

## 券业龙头改革先锋，业绩估值乘势而起

### 投资要点

- 推荐逻辑:** 中信证券背靠中信集团，凭借着丰富的产业资源、雄厚的资本实力，良好的品牌口碑和庞大的人才队伍，在多项业务排名中常年保持行业第一，在激烈的市场竞争格局中稳居行业龙头。未来，随着公司员工持股计划落地，科创政策红利持续释放，金融对外开放步伐加快，中信证券扮演的行业龙头和改革先锋角色有望充分享受政策红利，实现长期价值增长。
- 经纪业务:** 佣金费率降幅有限，市占率触底反弹。在近几年市场成交量和佣金费率双双下滑的背景下，公司经纪业务收入虽然也有所下滑但是降幅低于行业平均水平，2018年经纪业务市占率6.09%，为最近五年最高水平，市场份额排名行业第二。未来随着公司在财富管理方面的转型力度加大，经纪业务收入有望企稳回升，进一步提升市场份额。
- 信用业务:** 成本优势明显，规模扩张无忧。公司作为行业龙头，渠道和品牌优势明显，具有丰富且优质的机构客户资源，加之完整的业务架构和多元化融资渠道，凭借雄厚的资本实力和较低的融资成本优势，公司在资本中介业务上的息差优势明显。随着未来市场风险偏好抬升，信用业务规模也有望迎来扩张。
- 投行业务:** 项目储备充足，尽享政策红利。凭借在机构客户资源方面占据的优势，公司在传统投行业务上领先同业。融资规模连续多年位居行业第一。在项目储备方面，依托强大的产业背景和充足的人员队伍，中信证券积累了丰富的项目资源储备。截至2019年3月，公司IPO项目储备为91单，总量排名行业第4位。未来随着再融资规定有所放宽以及科创板政策催化，公司股权融资有望凭借项目优势和估值定价优势充分享受政策红利，推动业绩向上。
- 海外业务厚积薄发，直投业绩可期。**公司海外业务平台里昂证券已经成长为一家牌照齐全，业务多元的优秀券商。公司致力于将中里昂打造为立足海外市场的精品投行，未来有望受益于国家一带一路政策路线规划成为海外业务的重要盈利点。直投业务过往业绩贡献突出，随着科创政策催化，公司直投子公司在项目储备和产品投资方面的优势更加明显，未来的业绩贡献有望持续提升。
- 盈利预测与投资建议。**预测2019-2021年中信证券的归母净利润复合增长率为31%，基本每股收益分别为1.18元、1.46元、1.75元。考虑到公司作为行业龙头，多项业务稳居行业第一，业绩表现极具韧性，在直投、海外、衍生品等创新业务方面先发优势明显，理应享有估值溢价。因此给予中信证券2019年2.2倍PB，对应目标价格为29.8元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 资本市场行情下跌或使公司业绩和估值承压；监管力度超预期或对公司产生负面影响；市场竞争加剧或使公司业务优势减弱。

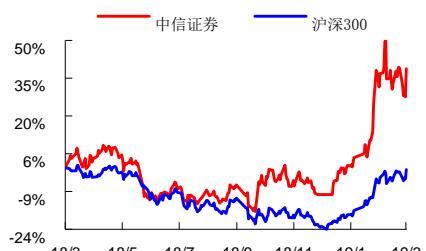
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	37220.71	45163.96	50604.95	56155.88
增长率	-14.02%	21.34%	12.05%	10.97%
归属母公司净利润(百万元)	9389.90	14330.75	17714.51	21198.00
增长率	-17.87%	52.62%	23.61%	19.66%
每股收益EPS(元)	0.77	1.18	1.46	1.75
净资产收益率ROE	5.99%	8.72%	10.15%	11.31%
PE	32.2	21.0	16.9	14.2
PB	1.91	1.83	1.72	1.60

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 郎达群  
执业证号: S1250517070003  
电话: 010-57758623  
邮箱: ldqun@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	121.17
流通A股(亿股)	98.15
52周内股价区间(元)	14.84-26.76
总市值(亿元)	3,002.57
总资产(亿元)	6,531.33
每股净资产(元)	12.64

### 相关研究

## 目 录

1 公司概况：券业龙头，改革先锋 .....	1
2 传统业务优势明显，创新业务先发布局 .....	3
2.1 经纪业务——佣金降幅收窄，市场份额企稳 .....	3
2.2 信用业务——成本优势明显，规模扩张无忧 .....	5
2.3 投行业务——项目储备充足，尽享政策红利 .....	6
2.4 资管业务——通道规模萎缩，转型主动管理 .....	8
2.5 自营业务——股债行情分化，投资收益改善 .....	10
2.6 直投业务——科创春风催化，业绩贡献可期 .....	11
2.7 海外业务——整合境外平台，实现内外联动 .....	11
2.8 创新业务——发挥龙头优势，拓展营利来源 .....	13
3 盈利预测与估值 .....	15
3.1 主营业务盈利预测 .....	15
3.2 相对估值法 .....	16
4 风险提示 .....	16

## 图 目 录

图 1: 中信集团旗下业务	2
图 2: 公司主营业务收入贡献情况	2
图 3: 公司 2018 年主营业务收入贡献情况	2
图 4: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元)	3
图 5: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元)	3
图 6: 2018 年券商股基成交额变动趋势	4
图 7: 行业经纪业务收入及佣金率变化情况 (单位: 亿元)	4
图 8: 公司代理买卖证券款客户情况 (单位: 亿元)	4
图 9: 中信证券机构客户占比优势明显 (单位: 亿元)	4
图 10: 公司融资融券余额变化情况 (单位: 亿元)	5
图 11: 公司股票质押回购业务规模持续提升 (单位: 亿元)	5
图 12: 行业 IPO 融资规模	6
图 13: 行业定增规模	6
图 14: 中信证券历年股权承销情况 (单位: 亿元)	7
图 15: 中信证券历年首发募集资金	7
图 16: 公司资产管理规模及增速 (单位: 亿元)	8
图 17: 公司资产管理分业务规模占比情况	8
图 18: 2018H 资管规模前十大券商 (单位: 亿元)	8
图 19: 华夏基金净利润 (单位: 亿元)	9
图 20: 华夏基金企业年金投资情况	9
图 21: 2018 股票市值和债券市值 (单位: 亿元)	9
图 22: 近一年沪深股市行情	10
图 23: 近一年债市行情	10
图 24: 中信证券投资盈利情况	11
图 25: 金石投资盈利情况	11
图 26: 中信里昂业务导航	12
图 27: 中信证券国际盈利情况	12
图 28: 主要中资在港券商盈利情况	12
图 29: 2018 年场外期权发展平稳	13
图 30: 私募基金释放业务需求	13
图 31: 2018 年新增场外期权占比情况	13
图 32: FICC 新业务拓展	14
图 33: 中信证券历史估值 (PB) 变动情况	16
图 34: 上市券商静态估值对比情况	16

## 表 目 录

表 1: 2018 年年报前十大股东情况 .....	1
表 2: 中信证券业务指标行业排名 .....	3
表 3: 券商股票成交额市场占比情况对比 .....	4
表 4: 中信证券项目储备情况 (单位: 家) .....	7
表 5: 中信证券债券承销及排名情况 .....	7
表 6: 华夏基金股票市值和债券市值情况 .....	9
表 7: 中信证券近五年来持股情况 .....	10
表 8: 中信证券 2018 年年底重仓股票 .....	10
表 9: 中信证券分项业务盈利预测 (单位: 百万元) .....	15
附表: 财务预测与估值 .....	17

## 1 公司概况：券业龙头，改革先锋

中信证券股份有限公司是中国证监会核准的第一批综合类证券公司之一，前身是中信证券有限责任公司，于 1995 年 10 月 25 日在北京成立，注册资本 66.3 亿元。2002 年 12 月 13 日，经中国证券监督管理委员会核准，中信证券向社会公开发行 4 亿股普通 A 股股票，2003 年 1 月 6 日在上海证券交易所挂牌上市交易，股票简称“中信证券”，股票代码为 600030。2011 年 10 月 6 日 H 股在香港联合交易所上市，股票代码为 6030，是国内首家 A+H 股券商。

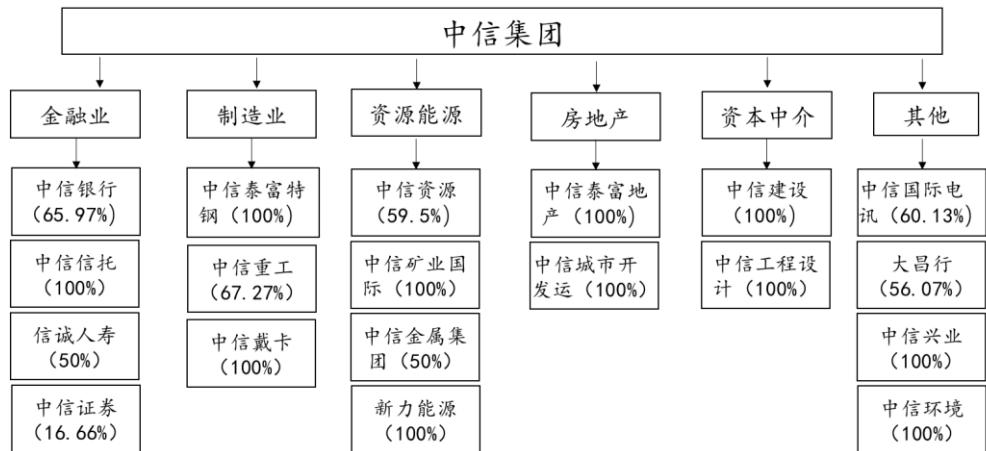
公司第二大股东为中信有限公司，持有公司 16.5% 的股份。中信有限公司背靠中信集团，综合实力雄厚，金融资源和产业资源都极为丰富。中信集团旗下有金融、制造、房产、能源、资本中介等多个业务板块，各板块之间整合资源、协同作用的功能非常强大。中信证券与中信银行、中信信托、信诚人寿保险等公司共同组成中信控股之综合经营模式，并与中信国际金融控股共同为客户提供境内外全面的金融服务。

为建立和完善劳动者与所有者的利益共享机制，提升公司治理水平，中信证券于 2019 年 3 月份公布了员工持股计划草案，员工持股计划的资金来源于应付员工的合法薪酬，由信托机构直接在二级市场购买公司 A 股或 H 股股票，股票总数不超过公司股份总数的 10%，有效期十年。通过员工持股这种市场化的激励机制，公司将自身发展与员工利益绑定在一起，为实现长期价值增长奠定了人才基础。

表 1：2018 年年报前十大股东情况

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	香港中央结算(代理人)有限公司	2,277,315,767	18.79
2	中国中信有限公司	1,999,695,746	16.5
3	中国证券金融股份有限公司	362,296,197	2.99
4	香港中央结算有限公司	202,519,552	1.67
5	中央汇金资产管理有限责任公司	198,709,100	1.64
6	大成基金-农业银行-大成中证金融资产管理公司	153,726,217	1.27
7	华夏基金-农业银行-华夏中证金融资产管理计划	144,472,197	1.19
8	中欧基金-农业银行-中欧中证金融资产管理计划	140,178,900	1.16
9	广发基金-农业银行-广发中证金融资产管理计划	140,049,999	1.16
10	南方基金-农业银行-南方中证金融资产管理计划	139,589,061	1.15
	合 计	5,758,552,736	47.52

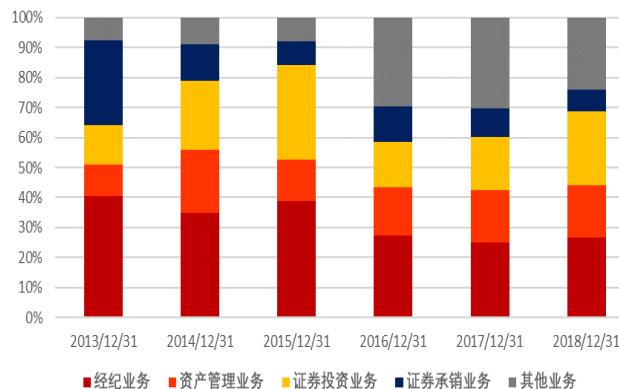
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 1：中信集团旗下业务**


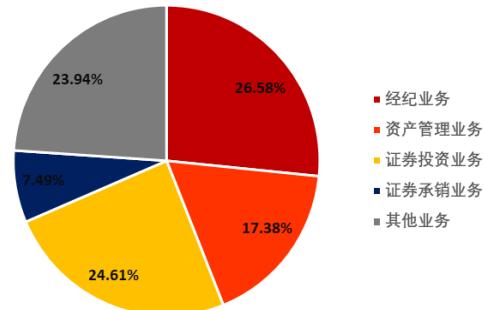
数据来源：公司公告、西南证券整理

公司是在中国证券市场日趋发展和成熟的环境下应运而生，自成立以来，在“规范经营、稳健发展”的原则指导下，积极开展业务。中信证券的经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券承销与保荐、证券自营、证券资产管理、融资融券、代销金融产品、股票期权做市等。截至 2018 年年底，公司及中信证券（山东）、中信期货、金通证券在境内共拥有营业部 278 家，其中，证券营业部 273 家，期货营业部 5 家；分公司 77 家。公司主要业务保持市场前列。境内股权业务承销规模 1783 亿元，市场份额 14.8%，排名第一；债券业务承销规模 7659 亿元，市场份额 5.1%，排名第一。除此以外，资产管理规模和互换、场外期权、结构化产品和收益凭证等合约规模均为行业第一；公司境内代理股票基金交易总量、境内并购业务排名行业第二。

**公司主营业务结构：**公司业务结构趋向于多元化、均衡化方向发展。截至 2018 年年底，公司各业务营业收入占比如下：经纪业务占比 26.6%，资产管理业务、投行业务的占比分别为 17.4%、7.5%；而体现主动管理能力的投资业务占比由 2017 年底的 17.9% 攀升至 24.6%。经纪业务对业绩贡献继前几年下降后保持稳定，资管业务、投行业务占比稳步提升，体现出公司正在由经纪业务为主导向多元化业务结构方向发展，这对于增强公司业绩稳定性，降低市场波动影响具有积极作用。

**图 2：公司主营业务收入贡献情况**


数据来源：公司公告、西南证券整理

**图 3：公司 2018 年主营业务收入贡献情况**


数据来源：公司公告、西南证券整理

**公司经营业绩状况：**作为资本中介机构，券商业绩随市场行情及监管环境变化影响波动较大。而作为龙头券商，中信证券主要依靠雄厚的资本实力和多元化的业务结构平滑市场调整给业绩带来的不利影响。公司在 2018 年证券行业整体利润下滑超 40% 的背景下，实现营业收入 372.2 亿元，同比下滑 14.0%；归母净利润 93.9 亿元，同比下滑 17.9%，展现了极强的抗周期波动能力。公司在营业收入、净利润、总资产、净资产、净资本等多个指标上长期位居行业前列，随着市场环境不断转暖，龙头地位优势有望得到进一步巩固。

**表 2：中信证券业务指标行业排名**

	营业收入	净利润	总资产	净资产	净资本
2014	2	1	1	1	1
2015	1	1	1	1	1
2016	1	2	1	1	1
2017	1	1	1	1	2
2018Q3	1	1	1	1	2

数据来源：中国证券业协会，西南证券整理

**图 4：公司营业收入及增速（单位：亿元）**



数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 5：公司归母净利润及增速（单位：亿元）**



数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 传统业务优势明显，创新业务先发布局

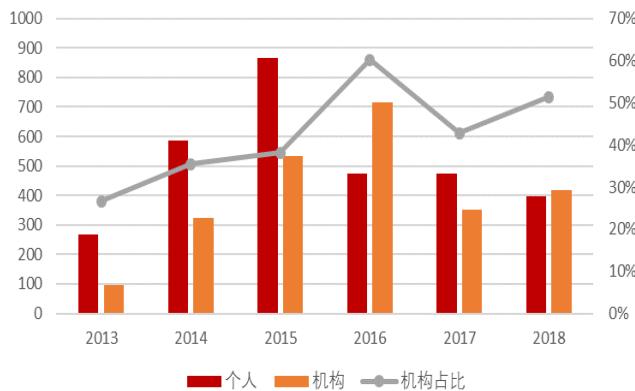
### 2.1 经纪业务——佣金降幅收窄，市场份额企稳

经纪业务作为券商重要的传统业务之一，受市场环境及投资情绪影响极大。在经历了 2015 年的牛市行情之后，随着市场交投情绪回落，行业股基成交量持续下滑，由 2015 年的万亿规模降至 2018 年的 3689 亿元。与此同时，行业佣金费率在激烈的市场竞争和互联网金融科技的广泛应用下也在逐年下降。据中证协统计数据显示，2014 年行业平均净佣金率为万分之 7.1，而 2018 底的市场平均佣金率已经降至万分之 3.7 左右。在行业普遍降佣的大背景影响下，中信证券近几年佣金费率水平也相应承压，目前来看与行业均值基本持平。我们认为，随着未来市场成交量能企稳，当前的佣金费率水平距离券商经纪业务佣金成本线的空间也已经不大。随着公司向财富管理转型，不断提高综合服务能力，2019 年经纪业务收入大概率企稳回升，同比有望获得明显增幅。

**图 6: 2018 年券商股基成交额变动趋势**


数据来源: wind, 西南证券整理

在客户经营方面, 公司经纪业务贯彻以客户为中心的经营思路, 大力开拓机构业务、财富管理业务和个人业务, 强化分支机构管理, 做大客户规模。截止到 2018 年底, 中信证券经纪业务零售客户累计近 820 万户, 一般法人机构 3.4 万户, 托管客户资产合计人民币 4.1 万亿元。其中, 代理买卖证券款中的机构客户占比 51.36%, 遥遥领先行业平均水平。依托机构客户高粘性、高附加值的优势, 公司股基成交额长期保持市场前列, 2018 年进一步提升至 6.09%, 仅次于华泰证券位居行业第二位。

**图 8: 公司代理买卖证券款客户情况 (单位: 亿元)**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

展望 2019 年, 随着行业佣金费率持续下降、技术依赖不断增强, 证券经纪业务的市场集中度和盈利能力均呈现下降趋势。2018 年排名前十券商经纪业务股票成交量市场份额合计为 46.13%, 较 2017 年的 46.53% 的市场份额下降了 0.40 个百分点。而中信证券则主要依靠构建“信投顾”服务品牌, 持续打造微信公众服务号的影响范围, 逐步搭建起最大、最全、最专业的金融产品超市, 提升交易与配置服务能力, 向财富管理转型。

**表 3: 券商股基成交额市场占比情况对比**

2017 年			2018 年		
排序	券商	占比	排序	券商	占比
1	华泰证券	7.56%	1	华泰证券	7.41%
2	中信证券	5.76%	2	中信证券	6.04%

请务必阅读正文后的重要声明部分

2017年			2018年		
排序	券商	占比	排序	券商	占比
3	国泰君安	5.19%	3	国泰君安	5.15%
4	中国银河	4.59%	4	中国银河	4.61%
5	广发证券	4.54%	5	广发证券	4.34%
6	海通证券	4.40%	6	海通证券	4.27%
7	申万宏源证券	4.11%	7	申万宏源证券	4.13%
8	招商证券	4.07%	8	招商证券	3.99%
9	国信证券	3.26%	9	国信证券	3.12%
10	中信建投证券	3.05%	10	中信建投证券	3.07%
合计		46.53%			46.13%

数据来源: wind, 西南证券整理

## 2.2 信用业务——成本优势明显，规模扩张无忧

中信证券作为行业内的龙头券商，渠道和品牌优势明显。公司具有丰富且优质的客户资源，加之其拥有完整的业务架构和多元化融资渠道，凭借雄厚的资本实力和较低的融资成本优势，在资本中介业务方面竞争优势明显。

在融资融券方面，公司多年来深耕机构客户资源，持续提高综合服务能力。机构客户占比的不断提升使得场内资金需求更加稳健，增强了业务粘性，减小了市场波动影响。而在价差方面，公司两融利率与其他大券商保持在相当的水平，但因公司在海外以美元计价的融资成本较低，公司整体平均资金成本远低于其他券商，因而拥有较大的利差空间。截止 2018 年底，公司两融余额达到 720 亿元，市场份额 7.2%，位居行业第一。

图 10: 公司融资融券余额变化情况 (单位: 亿元)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 11: 公司股票质押回购业务规模持续提升 (单位: 亿元)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

在股票质押方面，2018 年资本市场在宏观经济下行压力加大，风险偏好下降的背景下行情震荡回调，引发市场对上市公司股票质押违约风险的担忧。中信证券作为行业龙头主动收缩质押业务规模，通过精选质押标的，排查存量质押风险，加强质押风险警示等手段控制信用风险。2018 年全年公司股票质押交易次数达到 522 次，股票质押市值达到 570 亿元，同比下滑逾五成，有效降低了质押信用风险对公司经营业绩的影响。

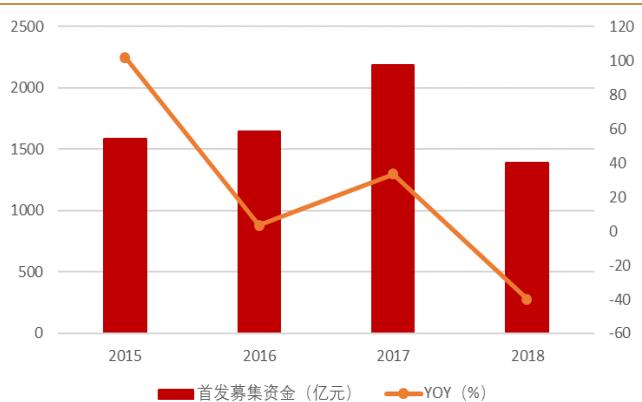
我们预计在 2019 年市场利率维持低位震荡的预期下，两融利率水平或将保持稳定。而随着市场行情逐渐企稳，券商股票质押的风险隐患得以缓释。在市场交投情绪回暖，风险偏好抬升的预期下，对于资本实力雄厚的中信证券来说，其市场竞争优势将会更加凸显。

## 2.3 投行业务——项目储备充足，尽享政策红利

投行业务作为券商传统业务的竞争核心，受行业监管政策和公司项目储备资源因素影响较大。自 2016 年以来，在从严监管的背景下，证监会新一届发审委加大了对 IPO 申报企业相关财务报表的审核力度，投行申报过会率整体呈现下降趋势。由 2017 年的 76.31% 下降到 2018 年的 55.78%。直接导致券商 IPO 融资规模在 2018 年同比下跌 39.8%，降至 1386.6 亿元。

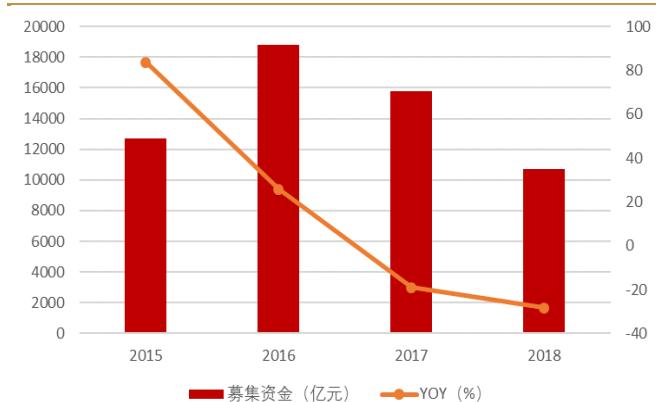
同时，受 2017 年证监会发布的再融资新规影响，行业定增规模也持续缩水，2018 年全年定增规模仅为 10698.5 亿元，同比下降 28.31%。在监管从严而企业融资需求依然旺盛的背景下，具有项目经验和项目资源的头部券商投行部门获得了相对优势地位。2018 年，投行收入排名前十的上市券商占所有上市券商的总比重为 71.4%，较去年同期上升了 7 个百分点，投行业务集中度进一步上升。

图 12：行业 IPO 融资规模



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 13：行业定增规模



数据来源：公司公告，西南证券整理

中信证券作为行业龙头，在投行业务上贯彻“全产品覆盖”的业务策略，2018 年公司加强对重点行业龙头企业的覆盖，在巩固传统行业客户优势的基础上，重点把握大型国企客户新一轮国企改革业务机会；对新兴行业精耕细作，广泛布局代表新经济发展方向的企业客户，积极进行项目储备。2018 年中信证券股权承销家数 54 家，共实现股权融资规模 1783 亿元，稳居行业榜首。其中，首发 IPO 募资 11 家，募集资金 127.76 亿元，市场份额高达 9.2%；增发家数为 43 家，领跑行业，募集资金 1655.24 亿元，市场份额达 15.47%。

在项目储备方面，依托强大的产业背景和充足的人员队伍，中信证券积累了丰富的项目资源储备。截至 2019 年 3 月，中信证券 IPO 项目储备为 91 单。其中，已受理数量 3 单，已反馈数量 6 单，已预披露更新数量 9 单，辅导备案登记受理数量 80 单，总量排名行业第 4 位。展望 2019 年，随着再融资规定有所放宽以及科创板政策催化，中信证券股权融资有望凭借项目优势和估值定价优势充分享受政策红利，推动投行业绩稳步向上。

**表 4: 中信证券项目储备情况 (单位: 家)**

	保荐机构	IPO 排队企业数	已受理	已反馈	已预披露更新	辅导备案登记受理
1	广发证券	166	0	6	13	106
2	中信建投	151	3	18	10	80
3	招商证券	144	3	6	9	80
4	<b>中信证券</b>	<b>131</b>	<b>3</b>	<b>6</b>	<b>9</b>	<b>80</b>
5	国金证券	122	0	3	3	74
6	海通证券	114	2	4	3	82
7	民生证券	105	1	5	3	63
8	国信证券	91	3	7	2	62
9	兴业证券	77	0	7	8	47
10	国元证券	75	0	6	5	46

数据来源: wind, 西南证券整理

**图 14: 中信证券历年股权承销情况 (单位: 亿元)**


数据来源: wind, 西南证券整理

**图 15: 中信证券历年首发募集资金**


数据来源: wind, 西南证券整理

债券融资方面, 公司长期以来不断加大在直接债务融资承销上的投入, 项目储备充足, 维持了在债券承销市场的领先优势。2018年底, 中信证券共承销债券1394只, 债券承销金额为7656.3亿元, 比2017年底增长49.7%, 位居行业第一。中信在资产证券化业务, 尤其是个人汽车抵押贷款证券化等细分市场上遥遥领先。2018年共承销资产支持证券158只, 承销金额2450.6亿元, 同比上升62%, 排名行业第一, 发展势头迅猛。未来在市场利率保持低位, 政策支持企业提升直接融资占比, 我们认为债券发行规模有望延续较快增速, 而中信证券作为债券承销龙头, 在这一领域的优势有望得到持续巩固。

**表 5: 中信证券债券承销及排名情况**

	债券承销金额 (亿元)	债券只数	排名
2014	3,339.43	274	1
2015	3,850.98	321	1
2016	3,777.59	320	2
2017	5,115.39	728	1
2018	7,656.34	1394	1

数据来源: wind, 西南证券整理

## 2.4 资管业务——通道规模萎缩，转型主动管理

2018年4月，监管层发布了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》即“资管新规”，明确资产管理产品的定位，推动产品向净值管理转型，提高投资者准入门槛，同时对委外理财做出了规范。同年7月又发布了资管新规配套实施细则，对资管新规的操作性问题做了进一步明确，资管新规中打破刚兑、消除嵌套、统一监管等原则并未改变，但在非标投资、压缩节奏、计价方式等方面有所放宽。对券商资产管理业务来说，从前宽松的监管环境不复存在，资管行业整体迎来被动转型期。

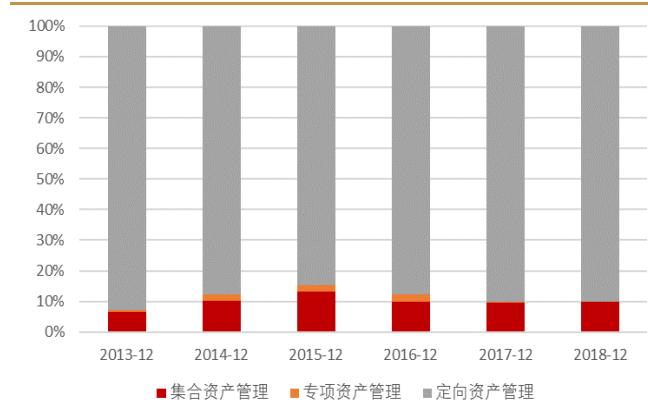
公司作为行业当中受托资产管理规模最大的龙头券商，坚持“立足机构，做大平台”的发展路径，积极调整业务结构适应监管导向。截止到2018年底，公司资管业务规模为1.34万亿元，同比下滑19.45%，仍稳居行业第一。其中，主动管理型产品规模超过5500亿元，占比超过三分之一。由于主动管理业务费率远高于通道业务，资管新规对公司资管业务收入影响有限。公司资管业务收入在2019年有望凭借主动管理规模的提升而延续增长态势。

图 16：公司资产管理规模及增速（单位：亿元）



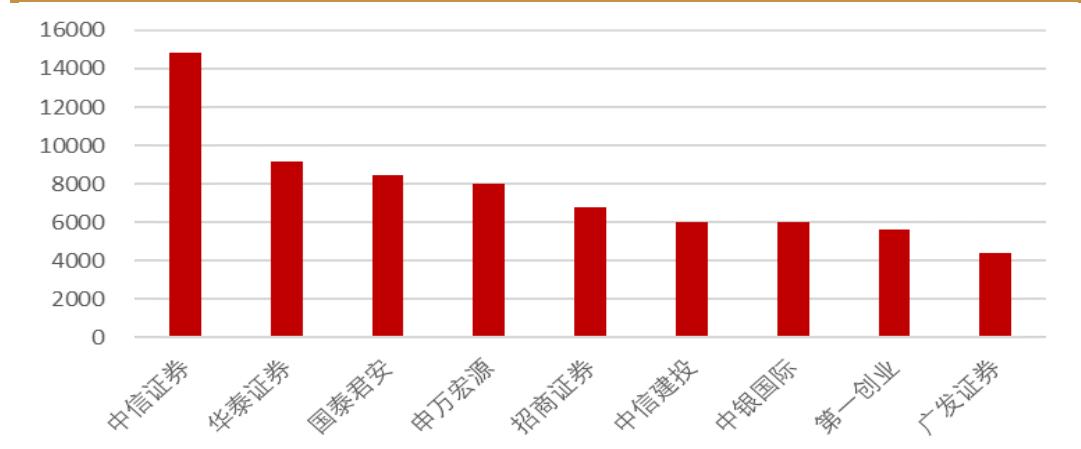
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 17：公司资产管理分业务规模占比情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

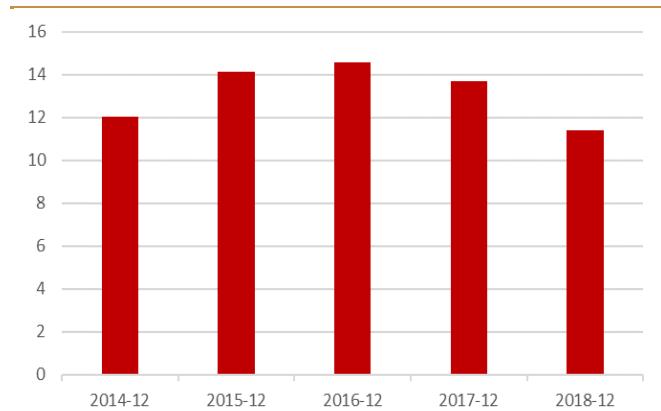
图 18：2018H 资管规模前十大券商（单位：亿元）



数据来源：wind，西南证券整理

在基金管理方面，华夏基金 2018 年本部管理资产规模达到 8797.2 亿元，保持稳定增长态势。其中，公募基金管理规模 4505.6 亿元，同比增长 12.98%，偏股型基金规模排名行业第一。华夏基金在 2018 年不断强化投研建设，着力推动机构客户结构多元化，深耕社保、年金、保险、银行和非金融企业客户，推进财富管理产品互联网销售。在企业年金投资组合数量和资产金额上，华夏基金均保持稳步上升。从业绩表现来看，自 2016 年以来，受市场行情下跌影响，华夏基金净利润出现缓慢下降趋势，但仍保持在 10 亿元之上。

图 19：华夏基金净利润（单位：亿元）



数据来源：wind，西南证券整理

图 20：华夏基金企业年金投资情况



数据来源：wind，西南证券整理

表 6：华夏基金股票市值和债券市值情况

	股票市值（亿元）	股票占比（%）	排名	债券现金市值（亿元）	债券现金占比（%）	排名
2014	1,345.91	43.30	1	1879.21	60.5	3
2015	1,497.15	25.90	1	4757.75	82.4	2
2016	1,353.77	34.10	1	2587.61	65.2	6
2017	1438.86	37.60	1	2295.79	60.00	9
2018	1,414.34	32.57	1	3028.35	69.75	13

数据来源：wind，西南证券整理

图 21：2018 股票市值和债券市值（单位：亿元）



数据来源：wind，西南证券整理

## 2.5 自营业务——股债行情分化，投资收益改善

券商自营投资业务与资本市场行情和公司投研能力息息相关。近几年资本市场中，股、债行情分化，整体投资难度加大。中信证券根据市场行情变化积极调整投资策略，在权益投资方面将风险收益作为重要的参考指标，提升原有量化交易能力，注重基本面分析，开拓多元化投资策略以分散风险，近五年来持股市值均居于行业首位。

固定收益业务上，公司不断丰富各类产品工具，加强专业化分工与业务协作，在债券和衍生品交易策略上强化流动性管理和信用研究。2018 年债券交割量位于行业第一，占同类机构比重达到 6.17%，领跑行业。

图 22：近一年沪深股市行情



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 23：近一年债市行情



数据来源：公司公告，西南证券整理

2018 年受资本市场行情下跌因素影响，公司投资收益受到一定影响。全年实现投资净收益 70.7 亿元，同比下滑 43.3%。预计 2019 年随着权益市场企稳回升，加上公司加大引入投资专业人才，加速业务转型升级，投资收益有望进一步提升。

表 7：中信证券近五年来持股情况

日期	持有证券数量	持股市值(亿元)	持股市值排名
2014	61	106.7709	1
2015	121	133.6673	1
2016	102	79.6115	1
2017	107	160.1041	1
2018	7	2.4179	9

数据来源：wind，西南证券整理

表 8：中信证券 2018 年年底重仓股票

序号	代码	名称	持股数量(万股)	持股市值(万元)
1	000918.SZ	嘉凯城	2,315.0972	17,641.04
2	600566.SH	迪马股份	1,014.7706	2,638.40
3	002096.SZ	南岭民爆	223.4522	1,170.89
4	834729.OC	朗朗教育	153.2650	1,186.27
5	833331.OC	爱夫卡	139.2000	1,123.34

序号	代码	名称	持股数量(万股)	持股市值(万元)
6	830953.OC	惠当家	62.4950	125.61
7	838810.OC	春光药装	50.6000	293.48

数据来源: wind, 西南证券整理

## 2.6 直投业务——科创春风催化，业绩贡献可期

公司的直投业务主要依赖旗下的中信证券投资和金石投资两家子公司实施。在 2017 年公司完成投资类业务调整。按照中证协 2016 年底颁布的《证券公司另类投资子公司管理规范》和《证券公司私募基金子公司管理规范》，公司将自营投资品种清单以外的另类投资业务全部由公司全资子公司中信证券投资承担，而公司全资子公司金石投资则转型为私募股权投资基金管理平台公司。2018 年，中信证券投资已经实现营业收入 71.25 亿元，利润总额 7.96 亿元，净利润 6.03 亿元，形成了包括 TMT、消费升级、先进制造、医疗健康、金融环保物流、综合等在内的六大行业分类，投资项目广泛设计国内和国际业务。

金石投资主营实业投资、投资咨询和管理业务，作为公司私募股权投资基金管理平台公司，管理基金 15 支，管理规模超过人民币 400 亿元。金石投资目前坚持国内国际业务均衡发展，积极配合“走出去”和“一带一路”战略，致力于打造全方位、多层次的股权投资能力，创新产品投资。由于私募股权投资基金的项目周期较长，新增项目投放和既有项目退出存在时间差，所以造成金石投资 2018 年业绩亏损。但从长期来看，金石投资的项目储备优势依旧明显，未来的业绩贡献值得期待。

我们认为随着多层次资本市场的逐步建立，尤其是科创板政策规则正式落地，券商的直投业务有望迎来业绩兑现期。金石投资作为龙头券商的直投子公司有望直接受益科创板红利，在项目储备和项目退出方面步入快车道，进一步提高对公司的业绩贡献。

图 24：中信证券投资盈利情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 25：金石投资盈利情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

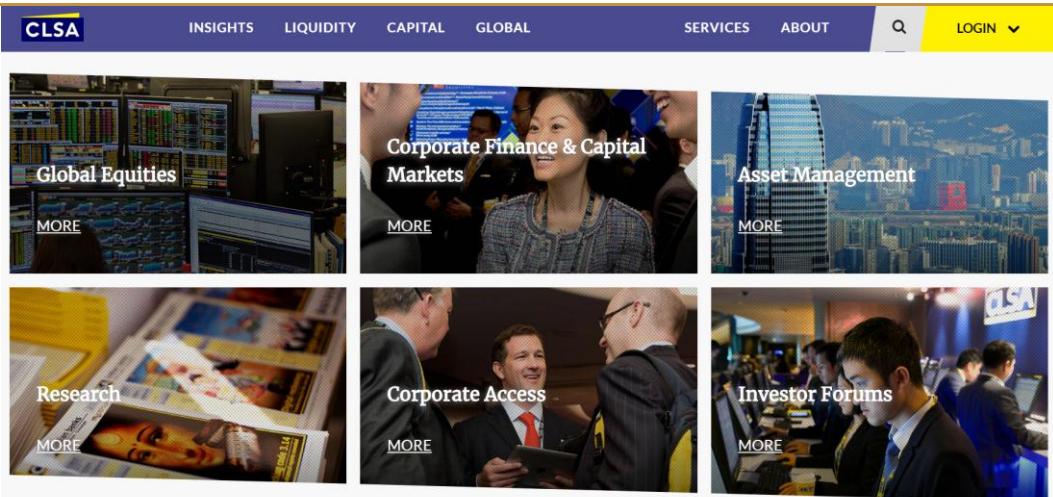
## 2.7 海外业务——整合境外平台，实现内外联动

海外业务一直是中信证券前瞻布局的重中之重。作为国内券商业龙头，公司在过去几年时间里积极开拓跨境业务，提高业务收入和价值。2013 年，公司完成对里昂证券的收购；2016 年，公司启动中信国际与中信里昂的整合工作；2017 年，公司完成了海外平台整合，

带动了跨境业务发展。公司通过中信里昂证券继续发展国际业务。中信里昂证券总部位于香港，在亚洲、澳大利亚、欧洲和美国等 20 个地点运营，拥有近 2000 名专业人士，业务遍及资本市场的各个领域，包括股票、固定收益、企业融资、资产管理、另类投资和财富管理等。凭借在 15 个证券交易所的交易执行能力，中信里昂证券的全球销售平台通过 40000 多个客户联络点为 2000 多家机构客户提供服务。

从业务布局上来看，海外业务的发展重点在投行业务和研究业务，机构经纪业务蕴含发展机遇。公司积极加强境内外协同作用，发挥中信里昂在“一带一路”中的长久布局作用，境内外团队的业务执行互动能力持续提升，国际业务的协同效应开始凸显。通过加强海外团队建设，不断推进研究业务的国际化进程，公司的海外品牌影响力得到明显提高，推动了经纪业务也迎来了长足的发展。

图 26：中信里昂业务导航



数据来源：中信里昂官网，西南证券整理

我们认为，2019 年中信里昂证券将会是中信证券海外业务利润的释放点。目前中信里昂证券牌照齐全，可为中信证券募集低成本的海外资金，降低其资金成本，从而扩大利差增加利润。同时，中信里昂证券积极与国际一流投行对接，打造精品投行，为中信证券海外资金出口和并购重组业务提供窗口，尤其是在“一带一路”战略的带动下，可以提供全方位金融服务的中信里昂证券优势更加显著，利好多元化业务发展。

图 27：中信证券国际盈利情况



数据来源：wind，西南证券整理

图 28：主要中资在港券商盈利情况



数据来源：wind，西南证券整理

## 2.8 创新业务——发挥龙头优势，拓展营利来源

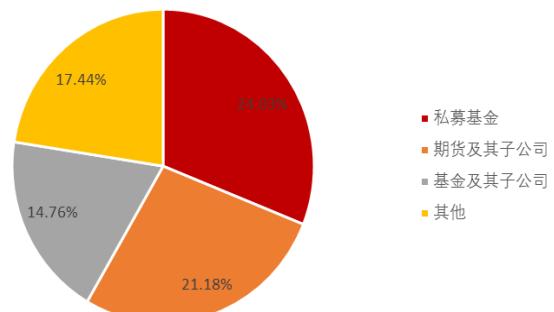
近期，监管层对创新业务采取积极鼓励的态度，未来将允许中证协在证监会的指导下，支持和规范证券公司场外衍生品的发展。十九大再次强调了建立多层次资本市场的重要性，市场也普遍认可期权不可或缺的地位，因此场外业务作为多层次资本市场的重要组成部分，将迎来发展契机。

图 29：2018 年场外期权发展平稳



数据来源：证券业协会，西南证券整理

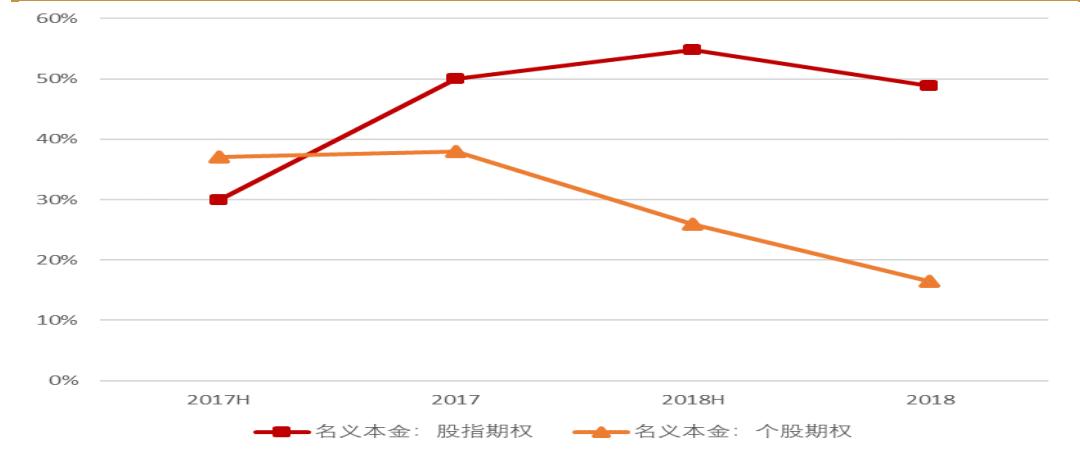
图 30：私募基金释放业务需求



数据来源：证券业协会，西南证券整理

从 2018 年新增场外期权品种来看，股指期权在 2017 年下半年以来大幅度上升，2018 年一直维持在稳定状态，名义本金占比为 49%。随着银行理财资金对衍生品工具需求的增加，股指期权仍有较大的发展空间。而且，股票期权业务资本回报区间 10-20%，显著高于融资融券和股票质押等融资类业务。未来随着场外衍生品业务不断成熟，股权衍生品业务将带动中信证券业绩持续向好，并且发挥长期稳定的重要作用，减小业绩波动。

图 31：2018 年新增场外期权占比情况



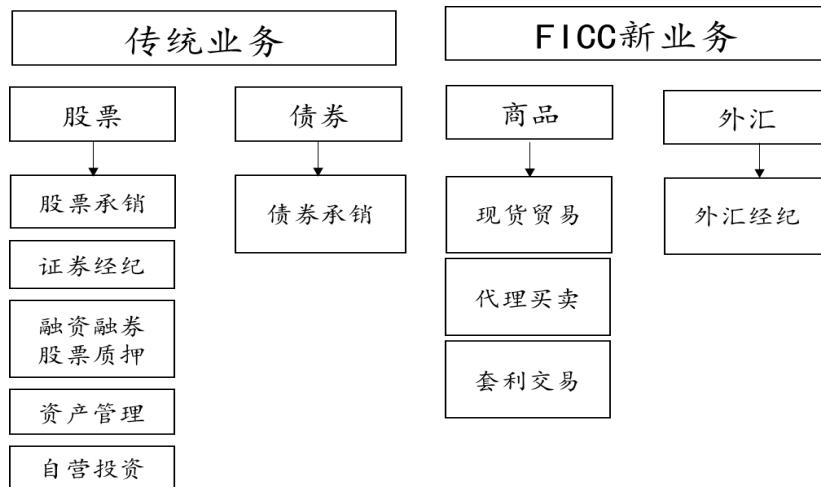
数据来源：证券业协会，西南证券整理

中信作为行业龙头，在股权衍生品方面有先发优势和规模效应。自 2012 年申请开展收益互换业务至今已有五年，发展体系趋于成熟，在参与主体、功能定位、业务品种、专业团队、基础设施、风险管理与制度建设方面已基本成型，目前形成了服务客户群广泛、产品类型齐全、收益相对稳定的业务形态。公司股权衍生品的发展定位于“成为机构客户市场的场

外衍生品主要交易（做市）商，成为零售客户市场的场内衍生品主要做市商”，做市交易向多元化策略发展，包括 ETF 基金的做市业务、上证 50ETF 期权做市业务和白糖期权做市业务，其中，上证 50ETF 期权做市持续排名市场前列。除此之外，中信证券还专门面向机构客户开展结构性产品、股票收益互换、场外期权报价等多种柜台衍生品业务。2018 年券商场外期权业务规模效应显著。截止 18 年 12 月，场外期权前 5 名券商新增期权业务规模占到行业总规模的 86.45%，中信证券新增期权业务规模位居首第二位。随着合约规模不断增长，产品之间将会相互对冲风险，大券商的规模效应在衍生品业务将会进一步凸显，中信证券的市场份额也有望进一步提升。

公司还积极布局 FICC 业务，与国际市场进行对接。中信完成了亚派光电收购美国标的资产、Francisco partner 出售光器件生产销售公司股权等跨境并购交易，不断拓展跨境并购业务机会。固定收益业务方面，公司人民币债券成交位于中资券商中前三甲，美元债券做市业务在中资券商中仍名列前茅。在伦敦开展 FICC 业务已经超过一年，交易量和利润正处于稳步上升阶段。大宗商品业务方面，开展境内外商品场外期权业务，继续开展碳排放权交易业务，通过多种方式为境内外各类产业客户提供全面的大宗商品金融服务。通过布局 FICC 业务，公司可以根据客户群体融资、交易和资产管理的多元化需求，进行资本运作、资产管理和风险管理，配置股票、债券、商品以及外汇在内的各类资产，进一步提高全面金融服务能力，贡献未来业绩。

图 32: FICC 新业务拓展



数据来源：公司公告、西南证券整理

### 3 盈利预测与估值

#### 3.1 主营业务盈利预测

关于未来公司成长，我们认为主要有以下驱动力：其一，公司背靠中信集团，金融资源和产业资源极为丰富，内部协同发展优势明显。作为行业龙头，公司多项业务指标排名行业第一，2017年评级回归AA后，在监管趋紧的背景下强者愈强。其二，公司深耕客户群体，机构客户占比领跑行业，业务粘性较大，利于增强公司业绩的稳定性；在个人客户方面，积极布局智能投顾平台，不断提高投研能力和综合服务能力。其三，公司资金成本由于海外业务的发展显著低于同行业其他券商，利差空间巨大。未来公司盈利能力有望改善，ROE进一步提升。基于此，我们对2019-2021年的公司主营业务做出如下预测：

(1) 市场成交量能企稳回升，日均成交金额未来三年分别为5900亿、6500亿、7100亿，公司佣金费率和市场份额保持现有水平不变；

(2) 在政策支持扩大直接融资的预期下，2019-2021年公司投行股权融资规模增速保持20%；债权融资规模保持15%增速；

(3) 投资收益稳健增长。在市场中长期利率水平维持稳中有降的趋势判断下，预计股债市场行情在未来三年偏暖，公司未来投资净收益有望保持22%的年化复合增长率；

(4) 公司资产管理业务在经历结构调整转型之后，规模企稳回升，在费率保持不变的前提下保持5%的年化复合增速。

表9：中信证券分项业务盈利预测（单位：百万元）

分项收入		2018A	2019E	2020E	2021E
经纪业务	营业收入	7,429	11,561	12,717	13,989
	市场成交量	368931	587870	646657	711322
	市场份额	6.09%	6.20%	6.20%	6.20%
自营业务	营业收入	8,778	10,533	12,640	15,168
	投资资产	258825	290167	312037	333698
	投资收益率	2.73%	3.46%	3.74%	3.85%
资产管理业务	营业收入	5,834	5,932	6,247	6,597
	管理规模	1,343,121	1,410,343	1,485,149	1,567,077
投行业务	营业收入	3,639	4,185	4,813	5,534
	股权融资规模	178,299	215,236	258,284	309,940
	债权融资规模	765,913	880,800	1,012,920	1,164,858
信用业务	利息净收入	2,422	3,580	3,439	3,616
其他		9,119	9,373	10,750	11,252
总营收合计		37,221	45,164	50,605	56,156

数据来源：wind、西南证券

根据分业务营业收入增长情况，我们预测2019-2021年中信证券的归母净利润复合增长率为31%，基本每股收益分别为1.18元、1.46元和1.75元。

### 3.2 相对估值法

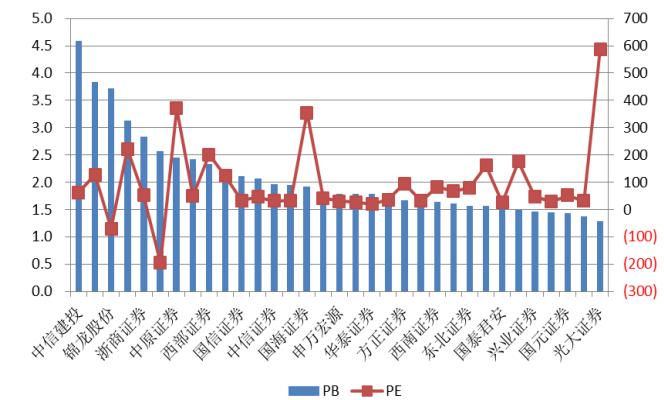
基于券商业绩受资本市场行情影响波动较大的基本属性，我们采用相对估值法来进行估值。首先从公司历史估值水平来看，近五年公司 PB 区间在 1.2 倍-4.2 倍之间，均值为 1.74 倍。当前，公司的 PB 倍数为 1.96 倍，略高于历史均值，但距离估值上限还有较大空间。我们认为当前随着科创板政策带动的资本市场改革已经上升到国家战略层面，而发展直接融资，提升资本市场活力显得更加紧迫。券商作为资本市场中最重要的参与者，未来在投行、自营、直投等业务方面有望充分享受政策红利带来的长期业绩催化。而头部券商凭借丰富的项目资源、雄厚的资本实力、强大的人才队伍，无论在传统业务领域还是创新业务领域都占据着极大的竞争优势，其估值水平还有很大增长空间。此外，从上市券商估值对比情况来看，我们剔除掉新近一年新上市券商后，得到的上市券商 PB 均值为 1.9 倍，与中信目前估值水平持平。但是作为行业龙头，中信证券在多项业务规模方面稳居行业第一，在市场行情震荡调整环境下体现出了强大的业绩韧性，同时公司在直投、海外、衍生品等创新业务方面多有布局，先发优势明显，理应享有估值溢价。因此，我们给予中信证券 2019 年 2.2 倍 PB，对应目标价格为 29.8 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图 33：中信证券历史估值（PB）变动情况



数据来源：wind，西南证券整理

图 34：上市券商静态估值对比情况



数据来源：wind，西南证券整理

### 4 风险提示

资本市场行情下跌或使公司业绩和估值承压；监管力度超预期或对公司业务产生负面影响；黑天鹅事件或影响公司二级市场；市场竞争加剧或使公司业务优势减弱。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>一、营业收入</b>	37220.71	45163.96	50604.95	56155.88	货币资金	119725.17	137683.95	144568.15	151796.55
手续费及佣金净收入	17426.81	21642.58	23752.08	26116.70	其中：客户资金存款	74291.19	95329.65	105549.50	115726.66
代理买卖证券业务净收入	7428.88	11561.28	12717.41	13989.15	结算备付金	24922.40	36724.38	36852.87	41196.38
证券承销业务净收入	3638.98	4149.55	4787.99	5530.57	其中：客户备付金	18129.78	29234.43	29041.73	32297.68
受托客户资产管理业务净收入	5833.85	5931.75	6246.68	6596.99	融出资金	57197.81	72125.54	73235.16	80558.68
利息净收入	2422.41	3579.66	3438.99	3615.80	交易性金融资产	247437.07	277405.91	299043.57	318878.09
投资净收益	7071.31	10032.42	11656.71	12864.01	买入返售金融资产	67370.44	77476.01	85223.61	89484.79
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	731.65	768.24	806.65	846.98	应收款项	29717.77	30527.34	33849.00	37522.04
公允价值变动净收益	1706.19	500.00	501.00	502.00	应收利息	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>汇兑净收益</b>	849.40	399.27	624.34	511.81	存出保证金	1112.78	1388.11	1520.81	1688.05
其他业务收入	7635.62	9010.03	10631.84	12545.57	可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>二、营业支出</b>	25185.23	26243.72	27304.02	28393.22	长期股权投资	9038.30	9478.97	10869.47	11806.39
营业税金及附加	255.15	316.15	354.23	393.09	固定资产	7729.62	8611.68	9789.46	10572.27
管理费用	15307.54	16526.60	17042.85	17923.45	无形资产	3269.42	4085.21	4372.84	4778.03
资产减值损失	25.00	25.00	25.00	25.00	商誉	10507.49	11651.05	12816.15	13762.11
其他业务成本	7411.96	7079.85	7356.22	7273.39	递延所得税资产	4223.03	4366.79	4897.72	5391.82
<b>三、营业利润</b>	12035.48	18920.24	23300.92	27762.66	投资性房地产	1332.51	1387.03	1525.73	1678.31
加：营业外收入	471.94	277.56	303.98	351.16	<b>资产总计</b>	653132.72	694574.09	740862.89	793316.69
减：营业外支出	41.85	138.91	139.25	106.67	短期借款	5656.71	5826.41	6117.73	6423.62
<b>四、利润总额</b>	12465.57	19058.89	23465.65	28007.15	应付短期融资款	18059.34	18962.31	19910.43	20905.95
所得税率	0.21	0.22	0.22	0.22	拆入资金	19314.87	21246.35	22308.67	23424.10
减：所得税	2589.14	4192.96	5162.44	6161.57	交易性金融负债	47645.84	49075.21	51528.97	54105.42
<b>五、净利润</b>	9876.43	14865.93	18303.21	21845.58	衍生金融负债	9311.90	9777.49	10266.37	10779.69
减：少数股东损益	486.53	535.19	588.70	647.57	卖出回购金融资产款	121669.03	125319.10	131585.05	138164.31
归属于母公司所有者的净利润	9389.90	14330.75	17714.51	21198.00	代理买卖证券款	97774.00	127106.20	139816.82	153798.50
<b>财务分析指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	应付职工薪酬	12093.99	12394.95	12818.32	13581.31
<b>成长能力</b>					应付款项	37941.93	29686.76	33814.34	37195.78
营业利润增长率	-25.93%	57.20%	23.15%	19.15%	应付利息	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润增长率	-17.54%	50.52%	23.12%	19.35%	应付债券	116591.70	120089.45	126093.92	132398.62
<b>盈利能力</b>					其他负债	3399.97	3375.12	3273.68	5054.45
ROE	5.99%	8.72%	10.15%	11.31%	<b>负债合计</b>	496301.22	530243.71	566328.77	605836.53
ROA	1.51%	2.14%	2.47%	2.75%	股本	12116.91	12116.91	12116.91	12116.91
<b>资本结构</b>					资本公积金	54422.71	54422.71	54422.71	54422.71
资产负债率	75.99%	76.34%	76.44%	76.37%	盈余公积金	8410.21	8781.85	9239.43	9785.57
<b>每股指标</b>					未分配利润	55197.78	62259.10	70953.12	81329.77
每股收益	0.77	1.18	1.46	1.75	归属于母公司所有者权益合计	153140.77	160386.45	170345.29	182980.64
每股净资产	12.94	13.56	14.40	15.47	<b>所有者权益合计</b>	156831.50	164330.38	174534.11	187480.16

数据来源：Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权归西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn