为 0.0012%，较上年基本持平。2017 年公司资管业务（合并华夏基金）收入占比 17.50%，较去年同期下降 1.34pct.。

◆**投行业务结构化发展，股权融资承销规模有所下降，债券融资承销规模大幅上升。**2017 年公司投行业务实现营收 40.02 亿元，同比下滑 23.83%。其中股权主承销金额 2209.82 亿元，同比下滑 9.41%；债券主承销金额 5116.28 亿元，同比增长 34.74%；财务顾问方面公司完成 A 股重大资产重组交易金额 1398 亿元，市场份额 16.21%；全球宣布的涉及中国企业参与的并购交易中，公司参与的交易金额位列中资券商第二。

◆**衍生品与 FICC 等业务快速发展，为公司后续增长带来新动力。**截至 2017 年末，公司衍生金融资产 59 亿元，同比增长 56.09%；衍生金融负债 133.01 亿元，同比增长 416.23%；公司上证 50ETF 期权做市持续排名市场前列。FICC 业务在中信国际整合重组后表现强劲，2018 年，公司的 FICC 业务将以巩固亚洲债券做市商龙头地位为重点，进一步扩大到美国业务；对结构化产品（信用、利率和外汇产品）等新业务线的投入将作为重中之重，同时发展回购交易、非中国高收益债和海湾合作委员会国家主权债交易业务。我们认为，公司在个股期权等衍生品和 FICC 业务上具有极强的竞争优势，加上年内 CDR 推出的预期强烈，公司有望在这些新业务上获得较快增长动力。

◆**盈利预测：进入 2018 年的“去杠杆”复杂经营环境，公司整体依然稳健增长，中信母公司 2018 年 1-2 月已实现营收 23.87 亿元，同比增长 12.58%；净利润 9.30 亿元，同比增长 24.18%。**基于 2018 年国内 A 股市场成交量维持平稳、IPO 维持正常节奏以及公司衍生品和 FICC 业务快速发展的前提假设，我们预测公司 2018、2019、2020 年 EPS 分别为 1.04、1.31、1.66 元，叠加目前年内 CDR 推出的强烈预期，首次给予其“审慎推荐”的投资评级。

◆**风险提示：**经纪业务继续下滑；自营业务出现波动；公司资管业务业绩贡献占比下滑；衍生品及 FICC 等新业务发展不及预期；证券行业监管趋严等。



预测财务报表（单位：亿元）

利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	380.02	432.92	467.91	539.33	618.97
手续费及佣金净收入	224.44	189.57	184.96	189.01	193.30
代理买卖证券业务净收入	94.95	80.45	76.43	72.61	68.98
证券承销业务净收入	53.89	44.06	57.28	68.73	79.04
受托客户资产管理业务净收入	63.79	56.95	51.26	47.67	45.28
利息净收入	23.48	24.05	25.00	25.00	25.00
投资净收益	100.28	124.75	143.46	164.98	189.73
公允价值变动净收益	-14.13	8.43	-5.00	3.00	7.00
汇兑净收益	1.20	-0.51	-1.00	1.00	1.00
其他收益		1.28	1.00	1.00	1.00
其他业务收入	44.76	85.35	119.49	155.34	201.94
营业支出	238.00	270.43	289.89	315.27	338.71
税金及附加	7.97	2.56	5.00	7.00	10.00
管理费用	169.72	169.93	170.00	170.00	170.00
资产减值损失	19.35	17.21	18.00	22.00	25.00
其他业务成本	40.96	80.74	96.89	116.27	133.71
加：营业利润差额(特殊报表科目)					
营业利润差额(合计平衡项目)					
营业利润	142.02	162.48	178.03	224.06	280.27
加：营业外收入	1.98	1.62	2.00	2.00	2.00
减：营业外支出	1.38	2.37	1.80	3.00	3.00
其中：非流动资产处置净损失					
加：利润总额差额(特殊报表科目)					
利润总额差额(合计平衡项目)					
利润总额	142.63	161.74	178.23	223.06	279.27
减：所得税	32.81	41.96	46.24	57.87	72.45
加：未确认的投资损失					
加：净利润差额(特殊报表科目)					
净利润差额(合计平衡项目)					
净利润	109.81	119.77	131.99	165.19	206.82
减：少数股东损益	6.16	5.44	6.00	6.50	6.50
归属于母公司所有者的净利润	103.65	114.33	125.99	158.69	200.32

资料来源：WIND，华鑫证券研发部



分析师简介

潘永乐：厦门大学金融硕士，九年证券研究经验，2017年9月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：电力设备新能源行业、非银金融行业。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明:

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明:

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券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。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>