



2019 年 03 月 29 日

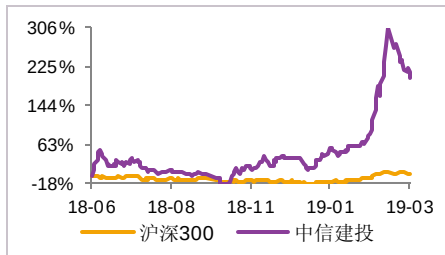
持有(首次评级)

当前价: 23.23 元
目标价: 21.6 元

分析师: 李兴

执业编号: S0300518100001
电话: 010-66235713
邮箱: lixing@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

亿元	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	109.0	123.7	137.6	149.3
(+/-)	-3.50	13.44	11.21	8.55%
归母净利润	30.87	42.02	48.82	53.23
(+/-)	-23.11	36.11	16.18	9.02%
EPS(元)	0.38	0.55	0.64	0.70

资料来源: 联讯证券研究院

中信建投(601066.SH)

【联讯非银金融】中信建投(601066.SH):综合实力强劲,投行优势突出

投资要点

✧ 股东背景雄厚, 业务布局完善

中信建投证券股份有限公司前身系中信建投证券有限责任公司, 2005 年由中信证券和中国建银共同出资设立。2010 年北京国管中心和中央汇金受让部分股权, 目前为中信建投前两大股东。2016 年公司在香港联交所主板上市, 2018 年 6 月登录 A 股, 成为第 11 家“A+H”券商, 最新总股本 76.46 亿股。公司设立以来持续提升综合实力, 完善业务布局, 目前设有建投期货、建投资本、建投基金等多家子公司。

✧ 2018 业绩表现优于行业整体, 综合竞争实力强劲

中信建投 2018 年实现营业收入 109.07 亿元, 同比下降 3.50%; 净利润 30.87 亿元, 同比下降 23.11%, 业绩表现优于证券行业整体。公司 2018 年各业务板块按收入规模排名依次是投行(29%)、自营(22%)、经纪(21%)、信用(18%)和资管(6%)。从收入占比变化趋势来看, 信用业务收入占比涨幅最大(+6.56%), 经纪业务收入占比下降幅度最大(-5.93%)。公司综合实力强劲, 2015-2017 年营收和利润规模均处行业前十位, 2017 年末总资产排名行业第十, 净资产排名行业第十一, 其中投行作为公司的优势业务板块, 2016/17 连续两年收入排名行业第二位。

✧ 投行业务保持领先, 其他板块均衡发展

2018 年中信建投股权承销数量排名行业第一(57 家), 规模排名行业第二, 在 IPO 规模萎缩的情况下, 公司证券保荐业务收入录得逆势增长(+8.64%); 2018 年公司债务融资业务规模排名行业第二, 其中公司债承销规模 2015-18 连续 4 年稳居行业第一。目前公司投行项目储备丰富, 随着 2019 年科创板设立以及注册制试点推行, 公司有望充分发挥投行业务优势, 继续保持行业领先地位, 同时借投行品牌优势, 产生协同效应带动其他业务板块均衡发展。公司作为在北京网点数量最多的券商, 经纪业务市占率稳居行业前十, 同时积极转型财富管理, 稳步发展托管外包业务。信用业务计提充分, 自营投资风格稳健, 固收占比逐年提升。资管业务方面转型主动管理, 投管能力不断增强。

✧ 证券行业 2018 年营收利润双降, 2019 年有望迎来业绩反弹

2018 年由于资本市场监管收紧及贸易战等因素影响, 二级市场指数大幅下行, 券商板块指数跑输沪深 300, 证券行业全年业绩下滑。根据协会数据, 131 家证券公司中 106 家实现盈利, 盈利公司数量连续三年下滑。证券行业 2018 年实现营业收入 2,662.87 亿元, 同比减少 14%; 净利润 666.20 亿元, 同比减少 41%。进入 2019 年以来市场有所好转, 根据券商月报数据, 可比上市券商 2019 年前两个月净利润同比上涨 91%。从股基日均成交额来看, 2019 年 2 月沪深两市股基日均成交额 6256 亿元, 环比增长 94%, 同比增



长 28%，证券行业在 2019 年有望迎来业绩反弹。

✧ 盈利预测与投资评级

预计 2019-2021 年营收分别为 123.73、137.61 和 149.38 亿元；归母净利润分别为 42.02、48.82 和 53.23 亿元，EPS 分别为 0.55、0.64 和 0.70 元，BVPS 分别为 6.75、7.33 和 7.96 元。结合行业可比公司与券商次新股估值情况，考虑中信建投行业龙头地位，以及投行品牌优势直接受益于科创板设立和注册制试点，给予目标价 21.6 元，对应 2019 年市净率 3.2X，首次覆盖给予“持有”评级。

✧ 风险提示

证券市场大幅波动风险，股票质押风险，流动性风险，政策推进不及预期。



目 录

投资案件	5
投资评级与估值	5
关键假设点	5
有别于大众的认识	5
股价表现催化剂	5
核心风险提示	5
一、公司情况简介	6
(一) 股东背景雄厚，业务布局完善	6
(二) 2018 业绩表现优于行业整体，综合竞争实力强劲	7
二、投行业务保持领先，其他板块均衡发展	9
(一) 投行业务：行业地位领先，项目储备丰富	9
(二) 信用业务：市场份额居前，减值计提充分	12
(三) 经纪业务：网点布局广泛，市场份额靠前	14
(四) 自营投资：投资风格稳健，固收占比提升	16
(五) 资管业务：转型主动管理，增强投管能力	17
三、证券行业：2018 年营收利润双降，19 年有望迎来反弹	18
(一) 证券行业 2018 年营收利润双降	18
(二) 2019 年有望迎来业绩反弹	21
四、盈利预测和估值	22
(一) 预测假设	22
(二) 盈利预测及估值分析	23
五、风险提示	24

图表目录

图表 1： 中信建投发展历史	6
图表 2： 中信建投前十大股东明细	6
图表 3： 中信建投控股及参股公司	7
图表 4： 公司近五年营收及增速	8
图表 5： 公司近五年净利润及增速	8
图表 6： 公司业务收入结构占比	8
图表 7： 中信建投各项指标行业排名	8
图表 8： 股权承销金额（亿元）	9
图表 9： 股权承销数量	9
图表 10： 股权承销金额以增发为主	9
图表 11： 过去四年债券承销金额均排名前两位	10
图表 12： 各项债券发行市场份额	10
图表 13： 中信建投新三板挂牌企业市值居首	11



图表 14: IPO 项目情况	11
图表 15: 2018 财务顾问参与并购排名.....	12
图表 16: 2018 年末融资融券余额 251 亿元.....	13
图表 17: 股票质押业务 2018 年排名第六位.....	13
图表 18: 股基交易市占率情况.....	14
图表 19: 2018Q1 中信建投股基交易市场份额位居行业第九.....	14
图表 20: 中信建投营业部数量排名第四.....	15
图表 21: 中信建投交易量前十位营业部.....	15
图表 22: 公募基金托管规模排名行业第二	16
图表 23: 自营业务中固收占比不断增加.....	16
图表 24: 自营业务权益投资规模占净资本比重一路下滑	17
图表 25: 公司自营业务固收投资规模占净资本比重高于券商平均水平	17
图表 26: 公司主动管理资管规模占比不断提升	17
图表 27: 2017 年资管规模排名前十大券商.....	18
图表 28: 盈利证券公司数量连续三年下滑	19
图表 29: 2018 行业营业收入下跌 14%.....	19
图表 30: 2018 行业净利润下跌 41%.....	19
图表 31: 2018 各板块业务收入均有所下滑.....	19
图表 32: 自营业务收入规模居首	20
图表 33: 净资产增速连续三年下滑.....	20
图表 34: 2018 年全行业 ROE 降至历史地位	21
图表 35: 证券行业杠杆率过去两年均小幅增长	21
图表 36: 2 月沪深两市股基日均成交额环比大涨	21
图表 37: 中信建投盈利预测（亿元）	23
图表 38: A 股市值前十大券商估值情况（截止 20180325）	23
图表 39: 券商次新股估值情况.....	24
图表 40: 中信建投 PB-Band	25
图表 41: 公司财务预测表.....	26



投资案件

投资评级与估值

预计 2019-2021 年营收分别为 123.73、137.61 和 149.38 亿元；归母净利润分别为 42.02、48.82 和 53.23 亿元，EPS 分别为 0.55、0.64 和 0.70 元，BVPS 分别为 6.75、7.33 和 7.96 元。结合市值相近公司与券商次新股估值情况，考虑中信建投行业所处地位，以及投行品牌优势直接受益于科创板设立和注册制试点，给予目标价 21.6 元，对应 2019 年市净率 3.2X，首次覆盖给予“持有”评级。

关键假设点

假设 2019-2021 年股基交易额分别为 111、122、134 万亿，中信建投股基交易市占率分别为 2.9%、2.95%和 3%，假设 2019-2021 年股基平均佣金率分别为 0.33%、0.32%和 0.31%。

有别于大众的认识

公司除投行业务具备优势以外，机构业务未来发展潜力巨大。公司目前在托管代销等主经纪商业务板块均排名市场前列，未来有望借券商结算新政等监管东风，大力发展机构业务。

股价表现催化剂

科创板实施进度超预期利好投行业务领先的券商，股市交投回暖、证券行业集中度提升利好头部券商。

核心风险提示

证券市场大幅波动风险，股票质押风险，流动性风险，政策推进不及预期。



一、公司情况简介

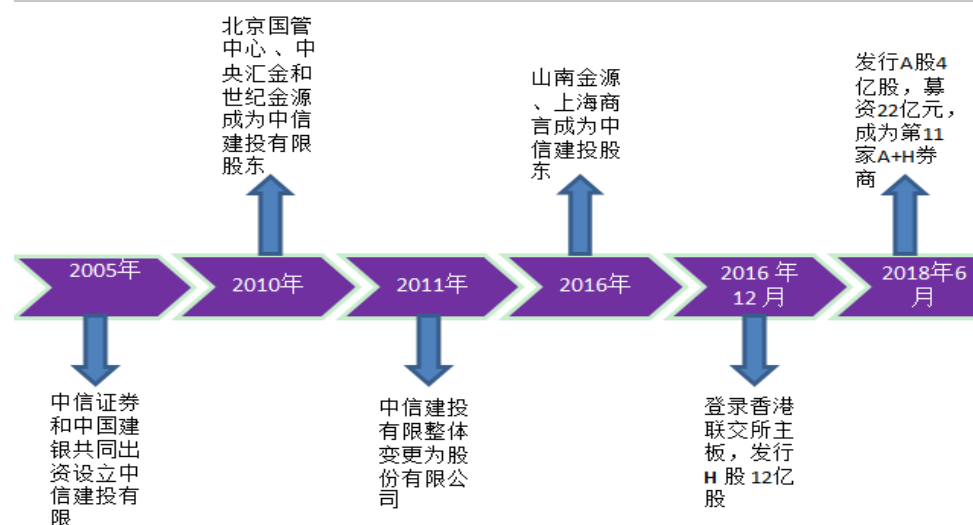
(一) 股东背景雄厚，业务布局完善

中信建投证券股份有限公司前身系中信建投证券有限责任公司，2005年11月1日，中国证监会批准由中信证券和中国建银共同出资设立中信建投有限责任公司，注册地为中国北京市，注册资本为人民币27亿元，其中中信证券和中国建银分别以现金出资人民币16.2亿元和人民币10.8亿元，持股比例分别为60%和40%。

2010年6月29日，中信证券在北京金融资产交易所同时分别挂牌转让其持有的中信建投有限45%、8%的股权。其中，北京国管中心摘牌受让中信证券转让的中信建投有限45%的股权，世纪金源摘牌受让中信证券转让的中信建投有限8%的股权。同年，中国建银以无偿划转方式向中央汇金转让其所持中信建投有限40%的股权。2011年9月中信建投有限整体变更为股份有限公司。

2016年12月9日，公司在香港联交所主板上市交易，发行H股股票12亿股，每股发行价格为港币6.81元，发行后总股本72.46亿股。2018年6月公司在A股首发上市，成为第11家“A+H”券商，公开发行4亿股，每股发行价格5.42元，募资21.68亿元，总股本增加至76.46亿股。

图表1： 中信建投发展历史



资料来源:联讯证券，公司公告

公司股东背景雄厚，2018年报显示，中信建投前两大股东为北京国有资本经营管理中心和中央汇金，中信证券也持有公司5%以上股份。

图表2： 中信建投前十大股东明细

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	股本性质
1	北京国有资本经营管理中心	2,684,309,017	35.1100	限售流通 A 股
2	中央汇金投资有限责任公司	2,386,052,459	31.2100	限售流通 A 股
3	香港中央结算(代理人)有限公司	806,415,438	10.5500	A 股流通股,H 股流通股
4	中信证券股份有限公司	427,000,000	5.5800	限售流通 A 股
5	镜湖控股有限公司	351,647,000	4.6000	H 股流通股
6	西藏腾云投资管理有限公司	300,000,000	3.9200	限售流通 A 股

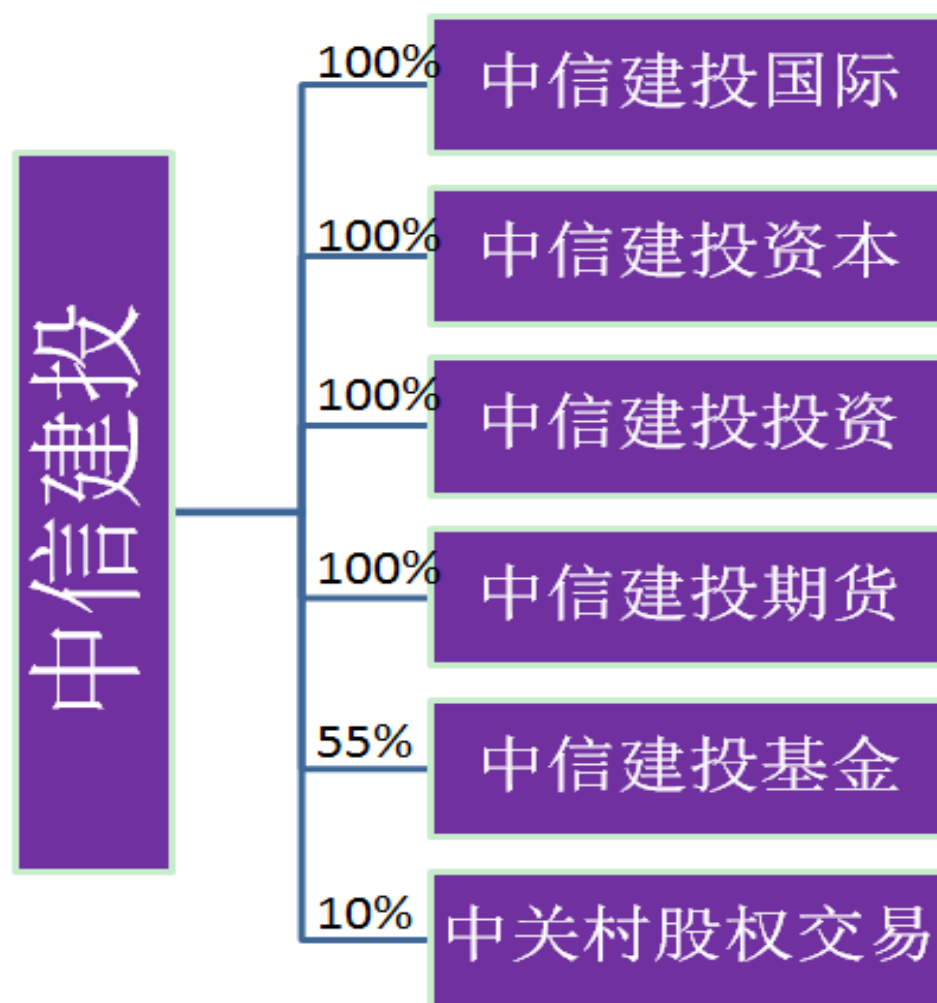


排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	股本性质
7	上海商言投资中心(有限合伙)	150,624,815	1.9700	限售流通 A 股
8	中国国有企业结构调整基金股份有限公司	112,740,500	1.4700	H 股流通股
9	世纪金源投资集团有限公司	37,375,185	0.4900	限售流通 A 股
10	领航投资澳洲有限公司-领航新兴市场股指基金(交易所)	5,789,277	0.0800	A 股流通股

资料来源：联讯证券，万德

中信建投持续提升综合实力，完善业务布局。截至 2018 年末，中信建投拥有全资子公司 4 家，分别为中信建投期货、中信建投资本、中信建投国际及中信建投投资；拥有控股子公司 1 家，为中信建投基金。

图表3： 中信建投控股及参股公司



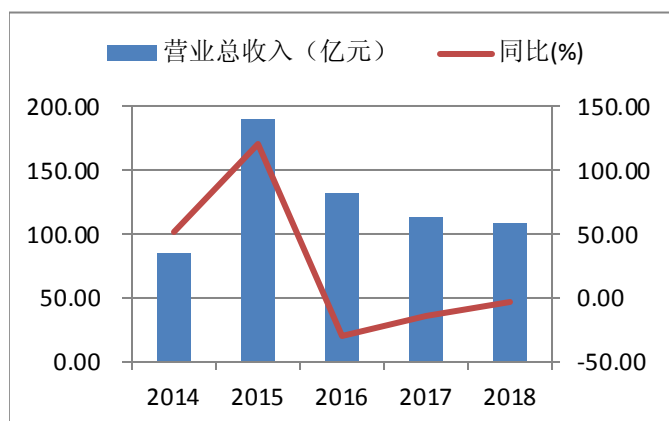
资料来源:联讯证券，公司公告

（二）2018 业绩表现优于行业整体，综合竞争实力强劲

中信建投 2018 年实现营业收入 109.07 亿元，同比下降 3.50%；净利润 30.87 亿元，同比下降 23.11%，业绩下滑幅度小于行业整体。证券行业整体近三年业绩逐年下滑，131 家证券公司 2018 年实现营业收入 2,662.87 亿元，同比减少 14%；净利润 666.20 亿元，同比减少 41%。

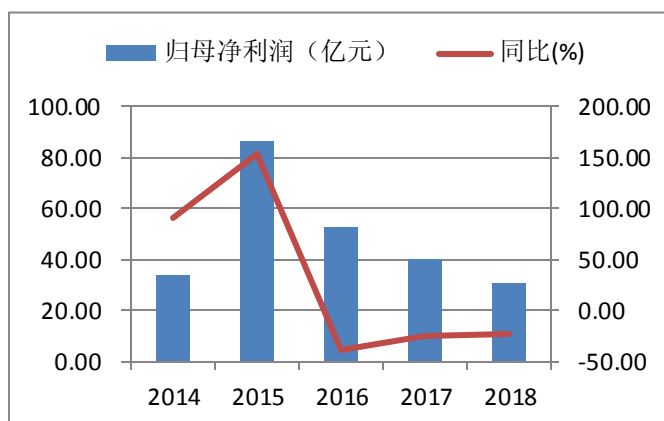


图表4: 公司近五年营收及增速



资料来源:联讯证券, 万德

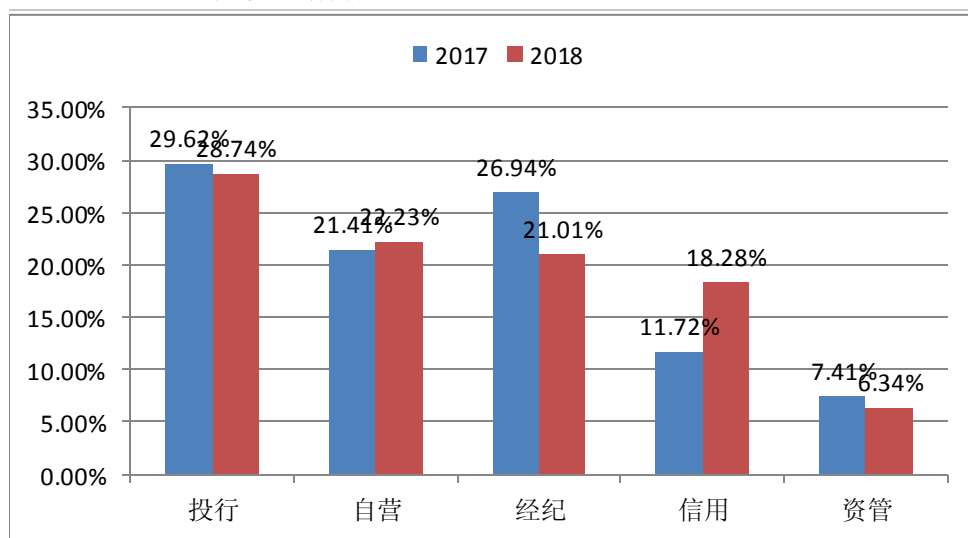
图表5: 公司近五年净利润及增速



资料来源:联讯证券, 万德

公司 2018 年各业务板块按收入规模排名依次是投行 (29%)、自营 (22%)、经纪 (21%)、信用 (18%) 和资管 (6%)。从收入占比变化趋势来看, 信用业务收入占比涨幅最大 (+6.56%), 经纪业务收入占比下降幅度最大 (-5.93%)。

图表6: 公司业务收入结构占比



资料来源:联讯证券, 公司公告

根据证券业协会公布数据, 2015-2017 年, 中信建投营收和利润规模均处行业前十位, 总资产排名行业第十, 净资产排名行业第十一。投行业务作为公司的优势板块, 2016/2017 连续两年收入排名行业第二位。

图表7: 中信建投各项指标行业排名

项目	2015	2016	2017
总资产	11	11	10
净资产	14	11	12
净资本	12	11	11
营业收入	10	7	10



项目	2015	2016	2017
净利润	10	9	9
代理买卖证券业务净收入	10	10	10
承销与保荐业务净收入	3	2	2
受托资产管理业务净收入	6	11	15
证券投资收入	11	7	11
融资融券业务收入	11	10	10

资料来源：联讯证券，证券业协会

二、投行业务保持领先，其他板块均衡发展

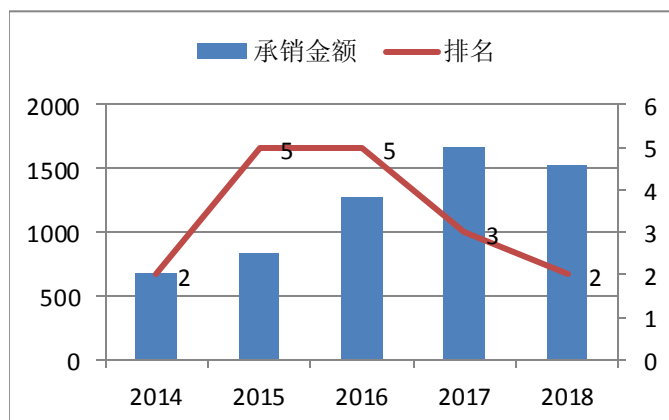
（一）投行业务：行业地位领先，项目储备丰富

2018 年 IPO 发行数量大幅下降，全年仅发行上市 105 家，同比下降 76.03%，募集资金人民币 1,378.15 亿元，同比下降 40.11%。

在 IPO 规模萎缩的情况下，公司证券保荐业务收入逆势增长，收入 1.32 亿元同比增长 8.64%，更加体现了中信建投投行业务的优势。在行业龙头企业 IPO、有影响力的股权融资项目方面成绩突出，完成了新能源汽车动力电池领域领军企业宁德时代 IPO、网络安全云计算领域龙头企业深信服 IPO。

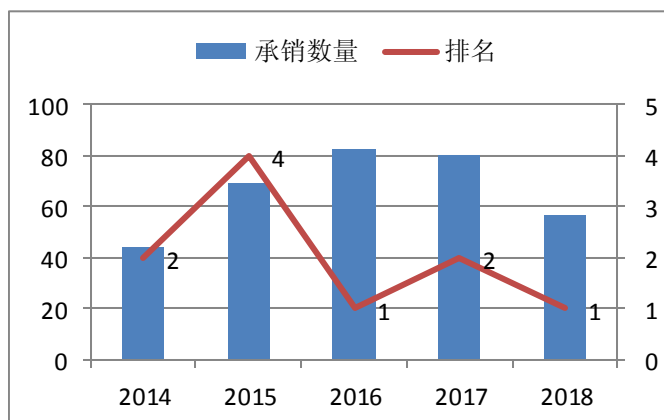
根据万德统计的股权承销排行榜，2018 年中信建投承销金额排名第二，仅次于中信证券。在 IPO、增发和配股等细分项目排名均处在前三位，可转债承销金额更是以 123 亿元排名第一。从过去五年股权承销情况来看，无论是承销金额或者家数，中信建投均排名前五位，承销家数更是在 16 和 18 年排名市场第一。2019 年科创板设立并试点注册制将带来增量 IPO 业务，股权再融资制度有望优化，预计 2019 年股权融资一级市场业务将继续增长。

图表8： 股权承销金额（亿元）



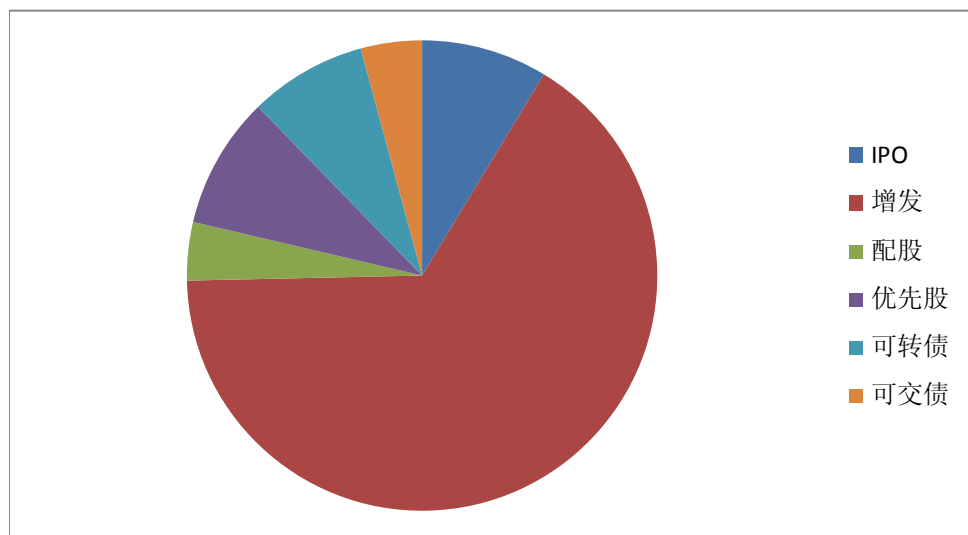
资料来源：联讯证券，万德

图表9： 股权承销数量



资料来源：联讯证券，万德

图表10： 股权承销金额以增发为主

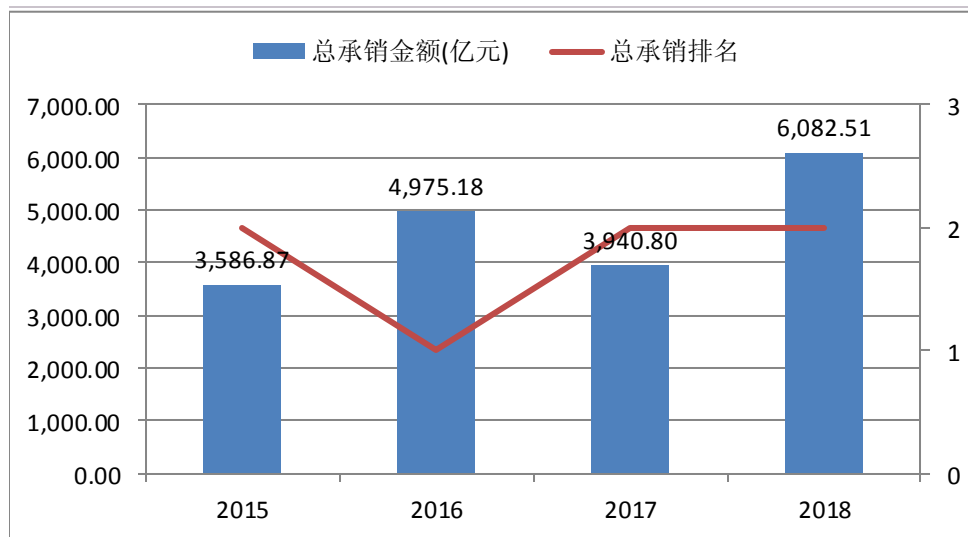


资料来源:联讯证券, 万德

2018 年, 公司债务融资业务继续保持良好发展势头, 完成共计 586 个主承销项目, 累计主承销项目总规模为人民币 6,283.88 亿元, 均位居行业第 2 名。其中, 公司债、企业债、金融债、非金融企业债务融资工具合计承销规模位居行业第 1 名, 公司债连续 4 年稳居行业第 1 名。

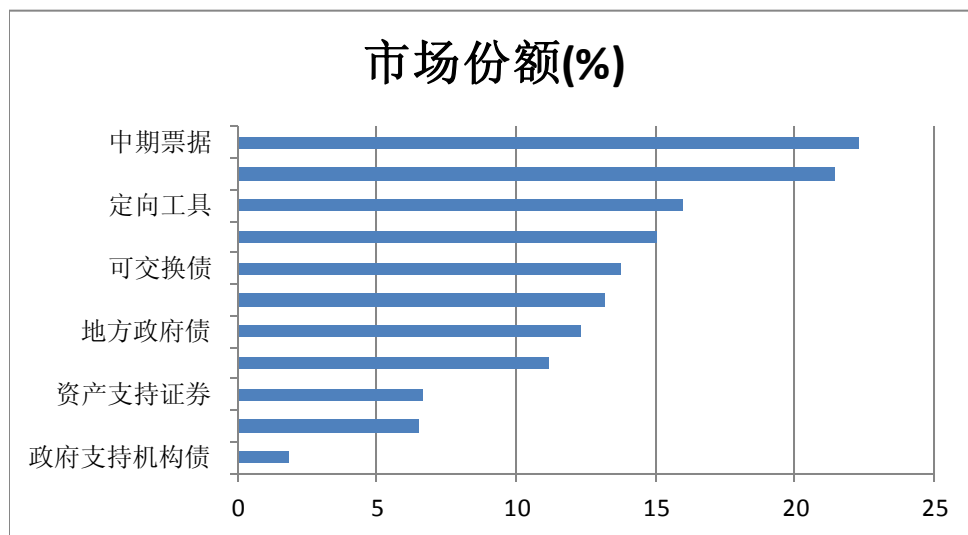
中信建投 2015-18 年债券承销金额排名一直处于市场前两位, 2016 年更是以 4975 亿元排名市场第一名。从各种债券承销市场份额来看, 中期票据市场份额最高为 22.3%, 排名 2/3 位的分别是短期融资券和定向工具。

图表11: 过去四年债券承销金额均排名前两位



资料来源:联讯证券, 万德

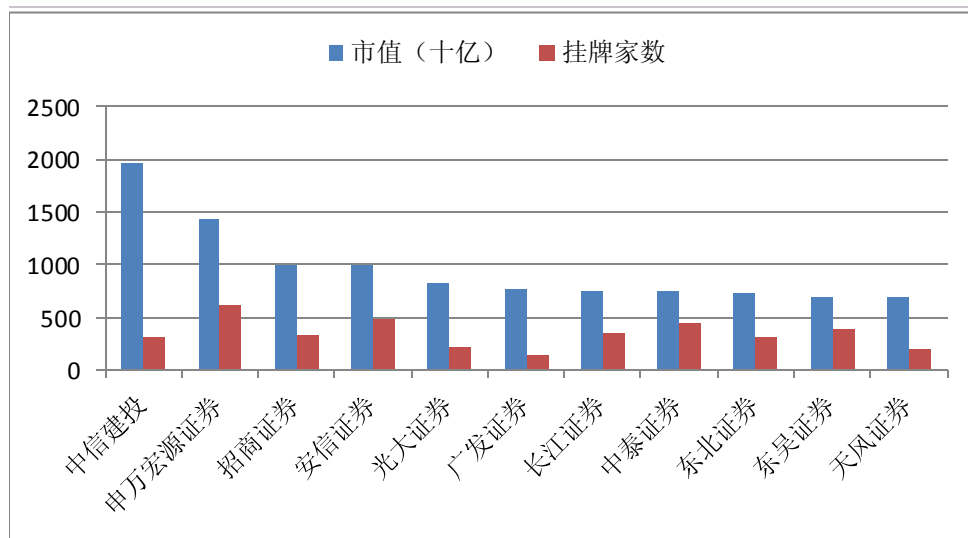
图表12: 各项债券发行市场份额



资料来源:联讯证券, 万德

新三板挂牌企业总市值排名第一。在新三板挂牌业务方面, 截止 2019 年 2 月底, 中信建投在挂牌企业总市值方面以 1962 亿元排名第一, 挂牌企业数量 311 家排名第七。表明中信建投在新三板挂牌项目选择上偏向于大市值企业, 参考科创板增加对挂牌企业市值的要求, 预计这部分企业在后期转板(包括科创板)时将为主办券商带来更多收益。

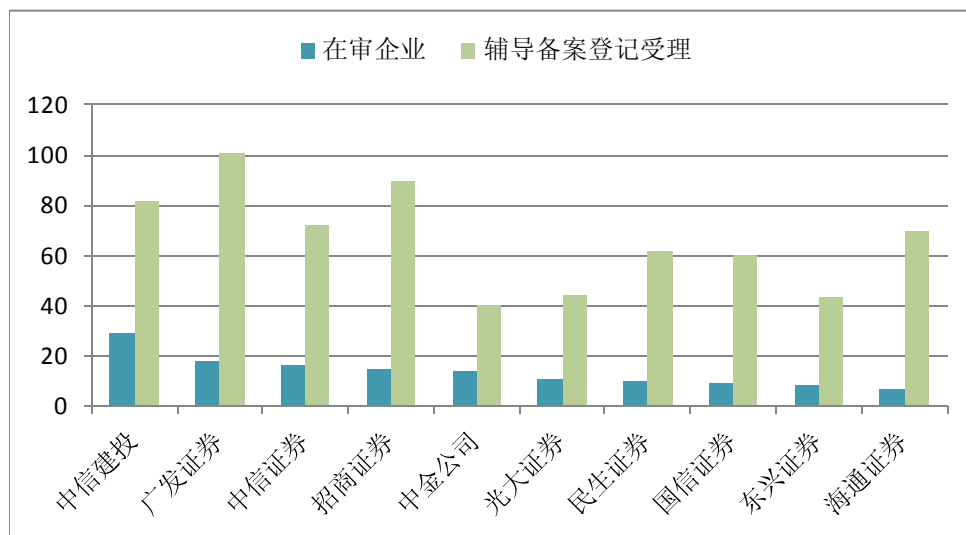
图表13: 中信建投新三板挂牌企业市值居首



资料来源:联讯证券, 万德

按保荐代表人数量, 中信建投以 259 人排名第三, 仅次于国信证券和中信证券。在辅导备案登记项目上, 中信建投以 82 个项目排名第三。中信建投目前已受理的 ipo 项目 8 个, 已反馈的 12 个, 已预披露更新项目 9 个。目前在审企业总计 29 家, 领先其他券商。

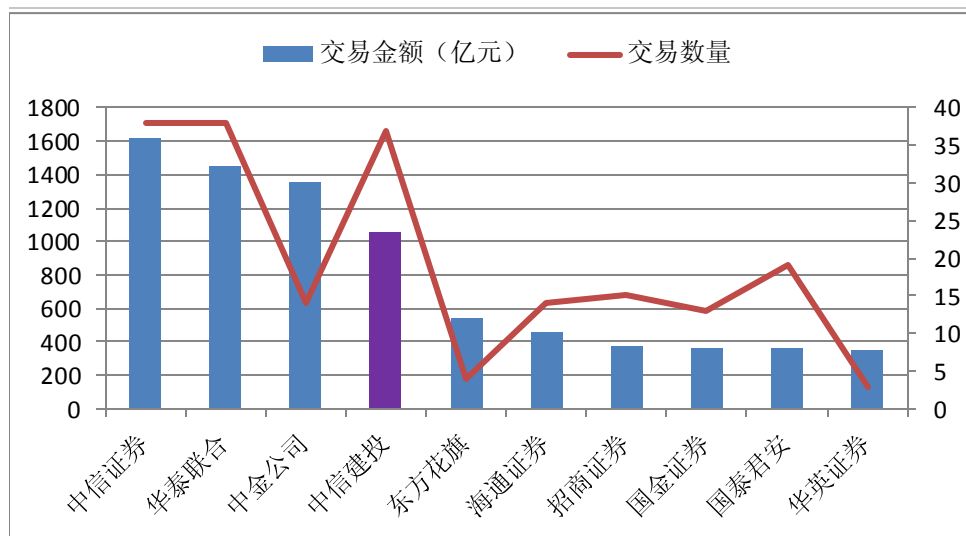
图表14: IPO 项目情况



资料来源:联讯证券, 万德

在财务顾问业务方面, 公司担任财务顾问的重大资产重组项目 19 个, 位居行业第 1 名, 交易金额为人民币 605.27 亿元, 位居行业第 3 名。根据万德数据统计, 中信建投 2018 年参与 37 笔并购业务, 仅次于中信证券和华泰联合; 交易金额 1060 亿元, 市占率 8.29%, 排名全市场第四位。

图表15: 2018 财务顾问参与并购排名



资料来源:联讯证券, 万德

中信建投投行品牌优势突出, 产生协同效应带动其他业务发展。公司的投行品牌优势突出, 在新财富举办的“第十一届中国最佳投行评选”中, 中信建投获得了本土最佳投行第二名以及最佳 IPO 项目第一名(中国银河 IPO)。突出的投行品牌优势为公司不断获得企业客户, 并为其他业务线带来协同效应, 例如部分公司完成的股权融资项目客户成为公司的托管业务、融资融券和股票质押式回购业务客户。公司主动向关系较为密切的大型企业客户销售资管产品, 亦帮助具备条件的私募股权投资客户进行 IPO 和并购等。

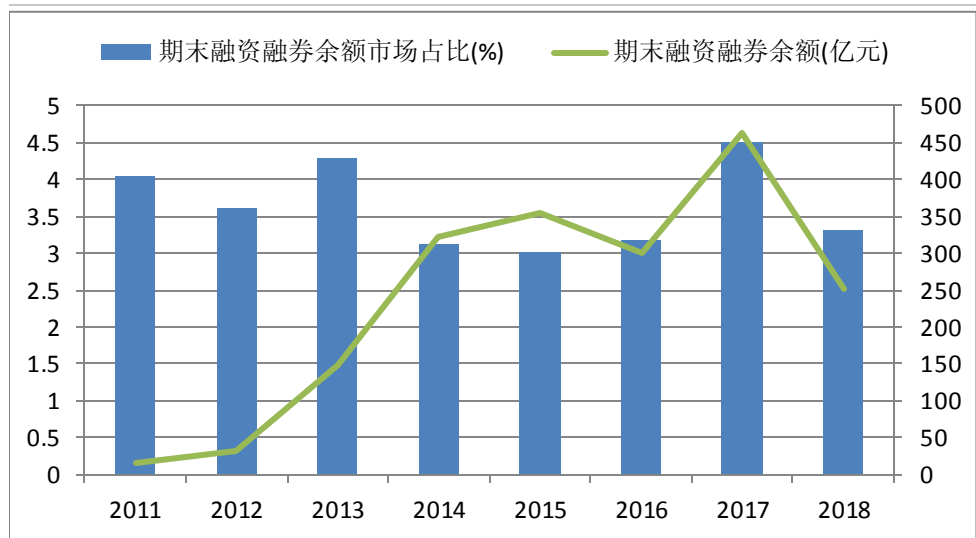
(二) 信用业务: 市场份额居前, 减值计提充分

2018 年, 受 A 股二级市场整体环境影响, 全市场融资融券业务规模大幅下降。截至



2018 年 12 月 31 日，沪深两市融资融券余额为人民币 7,557.04 亿元，较 2017 年末下降 26.36%。公司融资融券业务 2011-2017 年市占率均在 3% 以上，市场排名在 8-11 名之间。2018 年末融资融券余额 251 亿元，市场排名第十位，市占率 3.32%，较 2017 年下滑 1.2 个百分点。

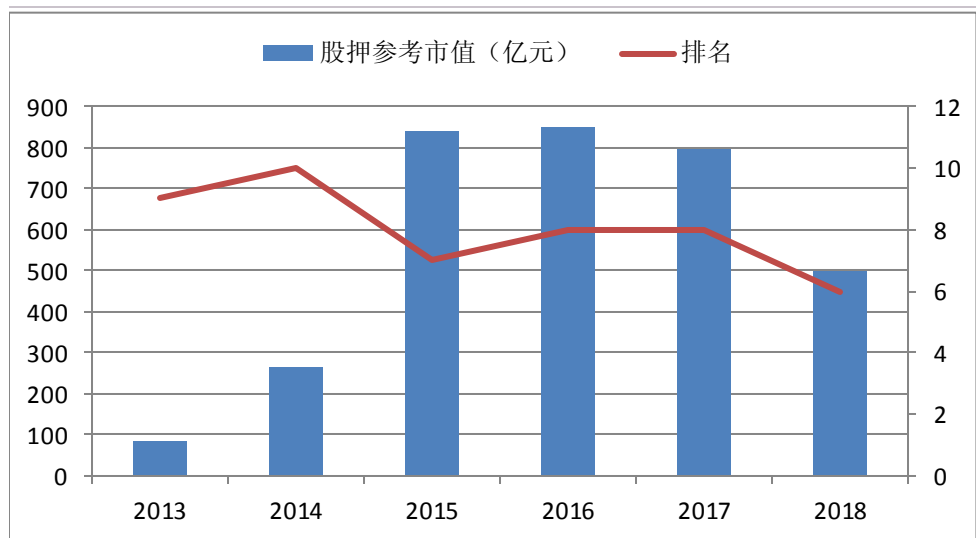
图表16： 2018 年末融资融券余额 251 亿元



资料来源:联讯证券, 万德

公司股票质押业务参考市值排名在券商当中排名一直处于前十位，2018 年排名第六位，为 2013 年以来最高排名。截至 2018 年 12 月 31 日，公司股票质押式回购业务本金余额为人民币 339.08 亿元，较 2017 年末减少 113.29 亿元，下降 25.04%。

图表17： 股票质押业务 2018 年排名第六位



资料来源:联讯证券, 万德

公司 2018 年累计信用减值损失 11.54 亿元，主要对发生减值迹象的资产计提了减值准备，使公司的经营更加稳健，资产质量保持优良。公司在确保风险可测、可控、可承受的前提下，积极、审慎开展股票质押业务。加强各业务线合作，实现内部联动，为战略客户提供一揽子的业务解决方案。依托投研能力，加大对上市公司的风险识别；同时加大对主动管理类通道业务的开发，积极服务实体经济、以市场化方式缓解民营企业融

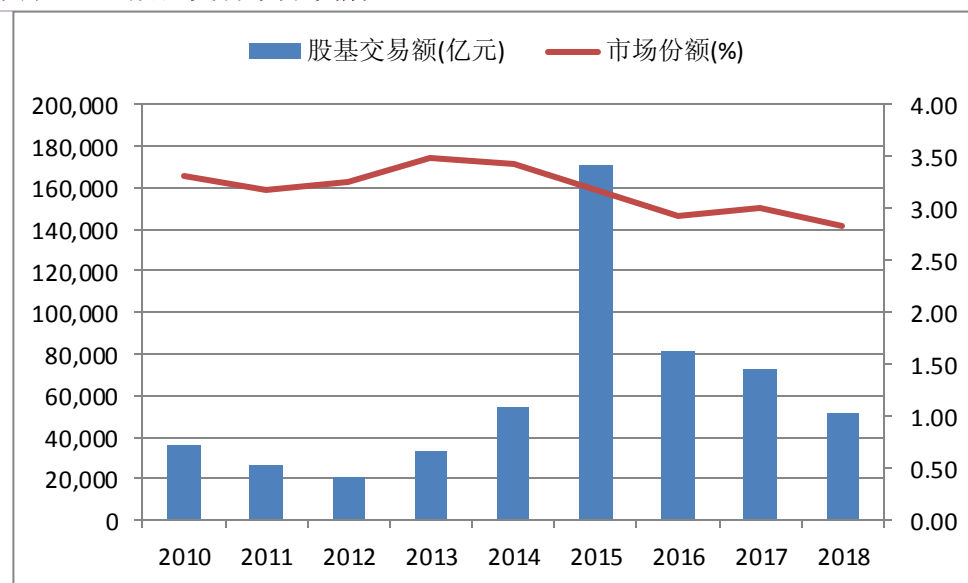


资难问题。

(三) 经纪业务：网点布局广泛，市场份额靠前

2018 年，市场股票基金双边成交额人民币 182.51 万亿元，同比下降 20.10%。公司积极整合资源，打造涵盖金融产品、融资融券、新三板、私募、投资顾问、期权、贵金属在内的客户综合服务平台及业务生态链，坚持以客户为中心，通过提升服务水平和丰富服务手段，持续增强经纪业务核心竞争力，中信建投 2016-2018 股基交易市占率分别为 2.93%、3.01%和 2.83%。

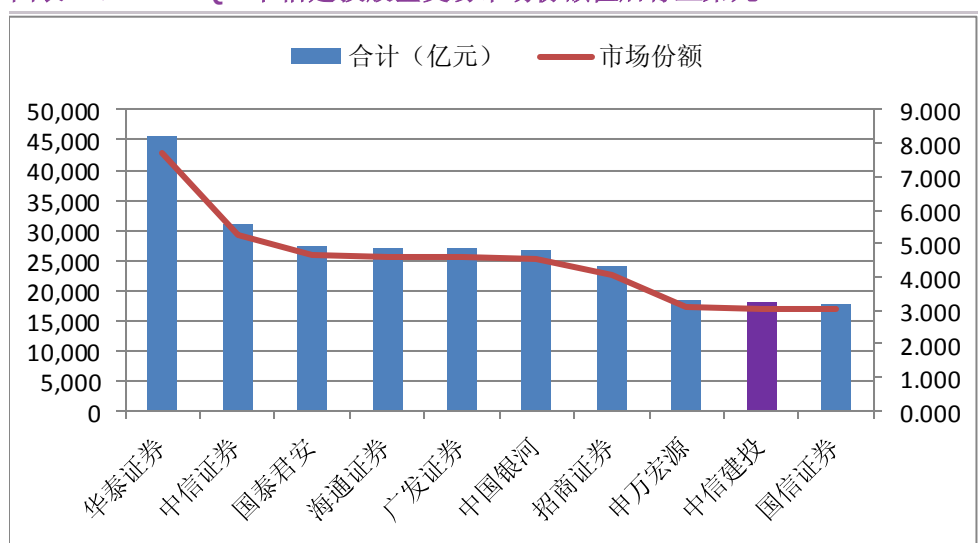
图表18： 股基交易市占率情况



资料来源:联讯证券，万德，公司公告

从股基交易市场份额排名来看，2018Q1 中信建投以 18,168.41 亿元交易额、3.08% 市场份额位居第九，交易额领先第十一位的平安证券超过 2000 亿元，前十地位较为稳固。

图表19： 2018Q1 中信建投股基交易市场份额位居行业第九

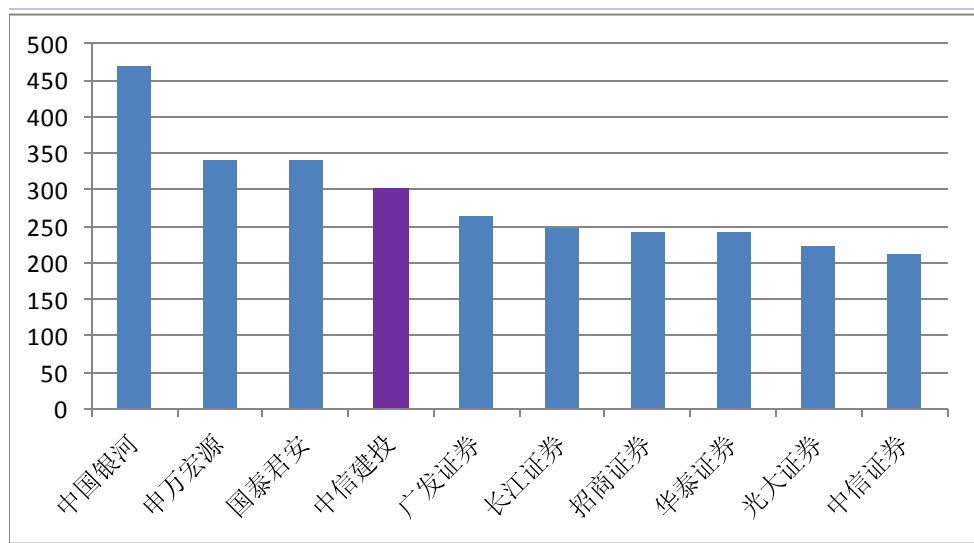


资料来源:联讯证券，万德



中信建投营业部数量为 302 家，在上市券商中排名第四位，远高于上市券商营业部数量中位数 138 家。

图表20： 中信建投营业部数量排名第四



资料来源:联讯证券, 万德

公司营业部网点分布广泛，覆盖全国超过 145 个城市，主要北上广等经济发达地区为主，其中北京网点数 57 家，是北京地区营业网点最多的证券公司，为经纪及财富管理业务打下了扎实的客户基础。公司 2017 年交易量排名前三位的营业部均处北京，交易金额均在 900 亿元以上。国际业务方面，中信建投全资子公司中信建投国际向包括机构客户在内的证券经纪客户提供财富管理服务。

图表21： 中信建投交易量前十位营业部

序号	营业部名称	城市	交易额(万元)
1	中信建投证券股份有限公司北京东直门南大街证券营业部	北京	12,424,810.00
2	中信建投证券股份有限公司北京安立路证券营业部	北京	11,830,952.00
3	中信建投证券股份有限公司北京丹棱街证券营业部	北京	9,135,507.00
4	中信建投证券股份有限公司上海营口路证券营业部	上海	7,773,477.00
5	中信建投证券股份有限公司上海华灵路证券营业部	上海	7,563,760.00
6	中信建投证券股份有限公司揭阳黄岐山大道证券营业部	揭阳	6,927,624.00
7	中信建投证券股份有限公司福州东街证券营业部	福州	6,873,414.00
8	中信建投证券股份有限公司深圳深南中路证券营业部	深圳	6,280,228.00
9	中信建投证券股份有限公司杭州庆春路证券营业部	杭州	5,697,554.00
10	中信建投证券股份有限公司上海徐家汇路证券营业部	上海	5,395,396.00

资料来源：联讯证券，万德

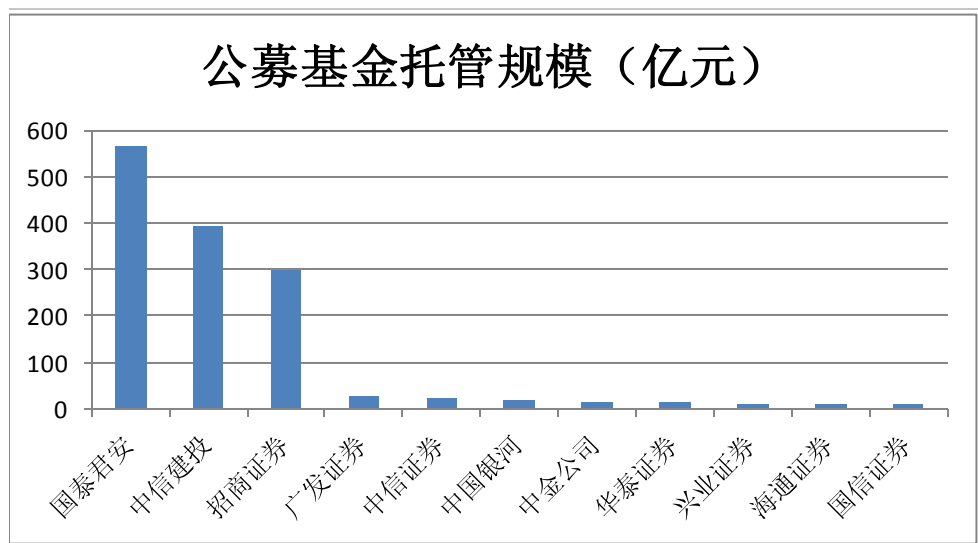
公司托管外包业务保持稳健的发展态势。托管产品包括证券投资基金、基金公司资产管理计划、证券公司资产管理计划、期货公司资产管理计划及私募投资基金等各类产品。托管外包资产涵盖全市场投资标的。截至 2018 年年底，公司托管公募基金规模为 393.47 亿元，较年中规模增加近 60 亿元，在证券公司托管行业位列第 2 名。

在证监会下发《关于新设公募基金管理人证券交易模式转换有关事项的通知》，将新设公募基金管理人证券交易模式从试点转入常规的大背景下，中信建投凭借其综合实力，托管规模有望加速提升，可借结算新政东风进一步加强与公募基金的合作，利于自身主



经纪商业的开展。另外新结算模式下豁免“30%”佣金比例上限，可能带来市场分仓佣金集中度提升，有望增加中信建投佣金收入。

图表22： 公募基金托管规模排名行业第二

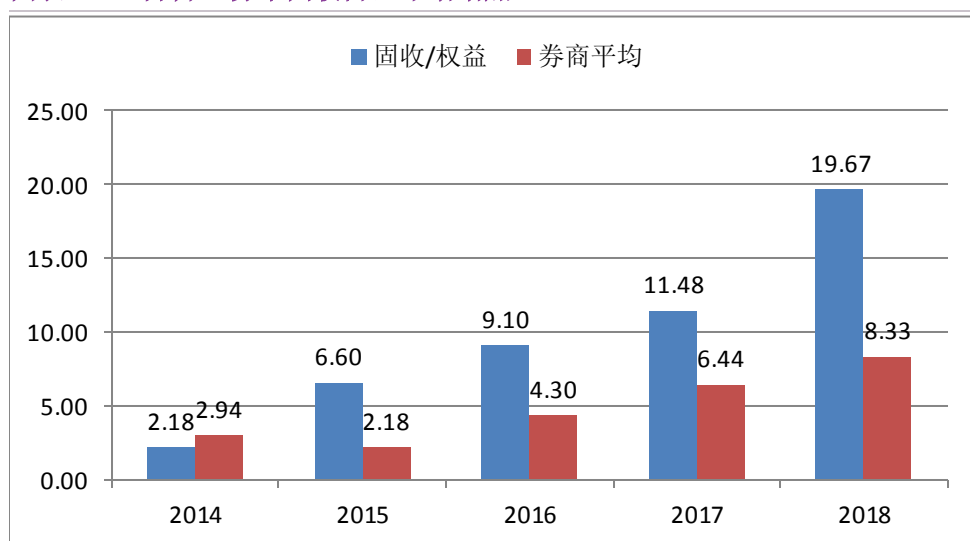


资料来源:联讯证券, 万德

（四）自营投资：投资风格稳健，固收占比提升

公司一直保持稳健的自营投资风格，固收投资占比一直高于券商平均水平，债券自营精准把握市场节奏，稳健的配置与积极的方向性交易相结合，债券投资取得较好成绩。公司自营业务以固收为主，自营固定收益类证券规模较自营权益类证券规模的比值过去五年一路攀升，由 2014 年的 2.18 上升至 2018 年的 19.67，且 2015 年后均高于券商平均水平。

图表23： 自营业务中固收占比不断增加

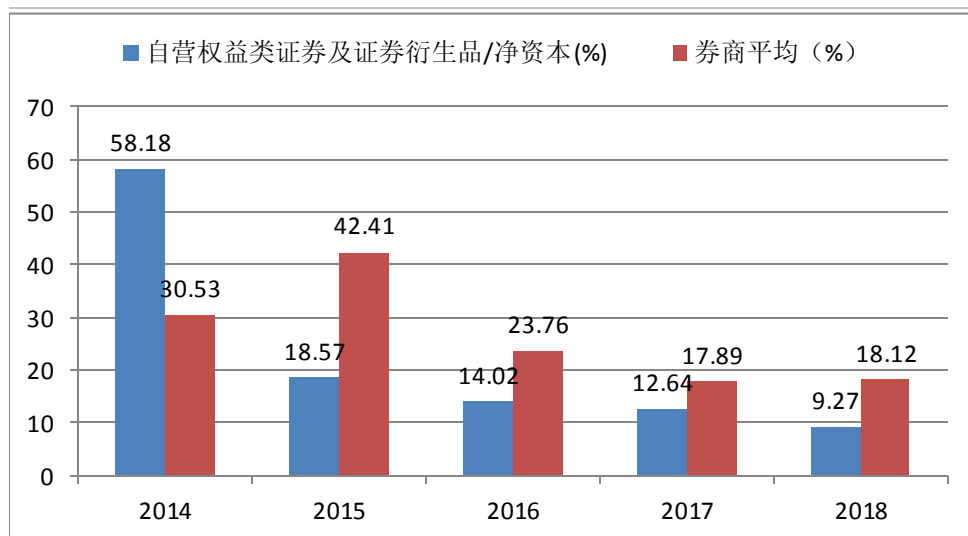


资料来源:联讯证券, 万德

从自营权益投资趋势来看，公司自营业务权益投资规模占净资本比重一路下滑，由 2014 年占比 58.18% 下滑至 2018 年占比 9.27%，且除 2014 年以外均低于券商平均水平。



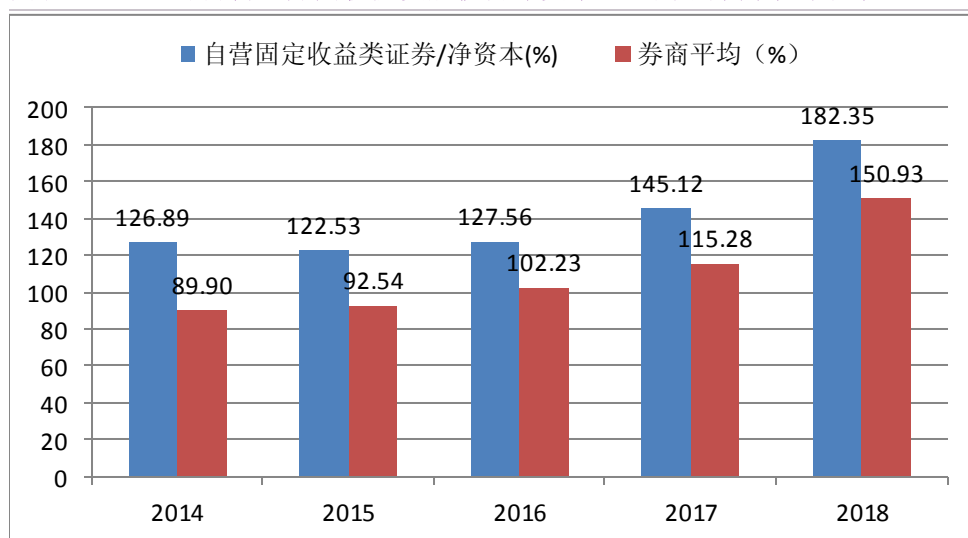
图表24： 自营业务权益投资规模占净资本比重一路下滑



资料来源:联讯证券, 万德

从自营固收投资趋势来看, 公司自营业务固收投资规模占净资本比重自 2015 年之后一路攀升, 均高于券商平均水平。

图表25： 公司自营业务固收投资规模占净资本比重高于券商平均水平

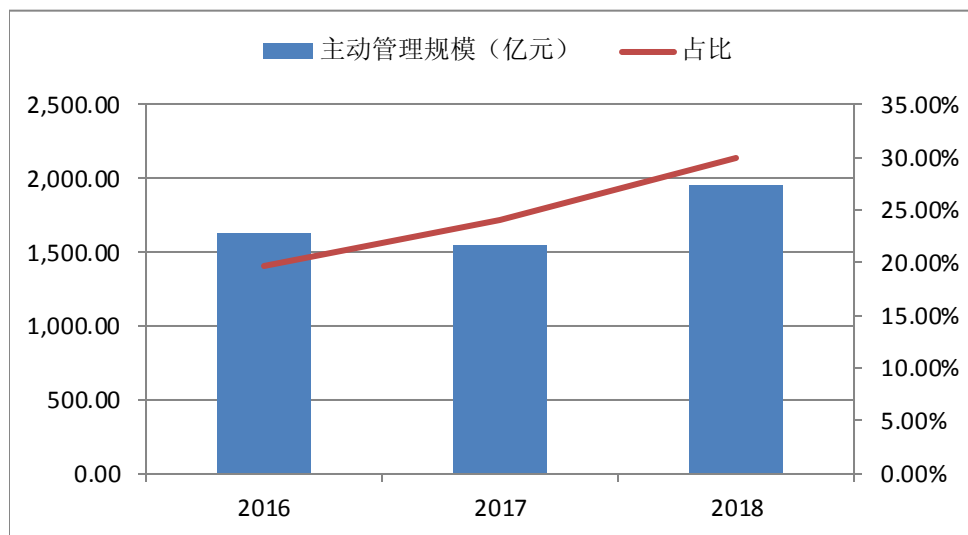


资料来源:联讯证券, 万德

(五) 资管业务：转型主动管理，增强投管能力

2018 年监管部门陆续发布一系列资管新规及配套实施细则, 券商资产管理行业规模下滑趋势明显, 业务发展形势严峻。中信建投提前布局, 增强投资管理能力, 拓展主动管理业务, 促进资产管理业务由通道业务向主动管理业务的转型, 公司资产管理业务结构不断优化。截至 2018 年 12 月 31 日, 公司受托管理资产规模达到人民币约 6,522.29 亿元, 位居行业第 6 名, 较 2017 年末增长 20.03%, 其中主动管理型受托资产管理规模达人民币约 1,955.44 亿元, 较 2017 年末增长 26.72%。

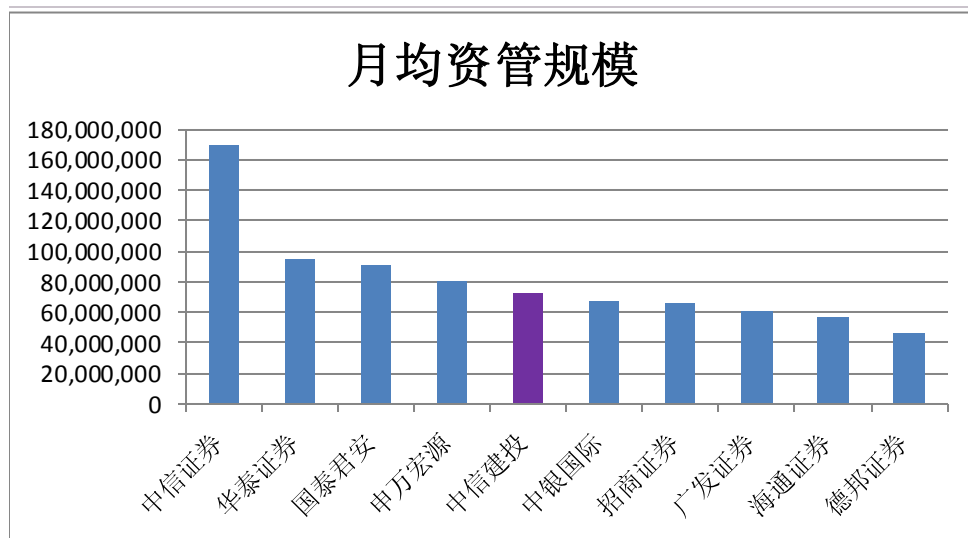
图表26： 公司主动管理资管规模占比不断提升



资料来源:联讯证券,公司公告

公司根据资管新规要求,推动净值型主动管理业务的发展,平稳有序的对存量业务进行规范。通过丰富产品类别、拓展产品销售渠道、提升产品投资业绩等方法深化业务转型,同时继续加强产品运营管理及风险管理。根据证券业协会公布数据,2017 年中信建投资产管理月均规模 7308 亿元,排名行业第五,较 2016 年下降两位。

图表27: 2017 年资管规模排名前十券商



资料来源:联讯证券,证券业协会

三、证券行业: 2018 年营收利润双降, 19 年有望迎来反弹

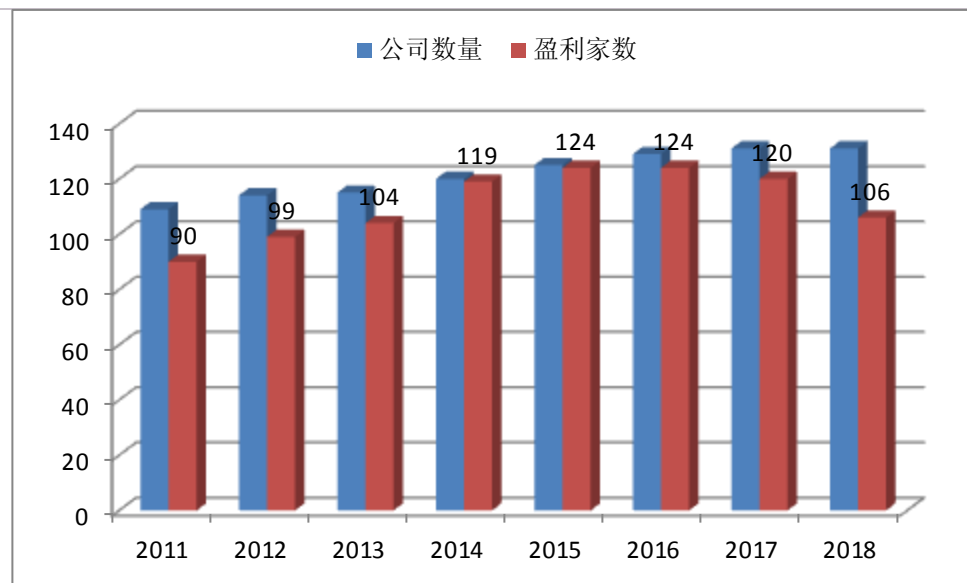
(一) 证券行业 2018 年营收利润双降

2018 年由于资本市场监管收紧及贸易战等外围因素影响,二级市场指数大幅下行,券商板块指数跑输沪深 300, 证券行业全年业绩下滑。根据证券业协会发布的证券公司



2018 年度经营数据，2018 年一共 131 家证券公司，与 17 年持平；其中 106 家公司实现盈利，盈利公司数量连续三年下滑。

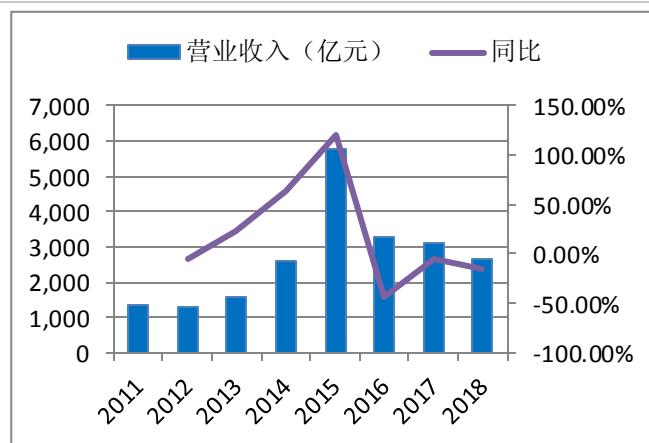
图表28： 盈利证券公司数量连续三年下滑



资料来源：证券业协会，联讯证券

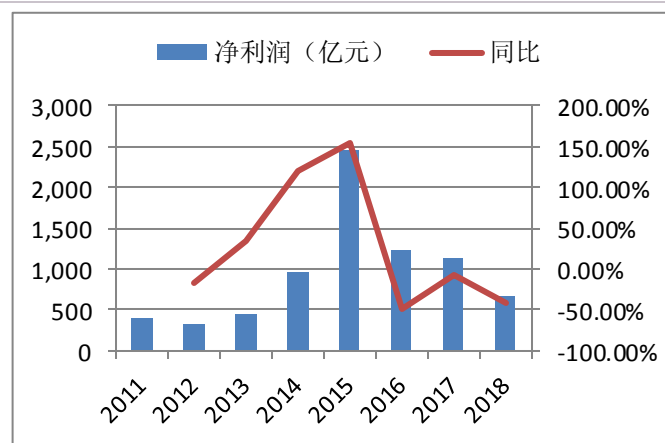
131 家证券公司 2018 年实现营业收入 2,662.87 亿元，同比减少 14%；净利润 666.20 亿元，同比减少 41%。

图表29： 2018 行业营业收入下跌 14%



资料来源：联讯证券，证券业协会

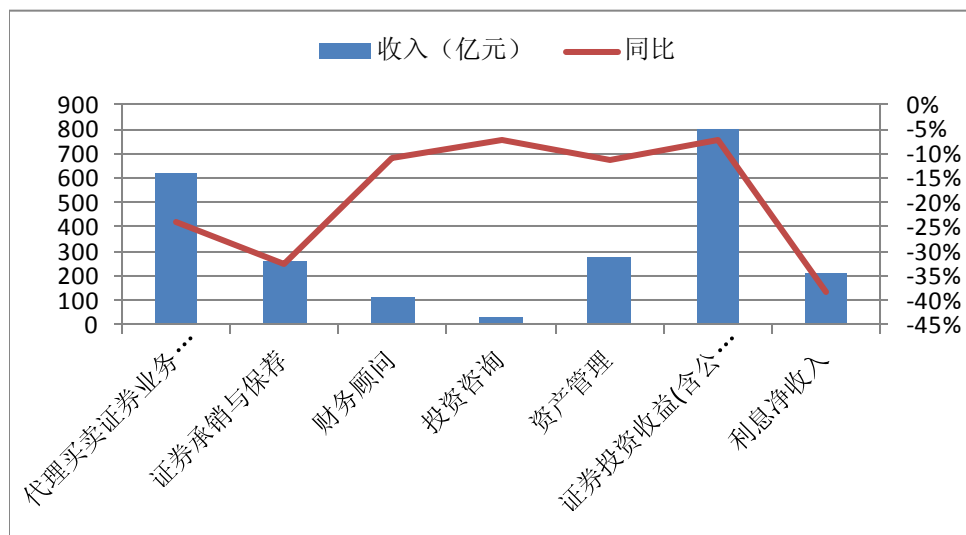
图表30： 2018 行业净利润下跌 41%



资料来源：联讯证券，证券业协会

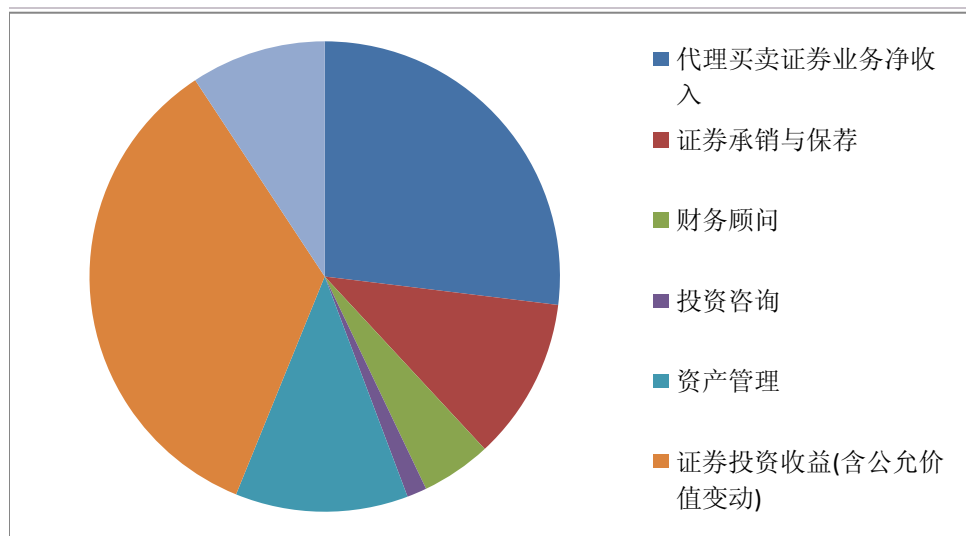
分业务板块来看，收入规模排名前三位的业务依次是证券投资、代理买卖证券和投行业务。2018 年各板块业务收入较 2017 年均不同程度下滑，其中利息净收入下滑幅度最大为 38%，投资咨询和证券投资业务收入下滑幅度相对较小为 7%。其中资产管理和证券投资业务收入是在 2017 年录得上涨后于 2018 年遭遇下滑，其他业务则是连续两年下滑，主要原因为资管新规发布以及市场行情走势所致。

图表31： 2018 各板块业务收入均有所下滑



资料来源:联讯证券, 证券业协会

图表32: 自营业务收入规模居首



资料来源:联讯证券, 证券业协会

2018 年证券行业总资产达 6.26 万亿元, 净资产为 1.89 万亿元, 净资本为 1.57 万亿元。三项指标 2018 年增速较前一年均有所下滑, 净资本更是较 2017 年出现负增长, 增速为-0.63%。

图表33: 净资产增速连续三年下滑

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
总资产 (万亿)	1.57	1.72	2.08	4.09	6.42	5.79	6.14	6.26
同比		9.55%	20.93%	96.63%	56.97%	-9.81%	6.04%	1.95%
净资产 (万亿)	0.63	0.69	0.75	0.92	1.45	1.64	1.85	1.89
同比		9.52%	8.70%	22.67%	57.61%	13.10%	12.80%	2.16%
净资本 (万亿)	0.46	0.50	0.52	0.68	1.25	1.47	1.58	1.57
同比		8.70%	4.00%	30.77%	83.82%	17.60%	7.48%	-0.63%

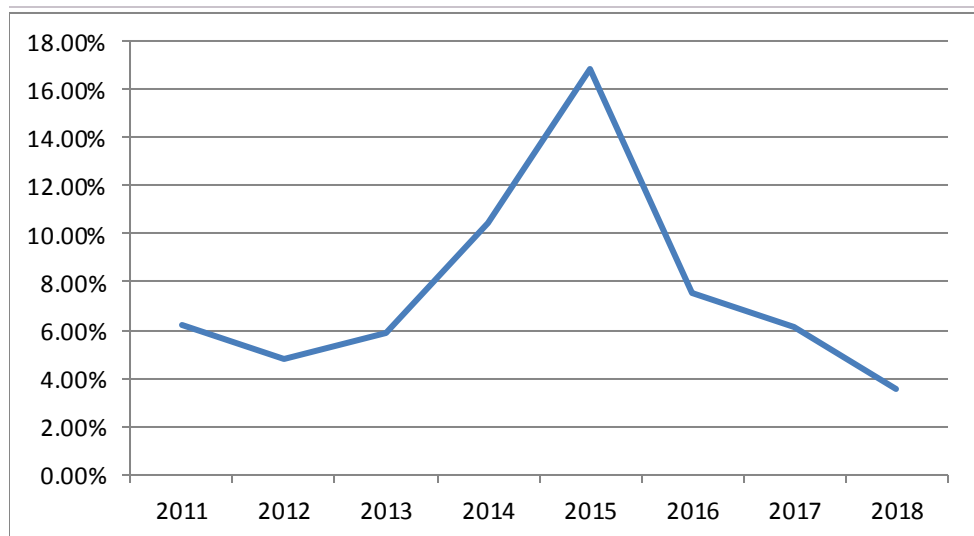
资料来源: 联讯证券, 证券业协会

证券行业 ROE 自 2015 年达到高峰 16.88%后一路下滑, 2018 年全行业 ROE 降至



3.52%，为 2011 以来历史低位。

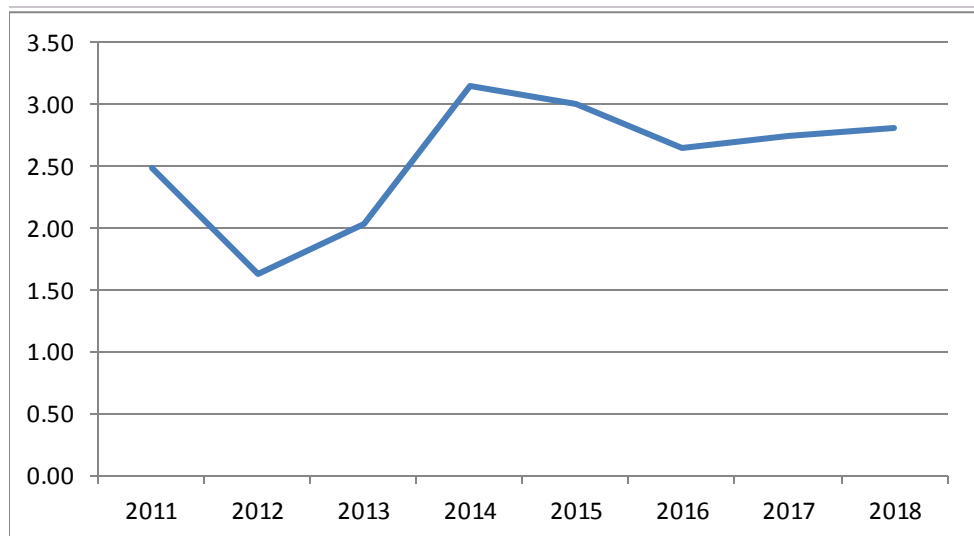
图表34： 2018 年全行业 ROE 降至历史地位



资料来源:联讯证券, 证券业协会

杠杆率指剔除客户交易结算资金余额的总资产总计与净资产总计的比值，在 2018 金融去杠杆的大背景下，证券行业杠杆率水平反而有所上升。

图表35： 证券行业杠杆率过去两年均小幅增长

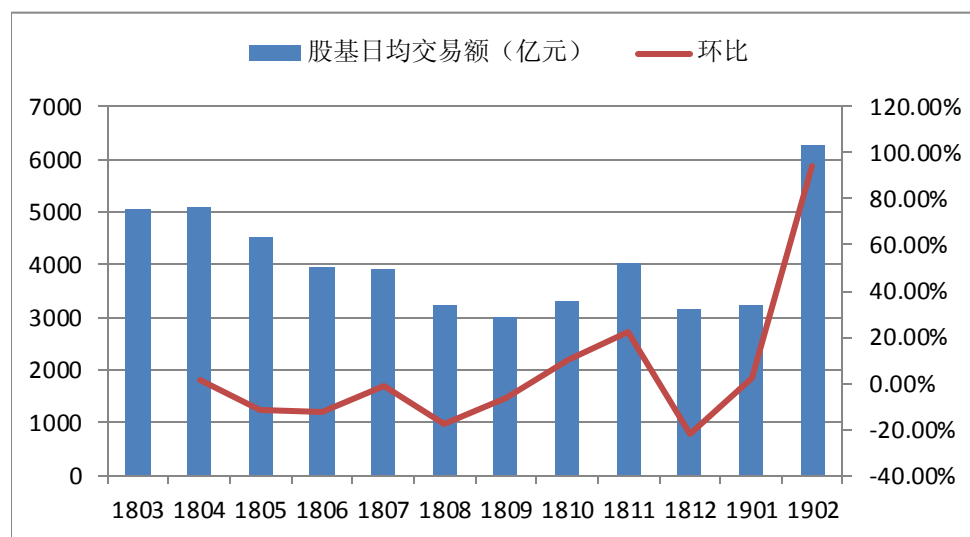


资料来源:联讯证券, 证券业协会

（二）2019 年有望迎来业绩反弹

根据上市券商月报披露数据，可比上市券商 2019 年前两个月累计营业收入同比上涨 55.80%，净利润同比上涨 91.11%。从股基日均成交额来看，2019 年 2 月沪深两市股基日均成交额 6256 亿元，环比增长 94%，同比增长 28%，其中股票日均成交额 5890 亿元，环比增长 99%。随着股市交投回暖以及利好政策推进，证券行业在 2019 年有望迎来业绩反弹。

图表36： 2 月沪深两市股基日均成交额环比大涨



资料来源:联讯证券, 万德

四、盈利预测和估值

(一) 预测假设

结合市场环境与公司特点,我们对中信建投未来三年业绩进行预测,按业务板块划分,主要假设如下:

1.经纪业务:全市场 2016-2018 年股基交易额分别为 139、123、101 万亿,根据 2019 年前两月交投回暖趋势(2019 年 2 月沪深两市股基日均成交额 6256 亿元,环比增长 94%,同比增长 28%),假设 2019-2021 年股基交易额分别为 111、122、134 万亿。2015-2017 年度,中信建投股基佣金率分别为 0.49%、0.44%和 0.38%,2018 年证券行业平均佣金率为 0.32%,佣金率进入缓降阶段,假设中信建投 2019-2021 年股基佣金率分别为 0.33%、0.32%和 0.31%。公司 2016-2018 年股基交易市占率分别为 2.93%、3.01%和 2.83%,转型财富管理过程中大券商享有集中度提升优势,假设 2019-2021 年中信建投股基交易市占率分别为 2.9%、2.95%和 3%。

2.投行业务:随着 IPO 常态化、科创板进度超预期和试点注册制等利好政策叠加,有望给公司投行业务带来增量收入,假设 2019-2021 年公司投行业务收入同比增长 20%、15%、10%。

3.自营业务:中信建投 A 股上市后资本金得到扩充,同时年初公布拟定增募资不超过 130 亿元,用于发展资本中介业务、投资交易业务、信息系统建设、增资子公司等方面,自营投资规模有望稳步提升,结合二级市场走势,假设 2019-2021 年公司自营业务收入同比增长 20%、15%、10%。

4.资管业务:中信建投提前布局,拓展主动管理业务,资产管理业务结构不断优化,2018 年主动管理规模同比增长 27%,有望资管提升整体管理费率水平,假设 2019-2021 年公司资管业务收入同比增长 10%、5%、5%。

5.信用业务:随着公司资本金扩张及 2019 年以来市场交投回暖,公司两融业务收入有望提升,股票质押业务由于风险暴露增速可能放缓,假设 2019-2021 年公司信用业务



收入同比增长 10%、5%、5%。

(二) 盈利预测及估值分析

预计中信建投 2019-2021 年营收分别为 123.73、137.61 和 149.38 亿元；归母净利润分别为 42.02、48.82 和 53.23 亿元，EPS 分别为 0.55、0.64 和 0.70 元，BVPS 分别为 6.75、7.33 和 7.96 元。

图表37： 中信建投盈利预测（亿元）

科目	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	109.07	123.73	137.61	149.38
同比	-3.50%	13.44%	11.21%	8.55%
代理买卖证券业务净收入	22.91	26.80	29.06	31.45
证券承销业务净收入	31.35	37.62	43.26	47.58
资产管理业务净收入	6.91	7.60	7.98	8.38
信用业务净收入	19.93	21.93	23.02	24.17
投资收益+公允价值变动	24.25	29.13	33.55	36.99
营业支出	68.67	68.44	73.36	79.34
营业利润	40.41	55.29	64.24	70.04
净利润	31.03	42.45	49.32	53.76
少数股东权益	0.16	0.42	0.49	0.54
归属于母公司的净利润	30.87	42.02	48.82	53.23
同比	-23.11%	36.11%	16.18%	9.02%
EPS（元）	0.38	0.55	0.64	0.70
BVPS（元）	6.26	6.75	7.33	7.96
PB（截止 20180325）	3.87	3.58	3.30	3.04

资料来源：联讯证券

截止 2019 年 3 月 25 日，中信建投市值 1639 亿元，在 A 股证券行业股票中排名第四。取 A 股市值前十大券商为可比公司，市值平均值为 1491 亿元；市净率平均值为 2.54，中位数为 1.83。

图表38： A 股市值前十大券商估值情况（截止 20180325）

证券代码	证券简称	市值（亿元）	PB(2018)	PB(2019E)	PB(2020E)	PB(2021E)
600030.SH	中信证券	2,789.08	1.96	1.82	1.71	1.55
601688.SH	华泰证券	1,721.48	1.82	1.78	1.69	1.62
601211.SH	国泰君安	1,672.30	1.54	1.31	1.24	1.19
601066.SH	中信建投	1,638.76	4.4	3.54	3.25	2.98
600837.SH	海通证券	1,427.19	1.36	1.27	1.2	
000166.SZ	申万宏源	1,275.53	1.84	1.71	1.55	1.42
000776.SZ	广发证券	1,165.69	1.48	1.46	1.38	1.32
002736.SZ	国信证券	1,102.90	2.1			
600999.SH	招商证券	1,094.65	1.81	1.49	1.47	1.44
300059.SZ	东方财富	1,025.90	7.09	6.19	5.67	5.14
平均值		1,491.35	2.54	2.29	2.13	2.08
中位数		1,351.36	1.83	1.71	1.55	1.50



资料来源：联讯证券，万德（预测数值采取万德一致预期）

中信建投于 2018 年 6 月登录 A 股，目前流通股仅 4 亿股，占总股本比例不足 5%。次新股由于自由流通市值较小，会产生一定的流动性溢价。我们选取 2015-2017 年 A 股上市的券商股一共十支，上市日期过后半年的 PB 平均值为 3.75，中位数为 3.08；上市日期过后一年的 PB 平均值为 2.56，中位数为 2.29。

图表39： 券商次新股估值情况

证券代码	证券简称	上市日期	PB（上市后半年）	PB（上市后一年）	PB（20180325）
601108.SH	财通证券	2017/10/24	2.53	1.39	2.38
601878.SH	浙商证券	2017/6/26	4.05	2.06	2.79
601881.SH	中国银河	2017/1/23	1.98	1.92	1.75
601375.SH	中原证券	2017/1/3	3.86	2.46	2.41
600909.SH	华安证券	2016/12/6	2.90	2.24	2.06
002797.SZ	第一创业	2016/5/11	10.21	4.62	3.12
601211.SH	国泰君安	2015/6/26	2.05	1.42	1.54
600958.SH	东方证券	2015/3/23	2.56	3.28	1.62
601198.SH	东兴证券	2015/2/26	3.26	3.83	1.95
000166.SZ	申万宏源	2015/1/26	4.05	2.35	1.84
平均值			3.75	2.56	2.15
中位数			3.08	2.29	2.01

资料来源：联讯证券，万德

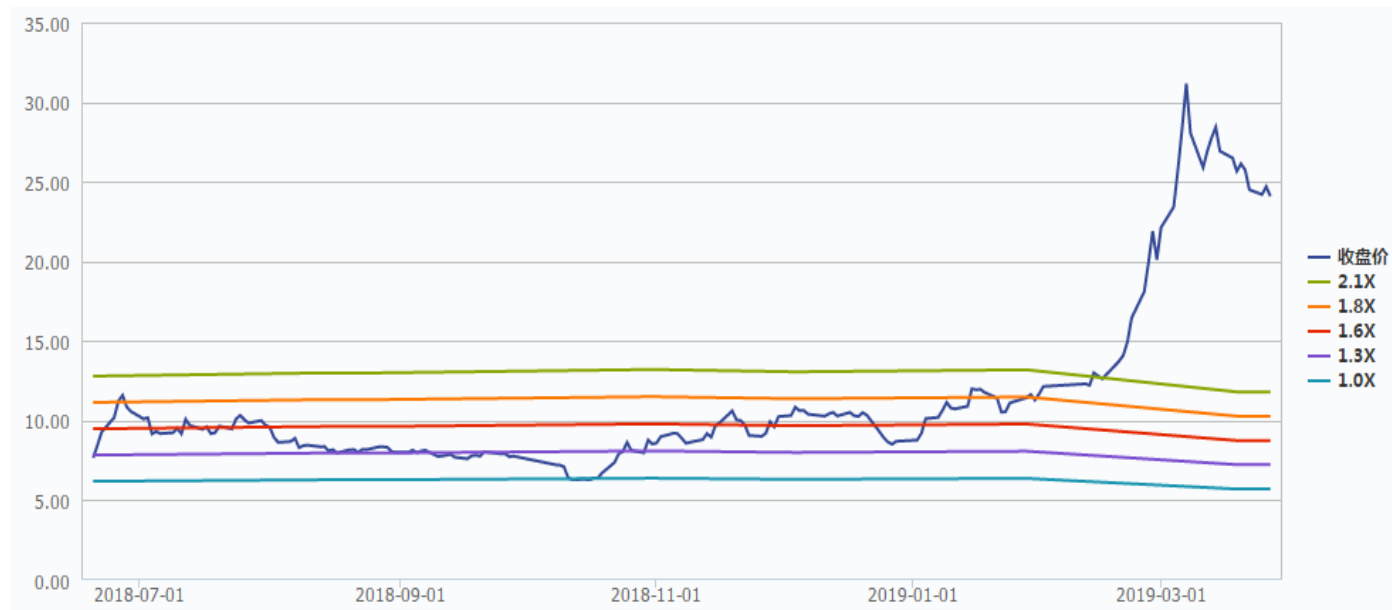
结合市值相近公司与券商次新股估值情况，考虑到中信建投的头部券商地位，以及投行品牌优势直接受益于科创板设立和注册制试点，给予目标价 21.6 元，对应 2019 年市净率 3.2X，首次覆盖给予“持有”评级。

五、风险提示

证券市场大幅波动风险，股票质押风险，流动性风险，政策推进不及预期。



图表40: 中信建投 PB-Band



资料来源:联讯证券, 万德



图表41： 公司财务预测表

单位：亿元	2018	2019E	2020E	2021E
一、营业收入	109.07	123.73	137.61	149.38
手续费及佣金净收入	64.29	73.45	81.91	89.16
其中：代理买卖证券业务净收入	22.91	26.80	29.06	31.45
证券承销业务净收入	31.35	37.62	43.26	47.58
受托客户资产管理业务净收入	6.91	7.60	7.98	8.38
利息净收入	19.93	21.93	23.02	24.17
投资净收益	14.36	29.13	33.55	36.99
其他业务收入	0.25	0.32	0.40	0.51
二、营业支出	68.67	68.44	73.36	0.00
营业税金及附加	0.80	0.68	0.73	(0.00)
管理费用	56.26	67.32	72.38	(0.34)
资产减值损失	0.00	0.38	0.19	0.29
三、营业利润	40.41	55.29	64.24	70.04
加：营业外收入	0.19	0.19	0.19	0.19
减：营业外支出	0.08	0.27	0.08	0.16
四、利润总额	40.51	55.22	64.35	70.07
减：所得税	9.48	12.77	15.04	16.30
五、净利润	31.03	42.45	49.32	53.76
减：少数股东损益	0.16	0.42	0.49	0.54
归属于母公司所有者的净利润	30.87	42.02	48.82	53.23
六、每股收益：				
基本每股收益(元)	0.38	0.55	0.64	0.70

资料来源：联讯证券，公司财务报告



分析师简介

李兴，中央财经大学硕士研究生，2016年6月加入联讯证券，现任非银金融分析师，证书编号：S0300518100001。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。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，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。

本报告基于联讯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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

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资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com