

精准战略收获周期的果实 创新基因期盼时间的玫瑰

——中信证券（600030）深度报告

2018年07月18日

强烈推荐/维持

中信证券 深度报告

报告摘要：

精准战略择时和前瞻业务创新成就券商龙头

- ◆ 战略执行的“节奏大师”：从2003年上市至2018年的15年里，公司在不同的市场周期中均做出了非常精准的战略选择，包括融资扩张到业务重心的决策。依靠市场周期的力量成为本土规模最大的券商，又凭借契合周期的转型巩固了各项业务的龙头地位。
- ◆ 创新业务的Fist Mover：公司的业务创新能力领先，并且愿意付出时间与成本培育新业务。往往可以作为市场先行者获得与监管机构提前沟通的机会，从而很大程度上有利于公司新业务的培育并且在规范出台时获得先发优势。

短期投资逻辑：抵御市场风险能力突出保业绩逆市增长

- ◆ 公司经纪业务率先走出佣金战泥潭，甩掉“无效流量”的束缚，从单一收入向多元化收入转变，市场下行抵抗力不断增强。
- ◆ 投行业务依靠品牌和专业性在行业不景气周期中收割市场份额。CDR将在未来多年不断增厚公司投行业务收入。
- ◆ 资管业务凭借主动管理能力和客户经营预计可抗市场收缩风险。同时华夏基金将对资管业务收入提供有力支撑。
- ◆ 资本中介业务具备较好的风控能力，目前公司质押业务风险较低。同时凭借融资端优势，可保息差稳定。整体规模尚未触及天花板。
- ◆ 自营业务的历史投资业绩十分稳健，同时直投业务预计已具备一定规模的浮盈储备，有非常理想的业绩释放潜力。

中长期投资逻辑：1) 攫取金融市场开放与国际化的第一桶金。进入2018年以来密集的开放政策引导将使国际化成为券商下一个关键战场。从美国资本市场国际化的情况看“中国速度”或超预期。在此环境下，中信证券的国际业务具备速度快、品牌强、弹性大等特点，突出体现了其投资价值。

2) 机构化作为长期主题不断巩固公司的龙头地位。通过和美国成熟市场的比较，我国专业的机构投资者依然还有很大的成长空间，受股权结构限制真正的机构化尚未开启。公司凭借机构客户服务的全面布局以及领先的服务能力，将在此长期进程中不断巩固龙头地位。

盈利预测及投资评级。我们认为公司是精准战略择时和前瞻业务创新的券商龙头，预计中信证券2018年至2020年将分别实现营业收入489亿元、545亿元和604亿元；归母净利润分别为139亿元、146亿元和159亿元。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元，“强烈推荐”评级。

风险提示：国际化进程不及预期、股票质押业务风险集中释放

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxx@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

研究助理：安嘉晨

010-66554014

anjc@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间（元）	16.33-17
总市值（亿元）	1978.69
流通市值（亿元）	1602.73
总股本/流通A股（万股）	1211691/981466
流通B股/H股（万股）	/227833
52周日均换手率	1.19

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《中信证券（600030）事件点评：抓时机、收份额、风控稳、龙头强》2018-07-13
- 2、《CDR打开券商盈利空间及新业务分析》2018-06-19
- 3、《非银行金融行业报告：破净也可重圆券商估值历史新低》2018-06-01
- 4、《证券行业2017年及2018年一季度综述：先行者底部的守望》2018-05-16
- 5、《非银行金融行业报告：乘着周期的翅膀证券板块贝塔值的再思考》2018-05-09
- 6、《非银行金融行业报告：叫停私募场外期权无碍券商业绩表现》2018-04-12

财务指标预测

指标	16A	17A	18E	19E	20E
营业收入（百万元）	38002	43292	48910	54530	60442
增长率（%）	-32.2%	13.9%	13%	11.5%	10.8%
净利润（百万元）	10981	11977	13910	14615	15901
增长率（%）	-46.1%	9.1%	16.1%	5.1%	8.8%
净资产收益率（%）	7.8%	8.2%	9 %	8.9%	9.1%
每股收益(元)	0.86	0.94	1.1	1.16	1.26
PE	16.6	21.2	15.1	14.3	13.1
PB	1.4	1.49	1.26	1.19	1.13

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 精准战略择时和前瞻业务创新成就券商龙头	5
1.1 战略执行的“节奏大师”	5
1.2 券商业务创新的 First Mover	6
2. 短期投资逻辑：抵御市场风险能力突出保业绩逆市增长	6
2.1 经纪业务走出佣金战泥潭，客户分级经营展现强大生命力	6
2.2 依靠品牌和高端项目路线收割投行业务市场份额	9
2.3 资管业务在“去通道”进程中依然具备业绩保障	12
2.3.1 中信证券资管业务具备抵御市场规模收缩风险的能力	12
2.3.2 华夏基金预期 18 年将同比增长 15% 增厚收入	15
2.4 资本中介业务风险可控空间尚存	16
2.4.1 股票质押回购业务快速增长警惕高质押比例风险	16
2.4.2 中信证券股票质押回购业务风险管理到位依然存在增长空间	17
2.5 自营业务稳健+股权投资业绩兑现高潜力	20
2.5.1 投资清单内的证券投资业绩稳健，风控能力突出	20
2.5.2 中信证券直投业务大有可为具备未来近百亿的业绩释放潜力	21
3. 长期投资逻辑：金融市场开放进程加速与机构化演变	24
3.1 密集的开放政策引导将使国际化成为券商下一个关键战场	24
3.2 从美国资本市场国际化的情况看“中国速度”或超预期	25
3.3 公司将受益于快速推进的国际化进程：有金刚钻可揽瓷器活	27
3.4 我国专业的机构投资者依然还有很大的成长空间	29
3.4.1 备受诟病的 A 股散户化存在一定误解，散户不会离场	29
3.4.2 受股权结构限制我国真正的机构化尚未开启	30
3.5 未来的机构化进程将赋予中信证券长期、广阔的发展前景	32
3.5.1 中信证券的机构客户服务布局全面	32
3.5.2 中信证券的机构客户基础与服务能力领先	32
4. 盈利预测与估值	33
4.1 盈利预测	33
4.2 估值与投资建议	35
5. 风险提示	36

表格目录

表 1：上交所平均每笔成交额	8
表 2：深交所平均每笔成交额	8
表 3：中信证券基金分仓佣金收入及排名	9
表 4：近年来股权融资规模变动	10
表 5：近年来债券融资规模变动	10
表 6：资管规模 TOP5 券商集合计划产品平均存续期（月）	15

表 7: 上市券商 2013-2017 年资本中介业务利差（BP）	18
表 8: 各上市券商资本中介业务平均利率及融资成本	19
表 9: 中信证券自营收益率与基准收益率测算表	21
表 10: 中信证券历年直投投入额测算表（亿元）	22
表 11: 中信证券直投投资浮盈测算表（亿元）	23
表 12: 中信证券长期股权投资假设验证表（亿元）	23
表 13: 近期金融市场开放政策总结	24
表 14: 中信证券海外经纪业务收入测算	28
表 15: 陆股通+港股成交额变动趋势	28
表 16: 中信证券各业务核心假设汇总	34
表 17: 中信证券 2018-2020 年营业收入预测表（亿元）	35

插图目录

图 1: 中信证券的战略选择与市场时机	6
图 2: 中信证券及上市券商净佣金率走势	7
图 3: 中信证券代销金融产品收入变动情况	7
图 4: 中信证券股基交易量市占率变动	8
图 5: 中信证券代理买卖证券业务净收入排名	8
图 6: 中信证券 ABS 发行规模（截至 2018 年 6 月 23 日）	10
图 7: 中信证券股权及债券融资市占率	10
图 8: 债券承销规模 TOP5 券商发行失败占比	11
图 9: 各券商 IPO 排队项目状况	11
图 10: 试点期 CDR 相关收入逐年变动预测	11
图 11: 2000 年以来美国 ADR 发行主承销商统计	11
图 12: 2017 年以来投行业务细分市场变动趋势	12
图 13: ABS 市场规模变动趋势	12
图 14: 2017 年券商资管计划变动趋势	13
图 15: Top20 券商合计主动管理规模（2017Q3 数据空缺）	13
图 16: 资管规模 TOP5 券商管理规模和主动管理占比	14
图 17: 中信证券资管业务机构客户占比情况	14
图 18: 中信证券资管业务平均管理费率测算	14
图 19: 资管规模 TOP5 券商产品年化收益率中位数	14
图 20: 美国基金市值规模占居民净资产比例历史变动趋势	15
图 21: 华夏基金历史 AUM 和净利润变动趋势	16
图 22: 华夏基金历史总份额变动趋势	16
图 23: 场内股票质押规模及市值占比	16
图 24: A 股场内股票质押率分布	16

图 25: 中信证券融资结构变动	17
图 26: 上市券商融资结构变动	17
图 27: 中信证券自营投资收益率与基准收益率比较	21
图 28: 中信证券与竞争对手自营收益率比较	21
图 29: 中信证券长期股权投资余额假设验证	24
图 30: 中信证券 2013-2016 长期股权投资账面价值减少	24
图 31: 美国股市外国公司市值占比变动趋势	26
图 32: 我国与美国股市的外国投资者持股市值占比变动趋势	27
图 33: 中信证券海外经纪业务收入同比变动与市场行情比较	29
图 34: 我国机构与个人投资者持股市值占比变动趋势	29
图 35: 美国机构与个人投资者持股市值占比变动趋势	29
图 36: 美国股市各类机构持股市值占比变动趋势	30
图 37: 我国股市各类机构持股市值占比变动趋势	31
图 38: 中信证券经纪业务机构客户占比情况	33
图 39: 资管规模 TOP5 券商机构客户占比情况	33

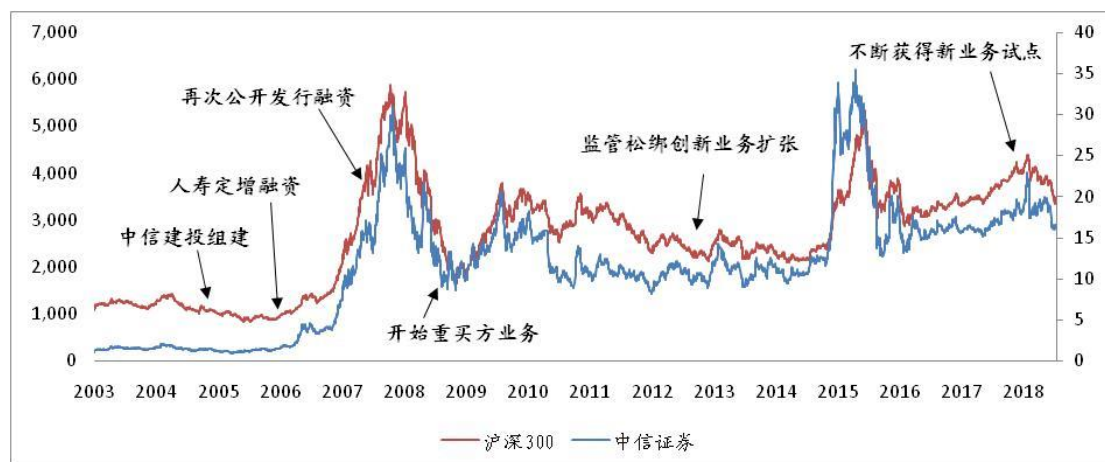
1. 精准战略择时和前瞻业务创新成就券商龙头

1.1 战略执行的“节奏大师”

中信证券于 2003 年 1 月 6 日在上海证券交易所挂牌上市。拉长周期来看，从 2003 年公司上市至 2018 年的 15 年里，我们将其发展划分为四个阶段，不同时期均体现出公司的战略选择与市场节奏的出色配合：

- ◆ **第一阶段（2003-2007）：精准的融资扩张节奏，踏准市场周期，实现规模超越。**
中信证券在 2005 年底完成中信建投的组建，大幅度提升营业网点数量；2006 年又向中国人寿增发募集资金 46.4 亿元，一举成为国内资本规模最大的券商；以上完成的渠道和资本两手准备恰恰在随后 2007 年 A 股牛市的过程中给予公司重要支撑作用。更进一步的是，2007 年市场高位中信证券完成公开发行，募集 250 亿元，将净资本扩充至 540 亿元，超过第二名海通证券 170 多亿元，从此奠定了证券行业龙头地位。
- ◆ **第二阶段（2008-2011）：底部转型，重视买方业务提升公司硬实力。**这一时期中信证券的自营投资、资管业务开始起步。在 2008 年股市大幅下挫的进程中，中信证券逆势加仓，2008 年公司的交易性金融资产+可供出售金融资产+持有至到期投资总规模达到 407 亿元，同比大幅增长 160%。而资管业务的管理规模也从 2008 年的 120 亿元增长至 2011 年的 620 亿元。市场底部时期对买方业务的培育，以较低的下行风险换得投研体系的成熟和投资业绩。
- ◆ **第三阶段（2012-2015）：抓住监管松绑机遇，大规模扩张创新业务。**这一时期公司抓住了券商资管的监管松绑、信用业务的试点启动的业务机遇。中信证券的定向资管规模在 2012 年当年增长近 4 倍至 2200 多亿元。在随后的三年进一步大幅扩张至 9000 多亿元，自此在管理规模上遥遥领先竞争对手。而股票质押回购业务则自 2013 年开启之后，总交易市值规模一直保持行业第一位。
- ◆ **第四阶段（2016-2018）：“有所谓有所不为”，风控与管理提升、综合服务。**2015 年的管理层动荡平息后，新的领导班子凭借对国家战略、监管方向和行业趋势的准确把握，持续获得新业务的先行试点资格。2018 年成为央行公开市场业务一级交易商中仅有的两家券商之一、获批跨境业务投资范围扩大、获批场外期权一级交易商资格、获得 CDR 创新企业试点主保荐机构，诸多新业务试点资质悉数入袋。

图 1：中信证券的战略选择与市场时机



资料来源：Wind，东兴证券研究所

1.2 券商业务创新的 First Mover

中信证券的业务创新能力领先，并且公司愿意付出时间与成本培育新业务。往往可以作为市场先行者获得与监管机构提前沟通的机会，从而很大程度上有利于公司新业务的培育并且在规范出台时获得先发优势。

- ◆ **远远领先于行业的前瞻性：**2018 年我国的 CDR 管理办法落地，将开启资本市场新的国际化进程。而回溯中信证券的相关业务准备，可追溯到 2002 年公司就曾开始做 CDR 方面的调研储备。在 2003 年上市募集资金的使用中，标明用于 CDR 研究、中信标普指数开发等金融创新项目的费用共计 1234 万元。
- ◆ **充分的创新业务准备：**2005 年公司已经开始融资融券业务创新，2006 年就已经完成了开展融资融券业务的技术准备。直到 2010 年试点正式启动（2005 年《证券法》取消对融资融券业务的限制），公司可以迅速的开展业务，扩大规模。
- ◆ **引领行业的新模式开发能力：**例如 2007 年公司的资产管理业务开发了银行、信托、证券三方合作的新模式，而银信证的模式在之后通道业务的扩张中扮演重要角色。2014 年中信启航 REITs 的开发也开创了我国权益型 REITs 的新领域。其他诸如碳交易、FICC、大宗商品贸易等也均在不断培育之中。

2. 短期投资逻辑：抵御市场风险能力突出保业绩逆市增长

2.1 经纪业务走出佣金战泥淖，客户分级经营展现强大生命力

最近五年困扰券商经纪业务发展的最大难题是由于服务同质化导致的佣金价格战。

- ◆ 上市券商平均佣金率从 2013 年的万分之 7.9 下滑至 2018 年一季度的万分之 3.4。
- ◆ 2014 年开放互联网证券牌照、2015 年放开一人多户等政策刺激下券商经纪业务竞争进入白热化，佣金率开始加速滑坡。
- ◆ 目前沪深市场的平均每笔成交金额为 2 万元左右，以 2018 年一季度的行业净佣金率测算，投资者每笔交易平均花费佣金 7 元左右，距离目前的 5 元佣金起步门槛已无多少距离。在此价位水平的降佣已不经济，对投资者吸引力降低。

因此在经纪业务方面的价格战已经不是有效的竞争策略，中信证券对现有经纪业务客户，采用分客户群经营的策略，根据不同群体客户特点，汇集整合资源。提供有针对性的产品与服务，挖掘更多的客户价值并从交易佣金驱动向财富管理服务收入转型，从单一收入向多元化收入转变，提高了经纪业务收入对市场交易量收缩的抵抗力。

- ◆ 中信证券将客户划分为资产 200 万以下的个人客户、资产 200 万以上的财富管理客户和机构客户。
- ◆ 针对不同的客户群以线下的分支机构+线上的互联网平台提供服务并有效控制成本。
- ◆ 中信证券的经纪业务净佣金率自 2015 年开始先于行业整体降幅趋缓并在 2018 年一季度开始小幅反弹并超过行业净佣金率。
- ◆ 中信证券的代理买卖证券业务收入占经纪业务比例从 2014 年高点的 89%下降至 2017 年的 84.4%；代销金融产品收入自 2013 年的 2.2 亿元增长至 2017 年的 7.4 亿元。经纪业务收入多元化不断加强，转型财富管理方兴未艾。

图 2：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 3：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

我们认为，客户的分级经营和经纪业务收入多元化将在未来不断驱动中信证券的经纪业务演变为更稳健、抵御市场波动风险更强的业务单元。

我们看好中信证券的经纪业务转型，尤其是我们认为中信证券的佣金率将具备向上的空间。

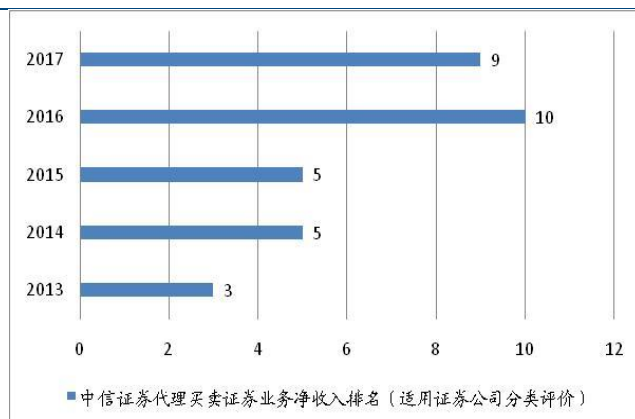
- ◆ 中信证券股基交易量的市占率从 2014 年的高点 6.5% 降低至 2017 年的 5.6%，更多是一种战略重心的转移，放弃“无效流量”，挖掘更具盈利能力的高净值财富管理业务收入。
- ◆ 从证监会的证券公司分类评级规则上来看，代理买卖证券业务收入=代理买卖证券业务净收入-股票基金交易额*万分之 2.5。若净佣金率接近万 2.5 则将负面影响排名。因此监管对于“无效流量”更是持有否定的态度，通过低佣金率获取的交易量将无助于评级排名。
- ◆ 中信证券的机构客户服务处于行业领先地位。基金分仓佣金收入常年居于行业第一，2015 年股灾后市占率也在逐渐小幅上升。

图 4：中信证券股基交易量市占率变动



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 5：中信证券代理买卖证券业务净收入排名



资料来源：证券业协会，东兴证券研究所

表 1：上交所平均每笔成交额

	2014	2015	2016	2017	2018Q1
总笔数（万笔）	158607	511805	237630	239718	62234
总成交额（亿元）	375150	1323231	496880	507215	134675
平均每笔成交额（元）	23653	25854	20910	21159	21640

资料来源：上交所，东兴证券研究所

表 2：深交所平均每笔成交额

	2014	2015	2016	2017	2018Q1
总笔数（万笔）	171,297	465,565	362,392	306,660	131,276
总成交额（亿元）	366,751	1,224,950	775,980	616,855	247,905
平均每笔成交额（元）	21410	26311	21413	20115	18884

资料来源：深交所，东兴证券研究所

表 3：中信证券基金分仓佣金收入及排名

	2014	2015	2016	2017
中信证券分仓佣金（亿元）	3.7	6.7	4.02	4.03
分仓佣金排名	第 1	第 1	第 2	第 1
分仓佣金市占率	6.9%	5.4%	5.4%	5.6%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

2.2 依靠品牌和高端项目路线收割投行业务市场份额

2017 年以来的一级市场可以概括为：股债双杀，ABS 携手 CDR 成为市场曙光。

- ◆ 在市场股权融资方面，2017 年全年股权融资（IPO+增发）规模为 15000 亿元，同比-18.5%。2018 年一季度，股权融资规模为 2950 亿元，同比-47.4%，股权融资市场方面跌幅进一步扩大。
- ◆ 在债权融资方面，2017 年公司债、企业债发行规模 14756 亿元，同比-56.2%。2018 年一季度，公司债、企业债发行规模 2578 亿元，同比+15.4%。投行债券承销业务开始回暖。
- ◆ 2017 年 ABS 市场全年保持了较高速的增长，2018 年一季度，ABS 发行规模为 1300 亿元，同比+1.8%。资管新规落地后由于 ABS 不受规定限制，成为了较好的替代产品，市场需求预计将会进一步提升，进一步利好 ABS 市场。

在市场大幅度收缩的过程中，作为业务龙头的中信证券加强了行业与区域重要客户、战略性新兴产业客户覆盖，继续贯彻“全产品覆盖”业务策略。扩大了市占率，对冲了行情不景气的冲击。同时依靠优质的项目质量和储备，在不景气周期中获得较好的业绩保障。

- ◆ 2018 年一季度中信证券的股权和债权主承销净额分别同比增长了 49.9%和 48.7%。远远跑赢市场（同期股、债市场整体规模分别下跌 47.4%和增长 15.4%）。
- ◆ 2018 年以来，中信证券的股、债承销市场份额分别增长了 3.2 个百分点和 1.9 个百分点。在市场不景气周期中，中信证券展现出了强大的投行业务拓展能力，很大程度上对冲了市场收缩的风险，体现出很强的业绩韧性。
- ◆ 中信证券的股权和债权承销具备领先于竞争对手的项目质量和储备。统计 2015 年以来，在债权承销总金额排名前 5 的券商中，中信证券的发行失败占比最低，仅为 2.6%；在 IPO 排队项目储备中，排队企业数量排名前 10 的券商中，中信证券的已预披露更新项目占比最高，为 18.2%，大幅领先竞争对手。未来投行业绩依然有良好的保障。
- ◆ 在 ABS 业务爆发增长的 2017 年，中信证券守住市场份额，并在 2018 年以来扩大市场份额 1.8 个百分点。尤其在组织架构上，中信证券的资产证券化业务线独立平行于债券承销业务线，具备充分的资源支撑。我们认为在 ABS 迎来广阔发展前景的机遇期，中信证券也将凭借资源优势和经验储备成为最为受益的证券公司。

表 4：近年来股权融资规模变动

	2018 年一季度	2017 年一季度	同比变动	2017 年	2016 年	同比变动
首次公开发行（亿元）	61.92	61.86	0.1%	206.19	119.02	73.2%
再融资发行（亿元）	381.44	233.93	63.1%	2,003.63	2,320.25	-13.6%
合计（亿元）	443.37	295.79	49.9%	22.10	24.39	-9.4%

资料来源：Wind，中信证券公司年报，东兴证券研究所

表 5：近年来债券融资规模变动

	2018 年一季度	2017 年一季度	同比变动	2017 年	2016 年	同比变动
企业债（亿元）	7	13.5	-48%	302.5	153.1	97.5%
公司债（亿元）	202.6	29.4	589.3%	334.1	1,284.9	-74%
金融债（亿元）	334.5	242.3	38.1%	2,000.1	1,041.7	92%
中期票据（亿元）	52.8	33	60%	443.4	250.7	76.9%
短期融资券（亿元）	23.6	18	31.1%	98.5	78.5	25.5%
资产支持证券（亿元）	284.7	271.7	4.8%	1,515.8	903.5	67.8%
可转债/可交换债（亿元）	60.2	50	20.3%	344.1	84.8	305.7%
地方政府债（亿元）	12.6	-	-	77.8	-	-
合计（亿元）	978	657.9	48.7%	5,116.3	3,797.1	34.7%

资料来源：Wind，中信证券公司年报，东兴证券研究所

图 6：中信证券 ABS 发行规模（截至 2018 年 6 月 23 日）



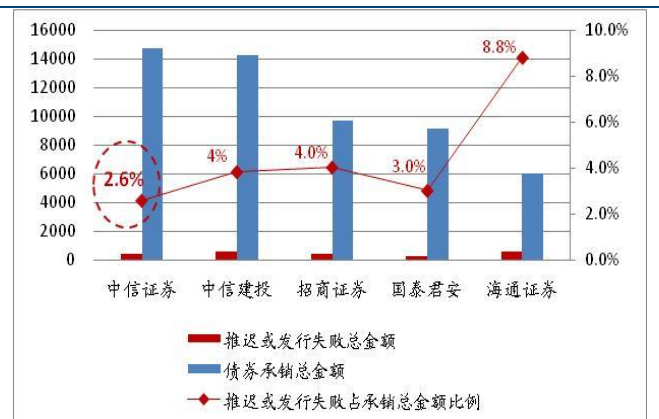
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 7：中信证券股权及债券融资市占率



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 8：债券承销规模 TOP5 券商发行失败占比



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 9：各券商 IPO 排队项目状况



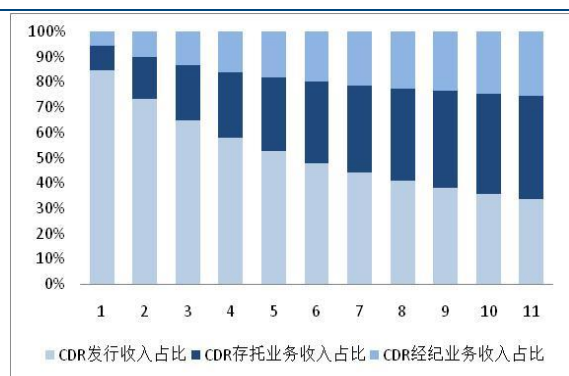
资料来源：Wind，东兴证券研究所

我们认为中信证券的境内投行业务的主要逻辑体现在出色的抗周期抗风险特征，看点在于持续扩大的市场份额。而境外业务则存在 CDR 落地所带来的增量预期。我们在之前的报告《CDR 打开券商盈利空间及新业务分析》（2018 年 6 月 19 日）中进行了详细的市场空间测算：

- ◆ 在试点期，预计 CDR 每年将带来投行业务收入 9 亿元-30 亿元。
- ◆ 参考美国 ADR 的发行情况，其 2000 年以来的 ADR 发行业务被前五大投行抢占了 70% 的份额。预计我国 CDR 在初期也将呈现高集中度的特点。
- ◆ CDR 试点初期，投行业务收入将占 CDR 所有相关收入的 80% 以上。

考虑到目前 CDR 的正式规则已经落地，预计未来 5 年将进入快速增长期。而中信证券在小米的 CDR 项目上已经取得领先优势，凭借其在新经济领域的提前布局，我们持续看好在未来至少 5 年内 CDR 项目为中信证券投行业务带来的业绩增厚。预期中信证券将获得 CDR 发行市场 30% 的份额，每年为公司贡献约 3-10 亿的收入。

图 10：试点期 CDR 相关收入逐年变动预测



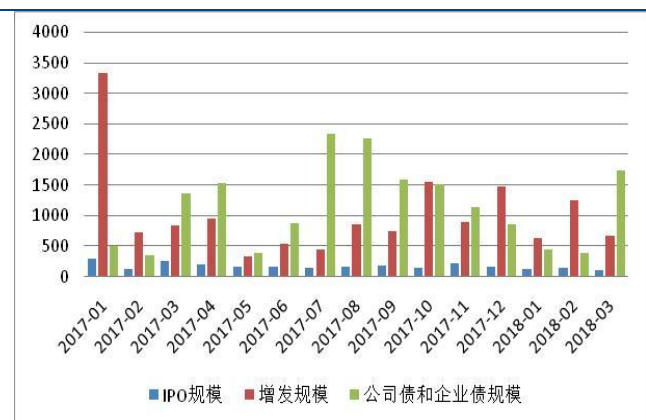
资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

图 11：2000 年以来美国 ADR 发行主承销商统计



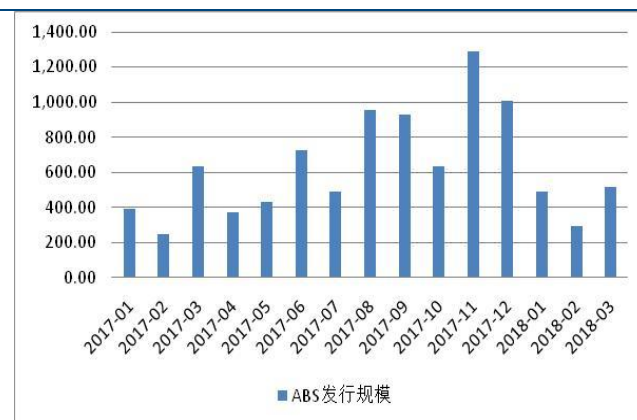
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 12: 2017 年以来投行业务细分市场变动趋势



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 13: ABS 市场规模变动趋势



资料来源：Wind，东兴证券研究所

2.3 资管业务在“去通道”进程中依然具备业绩保障

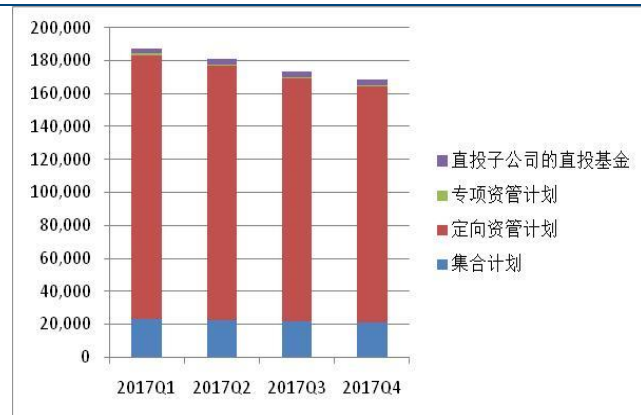
2.3.1 中信证券资管业务具备抵御市场规模收缩风险的能力

券商资产管理业务在过去的几年中依靠通道业务，迅速扩大了管理规模。但与资管业务较高管理规模不匹配的是通道业务带来的较低管理费，和“退化”的主动管理能力。2017 年以来，金融监管政策收紧。包括中国证券投资基金业协会发布的《证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理规范第 4 号》、央行、银保监会、证监会、外管局联合发布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》均对投资非标资产和多层嵌套进行了严格的限制。自此，券商资管业务开启了回归本质“受人之托，代人理财”的道路。

我们预计原本来自银行体系的通道业务资金将在未来两年加速收缩：

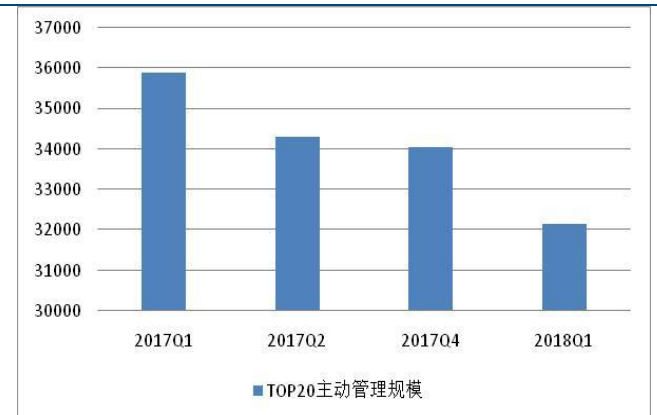
- ◆ 2017 年，券商的资管规模从 2017Q1 的高点 18.77 万亿元逐季减少，到 Q4 已经降低为 16.88 万亿元，下降 1.89 万亿元。其中定向资管计划减少 1.67 万亿元，占降幅其中的绝大部分。
- ◆ 根据中国证券投资基金业协会的最新数据。2018 年一季度，券商的资管规模进一步收缩至 16.12 万亿元，单季度下降 0.76 万亿元，预计全年下降将超过 3 万亿元，降速将超过 2017 年的 1.89 万亿元。
- ◆ 在资管产品设立方面，2018 年一季度证券公司共设立 1073 只资管产品，设立规模 1705.4 亿元，预计同比下降已超过 60%。

图 14: 2017 年券商资管计划变动趋势



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 15: Top20 券商合计主动管理规模（2017Q3 数据空缺）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

在资管业务整体市场前景看淡的情况之下，中信证券的资管业务具备较好的抗收缩能力。主要有三条逻辑主线：

第一，中信证券主动管理能力突出。主动管理能力的培养和构建无法一蹴而就，需要长期积淀的投研体系。因此我们看好中信证券的主动管理能力在这轮监管引导之下长期不断贡献业绩。

- ◆ 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，远高于其他券商；主动管理规模占比 37.1%，仅次于国泰君安 的 38.4%。
- ◆ 我们对市场上的券商资管产品进行了统计（截止 2018 年 6 月 26 日），中信证券的债券型资管产品年化收益率的中位数为 6.1%，在资管业务规模排名前 5 的券商中表现最佳。

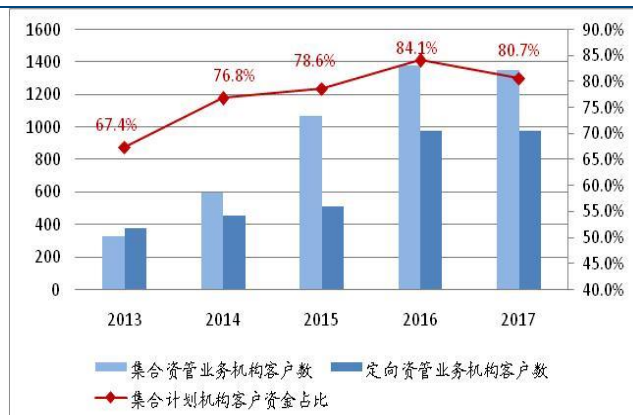
第二，中信证券的通道业务贡献营收占比很小。根据中国证券投资基金业协会的数据，中信证券 2018 年一季度的主动管理规模为 6162 亿元左右。结合 2017 年年报公布的集合计划规模为 1520 亿元左右，专项计划 528 亿元左右，定向计划为 13500 亿元左右。我们估算目前待处理的通道业务规模或在 9300 亿元左右。根据公告数据测算定向计划在千分之 0.9 左右。因此 9300 亿元通道业务贡献的收入约为 8.4 亿元，仅占 2017 年中信证券营收的约 1.9%。

图 16: 资管规模 TOP5 券商管理规模和主动管理占比



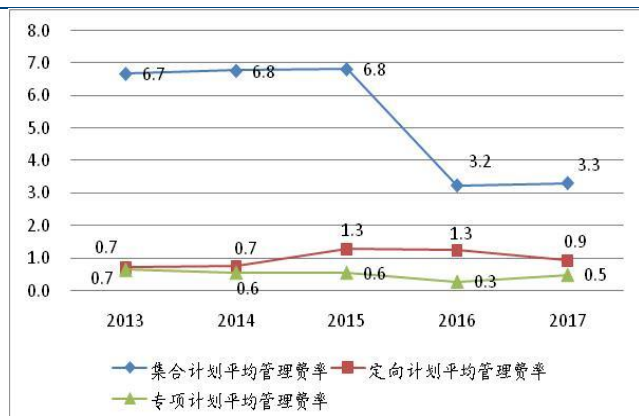
资料来源：中国证券投资基金业协会，东兴证券研究所

图 17: 中信证券资管业务机构客户占比情况



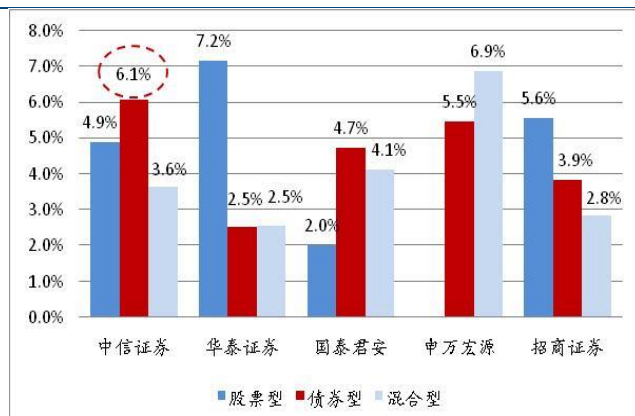
资料来源：中信证券公司公告，东兴证券研究所

图 18: 中信证券资管业务平均管理费率测算



资料来源：中信证券公司公告，东兴证券研究所

图 19: 资管规模 TOP5 券商产品年化收益率中位数



资料来源：Wind，东兴证券研究所

第三，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，建立在信任基础之上的机构客户可以给予券商抵御市场收缩时更多回旋空间。

- ◆ 我们用可以代表主动管理能力的集合计划为例。中信证券集合计划的机构客户资金占比从 2013 年的 67.4% 提升至 2017 年的 80.7%。同时集合计划的机构客户数从自 2013 年以来增长了 3 倍以上。具有十分扎实的机构客户基础。
- ◆ 从定向计划到集合计划的客户转移进一步减弱业绩影响。凭借扎实的资管业务机构客户基础，以及与各机构客户长期的合作关系。中信证券可依靠主动管理能力将部分定向计划客户转移到集合计划上来。根据公司公告，测算中信证券 2017 年的集合计划平均管理费率在千分之 3.3 左右，定向计划在千分之 0.9 左右。因此 9300 亿元的通道业务只需处理其中的 27%，即 2500 亿元的客户资金规模至公司的集合计划等产品即可抹平去通道业务的负面影响。

- ◆ 考虑到机构客户通常倾向配置债券型产品，而中信证券的债券型产品收益率先，且存续期较短（平均存续期为 14 个月左右，与其他券商资管产品相比属于较短存续期），对机构客户比较有吸引力。

表 6：资管规模 TOP5 券商集合计划产品平均存续期（月）

	中信证券	华泰证券	国泰君安	申万宏源	招商证券
股票型	26.7	13.9	26.4	-	30.5
债券型	14.3	29.6	28.3	12.0	27.4
混合型	28.0	56.1	21.6	27.4	28.3

资料来源：Wind，东兴证券研究所

2.3.2 华夏基金预期 18 年将同比增长 15%增厚收入

中信证券在 2013 年出资 16 亿元收购华夏基金 10% 股权后，一直保持控股华夏基金，持有 62.2% 的股权。而华夏基金的 AUM 自 2013 年的 3333.7 亿元增长至 2017 年的 8696.2 亿元，年化增长率为 27%，保持了较高速的增长。我们认为未来依然具备进一步的增长潜力。

- ◆ 根据《中国国家资产负债表 2015：杠杆调整与风险管理》的数据，我国 2014 年居民净资产规模为 230 万亿元。同时根据 Wind，2014 年底公募基金总市值规模 4.5 万亿元左右。因此 2014 年公募基金规模占居民净资产规模比例约为 2%。
- ◆ 参考美国的情况，美国的基金规模（货币+共同基金+ETF+封闭式基金）占居民净资产比例在 2018 年一季度为 22.2%。我国目前约为美国 1980 年左右的水平，由此可见我国公募基金的增长空间依然十分巨大。
- ◆ 由于 2017 年股票市场的结构性行情，公募基金普遍取得了较好的业绩表现。从总份额数据上来看，2018 年上半年华夏基金的总份额同比增长了 36%，预计 2018 年华夏基金的收入将有 15% 的增速，将为公司净利润的增速贡献 1.2 个百分点左右。

图 20：美国基金市值规模占居民净资产比例历史变动趋势

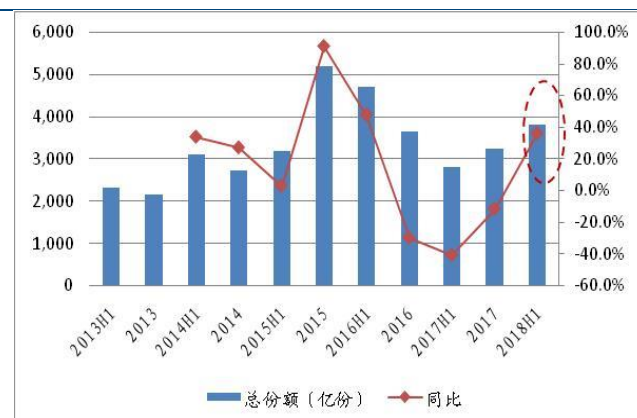

资料来源：Financial Accounts of the United States，东兴证券研究所

图 21：华夏基金历史 AUM 和净利润变动趋势



资料来源：中信证券公司公告，东兴证券研究所

图 22：华夏基金历史总份额变动趋势



资料来源：Wind，东兴证券研究所

2.4 资本中介业务风险可控空间尚存

2.4.1 股票质押回购业务快速增长警惕高质押比例风险

自 2013 年上海证券交易所、中国证券登记结算有限责任公司联合发布《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（试行）》开始，场内股票质押业务开启了快速的增长。

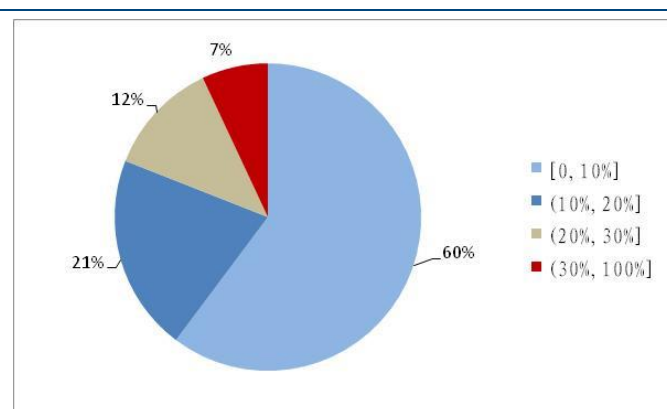
- ◆ 沪深股票场内质押规模从 2013 年的 157 亿元增长至 2018 年 6 月 27 日的 19228 亿元，质押占沪深股票总市值比例攀升至 3.44%。
- ◆ 截至 2018 年 6 月 28 日，沪深股票中约有 39% 的股票参与了场内股票质押业务。其中质押比例不到 10% 的占 6 成，质押比例超过 30% 的占不到 1 成。
- ◆ 超过 2018 年发布的《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（2018 年修订）》中要求的单一股票质押比例不超过 50% 规定的股票数量为 16 只。该 16 只股票没有出现在中信证券的质押持仓中。

图 23：场内股票质押规模及市值占比



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 24：A 股场内股票质押率分布



资料来源：Wind，东兴证券研究所

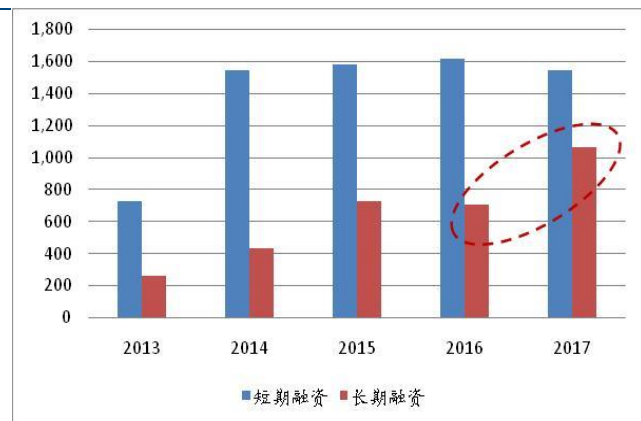
2.4.2 中信证券股票质押回购业务风险管理到位依然存在增长空间

股票质押回购属于资产负债表驱动的业务，融资能力、融资成本有优势的券商可以不断扩大规模，赚取更为理想的息差收入。而能够保障质押业务规模安全稳定增长的是质押业务的风险管理能力，中信证券在融资和风控方面均体现出作为龙头券商的突出优势。

我们以应付短期融资款+拆入资金+卖出回购金融资产款代表短期融资，以应付债券代表长期融资，分别来看中信证券的短期和长期融资变动趋势。

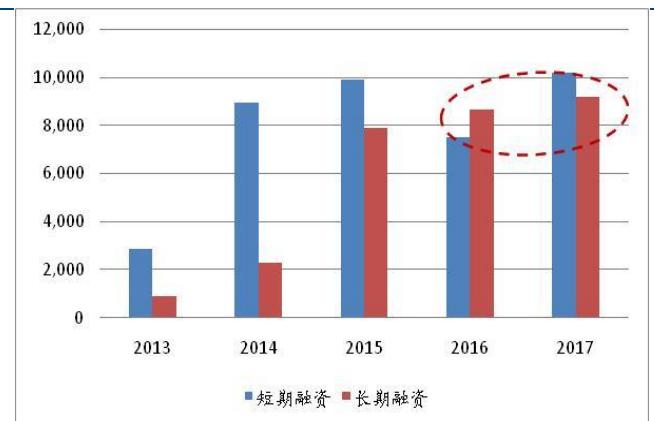
- ◆ 从 2014 年起，中信证券的短期融资就一直处于较为稳定的规模。资产扩张主要依靠长期融资的方式。体现出经营的稳定以及资产的有序扩张。
- ◆ 2017 年，整体债券融资市场比较冷淡，除中信证券以外的上市券商长期融资规模增长率仅为 6%。而中信证券则同比增长 51%。由于长期融资更能体现出主体的融资能力和市场认可度，因此中信证券在融资能力方面大幅领先行业其他公司。

图 25：中信证券融资结构变动



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 26：上市券商融资结构变动



资料来源：Wind，东兴证券研究所

此外，信用评级机构如中诚信证券评估有限公司、大公国际资信评估有限公司对中信证券的发债主体信用等级和主体长期信用等级均维持 AAA 级评价。我们测算中信证券和其他上市券商的资本中介业务 2013 年-2017 年的息差水平。

- ◆ 以融资融券利息收入和买入返售利息收入计算资本中介业务的平均利率，同时计算利息支出的平均融资成本，测算出上市公司历年的息差水平。
- ◆ 中信证券历年的息差水平平均高于行业平均，主要得益于较低的融资成本。2016 年中信证券的融资成本约为 3.7%，上市券商排第 3 低；2017 年融资成本约为 4.1%，上市券商排第 2 低。
- ◆ 从资本中介业务的收入端来看，2017 年中信证券的资本中介业务收取平均利率约

为 5.6%，在所有上市券商排名倒数第 4。我们认为这一方面反映了争夺市场的降价因素，另一方面更反映了中信证券资本中介业务所接受质押标的的质量较好，收取更低的利率，是一种较严格风控措施的体现。

表 7：上市券商 2013-2017 年资本中介业务利差（BP）

券商	2013 息差	2014 息差	2015 息差	2016 息差	2017 息差	息差波动（标准差）
中信证券	360.5	205.6	317.5	223.6	144.4	87.4
国泰君安	267.7	169.1	232.1	158.7	196.8	45.2
中国银河	214.8	237.2	170.9	95.9	199.8	54.7
光大证券	201.3	126.8	119.5	52.1	88.9	55.3
西南证券	311.7	194.4	227.4	233.8	159.6	56.6
东兴证券	-54.4	73.5	122.2	-16.9	24.1	70.3
兴业证券	179.4	187.4	348.6	251.9	189.5	71.7
国金证券	42.9	-146.8	-66.3	-57.4	11.8	74.0
中原证券	274.3	160.1	131.1	53.4	218.1	84.2
国元证券	98.8	269.8	326.3	282.5	238.6	86.7
浙商证券	86	228.9	142.9	322.5	151.9	91.5
华西证券	238.1	-6.4	39.0	48.5	156.6	99.9
南京证券	-143.4	29.3	67.5	32.3	131.5	101.9
华安证券	-21.1	183.8	270.5	123.8	94.8	108.1
东方证券	269.7	238.8	478.1	293.1	178.7	112.7
财通证券	347.4	106.1	170.3	46.8	130.3	113.8
方正证券	363.6	143.6	99.7	81.3	214.3	114.5
国信证券	390.4	137.7	199.4	76.6	156.5	119.3
第一创业	77.5	-135.4	121.9	197.4	161.2	130.8
招商证券	495.6	282.5	342.7	153.0	208.9	132.5
东吴证券	277.6	149.7	226.4	71.0	-129.8	159.6
申万宏源	519.1	194.0	217.0	126.4	134.8	161.7
长江证券	605.4	276.1	218.9	215.4	143.6	181.5
海通证券	585.7	169.6	271.9	184.9	115.1	187.7
东北证券	329.2	232.6	200.9	-19.5	-137.4	192.8
广发证券	645.6	249.4	437.6	208.6	172.9	197.7
华泰证券	558.8	163.7	144.4	82.4	97.0	198.2
太平洋	-282.5	290.1	1.6	144.5	131.0	215.5
山西证券	949.4	-11.8	-47.9	129.7	69.8	414.8
西部证券	-769.3	190.5	281.4	164.8	203.7	440.2
国海证券	-872.6	34.0	164.4	265.9	164.8	467.9
行业平均	206.2	147.3	188.7	133.4	129.2	34.5

资料来源：Wind，公司公告，东兴证券研究所

表 8：各上市券商资本中介业务平均利率及融资成本

	资本中介业务收取平均利率					平均融资成本				
	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
中信证券	8.7%	6.6%	9.0%	6.0%	5.6%	5.1%	4.5%	5.8%	3.7%	4.1%
国元证券	6.7%	7.5%	9.9%	7.3%	7.1%	5.8%	4.8%	6.6%	4.5%	4.7%
方正证券	8.5%	7.4%	9.4%	6.3%	6.9%	4.8%	5.9%	8.4%	5.5%	4.8%
西南证券	7.4%	5.6%	8.8%	7.2%	6.8%	4.3%	3.6%	6.6%	4.8%	5.2%
中原证券	7.8%	6.4%	8.5%	5.9%	6.7%	5.0%	4.8%	7.2%	5.3%	4.5%
西部证券	5.5%	4.6%	7.9%	5.4%	6.5%	13.2%	2.7%	5.1%	3.8%	4.5%
兴业证券	6.6%	7.1%	10.0%	6.1%	6.5%	4.8%	5.2%	6.5%	3.6%	4.6%
国信证券	9.2%	6.2%	11.3%	6.6%	6.5%	5.3%	4.9%	9.3%	5.8%	4.9%
长江证券	9.8%	6.5%	9.9%	6.4%	6.4%	3.8%	3.8%	7.7%	4.3%	5.0%
中国银河	9.4%	5.8%	9.6%	5.9%	6.4%	7.2%	3.4%	7.9%	5.0%	4.4%
东北证券	9.3%	8.0%	9.5%	6.0%	6.4%	6.0%	5.7%	7.5%	6.2%	7.8%
华西证券	7.8%	7.0%	9.4%	6.3%	6.4%	5.4%	7.1%	9.0%	5.8%	4.8%
东方证券	7.3%	7.1%	9.8%	7.2%	6.4%	4.6%	4.7%	5.0%	4.2%	4.6%
广发证券	10.6%	6.0%	10.5%	6.1%	6.3%	4.2%	3.5%	6.1%	4.0%	4.6%
国金证券	7.3%	7.1%	10.5%	6.9%	6.3%	6.8%	8.6%	11.2%	7.5%	6.2%
华安证券	9.8%	6.6%	10.6%	6.5%	6.3%	10.0%	4.7%	7.9%	5.3%	5.4%
招商证券	10.7%	6.6%	10.3%	6.4%	6.3%	5.7%	3.7%	6.9%	4.9%	4.2%
太平洋	4.3%	7.3%	8.0%	6.4%	6.3%	7.1%	4.4%	7.9%	4.9%	5.0%
国泰君安	7.9%	6.5%	9.0%	6.4%	6.3%	5.2%	4.8%	6.7%	4.8%	4.3%
申万宏源	11.9%	6.3%	11.9%	6.2%	6.3%	6.7%	4.4%	9.7%	4.9%	4.9%
浙商证券	9.8%	6.3%	8.2%	7.5%	6.2%	9.0%	4.0%	6.8%	4.3%	4.7%
国海证券	6.2%	5.4%	9.1%	5.9%	6.1%	14.9%	5.1%	7.5%	3.2%	4.5%
第一创业	5.5%	4.5%	9.6%	6.5%	6.1%	4.7%	5.9%	8.3%	4.6%	4.5%
南京证券	4.1%	5.1%	7.7%	5.2%	6.0%	5.5%	4.8%	7.0%	4.9%	4.7%
东吴证券	6.8%	6.3%	10.0%	6.7%	5.8%	4.0%	4.8%	7.7%	6.0%	7.1%
华泰证券	11.4%	5.6%	8.9%	5.8%	5.8%	5.8%	3.9%	7.5%	5.0%	4.8%
光大证券	7.8%	6.3%	9.6%	5.6%	5.7%	5.7%	5.1%	8.4%	5.1%	4.8%
山西证券	17.6%	6.3%	10.4%	5.7%	5.6%	8.1%	6.4%	10.9%	4.4%	4.9%
海通证券	9.5%	5.5%	8.9%	6.5%	5.5%	3.7%	3.8%	6.1%	4.6%	4.3%
财通证券	7.8%	4.5%	6.9%	4.8%	5.3%	4.3%	3.5%	5.2%	4.4%	4.0%
东兴证券	4.8%	6.6%	9.3%	5.7%	5.2%	5.4%	5.9%	8.0%	5.8%	5.0%

资料来源：Wind，公司公告，东兴证券研究所

根据《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（2018 年修订）》的最新规定，券商分类评级结果为 A 类的券商，表内的自有资金融资余额不得超过公司净资本的 150%。而以中信证券公告的数据计算（母公司口径），该比例 2016 年约为 42.2%，2017 年

约为 90%。距离监管的比例上限依然有较大的扩张空间。

最后来看中信证券的股票质押的业务风险。我们认为中信证券的表内股票质押业务风险处于非常合理的可控范围内。2018 年以来，沪深 300 指数截至 6 月 28 日已下跌 16% 左右，引发市场普遍对于券商股票质押持仓大范围触及平仓线的担忧。我们统计并测试中信证券的质押标的的持仓状况（根据 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低点，依然存在反弹和回暖的可能性。

2.5 自营业务稳健+股权投资业绩兑现高潜力

2.5.1 投资清单内的证券投资业绩稳健，风控能力突出

针对证监会《证券公司证券自营投资品种清单》上的金融工具投资，我们使用以下方法来测算中信证券的自营投资业绩：

- ◆ 使用利润表中的公允价值变动损益+资产负债表附注可供出售金融资产公允价值变动额来代表自营的证券投资总收益。
- ◆ 使用可供出售金融资产（扣除以成本计量部分）、持有至到期投资和以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产来代表自营证券投资规模。
- ◆ 通过中信证券公告的自营权益类与固收类占净资本比例计算资产配置占比，考虑同

期市场基准指数的收益率后，计算得出股债整体的基准收益率。

- ◆ 使用同样的测算方法计算 2017 年证券业协会券商经营业绩排名中证券投资收入排名第一的华泰证券的投资收益率，作为中信证券的比较。

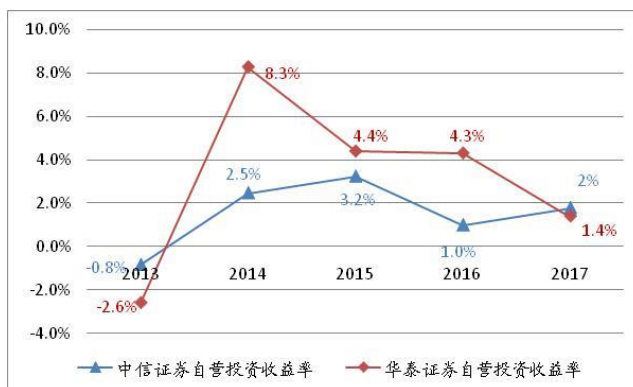
我们发现中信证券的自营证券投资收益率业绩非常稳定，尤其下跌行情中均可以较好的控制风险敞口，避免回撤。体现出公司自营部门较强的风控水平。与实力强劲的竞争对手比较，如华泰证券，也体现出了较小的回报率波动。

图 27：中信证券自营投资收益率与基准收益率比较



资料来源：Wind，中信证券公告，东兴证券研究所

图 28：中信证券与竞争对手自营收益率比较



资料来源：Wind，中信证券公告，华泰证券公告，东兴证券研究所

表 9：中信证券自营收益率与基准收益率测算表

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
中信证券自营权益类/净资本	66%	76.1%	90.7%	54.3%	35%	33.2%
中信证券自营固收类/净资本	91.8%	176.9%	186.8%	121%	143.3%	124.4%
沪深 300 指数年收益率	7.6%	-7.6%	51.7%	5.6%	-11.3%	21.8%
中债总指数-财富指数年收益率	3.6%	-0.3%	10.4%	8.1%	1.9%	0.3%
计算股债基准收益率	-	-2.9%	23.3%	7.3%	-1.4%	4.7%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

2.5.2 中信证券直投业务大有可为具备未来近百亿的业绩释放潜力

2017 年起，中信证券的自营投资品种清单外的另类投资业务由全资子公司中信证券投资承担。同时对中信证券投资增资 110 亿元。截至 2017 年底，中信证券投资的账面价值增至 140 亿元，具备充足的可投资资本。

中信证券大规模增资旗下的另类投资子公司开展自有资金的直接投资业务，我们认为这是一个券商直投业务步入快速发展成熟期的标志。自 2007 年券商直投业务开展试点以来，已经 10 年的时间。2016 年 12 月 30 日，中证协发布《证券公司私募基金

子公司管理规范》和《证券公司另类投资子公司管理规范》，并要求 12 个月内完成整改。目前中信证券已厘清旗下直投子公司中信证券投资 and 金石投资的定位，并调整了相应的注册资本。我们认为未来中信证券投资将凭借强大的资本实力和项目投资能力不断兑现投资收益。

由于股权投资项目的信息披露有限以及投资周期和退出节奏在不同项目之间有一定差异，比较难以估计公司当前在手项目的潜在业绩释放能力。我们这里引入一个评估中信证券股权投资业绩空间的估算模型。

根据模型的测算结果，我们认为 2018 年中信证券的股权投资潜在浮盈或已超 70 亿元，至 2020 年将超过 100 亿元。

- ◆ 我们测算的模型使用中信证券 2012 年至 2017 年年报披露的数据。根据实际情况，我们使用长期股权投资权益法数据而非成本法。
- ◆ 首先来测算中信证券每年的直投投入额。由于长期股权投资权益法账面价值增加=权益法确认的投资收益-权益法现金分红+直投投入额。因此转换后直投投入额=长期股权投资权益法账面价值增加-权益法确认的投资收益+权益法现金分红。测算结果如下（2014 年起，中信证券不再公布权益法现金分红数据，因此 2014 年后的投入额数据可能有所低估）：

表 10：中信证券历年直投投入额测算表（亿元）

股权投资投入端测算	2012	2013	2014	2015	2016	2017
权益法现金分红 for 2012/2013	4	2				
长期股权投资权益法账面价值增加	3.3	25.3	8.4	9.1	4.2	55.1
长期股权投资权益法确认的投资收益	4.3	2.1	6.3	6.5	3.5	6
直投投入额测算结果	3	25.3	2.1	2.6	0.7	49.1

资料来源：中信证券公司公告，东兴证券研究所

- ◆ 根据 CVSource 的数据，券商直投平均投资周期为 45 个月，项目回报倍数为 2.8 倍。据此我们测算年化回报率为 31.6%。根据上表中每年的投入额数据，按照平均投资周期和回报水平，计算得出每年的直投累计资产总市值。此处假设 45 个月到期后暂不处置长期股权投资，且资产总市值保持不变。**测算结果为 2018 年中信证券的直投项目潜在浮盈或已超 70 亿元，到 2020 年或将超过 100 亿元。**

表 11：中信证券直投投资浮盈测算表（亿元）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
2012 年的投资	3	3.9	5.1	6.8	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3
2013 年的投资		25.3	33.3	43.8	57.6	70.7	70.7	70.7	70.7	70.7
2014 年的投资			2.1	2.7	3.6	4.7	5.8	5.8	5.8	5.8
2015 年的投资				2.6	3.4	4.5	5.9	7.3	7.3	7.3
2016 年的投资					0.7	0.9	1.2	1.6	2	2
2017 年的投资						49.1	64.6	85	111.8	137.4
累计资产总市值	3	29.2	40.5	55.8	73.6	138.3	156.6	178.7	206	231.5
累计总投入	3	28.2	30.3	32.9	33.6	82.7	82.7	82.7	82.7	82.7
直投总浮盈测算	0	0.9	10.2	22.9	40	55.6	73.9	96.1	123.3	148.8

资料来源：中信证券公司公告，东兴证券研究所

以上测算仅考虑 2012 年之后的累计投资，如果增加考虑 2012 年末中信证券的存量长期股权投资（权益法）的话，我们认为 2018 年 70 亿元浮盈的测算数据依然是比较有效的。因为我们可以假设 2012 年末的长期股权投资（权益法）在 2016 年末时已经全部退出完毕。

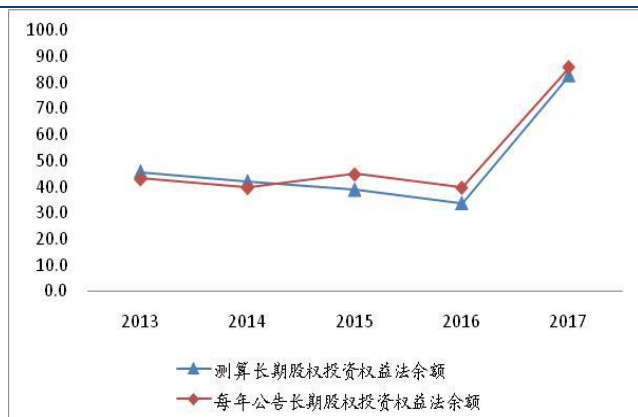
- ◆ 扣除华夏基金后，2012 年末的长期股权投资（权益法）账面价值为 23.4 亿元，若按照每年退出 25% 的平均速度，将每年的剩余账面价值加总至 2013-2017 测算出的累计总投入中，与实际报表公告的长期股权投资（权益法）每年余额数据进行对比，发现比较吻合，假设较为合理。
- ◆ 加总 2013-2016 年的长期股权投资（权益法）账面价值的减少额，累计为 30.6 亿元，与 2012 年末的长期股权投资（权益法）账面价值 23.4 亿元也较为接近。进一步印证假设。

表 12：中信证券长期股权投资假设验证表（亿元）

	2013	2014	2015	2016	2017
2012 年扣除华夏基金后的初始长期股权投资权益法余额 （假设每年退出 25%）	17.5	11.7	5.8	0	0
测算每年累计总投入	28.2	30.3	32.9	33.6	82.7
测算长期股权投资权益法余额	45.8	42	38.8	33.6	82.7
实际长期股权投资权益法余额	43	39.6	44.8	39.7	85.9

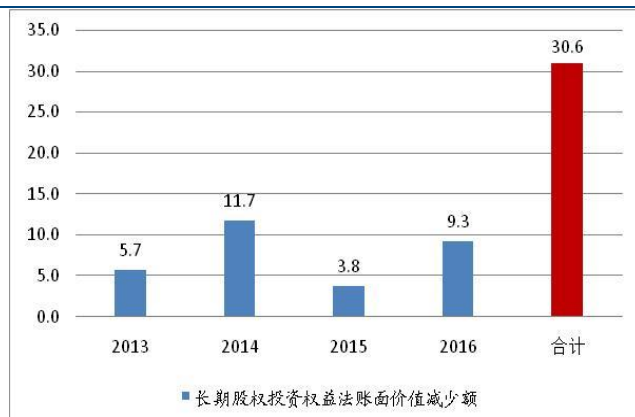
资料来源：中信证券公司公告，东兴证券研究所

图 29: 中信证券长期股权投资余额假设验证



资料来源：中信证券公司公告，东兴证券研究所

图 30: 中信证券 2013-2016 长期股权投资账面价值减少



资料来源：中信证券公司公告，东兴证券研究所

因此我们认为目前中信证券的直投业务在 2018 年预计具有约 70 亿元以上的隐含业绩释放潜力。虽然股权投资业绩具备一定的波动性，且退出兑现业绩的时间不定，会逐渐平滑至其后的每年。但我们依然有理由期待中信证券的自有资金直投业务对公司长远的业绩提供较强支撑。

3. 长期投资逻辑：金融市场开放进程加速与机构化演变

3.1 密集的开政策引导将使国际化成为券商下一个关键战场

自 2017 年以来，一系列市场开放政策的出台，将我国的金融市场开放引入快速发展时期。

- ◆ 金融市场开放的决策基本是不可逆的，一旦开放市场，将很难再重新封闭。因此从国家监管政策层面来说，开放市场的决策一定是慎重和坚定的。未来具备可持续性。
- ◆ 近期关键的市场政策梳理如下：

表 13: 近期金融市场开放政策总结

时间	政策	涉及内容
2017 年 11 月 10 日	放宽外资投资银行、证券、保险、基金、期货等领域的持股比例限制	财政部副部长朱光耀在国新办吹风会上表示，中方决定将单个或多个外国投资者直接或间接投资证券、基金管理、期货公司的投资比例限制放宽至 51%，上述措施实施三年后，投资比例不受限制；将取消对中资银行和金融资产管理公司的外资单一持股不超过 20%、合计持股不超过 25% 的持股比例限制，实施内外一致的银行业股权投资比例规则；三年后将单个或多个外国投资者投资设立经营人身保险业务的保险公司的投资比例放宽至 51%，五年后投资比例不受限制

2018 年 4 月 10 日	博鳌亚洲论坛国家主席习近平宣布中国扩大开放，大幅度放宽市场准入	确保放宽银行、证券、保险行业外资股比限制的重大措施落地；同时加大开放力度，加快保险行业开放进程；放宽外资金融机构设立限制；扩大外资金融机构在华业务范围；拓宽中外金融市场合作领域
2018 年 4 月 11 日	央行行长易纲宣布中国金融开放的 12 大具体举措	<ol style="list-style-type: none"> 1、取消银行和金融资产管理部门的外资持股比例限制，内外资一视同仁，允许外国银行在我国境内同时设立分行和子行。 2、将证券公司、基金管理公司、期货公司、人身险公司的外资持股比例上限放宽至 51%，三年以后不再设限。 3、不再要求合资证券公司境内股东至少有一家证券公司。 4、为进一步完善内地和香港两地股市互联互通的机制，从今年 5 月 1 日起把互联互通每日的额度扩大 4 倍，也就是说沪股通和港股通每日的额度从 130 亿调整为 520 亿人民币，港股通每日额度从 105 亿调整为 420 亿人民币。 5、允许符合条件的外国投资者来华经营保险代理业务和保险公租业务。 6、放开外资保险经济公司经营的范围，与中资机构一致。 7、鼓励在信托、金融租赁、汽车金融、货币经济、消费金融等银行业金融领域引入外资。 8、对商业银行新发起设立的金融资产投资公司和理财公司的外资持股比例不设上限。 9、大幅度的扩大外资银行的业务范围。 10、不再对合资证券公司的业务范围单独设限，内外资一致。 11、全面取消外资保险公司设立前需开设两年代表处的要求。 12、争取 2018 年内开通沪伦通。
2018 年 6 月 28 日	发改委、商务部发布外商投资准入特别管理措施负面清单 2018 版	<p>落实金融市场相关开放政策：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1、取消对中资银行的外资单一持股不超过 20%，合计持股不超过 25%的持股比例限制。 2、2018 年将证券公司、证券投资基金管理公司由中方控股改为外资股比不超过 51%。2021 年取消外资股比限制。 3、2018 年将期货公司由中方控股改为外资股比不超过 51%。2021 年取消外资股比限制。 4、2018 年将寿险公司外资股比由 50%放宽至 51%。2021 年取消外资股比限制。

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

- ◆ 此外，2017 年 7 月 6 日，证监会发布《关于修改〈证券公司分类监管规定〉的决定》。自 2017 年起增加市场竞争力排名加分项：证券公司上一年度境外子公司证券业务收入占营业收入的比例达 40%、30%、20%，且经纪业务收入位于行业中位数以上的，分别加 4 分、3 分、2 分。从占营收比最高标准设定高达 40%，以及加分幅度在所有市场竞争力项目中最高（4 分）两方面来看，政策引导券商开拓境外业务的导向非常明确。

3.2 从美国资本市场国际化的情况看“中国速度”或超预期

美国股票市场的外国上市公司有两次扩充热潮：

- ◆ 第一次热潮（1985 年-1994 年）。在美上市的外国公司市值占比从 1985 年的 1.5% 左右增长至 10% 左右。我们认为这主要是因为参与型 ADR 在 1985 年推出，金融

工具的创新提供给外国公司在美上市打开了空间，外国公司快速增长。

- ◆ 第二次热潮（2003年-2007年）。在美上市的外国公司市值占比从2003年的12%左右增长至2007年的20%左右。我们认为这主要是因为期间美国股票市场牛市提高了对以互联网公司为代表的创新公司的吸引力。

图 31：美国股市外国公司市值占比变动趋势



资料来源：Financial Accounts of the United States，东兴证券研究所

不仅外国上市公司在美国快速增长，外国的投资者也同样成为美国股票市场中一股不可忽视的重要力量。

- ◆ 美国股票市场中的外国投资者持股比例，从1967年的3%左右逐渐增长至2017年的15%左右。
- ◆ 作为对比，我们以QFII投资额+RQFII投资额+陆股通累计净买入额来作为我国境外投资者整体的代表。通过测算，2018年一季度其占A股总市值的3%左右。恰好为美国1960年代的水平，正处于“增长的前夜”。

图 32：我国与美国股市的外国投资者持股市值占比变动趋势



资料来源：Financial Accounts of the United States，国家外汇管理局，Wind，东兴证券研究所

总结美国的市场国际化，有两个特点：第一个是外国公司的进入增长很快，是爆发式的。第二个是外国公司的进入是伴随着新经济和新技术的兴起，有对资本更多的需求。我们认为当前时点，我们的国际化进程“中国速度”或将超过预期。

- ◆ CDR 和沪伦通的引入相当于美国 1985 年创新的参与型 ADR。由于 CDR 初期试点是境外上市红筹公司，并不是纯粹的外国公司，初始的导入或将更为快速。随后沪伦通将外国公司引入，预计将呈现出一个境外公司国内上市的高潮。或也将是类似美国两次热潮的爆发式增长。
- ◆ 新经济公司作为本次 CDR 试点公司范围，类似美国第二次浪潮，新技术的发展提升对资本的需求，当窗口打开将呈现爆发式增长。
- ◆ 2018 年一季度 QFII+RQFII+陆股通为代表的外国投资者投入额已经同比增长了接近 20%，增长提速。同时政策也在不断加码，2018 年 6 月 10 日，国务院宣布允许符合条件的外国自然人投资者依法投资境内上市公司；2018 年 6 月 12 日，央行与外管局宣布取消 QFII 资金汇出限制和 QFII、RQFII 本金锁定期要求。当前我国的境外投资股票市场占比正类似美国启动增长前的 3% 水平。外国投资者扩容，几乎箭在弦上。

3.3 公司将受益于快速推进的国际化进程：有金刚钻可揽瓷器活

我们认为 2018 年或成为中国金融市场开放的元年。面对即将到来的国际化业务挑战与机会，中信证券将凭借本土的领先地位+国际化能力储备获得极佳的发展机会。

主要逻辑有三点：

- ◆ **速度要快：**由于我们判断海外来华上市公司的增长速度会很快，因此对于已有成熟 CDR 保荐承销团队和境外投行业务经验的券商，将可快速抢占前期高速增长的市场红利。中信证券在这方面优势比较明显。

- ◆ **品牌要强**：由于外国公司或投资者对国内市场的了解程度有限，因此较大概率会首选最大最可靠的券商作为合作伙伴。例如开设 QFII 专用席位和研究服务的需求将会增长。中信证券在 2017 年证券公司经营业绩排名中总资产、净资产、营业收入、净利润等均列第一，而扣除大宗商品贸易收入（其他业务收入）后，中信证券境外业务收入占比约为 16%，排名第三。同时海外方面中信里昂 CLSA 的研究品牌具备较高的市场认可度。
- ◆ **弹性要大**：2017 年陆股通+香港股票市场的成交额同比高速增长了 41.6%，而我们测算出的中信证券海外经纪业务净收入却同比下降 14.2%，与市场整体相背离。我们认为这主要是因为 2017 年中信证券国际是以整合与重组为工作重心，而相关工作已经于 2017 年完成。**2018 年上半年，陆股通+香港股票市场成交额再次同比大幅增长 77.8%，因此我们有理由期待中信证券国际的海外经纪业务恢复增长，展现出理想的业绩弹性。**

说明：我们通过中信证券的财务报表来估算其海外经纪业务收入变动：以代理买卖证券业务+交易单元席位租赁净收入作为股票经纪业务的情况，从中信证券的子公司设置上来看，其合并报表数据包括了中信证券母公司+中信证券（山东/浙江）+中信证券国际。而中信证券（山东/浙江）的财务数据可根据其交易量数据占母公司的比例来估算。因此，我们可以用合并报表数据-中信证券母公司数据-中信证券（山东/浙江）估计数据来得到中信证券国际的海外经纪业务收入情况。

表 14：中信证券海外经纪业务收入测算

	2013	2014	2015	2016	2017
中信证券合并报表代理买卖证券业务净收入（亿元）	50.6	80.3	164.7	82.4	67.2
中信证券母公司代理买卖证券业务净收入（亿元）	20.2	27.4	85	47.6	38.1
中信证券（浙江）交易量占母公司比例	56.1%	50.5%	母公司合并中信证券（浙江）		
中信证券（山东）交易量占母公司比例	19.5%	18.5%	12.5%	15.6%	14.9%
中信证券（浙江）净收入（亿元）	11.3	13.8	母公司合并中信证券（浙江）		
中信证券（山东）净收入（亿元）	3.9	5.1	10.6	7.4	5.7
海外经纪业务净收入估算（亿元）	15.2	34	69	27.4	23.5

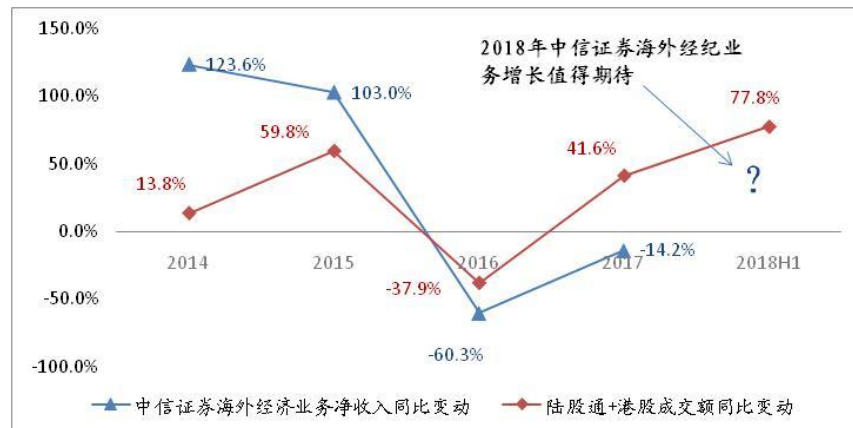
资料来源：中信证券公司公告，Wind，东兴证券研究所

表 15：陆股通+港股成交额变动趋势

	2013	2014	2015	2016	2017
陆股通成交额（亿港元）		2123.4	17567.0	8606.2	27199.7
港股成交额（亿港元）	152647.8	171593.0	260114.2	163966.7	217095.2
陆股通+港股成交额（亿港元）	152647.8	173716.3	277681.2	172572.9	244294.9

资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 33：中信证券海外经纪业务收入同比变动与市场行情比较



资料来源：中信证券公司公告，Wind，东兴证券研究所

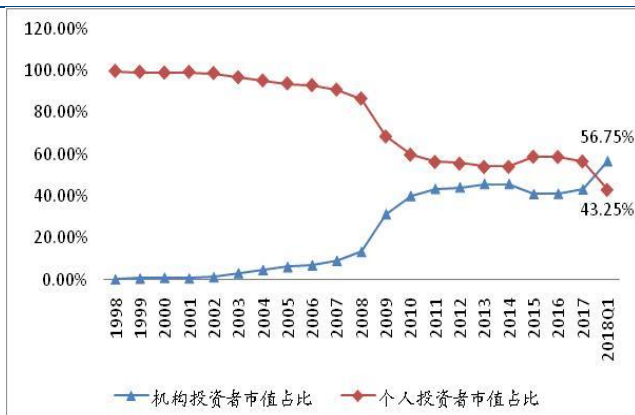
3.4 我国专业的机构投资者依然还有很大的成长空间

3.4.1 备受诟病的 A 股散户化存在一定误解，散户不会离场

目前市场上习惯于使用自然人开户数和机构开户数的比例来说明我国当前过于散户化的问题。实际上账户数并不能说明市场投资者的真实结构，尤其是 2014 年互联网证券开启之后，个人线上开户的便捷导致账户开户数有较大幅度攀升，但相当部分的比例都是未持仓的非活跃用户，持仓账户比例通常低于 50%。

如果从个人投资者持仓市值占比来看，实际上我国的个人投资者持仓市值比例在 2018 年一季度已经接近美国成熟市场的水平。我国为 43.25%，美国为 39.03%。

图 34：我国机构与个人投资者持股市值占比变动趋势



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 35：美国机构与个人投资者持股市值占比变动趋势



资料来源：Financial Accounts of the United States，东兴证券研究所

从总量上来看，我们认为中国个人投资者的散户化实际上并不是市场投资者结构变迁的核心问题。所以以散户退场的形式来实现市场机构化可能不会是未来的市场演变路径。

从存量角度看，未来券商经纪业务凭借当前散户较高换手率获得交易佣金这部分商业逻辑预计将可继续持续。从增量角度看，券商的新业务机会在机构端。

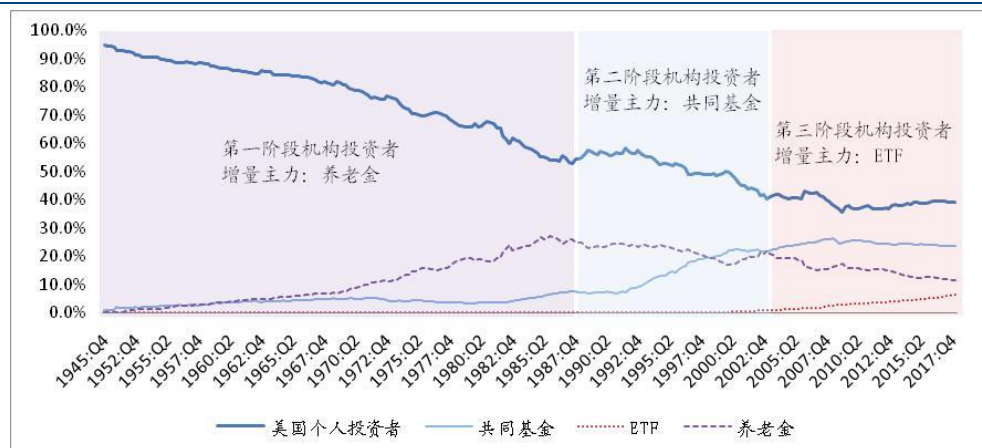
3.4.2 受股权结构限制我国真正的机构化尚未开启

虽然从数据上来看，我国的机构持股市值占比已经从 1998 年的 0.2% 增长至 2018 年的 57% 左右，但是如果分解其内部结构并与美国的机构投资者进行比较，我国实际上的专业投资机构占比在近十年依然较低，增长缓慢。

首先来看美国股票市场的机构化可以分为三个阶段：

- ◆ **第一阶段（1950 年-1985 年）**：这一时期美国的养老金作为市场机构投资者增长的主力，其持股市值占比从零开始，增长至 26% 左右，成为美国股票市场中最大的机构投资者。
- ◆ **第二阶段（1985 年-2005 年）**：这一时期美国的共同基金增长迅速，其持股市值从 5% 左右逐步增长至 24% 左右，并超过养老金成为市场中最大的机构投资者。
- ◆ **第三阶段（2005 年-2018 年）**：这一时期 ETF 取得较大的发展，从 1% 的市场份额增长至 6%。其背景是财富管理行业的快速发展，ETF 成为了进行资产配置的重要手段。

图 36：美国股市各类机构持股市值占比变动趋势



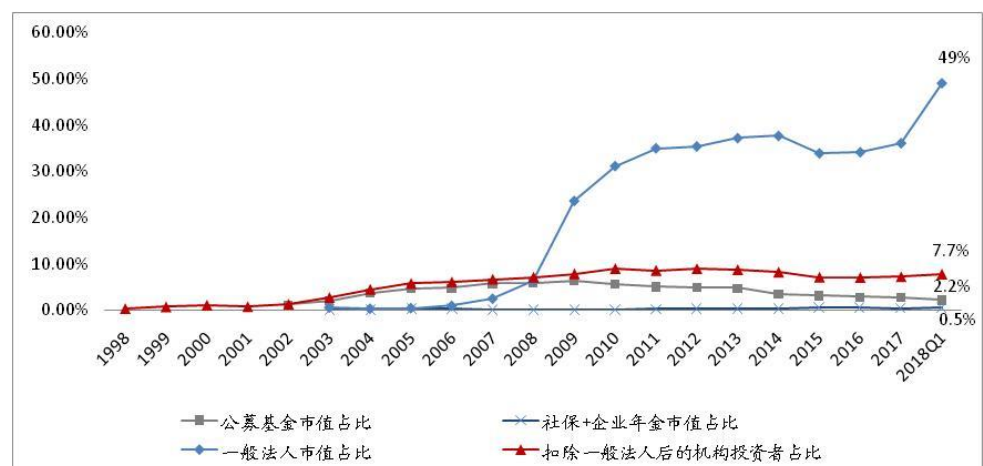
资料来源：东兴证券研究所

因此我们认为美国投资者结构的成熟，均是由不同时期的专业投资机构所引领。形成目前包括养老金、共同基金、ETF 等多元化的机构投资者群体。

再来看我国的情况。实际上我国在股权分置改革后，市场上最大的持股方为原国有股、法人股形成的有限售条件的流通股。作为一般法人的持股，实际上并非专业投资机构，也较少进入流通领域或进行投资管理。

- ◆ 一般法人持股市值占比在 2018 年一季度高达 49%。事实上，从 2008 年开始，股权分置改革逐渐完成，一般法人持股占比逐步增长至 35% 左右。其中较大比例为原国有股。我国的机构持股主要是制度驱动下的产物，而由专业投资机构主导。
- ◆ 扣除一般法人持股的部分之后，实际上专业投资机构的持股市值占比从 2008 年起就在 7%-8% 附近徘徊，近十年来未有较大增长。
- ◆ 不同于美国的养老金在机构投资者中的重要地位，我国社保基金+企业年金持股占比仅为 0.5%，在市场中十分弱小。而公募基金的持仓市值占比也不到 3%。

图 37：我国股市各类机构持股市值占比变动趋势



资料来源：Wind，东兴证券研究所

比较我国和美国的情况，实际上我国的机构化还尚未真正开启。在美国的三次机构化进程，每个阶段通常需要 10 年以上的时间。因此我们认为，中国股票市场机构化具有长期的增长空间。增量专业投资机构的不断入场将成为未来 10 年支撑券商业务发展的一股重要力量。

未来主要的增量入场机构包括：

- ◆ 以基本养老和企业、职业年金为代表的中国养老金不断入场。人社部公布 2018 年一季度 12 个省与社保基金理事会签署委托投资合同，总金额 4750 亿元。考虑到基本养老规模的增长，以及 30% 权益投资比例，未来权益投资规模可突破万亿。而企业、职业年金则每年预计可贡献约 500 亿元的权益增量资金。
- ◆ 个税递延型养老保险。2018 年 6 月，太平养老的首单个税递延型养老保险落地。标志着中国版 IRA 计划时代开启。参考美国 IRA 计划的市场规模，个税递延型养

老保险市场空间巨大。我们预计每年或可贡献约 500 亿元的权益增量资金。

- ◆ **海外机构投资者。**桥水基金于 2018 年 6 月 29 日在中国证券投资基金业协会完成私募基金管理人登记，正式成为境内私募管理人。标志着海外著名机构投资者开始进入中国市场。
- ◆ **国内私募基金。**私募证券投资基金管理规模从 2015 年初的 8500 多亿元增长至 2018 年 5 月的 25000 多亿元，年化增长率达到 38%。目前管理人数量为 8700 多家。

3.5 未来的机构化进程将赋予中信证券长期、广阔的发展前景

3.5.1 中信证券的机构客户服务布局全面

从中信证券的一级部门架构角度来看，其对机构客户的服务覆盖可满足未来潜在扩大的市场空间。

- ◆ **经纪业务金融产品线丰富，可满足机构客户更为复杂的投资需求。**覆盖包括现金管理类、类固定收益类、挂钩浮动收益类、权益投资类、另类投资类五种不同风险收益特征的系列金融产品。
- ◆ **证券金融业务线直接对接专业投资机构，提供一站式 PB 服务。**面向境内外专业投资机构提供一揽子服务，包括交易系统、托管清算、融资融券、资本引介等。另外可以凭借广泛的客户和渠道资源，助力产品销售与营销，对境内外发行产品的投资机构具有较强吸引力。
- ◆ **股权衍生品业务线将凭借场外衍生品一级交易商身份成为机构客户的优先选择。**场外衍生品业务新规将使得中信证券较大概率成为首批一级交易商。公司的战略目标为“成为机构客户市场的场外衍生品主要交易（做市）商”，凭借一级交易商的优势，在风险对冲和定价、业务规模扩张等方面均占据有利位置。
- ◆ **资产管理部将凭借在企业年金及养老金领域的长期积淀迎接不断扩大的养老金入市规模。**中信证券拥有十九年丰富的年金及养老金投资管理经验，是国内唯一一家同时具有基本养老保险基金投资管理人、职业年金投资管理人、企业年金投资管理人、社保基金境内投资管理人、社保转持股份管理资格、保险委托资金管理资格的机构。

3.5.2 中信证券的机构客户基础与服务能力领先

通过代理买卖证券款来看，中信证券的机构客户占比较高。

- ◆ 普通经纪业务方面，2012 年机构客户占比为 15.8%，而 2017 年已增长为 44.1%。机构客户与个人客户已经双足鼎立。
- ◆ 信用业务方面，2012 年机构客户占比为 11.3%，而 2017 年已增长为 24%。尤其在 2014 年牛市时期曾扩张到 43.9%，证明了中信证券目前的机构客户基础庞大。

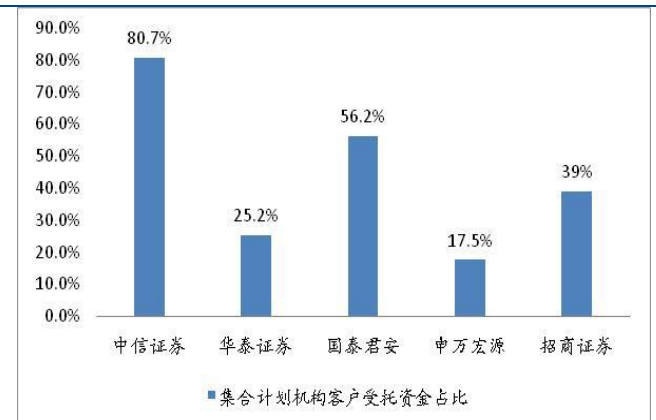
从资管业务的机构客户受托资金占比来看, 2017 年资管业务规模排名前五的券商中, 中信证券的集合计划机构客户受托资金占比高达 80.7%, 远超其他竞争对手。完全是以机构客户而非零售客户为导向的商业模式。

图 38: 中信证券经纪业务机构客户占比情况



资料来源: 中信证券公司公告, 东兴证券研究所

图 39: 资管规模 TOP5 券商机构客户占比情况



资料来源: Wind, 公司公告, 东兴证券研究所

我们认为随着市场机构化的不断深入, 对机构客户的投研服务能力将愈发展示出其价值, 成为获取增量机构客户的“名片”。从基金的分仓佣金方面来看, 根据 Wind 数据, 中信证券在 2017 年的分仓佣金为 4 亿元左右, 排名第一。体现出非常出色的机构投资者服务能力。

4. 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

我们预计中信证券 2018 年至 2020 年将分别实现营业收入 489 亿元、545 亿元和 604 亿元, 同比增速 13%、11.5%和 10.8%; 归母净利润分别为 139 亿元、146 亿元和 159 亿元, 同比增速 16.1%、5.1%和 8.8%; EPS 分别为 1.1 元、1.16 元和 1.26 元, 对应 PE 分别为 15X、14X 和 13X。

我们将中信证券主要的业务拆分如下:

- ◆ 经纪业务: 国内股票经纪业务净收入、债券交易净收入、期货经纪业务净收入、外汇经纪业务净收入、代销金融产品业务净收入和海外经纪业务净收入共 6 项。
- ◆ 投行业务: IPO 业务收入、再融资业务收入、债券承销业务收入、海外投行业务收入和 CDR 业务收入共 5 项。
- ◆ 资管业务: 券商资管手续费收入和华夏基金管理费收入共 2 项。
- ◆ 自营业务: 自营证券投资收益和长期股权投资收益共 2 项。
- ◆ 资本中介业务: 融资融券业务和股票质押回购等业务的利息收入扣除各项融资方式

的利息支出。

- ◆ 其他业务收入：大宗商品贸易和租赁业务收入。

我们对中信证券各项拆分业务的预测主要假设总结如下：

表 16：中信证券各业务核心假设汇总

中信证券业务拆分	2018/2019/2020 预测核心假设
经纪业务	
国内股票经纪业务	股基交易市占率稳定在 6% 净佣金率每年依次增长 10%/5%/5%
债券交易	债券交易市占率稳定在 8.3% 债券交易净佣金率稳定在十万分之 2.5
期货经纪业务	收入稳定，取近三年平均值
外汇经纪业务	收入稳定，取近三年平均值
代销金融产品业务	基金市场总额份每年依次增长 35%/20%/20%
海外股票经纪业务	海外经纪业务每年依次增长 70%/30%/30%
投行业务	
IPO 业务	IPO 规模每年依次增幅-30%/10%/10% 中信证券 IPO 市占率依次为 10%/10%/10%
再融资业务	增发规模每年依次增幅-30%/10%/10% 中信证券增发市占率依次为 15%/15%/20%
债券承销业务	债券发行规模每年依次增幅 15%/15%/15% 中信证券 IPO 市占率依次为 5%/5.5%/6%
海外投行业务	每年收入增长 10%
CDR 增量业务	2018 年小米和百度 CDR 落地贡献 7 亿元收入，未来两年每年贡献 7 亿元收入
资管业务	
券商资管业务	每年主动管理增加 1000 亿元
华夏基金	每年基金份额依次增长 20%/10%/10%
自营业务	
自营证券投资	方向性自营占净资本比例 8%
长期股权投资	每年处置兑现 10 亿元收入 权益法每年确认 10%投资收益
资本中介业务	卖出回购金融资产和应付债券每年依次增幅 10%/10%/10%
其他业务	大宗商品贸易收入每年依次增幅 15%/15%/15% 租赁收入每年 3 亿元

资料来源：Wind，东兴证券研究所

我们对中信证券 2018 年、2019 年和 2020 年的收入预测如下：

表 17：中信证券 2018-2020 年营业收入预测表（亿元）

基本假设项目	2018E	2019E	2020E
国内股票经纪业务净收入	36	38	40
债券交易净收入	12	12	13
期货经纪业务净收入	4	4	4
外汇经纪业务净收入	2	2	2
代销金融产品业务净收入	10	12	14
海外股票经纪业务净收入	40	46	53
经纪业务净收入总计	103	114	126
IPO 业务收入	10	11	12
再融资业务收入	12	13	19
债务承销业务收入	21	27	34
投行业务收入	47	56	70
资管业务手续费收入	17	15	15
基金管理费收入	44	45	47
投资咨询业务净收入	4	4	4
其他手续费及佣金净收入	5	5	5
自营业务投资收益	39	52	56
长期股权投资收益（权益法+处置）	9	9	10
持有期间收益	75	84	94
总投资收益	125	149	164
资本中介业务利息收入	163	168	178
资本中介业务利息支出	117	127	141
资本中介业务利息净收入	46	41	37
其他业务收入	101	119	140
营业收入	489	545	604

资料来源：Wind，东兴证券研究所

4.2 估值与投资建议

我们使用相对估值法对中信证券进行估值。

从 PB 角度来看，截至 2018 年 7 月 4 日，我国上市券商平均 PB 为 1.33 倍，券商整体法 PB 为 1.2 倍。考虑到中信证券的业绩韧性和未来国际化和机构化的发展前景，我们给予 1.4 倍的估值。对应 2018 年目标价为 18.4 元。

从 PE 角度来看，截至 2018 年 7 月 4 日，我国上市券商平均 PE 为 27 倍，券商整体法 PE 为 18 倍。对标高盛目前的 PE 为 20 倍，我们认为中信证券合理估值应为 20 倍 PE。对应 2018 年目标价为 22 元。

我们认为公司是精准战略择时和前瞻业务创新的券商龙头，预计中信证券 2018 年至 2020 年将分别实现营业收入 489 亿元、545 亿元和 604 亿元，同比增速 13%、11.5% 和 10.8%；归母净利润分别为 139 亿元、146 亿元和 159 亿元，同比增速 16.1%、5.1%和 8.8%；EPS 分别为 1.1 元、1.16 元和 1.26 元，对应 PE 分别为 15X、14X 和 13X。综合考虑，我们给予与中信证券六个月目标价 20 元，“强烈推荐”评级。

5. 风险提示

国际化进程不及预期、股票质押业务风险集中释放

公司盈利预测表

资产负债表				单位		百万元	利润表				单位		百万元
2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
资产：							营业收入						
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自	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							

分析师简介

郑冈钢

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。