

抓时机、收份额、风控稳、龙头强

——中信证券（600030）事件点评

2018年07月13日

强烈推荐/首次

中信证券

事件点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
安嘉晨	研究助理	
	anjc@dxzq.net.cn	010-66554014

事件：

2018年7月12日，中信证券发布2018年半年度业绩快报公告。公司2018年上半年实现营业收入199.8亿元，同比增长6.9%；净利润55.9亿元，同比增长13.4%。加权平均净资产收益率为3.66%，同比增长了0.27个百分点。资产总额为6580亿元，同比增长5.18%。

观点：

1、轻资产型业务市场整体状况不佳，公司抓住机遇提升份额

- ◆ **经纪业务：**2018年上半年A股日均成交额为4386亿元，仅同比微增0.5%。而中信证券的股基交易额市场占有率则增长0.27个百分点至5.93%。与此同时公司的佣金率从2018年一季度开始领先于市场企稳回升。目前已逐步形成了“零售端量价齐升+机构端高占比深化+多元化经纪业务收入来源”的良好局面。

图 1：中信证券及上市券商净佣金率走势



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 2：中信证券代销金融产品收入变动情况



资料来源：Wind，东兴证券研究所

- ◆ **资管业务：**根据证券投资基金业协会的最新数据，2018年一季度券商资管规模收缩至16.12万亿元，单季度下降0.76万亿元。而中信证券的主动管理规模在排名前20的券商整体规模中的占比从去年一季度的17.6%增长至今年的19.2%。我们认为公司的资管业务在去通道进程中具备良好的业绩韧性。主要逻辑有三：第一是主动管理能力突出，在2018年一季度资管规模排名前5的券商中，中信证券的主动管理规模排名第一；第二是中信证券的通道业务贡献营收占比很小，根据公告数据测算，实际约有9300亿元通道业务贡献了约为8.4亿元的收入，仅占2017年中信证券营收的1.9%。第三是中信证券的资管

业务具备非常良好机构客户基础。机构客户的特点在于合作的长期性，可以给予券商抵御市场收缩时更多的回旋空间。此外公司另行公告了华夏基金 2018 上半年净利润 6 亿，同比增长了 12.2%，也进一步支撑了公司资管板块的整体业绩。

- ◆ **投行业务**：2018 上半年 IPO 融资规模同比下降 26.4%，增发融资规模同比下降 45.4%，债券融资规模同比增长 15.3%。而同期中信证券的 IPO 规模市占率则从 6.8% 增长至 8.6%，增发市占率从 14% 增长至 15%，债券融资市占率从 4.33% 增长至 4.66%。公司在市场收缩时不断收割份额，在 IPO 发审低通过率、高要求的背景下，中信投行一直以来奉行的大项目高端路线的战略不断体现出优势。（若剔除工业富联的大规模融资，中信证券的 IPO 市占率已提升至约 12% 左右）。

2、重资产型业务受益于市场规模扩张和较为理想的债券行情

- ◆ **资本中介业务**：2018 上半年日均两融余额 10034.3 亿元，同比增长 15.1%。截至 2018 年 6 月 30 日股票质押未解压市值占 A 股总市值比例为 6.2%，较去年同期的 3.3% 增长了约 3 个百分点。得益于龙头地位和评级优势，中信证券的平均融资成本约为 4.1%（以 2017 年报计算）较大幅度低于上市券商 4.9% 的平均融资成本，进一步提升了息差收入水平。
- ◆ **自营业务**：2018 上半年沪深 300 指数下跌 14.1%（去年同期为上涨 9.7%），中债新综合财富指数上涨 3.8%（去年同期为下跌 0.1%）。考虑到大部分券商自营业务的权益类占净资本比例为 30% 左右，固收类占净资本比例为 150%，因此综合来看虽然受 A 股市场下跌的拖累，但债券市场的理想表现将中和权益市场的疲软。而中信证券的方向性自营规模占比很低，受股市下跌的拖累有限。

3、公司的风控能力出色，股权质押风险平稳可控

根据 Wind 数据，市场上超过 2018 年发布的《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（2018 年修订）》中要求的单一股票质押比例不超过 50% 规定的公司数量为 16 个。该 16 个公司的股票没有出现在中信证券的质押持仓中。

我们认为中信证券的表内股票质押业务风险处于合理的可控范围内。我们统计并测试中信证券的质押标的的持仓状况（Wind 数据）：

- ◆ 假设初始质押率为 40%，平仓线为 130%，以 2018 年 6 月 28 日最新收盘价计算。当前中信证券的股票质押持仓中，有约 159.4 亿元的买入返售金融资产在平仓线以下。
- ◆ 平仓线以下的买入返售金融资产当前的总市值为 134.4 亿元，因此潜在最高减值损失为 $159.4 - 134.4 = 25$ 亿元。
- ◆ 若进一步考虑质押新规要求单一证券质押比例不得超过 50%，因此我们认为当前触及平仓线股票的质押比例超过 20% 才存在实际的减值风险（难以补充质押物），该类股票的潜在最高减值损失为 10.8 亿元。
- ◆ 自最早的质押起始日期 2014 年开始，中信证券的买入返售金融资产已经累计确认资产减值损失 5.6 亿元（对应 25 亿元的潜在最高减值损失）。等比例对应到质押比例超过 20% 的股票，为 2.4 亿元（对应 10.8 亿元的潜在最高减值损失）。
- ◆ 因此实际潜在减值损失为 $10.8 - 2.4 = 8.4$ 亿元。考虑税收因素影响，该实际潜在最高减值损失占中信证券 2017 年净利润的 5.2%。

因此我们认为中信证券的股票质押减值风险的实际影响非常有限，体现了公司较好的股票质押风控水平：首先 5.2% 为对一次性对一年的净利润影响，而实际中可能需要根据不同的期限，平滑确认。其次，该比例为理论上最悲观的状况，质押比例高的股票也可以通过其他方式补充质押，避免损失。最后，我们计算的当前时点为市场相对低点，依然存在反弹和回暖的可能性。

4、场外期权市场一级交易商资格和新经济业务将为公司下半年的业绩提供新动能

2018年5月11日证监会下发《关于进一步加强证券公司场外期权业务监管的通知》，提出新的监管框架，设定了一级交易商和二级交易商的市场结构。公司将首期比照一级交易商资质，非常有利于进一步做大市场份额。2018年以来，中信证券的累计场外期权新增名义本金市占率为32.8%，高于2017全年的23%，预计在2018年下半年还将进一步提升。另外，由于商业银行结构性存款规模的增长，对于衍生品业务还将有增量的需求引入。

表 1: 2018 年以来场外期权新增名义本金规模（亿元）

	2018年1月	2018年2月	2018年3月	2018年4月	合计
全市场	641.4	480.4	492.7	527.6	2142
中信证券	227.4	138.7	193.7	142.5	702.2

资料来源：中国证券业协会，东兴证券研究所

由于小米 CDR 的发行推迟，在 2018 年下半年若可落地的话，还将进一步增厚公司业绩。同时我们持续看好未来国际化的进程和 CDR 的市场前景。我们认为未来十年 CDR 具备每年贡献保荐承销业务收入 9 亿元-30 亿元的潜力。而根据美国经验，大型券商将垄断这一发行市场，2000 年以来美国 ADR 的发行业务被前五大投行占据了 70% 的份额。因此我们预计中信证券将获得全市场近三成的保荐承销收入。

结论：

我们看好中信证券在当前市场环境下所体现出的风控能力和新经济相关业务的市场拓展能力，尤其是公司投行和相关业务“大项目、大网络、大平台”的战略将持续不断兑现业绩。预计中信证券 2018 年至 2020 年分别实现营业收入 489 亿元、545 亿元和 604 亿元，同比增速 12.98%、11.49% 和 10.84%；归母净利润分别为 133 亿元、140 亿元和 153 亿元，同比增速 17.05%、5.14% 和 9.04%。EPS 分别为 1.1 元、1.16 元和 1.26 元，对应 PE 分别为 15X、14X 和 13X。给予 6 个月目标价 20.42 元。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

CDR 落地推延、国际化进程放缓、市场成交量进一步收缩

公司盈利预测表

资产负债表				单位		利润表						单位	
	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	百万元
资产：							营业收入	56013	38002	43292	48910	54530	60442
货币资金	179319	132857	98816	123200	128800	134400	手续费及佣金净收入	29631	22444	18957	21943	23875	26612
其中：客户资金存款	116139	100994	69477	86240	90160	94080	代理买卖证券业务净收入	18367	9495	8045	10276	11380	12559
结算备付金	33142	33733	27873	30800	32200	33600	证券承销业务净收入	4477	5389	4406	4747	5572	7007
其中：客户备付金	27415	28883	22909	24640	25760	26880	受托客户资产管理业务净收入	6106	6379	5695	6037	6039	6163
融出资金	75523	65021	73983	77625	78401	79185	利息净收入	2791	2348	2405	4609	4113	3742
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	136792	159619	178154	229190	260675	291559	投资净收益	20156	8615	13318	8358	9336	10454
以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产	92135	84879	59227	33380	36194	39277	公允价值变动收益	1355	(1413)	843	3885	5274	5611
衍生金融资产	11595	3780	5901	10271	11136	12085	汇兑净收益	(41)	120	(51)	(25)	(25)	(25)
买入返售金融资产	36771	59175	114592	102708	111365	120851	其他收益	0	0	128	0	0	0
应收款项	13938	23123	21662	19749	21487	23951	其他业务收入	3477	4476	8535	10115	11933	14023
应收利息	3739	4126	3368	4553	4778	5017	营业支出	28359	23800	27043	30692	35385	39604
存出保证金	3463	1600	972	2626	2969	3308	税金及附加	2768	797	256	245	273	302
长期股权投资	4484	3974	8586	9273	10015	10816	业务及管理费	20106	16972	16993	18621	21299	23210
固定资产+在建工程	3856	3923	8265	8075	7889	7708	资产减值损失	2481	1935	1721	2090	2274	2479
无形资产	3985	3820	3447	3368	3290	3215	其他业务成本	3004	4096	8074	9737	11540	13613
商誉	10265	10406	10281	10215	10215	10215	营业利润	27654	14202	16248	18217	19145	20838
递延所得税资产	3141	2811	3385	2651	2651	2651	加：营业外收入	104	198	162	120	120	120
投资性房地产	71	68	872	776	691	615	减：营业外支出	471	138	237	35	35	35
其他资产	3888	4524	6192	7967	6777	9358	利润总额	27287	14263	16174	18302	19230	20923
资产总计	616108	597439	625575	676426	729533	787809	减：所得税	6927	3281	4196	4393	4615	5022
负债：							净利润	20360	10981	11977	13910	14615	15901
短期借款+拆入资金	22755	23029	15826	20542	22273	24170	减：少数股东损益	561	616	544	578	598	618
应付短期融资款	12848	21346	33538	39638	46498	54731	归属于母公司所有者净利润	19800	10365	11433	13332	14017	15284
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	25939	31218	46452	49007	51702	54546	每股收益：						
衍生金融负债	4765	2577	13301	13966	14664	15398	基本每股收益	1.71	0.86	0.94	1.10	1.16	1.26
卖出回购金融资产款	127789	121414	111620	120000	132000	145200							
代理买卖证券款	150457	134398	99855	116424	121716	127008							
代理承销证券款	62	134	61	65	65	65							
应付职工薪酬	9686	9537	11599	12227	13633	15110							
应交税费	4619	2433	1793	2445	2727	3022							
应付款项	31540	26467	21432	23285	24343	25402							
应付利息	3242	2423	3032	3382	3968	4637							
长期借款	2912	1121	1122	1122	1122	1122							
应付债券	72833	70552	106220	105434	115978	127575							
递延所得税负债	2542	1566	2632	2651	2651	2651							
预计负债	436	436	442	442	442	442							
其他负债	1946	2999	3507	2911	3043	3175							
负债合计	474371	451650	472432	513541	556825	604255							
所有者权益(或股东权益)：													
股本	12117	12117	12117	12117	12117	12117							
资本公积金	54450	54459	54446	54446	54446	54446							
其它综合收益	3084	2319	2238	2875	3654	4452							
盈余公积金	7525	7813	8165	8565	8985	9444							
未分配利润	44787	47192	52007	58099	63980	70600							
一般风险准备	17174	18797	20827	23093	25476	28075							
归属于母公司所有者权益合计	139138	142696	149799	159195	168659	179134							
少数股东权益	2599	3093	3344	3691	4050	4420							
所有者权益合计	141737	145789	153143	162886	172709	183554							
负债及股东权益总计	616108	597439	625575	676426	729533	787809							

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经金嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

安嘉晨

本科毕业于北京航空航天大学，硕士毕业于北京大学。曾经在腾讯、香港云锋金融工作多年。在互联网金融与金融科技等领域有丰富工作经验和深入研究。2018年加入东兴证券，从事非银金融行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。