



2019 年 09 月 22 日

买入(维持)

当前价: 23.34 元

目标价: 27.1 元

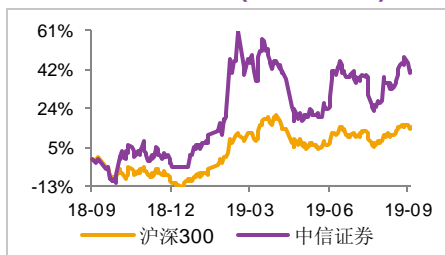
分析师: 李兴

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	372.2	439.0	479.1	518.4
(+/-)	-14.0	17.97	9.12%	8.20%
归母净利润	93.90	130.2	141.7	153.5
(+/-)	-17.8	38.72	8.85%	8.30%
EPS(元)	0.77	1.08	1.17	1.27

资料来源: 联讯证券研究院

中信证券(600030.SH)

【联讯非银】中信证券(600030.SH): 受益资本市场深化改革, 龙头享受估值溢价

投资要点

✧ 龙头地位稳固, 资本优势显著

中信证券为大型综合化的证券集团, 第一大股东为中国中信有限公司, 享受丰富产业资源。公司是在整合中信集团旗下的证券业务基础上成立的, 2003 年在上交所挂牌上市交易, 2011 年在香港联交所挂牌上市交易, 成为中国第一家 A+H 股上市的证券公司, 目前旗下主要控股参股公司包括金石投资、中信期货和华夏基金(持股 62%)等。

中信证券作为行业龙头, 多项核心指标均排名行业首位且领先优势较大。根据 2019 上半年证券公司经营业绩排名, 在资产规模和经营业绩等五项指标排名中, 中信证券全部高居榜首, 其中总资产领先第二位 39%, 净资本领先第二位 18%, 资本规模优势显著, 在 2018 年以来行业重资产业务占比不断增加的趋势下, 中信证券有望凭借其领先的资本实力加速发展资金业务, 提高公司整体收益率。

✧ 业绩稳健增长, 资金业务表现亮眼

中信证券 2019 上半年实现营业收入 217.91 亿元, 同比增长 9%, 实现归母净利润 64.46 亿元, 同比增长 16%, 加权平均净资产收益率 4.11%, 同比增长 0.46 个百分点。净利润增速较一季度数据下滑, 与二季度市场交投活跃度下降、指数下行影响自营投资收益有关。上半年重资产业务表现相对较好, 自营和信用业务收入增幅均超过 45%; 轻资产业务则相对低迷, 只有投行业务取得 3% 的正增长, 资管和经纪业务收入均小幅下跌。

✧ 业务板块: 优势突出, 全面发展

中信证券投行业务持续领先行业, 项目储备丰富。股票承销金额连续四年排名行业第一, 2019 年截止八月首发承销金额 235 亿元, 市场占有率 18.11%, 远超第二名 8 个百分点。项目储备丰富, 中信证券目前在审企业和辅导备案登记受理企业合计 62 家, 排名行业第四, 未来业绩可期。债券承销同样表现强势, 19 上半年债券承销金额、数量均排名同业第一, 债券承销金额连续三年排名市场首位, 且规模逐年增长, 市占率逐步上升。经纪业务方面, 金融科技驱动转型升级, 股基交易市占率不断上升。资管业务有序转型主动管理, 零售业务规模增长。自营加仓已见成效, 期现结合降本增效。总体来看中信证券业务结构均衡, 全面发展同时优势突出。

✧ 证券行业: 业绩随风起, 政策宽松龙头更为受益

证券行业 2019 上半年业绩翻番, 行业杠杆率继续回升。2019 年以来随着各项资本市场改革政策逐步落地, 尤其是以科创板注册制试点为核心的投行政策利好刺激, 国内证券市场整体活跃度较 2018 年同期显著提升。证券行业 131 家券商 2019 上半年合计实现营业收入 1789.41 亿元, 同比增长



41.37%，实现净利润 666.62 亿元，同比增长 102.86%。2019 上半年行业杠杆率继续上升达到 2.92，全年数据有望实现连续三年上涨。证券行业杠杆率提升有望盘活资本，尤其利于自营投资和信用业务等资本金消耗性业务发展。2019 年以来证监会、交易所颁布多项政策，对证券行业整体利好，以中信证券为代表的龙头券商更为受益。无论是科创板快速落地、股指期货交易松绑，还是鼓励险资入市、加大对外开放，均对证券行业有着长期且深远的意义。监管政策维持宽松创新基调，叠加边际宽松的货币政策，证券行业将迎来快速发展期。

✧ 盈利预测与投资评级

我们预测 2019-2020 年，中信证券营业收入为 439.09/479.15 亿元；归母净利润分别为 130.26/141.78 亿元，分别同比增 38.72%/8.85%；对应每股 EPS 为 1.08/1.17 元，预计中信证券 2019 年 BVPS 为 13.91 元。

中信证券行业龙头地位稳固，直接受益于资本市场政策红利，风控制度完善连续三年 AA 评级，享受风险资本准备计提折扣；收购广州证券将进一步扩展业务版图，分享粤港澳大湾区发展红利；减持中信建投股票有望直接增厚 2019 年投资收益；员工持股计划加强员工积极性同时提升经营效率。参考行业整体及可比公司估值情况，给予目标价 27.1 元，对应 2019 年市净率 1.9X，维持“买入”评级。

✧ 风险提示

并购减持进展不及预期，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、中信证券：龙头地位稳固，资本优势显著	6
二、业务板块：优势突出，全面发展	8
（一）投行业务：行业地位领先，项目储备丰富	8
（二）经纪业务：金融科技驱动转型升级，市占率不断上升	13
（三）自营投资：适时加仓见成效，期现结合降本增效	14
（四）资管业务：有序转型主动管理，零售业务规模增长	17
三、证券行业：业绩随风起，政策宽松龙头受益	18
（一）证券行业 2019 上半年业绩翻番，行业杠杆率继续回升	18
（二）监管政策持续松绑，龙头券商更为受益	22
四、盈利预测和估值	23
五、风险提示	25

图表目录

图表 1： 中信证券前十大股东明细	6
图表 2： 中信证券五项核心指标均排名行业第一	6
图表 3： 中信证券各项业务收入行业排名	7
图表 4： 公司近五年营收及增速	7
图表 5： 公司近五年净利润及增速	7
图表 6： 中信证券 2019 上半年分业务收入（亿元）	7
图表 7： 近年 A 股股权融资情况	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： 公司 2019 上半年 IPO 和再融资承销金额均逆势增长（亿元）	9
图表 11： 公司 IPO 项目储备排名行业第四	9
图表 12： 公司 2019 年上半年债券承销结构（亿元）	10
图表 13： 近五年债券承销金额及行业排名	10
图表 14： 中信证券挂牌企业总资产均值领先行业(亿元，截止 20190902)	11
图表 15： 中信证券做市企业总市值行业第四(亿元，截止 20190902)	12
图表 16： 中信证券 2019 年截止 8 月份并购情况	12
图表 17： 2018 财务顾问参与并购业务排名前十情况	12



图表 18: 中信证券股基交易市占率不断上升.....	13
图表 19: 2019 年上半年代理买卖证券业务净收入(含席位租赁)排名(亿元).....	14
图表 20: 公司自营资产结构变化.....	15
图表 21: 自营业务权益投资规模占净资本比重情况.....	15
图表 22: 中信证券自营业务权益投资历年规模(亿元)及变化.....	16
图表 23: 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.....	16
图表 24: 中信证券资管规模结构变化(亿元).....	17
图表 25: 上市券商 2019 上半年资管业务净收入前十位.....	18
图表 26: 2019 上半年盈利证券公司数量 119 家.....	18
图表 27: 2019H 行业营业收入增长 41.37%.....	19
图表 28: 2019H 行业净利润增长 102.86%.....	19
图表 29: 2019 上半年证券投资收益(含公允价值变动)收入增幅最大.....	19
图表 30: 自营业务收入规模居首.....	20
图表 31: 净资产增速连续三年下滑.....	20
图表 32: 2019 上半年全行业 ROE 显著回升.....	21
图表 33: 2019 上半年行业杠杆率达到 2.92.....	21
图表 34: 近十二月 A 股日均成交额走势.....	22
图表 35: 2019 年以来证券行业主要政策与事件.....	22
图表 36: 中信证券盈利预测(亿元).....	23
图表 37: A 股市值前十大券商估值情况(截止 20190920).....	24
图表 38: 头部券商 ROE 情况.....	24
图表 39: 中信证券 PB-Band.....	26
图表 40: 公司财务预测表.....	27



投资案件

投资评级与估值

我们预测 2019-2020 年，中信证券营业收入为 439.09/479.15 亿元；归母净利润分别为 130.26/141.78 亿元，分别同比增 38.72%/8.85%；对应每股 EPS 为 1.08/1.17 元，预计中信证券 2019 年 BVPS 为 13.91 元。

中信证券作为行业龙头直接受益于资本市场政策红利，风控制度完善连续三年 AA 评级，收购广州证券将进一步扩展业务版图，减持中信建投股票有望增厚 2019 年投资收益，员工持股计划加强员工积极性提升经营效率。参考行业整体及可比公司估值情况，给予目标价 27.1 元，对应 2019 年市净率 1.9X，维持“买入”评级

关键假设点

假设 2019-2021 年股基交易额分别为 121、133、146 万亿，中信证券股基交易市占率分别为 6.1%、6.15%和 6.2%，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

中信证券不仅受益于政策宽松带来的行情上涨，同时受益于自身机构客户众多带来的可持续性收入，对市场行情依赖性相对较小，业绩增长更为稳健。

股价表现催化剂

证券行业政策维持宽松创新基调，资本市场深化改革正在进行时，金融供给侧结构性改革逐步落地，货币政策边际宽松，统计近十次降准公告后券商板块月平均涨幅超 7%。目前板块市净率 1.6x，处于历史估值 22%分位点，估值具备安全边际。

中信证券行业龙头地位稳固，直接受益于资本市场政策红利，风控制度完善连续三年 AA 评级，享受风险资本准备计提折扣；收购广州证券将进一步扩展业务版图，分享粤港澳大湾区发展红利；减持中信建投股票有望直接增厚 2019 年投资收益，员工持股计划加强员工积极性同时提升经营效率。

核心风险提示

并购减持进展不及预期，股票质押风险，流动性风险，政策推进不及预期。



一、中信证券：龙头地位稳固，资本优势显著

中信证券为大型综合化的证券集团，第一大股东为中国中信有限公司，直接持股比例 16.50%。公司是在整合中信集团旗下的证券业务基础上成立的，2003 年在上交所挂牌上市交易，2011 年在香港联交所挂牌上市交易，是中国第一家 A+H 股 IPO 上市的证券公司，目前旗下主要控股参股公司包括金石投资、中信期货和华夏基金（持股 62%）等。

图表1： 中信证券前十大股东明细

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	股本性质
1	香港中央结算(代理人)有限公司	2,277,214,267	18.79	H 股流通股
2	中国中信有限公司	1,999,695,746	16.50	A 股流通股
3	中国证券金融股份有限公司	362,296,197	2.99	A 股流通股
4	香港中央结算有限公司(陆股通)	215,943,935	1.78	A 股流通股
5	中央汇金资产管理有限责任公司	198,709,100	1.64	A 股流通股
6	大成基金-农业银行-大成中证金融资产管理计划	153,726,217	1.27	A 股流通股
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	A 股流通股
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	A 股流通股
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	A 股流通股
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	A 股流通股

资料来源：联讯证券，万德

中信证券不断探索与实践新的业务模式，在行业内率先提出并践行新型买方业务，布局直接投资、债券做市、大宗交易等业务。自成立以来，中信证券净资本、净资产和总资产等规模优势显著，盈利能力突出。投资银行、财富管理、固定收益、资产管理等各项业务均保持市场领先地位。目前，中信证券零售客户已超过 800 万户，境内企业与机构客户 3.5 万家，对主要央企、重要地方国企、有影响力上市公司做到了深度覆盖。

中信证券作为行业龙头，多项核心指标均排名行业首位且领先第二名较大幅度。根据证券业协会统计的 2019 上半年证券公司经营业绩排名，在资产规模和经营业绩类别五项指标排名中，中信证券全部高居榜首，其中总资产领先第二位国泰君安 39%，净资产领先第二位 18%，资本规模优势显著，在 2018 年以来资本金消耗性业务比重不断扩大的趋势下，中信证券有望凭借其傲视群雄的资本实力大力发展重资产业务，进一步体现行业马太效应。在与行业平均水平的对比中，中信证券更是五项指标均超出行业平均水平 670%以上，龙头地位稳固。

图表2： 中信证券五项核心指标均排名行业第一

	总资产	净资产	净资本	营业收入	净利润
中信证券（亿元）	5452.71	1265.21	951.6	108.01	46.2
行业第二名（亿元）	3908.97	1171.8	804.24	96.9	44.32
领先行业第二	39%	8%	18%	11%	4%
行业平均水平（亿元）	541.98	149.62	123.66	13.66	5.09
领先行业平均	906%	746%	670%	691%	808%

资料来源：联讯证券，证券业协会

中信证券近年来各业务板块均衡发展，均处行业领先地位。2019 上半年除经纪业务收入排名行业第六位以外，中信证券各项业务收入排名均处行业前五，



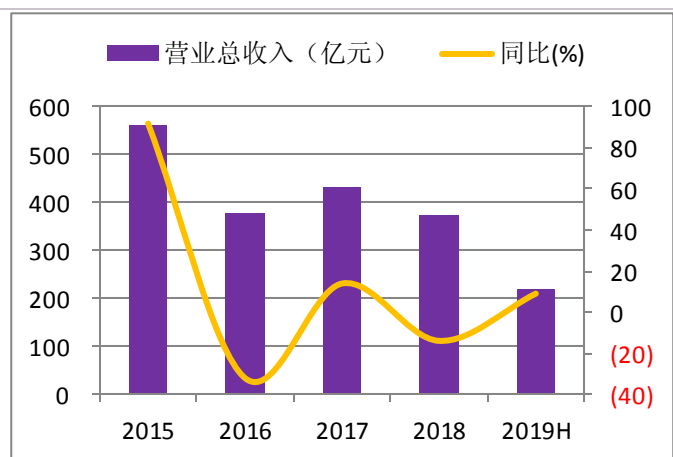
图表3： 中信证券各项业务收入行业排名

项目	行业排名
总资产	1
净资产	1
净资本	1
营业收入	1
净利润	1
代理买卖证券业务净收入	6
承销与保荐业务净收入	2
受托资产管理业务净收入	5
证券投资收入	1
融资融券业务收入	1

资料来源：联讯证券，证券业协会

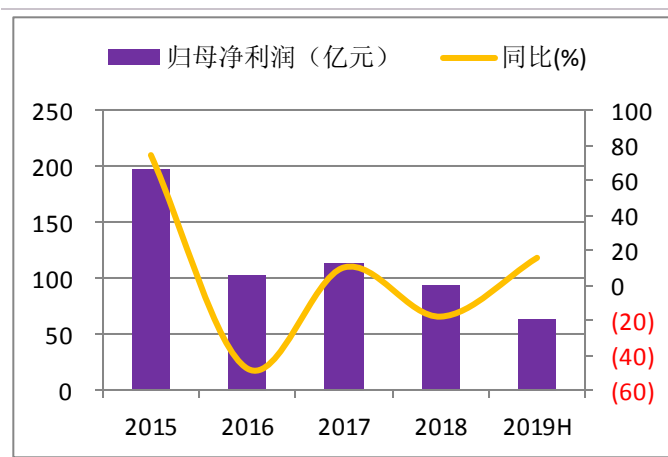
中信证券 2019 上半年实现营业收入 217.91 亿元，同比增长 9%，实现归母净利润 64.46 亿元，同比增长 15.82%，加权平均净资产收益率 4.11%，同比增长 0.46 个百分点。净利润增速较一季度数据下滑，与二季度市场交投活跃度下降、指数下行影响自营投资收益有关。

图表4： 公司近五年营收及增速



资料来源:联讯证券，万德

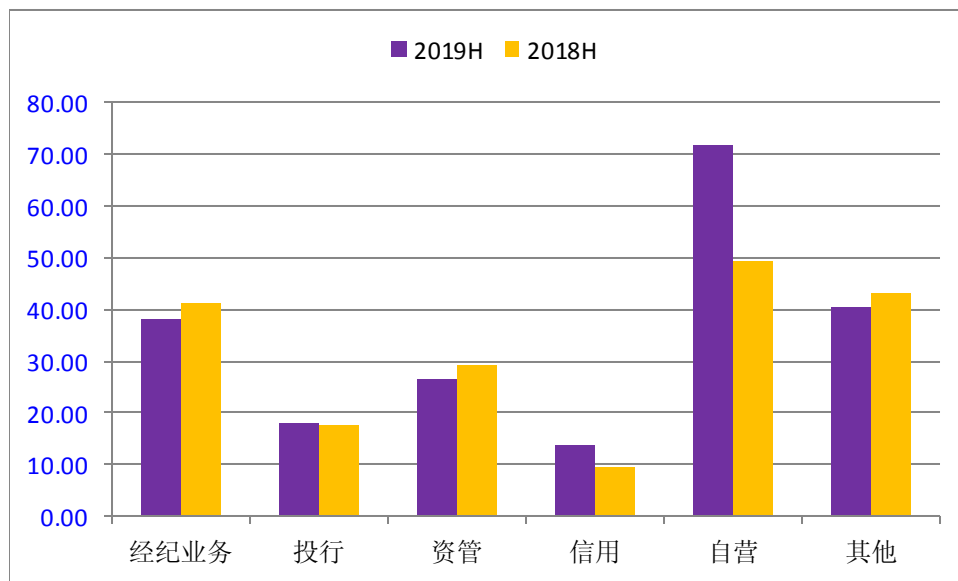
图表5： 公司近五年净利润及增速



资料来源:联讯证券，万德

上半年重资产业务表现相对较好，自营和信用业务收入增幅均超过 45%；轻资产业务则相对低迷，只有投行业务取得 3%的正增长，资管和经纪业务收入均小幅下跌。

图表6： 中信证券 2019 上半年分业务收入（亿元）



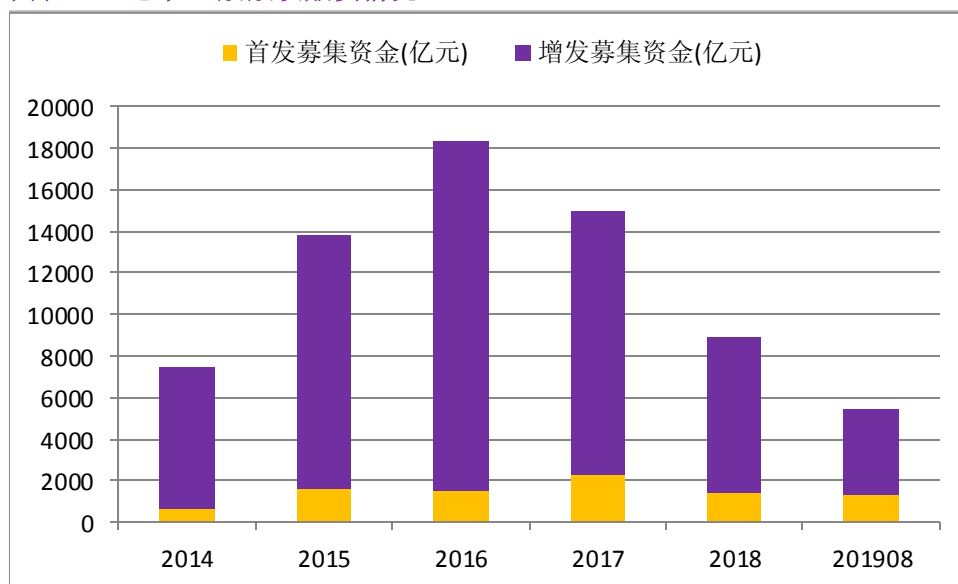
资料来源:联讯证券, 万德

二、业务板块：优势突出，全面发展

（一）投行业务：行业地位领先，项目储备丰富

截止 2019 年 8 月，A 股股权融资金额 5466 亿元，较去年同期下滑 25%。不过首发募集资金同比上升 27%，主要受科创板首发利好刺激，2019 年 7 月单月 A 股首发募集资金达到 446 亿元，为 2015 年 7 月以来单月募集资金最高一月。

图表7： 近年 A 股股权融资情况



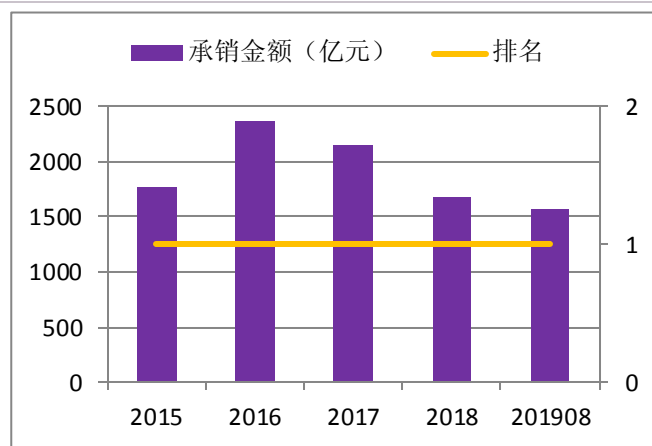
资料来源:联讯证券, 万德

根据万德统计的股权承销排行榜，2015 年以来中信证券承销金额均排名行业第一，



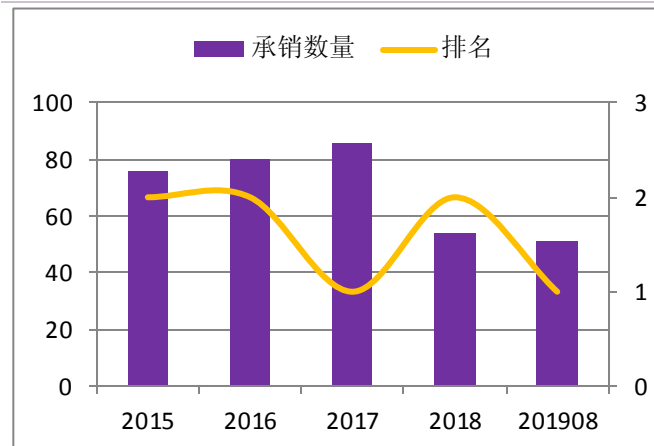
承销数量均排名行业前两位，2019 年截止八月份中信证券首发承销金额 235 亿元，市场占有率 18.11%，大幅超出第二名中信建投 10.53% 的市占率，龙头地位稳固，投行优势明显。

图表8： 股权承销金额（亿元）



资料来源:联讯证券, 万德

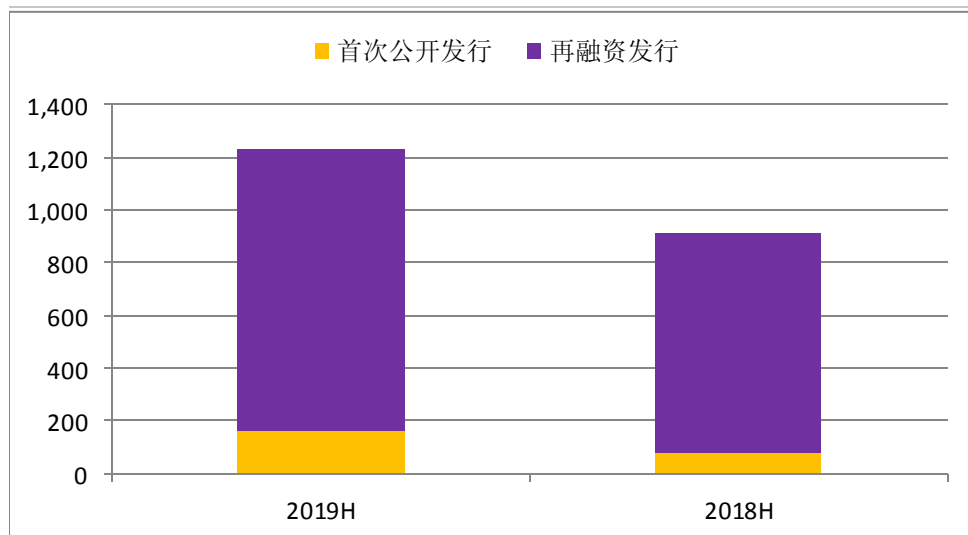
图表9： 股权承销数量



资料来源:联讯证券, 万德

2019 年上半年，公司完成 A 股主承销项目 36 单，主承销金额人民币 1,228.69 亿元（含定增），排名市场第一。其中，IPO 主承销项目 10 单，主承销金额人民币 160.29 亿元；再融资主承销项目 26 单，主承销金额人民币 1,068.40 亿元。

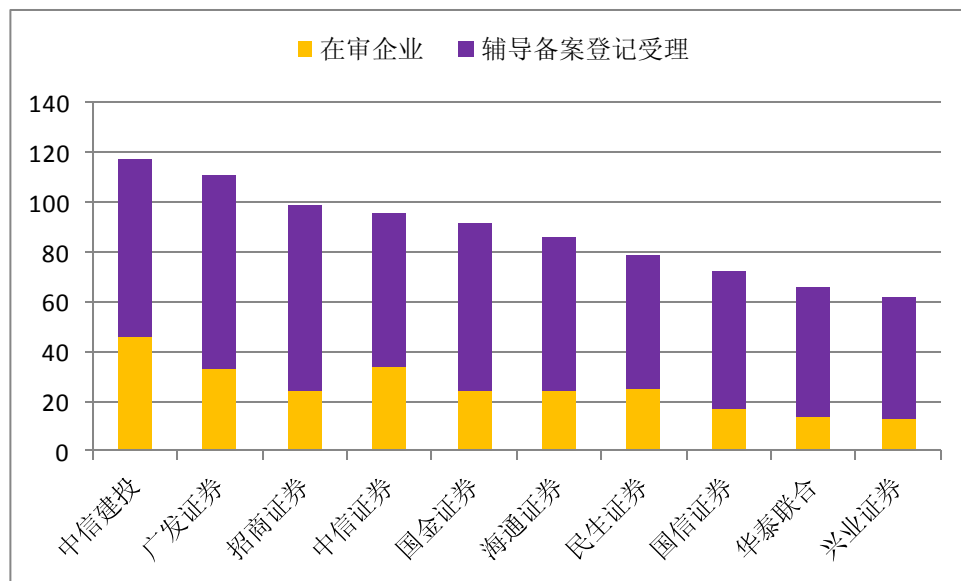
图表10： 公司 2019 上半年 IPO 和再融资承销金额均逆势增长（亿元）



资料来源:联讯证券, 公司公告

截止 2019 年 8 月，中信证券拥有保荐代表人 193 人，排名行业第三位，仅次于中信建投和广发证券。IPO 项目储备方面，中信证券目前在审企业和辅导备案登记受理企业合计 62 家，排名行业第四。具体来看目前已受理的 ipo 项目 9 个，已反馈的 15 个，已预披露更新项目 4 个。目前在审企业总计 34 家。

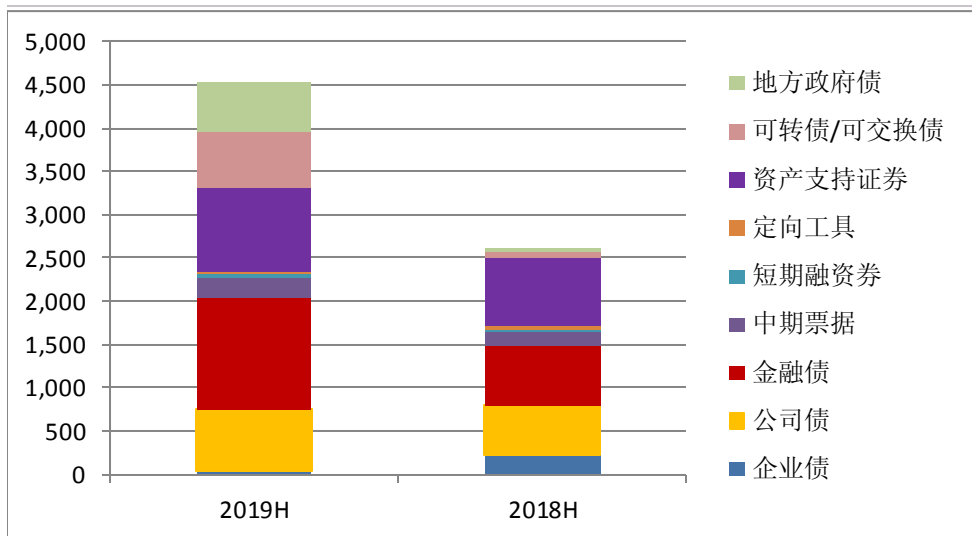
图表11： 公司 IPO 项目储备排名行业第四



资料来源:联讯证券, 万德

2019 年债券一级市场发行回暖, 上半年债券发行总规模 13.38 万亿元, 同比增长 38.80%; 信用债券发行总规模 6.61 万亿元, 同比增长 40.04%。2019 年上半年, 公司主承销各类信用债券合计 942 支, 主承销金额人民币 4,528.69 亿元, 市场份额 4.92%, 债券承销金额、承销支数均排名同业第一, 继续保持在债券承销市场的领先地位。

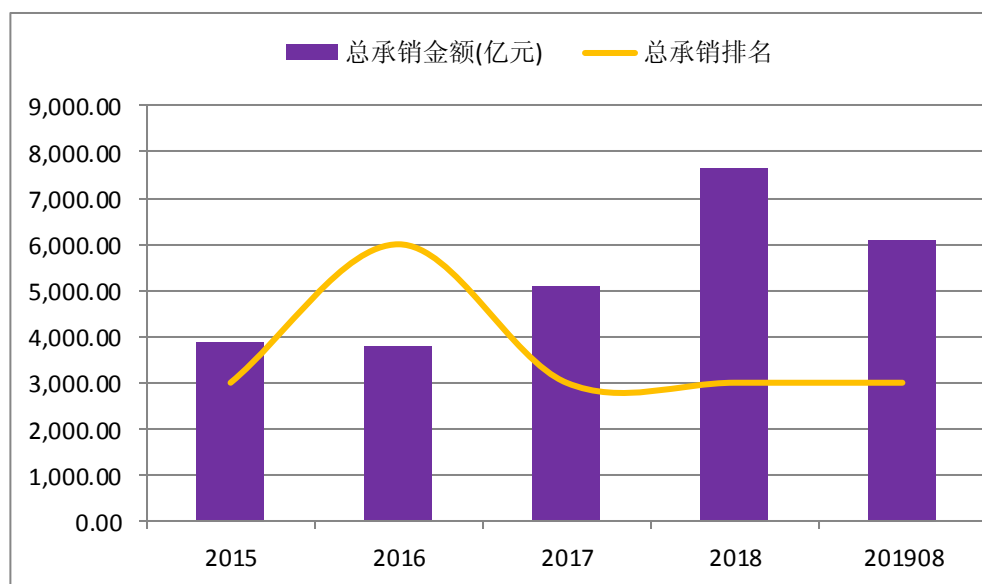
图表12: 公司 2019 年上半年债券承销结构 (亿元)



资料来源:联讯证券, 公司公告

从中信证券历年债券承销规模排名情况来看, 中信证券近三年债券承销金额排名均处市场首位, 且承销规模逐年增长, 市场占有率也是逐步上升, 由 2015 年的 3.33% 上升到 2019 年上半年的 4.92%。

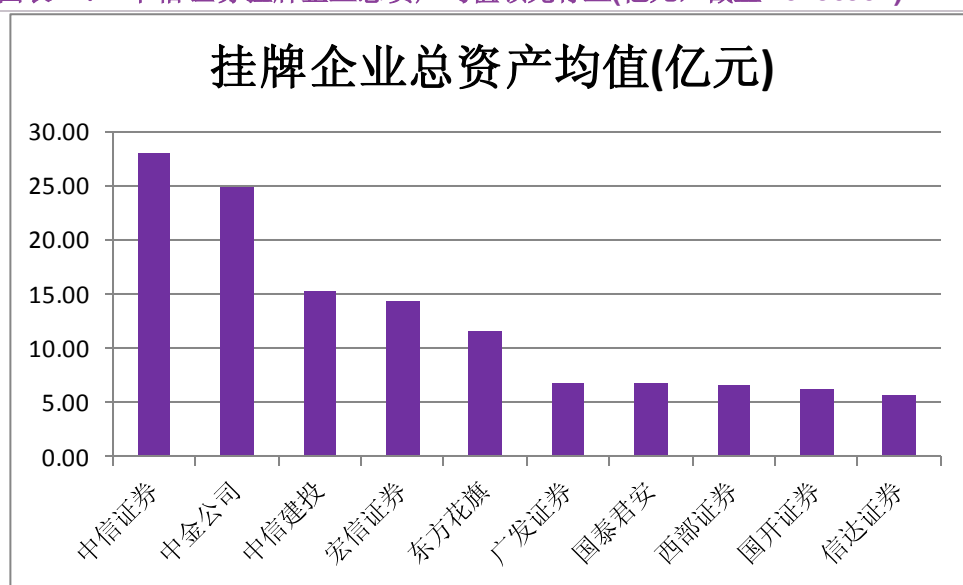
图表13: 近五年债券承销金额及行业排名



资料来源:联讯证券, 万德

新三板业务方面,截至 2019 年中,新三板市场挂牌企业共 9,921 家,总股本 5,986.66 亿股,总市值人民币 32,494.10 亿元。2019 年上半年,新三板市场总成交金额人民币 385.75 亿元,完成股票发行募集资金总额人民币 174.16 亿元。截至 2019 年中,新三板成指收于 938.47 点,较 2018 年末下降 1.71%,新三板做市指数收于 760.68 点,较 2018 年末上升 5.81%。公司作为主办券商在持续督导的挂牌公司共 22 家,在 2018 年度股转公司主办券商执业质量评价中位列第一档,同时中信证券挂牌企业总资产均值领先行业,表明中信证券在新三板挂牌项目选择上偏向于大规模企业。

图表 14: 中信证券挂牌企业总资产均值领先行业(亿元, 截止 20190902)



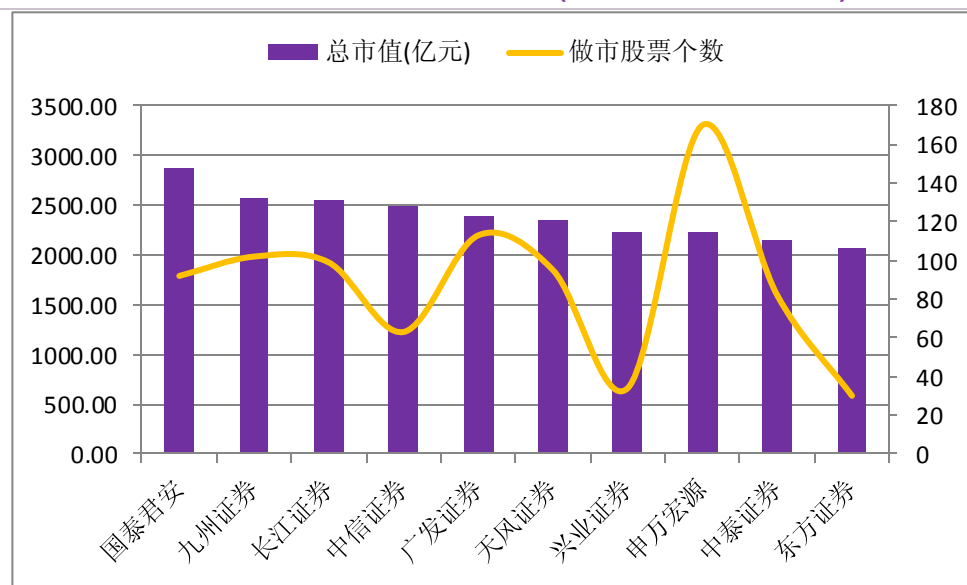
资料来源:联讯证券, 万德

2018 年末,中信证券为 93 家挂牌公司提供了做市服务,其中 44 家公司进入了创新层。2019 年以来,公司新三板做市业务把握市场趋势,持续优化持仓结构,截止 2019 年 9 月 2 日,中信证券做市企业 63 家,较年初减少三分之一,做市企业总市值 2488 亿



元，目前位居行业第四。

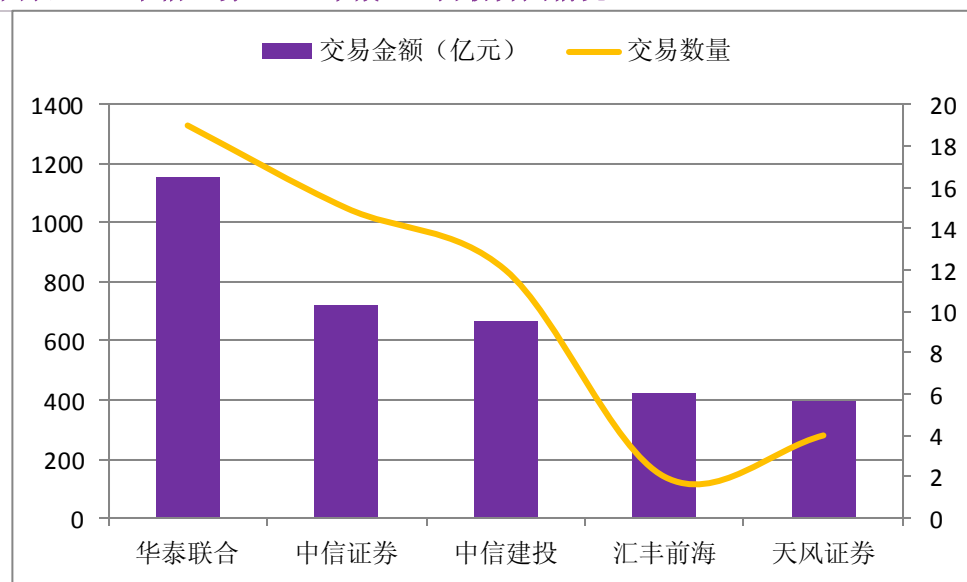
图表15： 中信证券做市企业总市值行业第四(亿元，截止 20190902)



资料来源:联讯证券, 万德

2019 年截止 8 月份，公司以财务顾问参与并购金额 127 亿元，交易数量 15 件，均排名行业第二。在央企内部重组、市场化并购、跨境并购等领域，公司完成了中国铝业债转股、中国外运吸收合并外运发展、美的集团吸收合并小天鹅、中粮地产收购大悦城地产等多单具有市场影响力及创新性的并购重组交易。

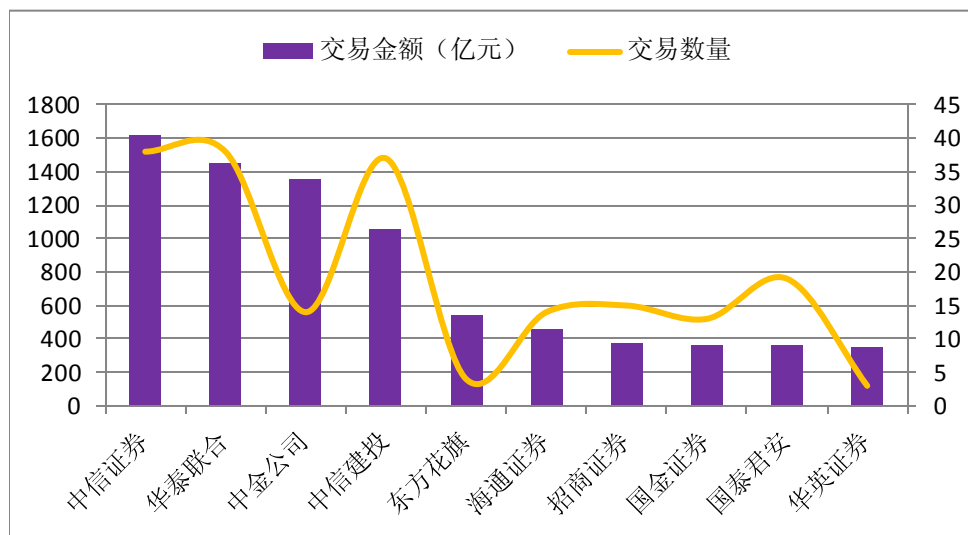
图表16： 中信证券 2019 年截止 8 月份并购情况



资料来源:联讯证券, 万德

根据万德数据统计，中信证券 2018 年全年累计参与 38 笔并购业务，交易金额 1622 亿元，市场占有率达到 12.69%，均位居行业首位。

图表17： 2018 财务顾问参与并购业务排名前十情况



资料来源:联讯证券, 万德

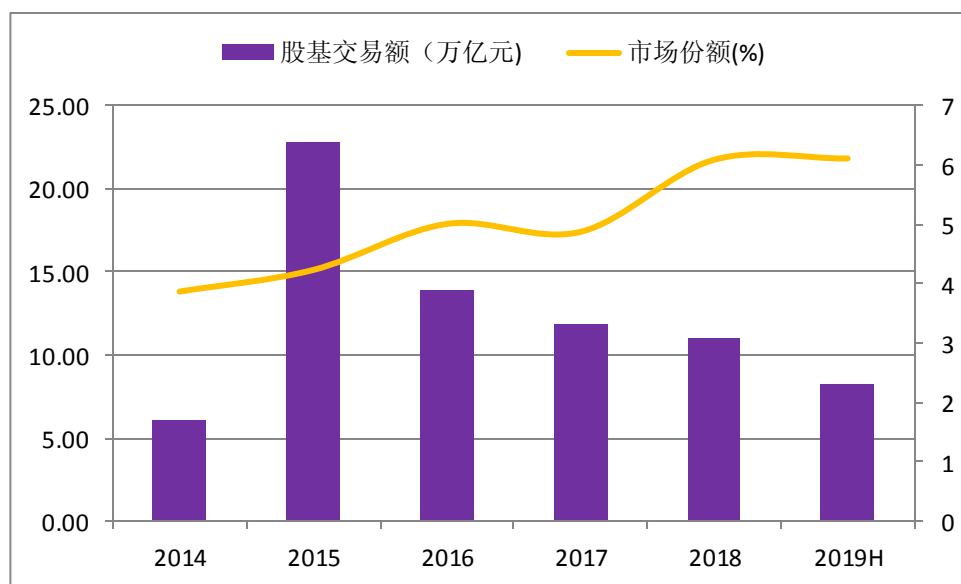
跨境并购业务方面, 公司发挥全球化布局优势, 积极响应国家“一带一路”倡议, 把握企业产业整合及市场拓展诉求, 为境内外客户提供跨境并购综合解决方案, 推动中国企业加速实现产业转型及国际化。2019 年上半年, 公司协助中粮地产完成对大悦城地产的人民币 147 亿元控股收购, 实现中粮集团地产板块 A+H 双轮驱动; 协助汤臣倍健收购澳洲益生菌品牌 Life-SpaceGroup 交易通过中国证监会审核, 推动汤臣倍健的海外战略布局进一步延伸。

中信证券投行品牌优势突出, 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, 2018 年荣获 FinanceAsia 评选的最佳证券承销商、最佳权益证券发行机构、最佳跨国并购交易奖, 荣获新财富评选的本土最佳投行、最佳股权承销投行、最佳债权承销投行、最佳并购投行。突出的投行品牌优势为公司不断获得企业客户, 并为其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, 降低获客成本同时拓宽了业务收入渠道。

(二) 经纪业务: 金融科技驱动转型升级, 市占率不断上升

2019 年上半年, 国内证券市场整体活跃度较 2018 年同期提升, 中信证券优化客户分级分类服务体系, 深度梳理客户服务需求与公司服务能力, 实现客户差异化需求的精准识别与服务匹配; 丰富配置投资产品体系, 探索超高净值客户服务新抓手; 深度应用人工智能、大数据等科技, 自主打造集“产品销售、投资顾问、资产配置”为一体的财富管理平台, 依托智能引擎, 通过数据驱动、金融科技驱动实现财富管理升级。2019 年上半年, 公司个人客户累计超 850 万户, 一般法人机构客户 3.6 万户, 托管客户资产合计超过 5 万亿元, 代理股票基金交易金额超过 8 万亿元, 市占率 6.11%, 较 2014 年数据上升 2.24 个百分点。

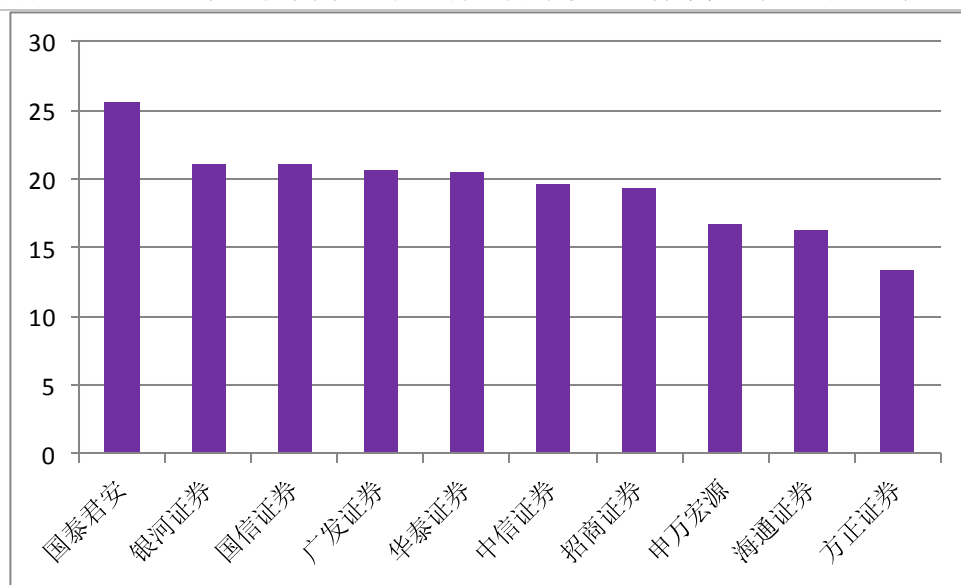
图表18: 中信证券股基交易市占率不断上升



资料来源:联讯证券, 万德, 公司公告

从证券业协会统计的 2019 年上半年代理买卖证券业务净收入 (含席位租赁) 排名来看, 中信证券以 19.58 亿元的收入排名行业第六, 国泰君安以 25.55 亿元位居行业第一。

图表19: 2019 年上半年代理买卖证券业务净收入 (含席位租赁) 排名 (亿元)



资料来源:联讯证券, 证券业协会

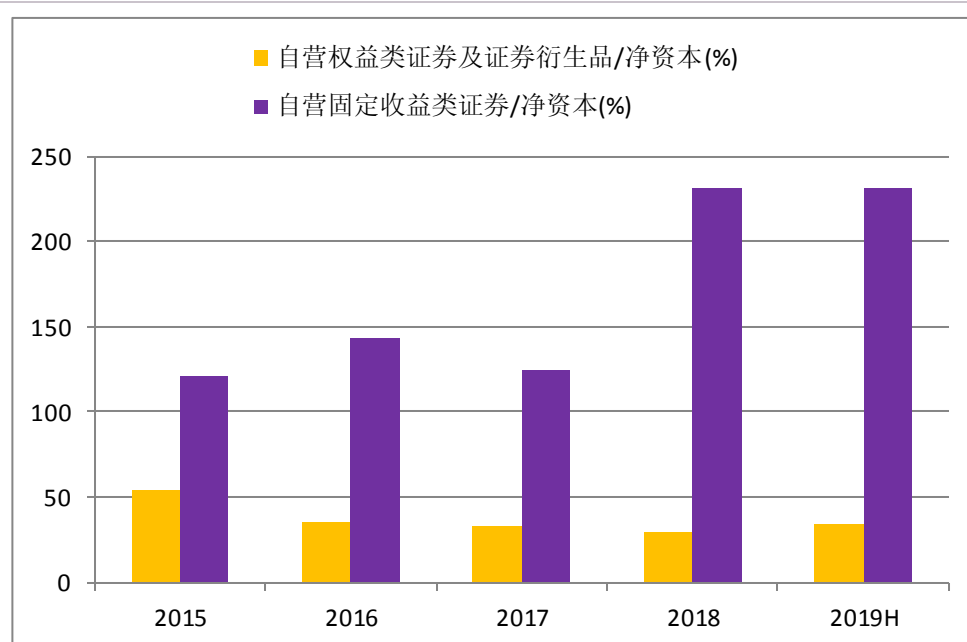
(三) 自营投资: 适时加仓见成效, 期现结合降本增效

2019 年上半年, 公司股票自营业务以产业基本面研究为抓手, 聚焦优质成长企业, 结合宏观资产配置视角, 继续坚持绝对收益导向, 业绩实现稳健增长。截至上半年末中信证券权益类自营资产 326.78 亿元, 较 2018 年底规模增长 23%, 适时加仓取得良好收益; 固收投资保持稳健, 截止 2019 年中规模 2196.10 亿元, 较 2018 年底规模增长仅 3%。公司上半年自营投资业务收入 72 亿元, 较去年同期增长 45%, 是各项业务中增长



规模最大的板块。通过期现结合的方式，形成灵活的资金管理系统，节约了资本成本，降低业绩波动，有效控制了组合的市场风险。公司另类投资业务积极应对市场变化，基于宏观分析和判断，以量化交易为核心，灵活运用各种金融工具和衍生品进行风险管理，开拓多市场多元化的投资策略，有效分散了投资风险，丰富收益来源。2019 年上半年，金石投资完成对外投资约人民币 14 亿元，涉及医疗器械、先进制造、新能源、新材料等领域。截至报告期末，金石投资在管私募股权投资基金 15 支，管理规模约人民币 400 亿元。中信证券投资全面覆盖了科技及先进制造、现代服务业、医疗健康、并购综合等投资方向，立足国内市场，并对国际前沿技术领域进行布局。中信证券投资作为公司自有资金股权投资平台，一直积极参与支持科技创新型企业发展，科创板市场推出后，投资的 9 家企业已申报科创板 IPO，同时依照监管要求，中信证券投资在公司保荐的科创板 IPO 中进行战略投资。

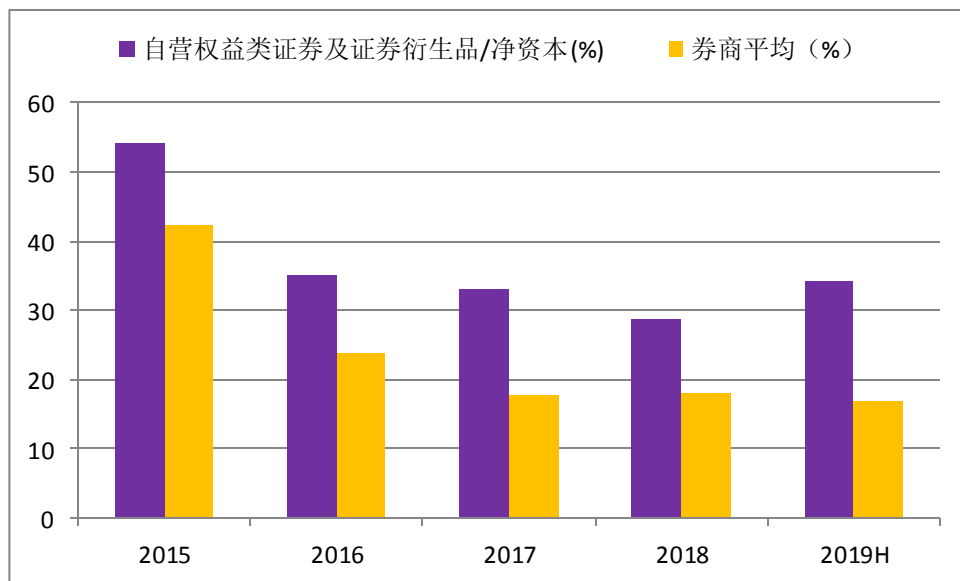
图表20： 公司自营资产结构变化



资料来源:联讯证券，万德

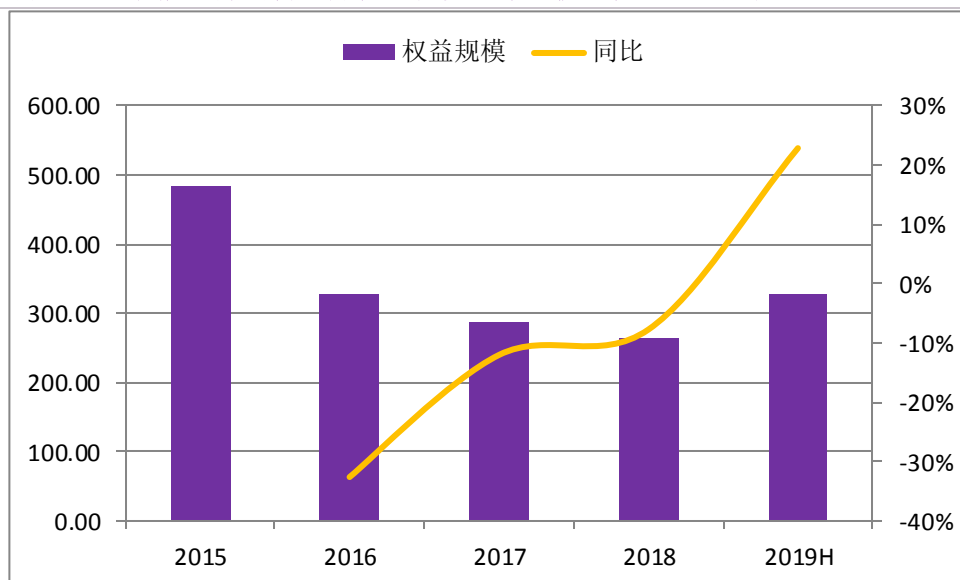
从自营权益投资趋势来看，公司自营业权益投资规模占净资本比重一直高于行业平均水平，且2015-2018年一路下滑，由2015年占比54.29%下滑至2018年占比28.91%。2019年上半年公司把握市场上涨趋势，加强权益投资，自营业权益投资规模占净资本比重回升至34.34%。

图表21： 自营业权益投资规模占净资本比重情况



资料来源:联讯证券, 万德

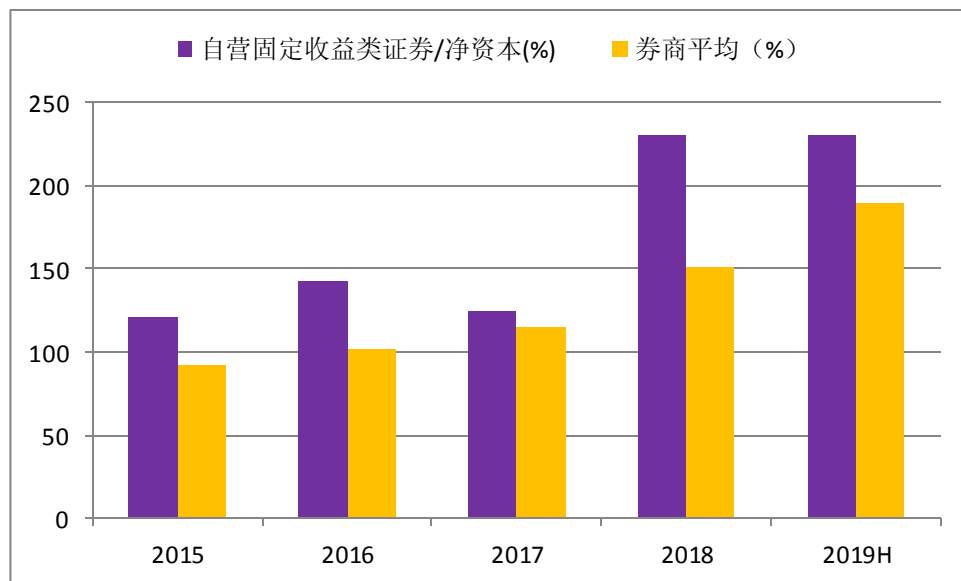
图表22: 中信证券自营业务权益投资历年规模(亿元)及变化



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 年之后总体呈上升趋势, 且均高于券商平均水平。

图表23: 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

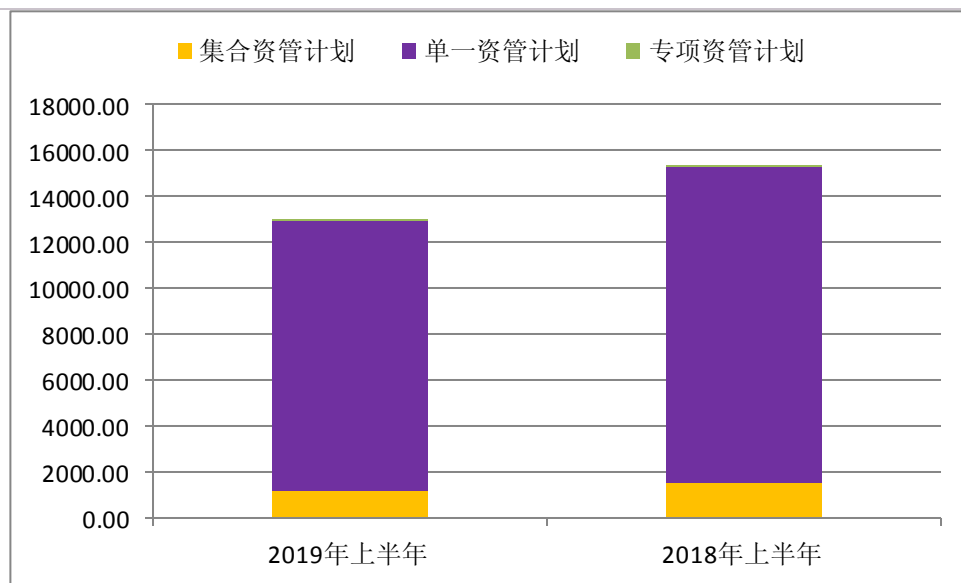


资料来源:联讯证券, 万德

(四) 资管业务: 有序转型主动管理, 零售业务规模增长

中信证券资产管理业务坚持“立足机构、兼顾零售”的总体发展思路, 积极推进科研成果转化, 顺应监管变化加速业务转型, 针对银行业务转型努力开拓新的业务模式, 注重零售业务规模增长, 有序压降通道业务规模。截至 2019 年中, 中信证券资产管理规模为人民币 12, 969.13 亿元, 主动管理规模人民币 5, 631.11 亿元, 主动管理规模占比 43.42%, 同比提升 5.4 个百分点。其中, 集合资产管理计划规模、单一资产管理计划规模与专项资产管理计划的规模分别为人民币 1, 179.12 亿元、11, 782.36 亿元和 7.66 亿元, 私募资产管理业务市场份额 9.98%, 排名行业第一。

图表24: 中信证券资管规模结构变化(亿元)



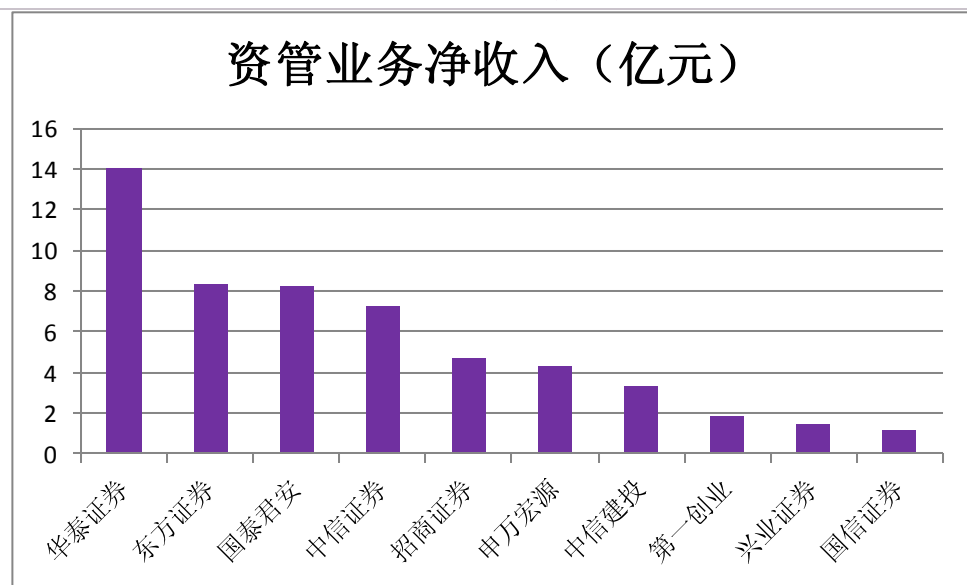
资料来源:联讯证券, 公司公告

根据上市券商公布的 2019 半年报, 中信证券以 7.26 亿元资管业务净收入在上市券



商中排名第四。

图表25： 上市券商 2019 上半年资管业务净收入前十位



资料来源:联讯证券, 万德

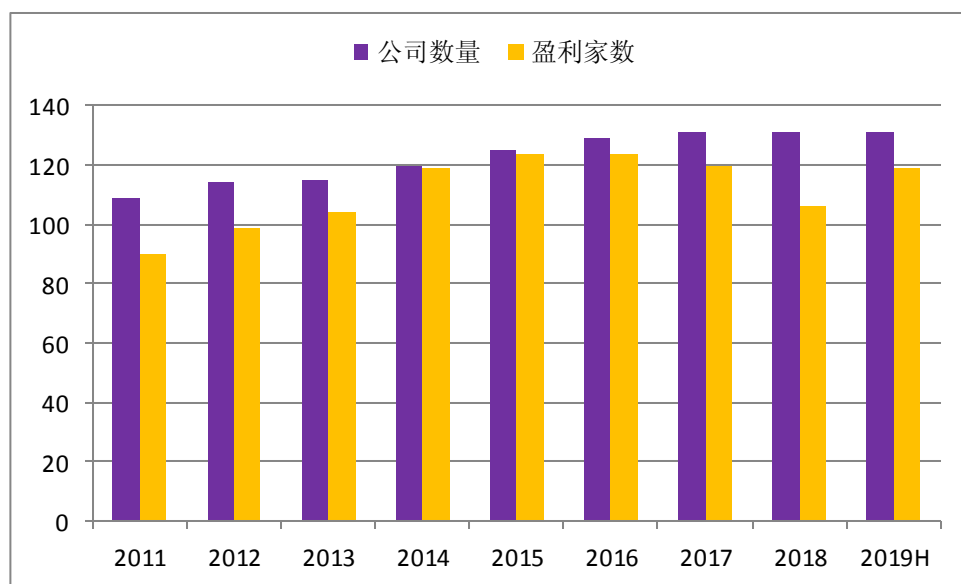
三、证券行业：业绩随风起，政策宽松龙头受益

（一）证券行业 2019 上半年业绩翻番，行业杠杆率继续回升

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

2019 年以来随着各项资本市场改革政策逐步落地，尤其是以科创板注册制试点为核心的投行政策利好刺激，国内证券市场整体活跃度较 2018 年同期提升，根据万德数据统计，截止 2019 年七月底，沪深两市股基交易额 83.76 万亿元，较去年同期上涨 27%。上证指数截止 2019 年 9 月 2 日收于 2924.11，较年初上涨 17%。市场活跃度提升，资本市场主要参与者——券商首先受益，2019 上半年盈利证券公司数量 119 家，较 2018 年底数据增加 13 家，一改过去两年盈利公司数量下滑趋势。

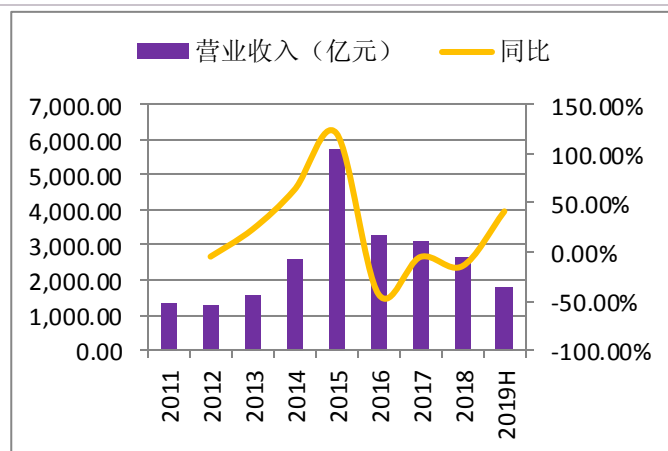
图表26： 2019 上半年盈利证券公司数量 119 家



资料来源：证券业协会，联讯证券

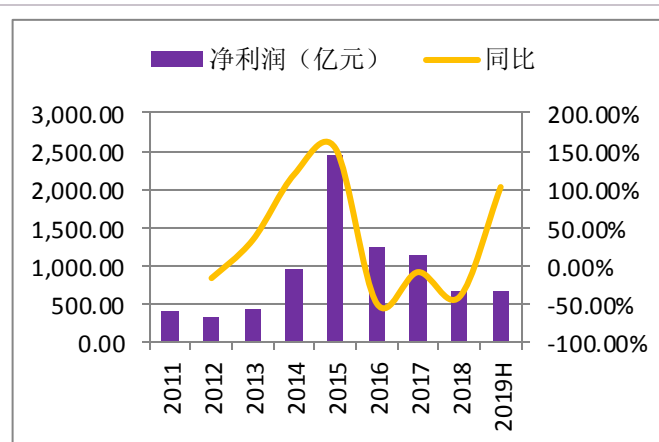
证券行业 131 家券商 2019 上半年合计实现营业收入 1,789.41 亿元，同比增长 41.37%，实现净利润 666.62 亿元，同比增长 102.86%。

图表27： 2019H 行业营业收入增长 41.37%



资料来源：联讯证券，证券业协会

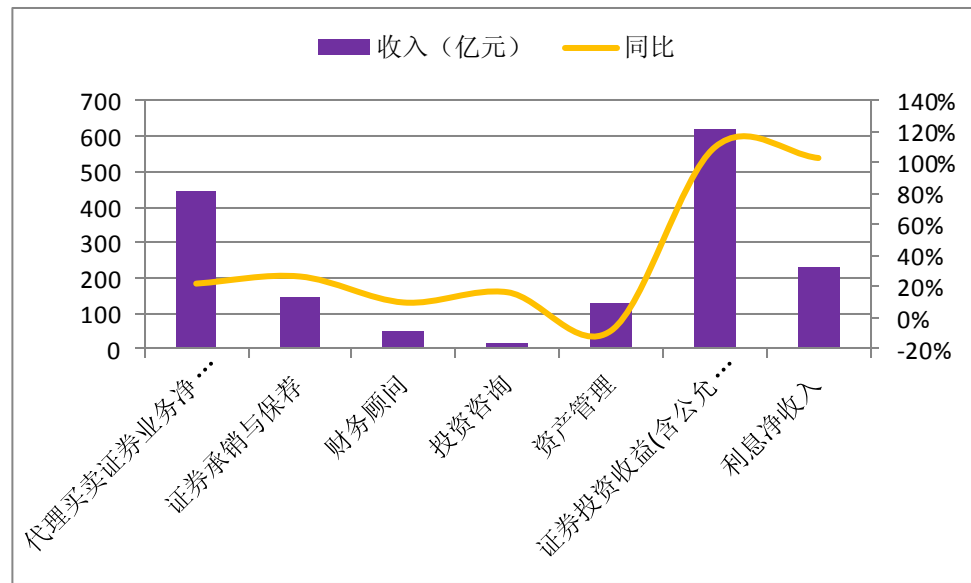
图表28： 2019H 行业净利润增长 102.86%



资料来源：联讯证券，证券业协会

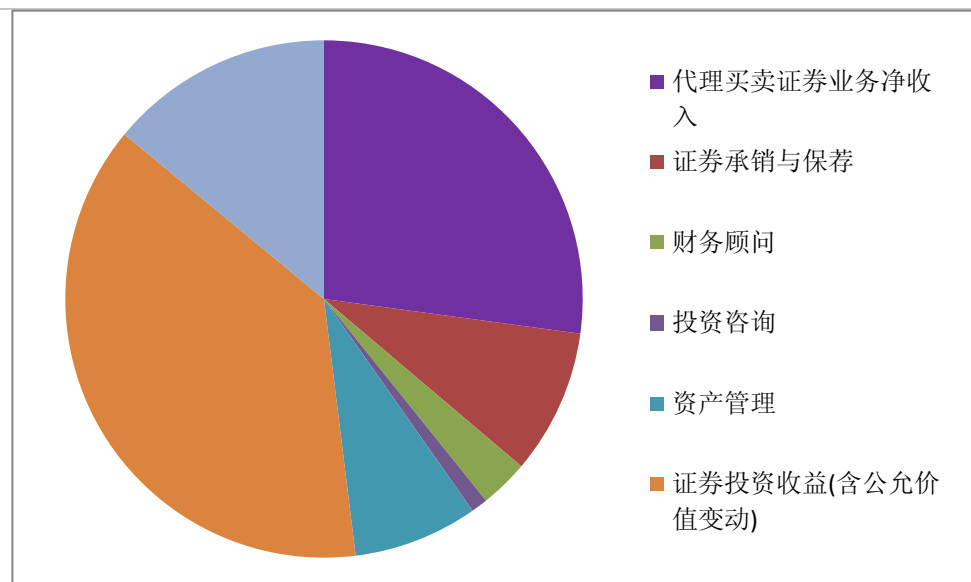
分业务板块来看，收入规模排名前三位的业务依次是证券投资、代理买卖证券和利息净收入。2019 上半年除资管业务外，其他各板块业务收入均同比正增长，其中证券投资收益(含公允价值变动)收入增幅最大为 110%，其次是利息净收入增幅 103%，重资产业务弹性显著，均同比翻番。轻资产业务方面，经纪业务收入同比增长 22%，低于市场股基交易额涨幅，主要由于行业佣金率继续下滑，投行业务收入同比增长 27%，资管业务由于行业整体规模压缩，收入同比下降 8%。

图表29： 2019 上半年证券投资收益(含公允价值变动)收入增幅最大



资料来源:联讯证券, 证券业协会

图表30: 自营业务收入规模居首



资料来源:联讯证券, 证券业协会

2019 上半年行业资产规模迅速扩张, 总资产创下历史新高, 越过 7 万亿大关, 较 2018 年底数据增长 11.29%, 净资产 1.96 万亿, 较 2018 年底增长 5.38%, 净资本 1.62 万亿, 较年初数据增长 3.85%。

图表31: 净资产增速连续三年下滑

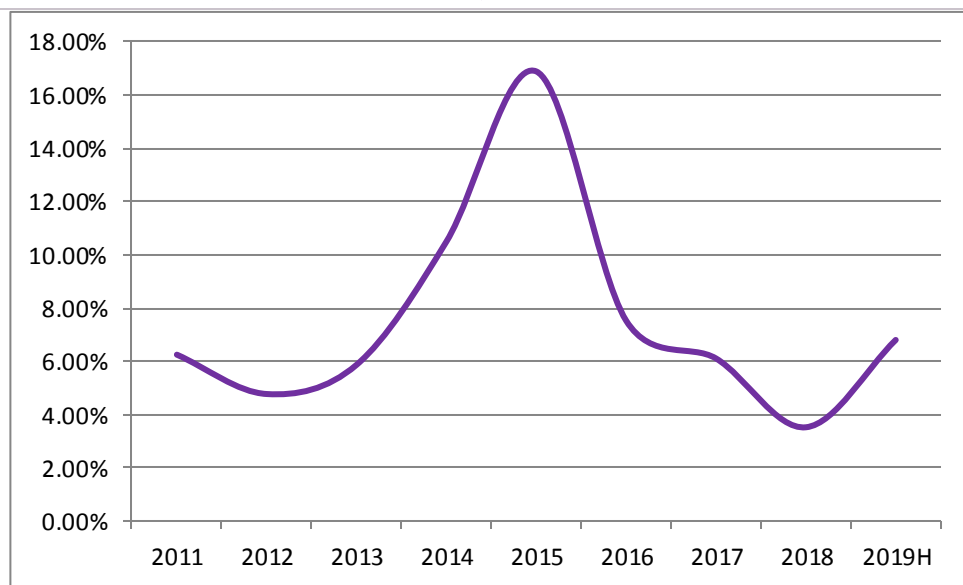
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H
总资产 (万亿)	1.72	2.08	4.09	6.42	5.79	6.14	6.26	7.1
同比	9.55%	20.93%	96.63%	56.97%	-9.81%	6.04%	1.95%	11.29%
净资产 (万亿)	0.69	0.75	0.92	1.45	1.64	1.85	1.89	1.96
同比	9.52%	8.70%	22.67%	57.61%	13.10%	12.80%	2.16%	5.38%
净资本 (万亿)	0.50	0.52	0.68	1.25	1.47	1.58	1.57	1.62
同比	8.70%	4.00%	30.77%	83.82%	17.60%	7.48%	-0.63%	3.85%



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。2019 上半年全行业 ROE 显著回升，年化 ROE6.80%，为近三年新高。

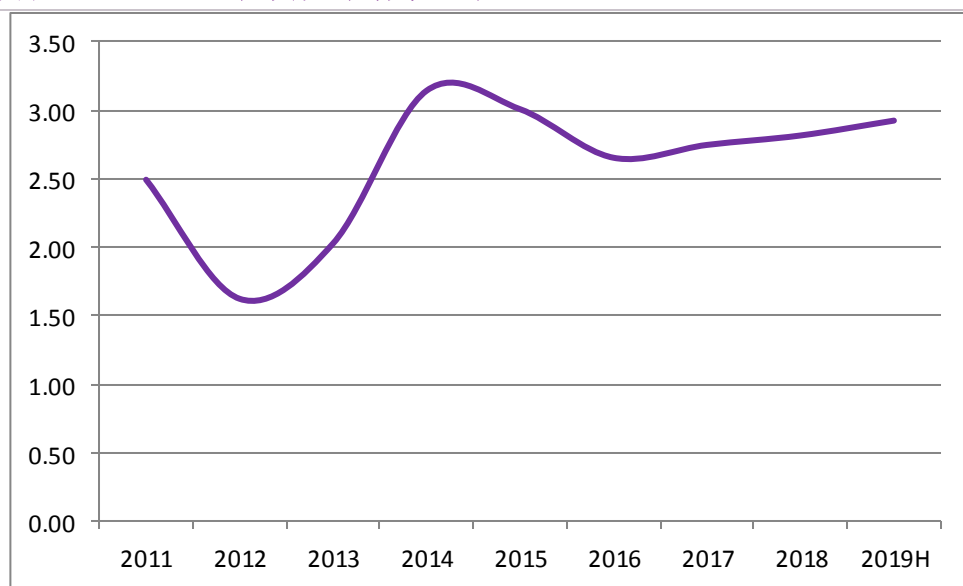
图表32： 2019 上半年全行业 ROE 显著回升



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。2019 上半年行业杠杆率继续上升达到 2.92，2019 全年数据有望实现连续三年上涨。证券行业杠杆率提升有望盘活资本，尤其利于自营投资和信用业务等资本金消耗性业务发展。

图表33： 2019 上半年行业杠杆率达到 2.92



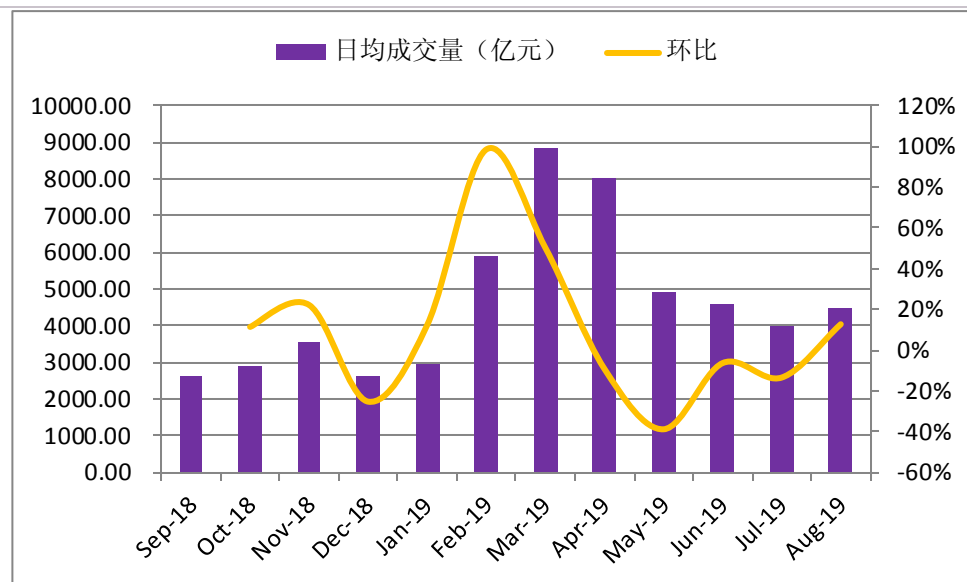
资料来源:联讯证券，证券业协会

A 股市场月度日均交易额在三月份达到 8847 亿元，为近 12 个月最高值，随后连续四个月下跌，并于八月份企稳回升。整体来看，今年前八个月 A 股成交额较去年同期增



长 33%，全年 A 股成交额有望同比增长超过 35%。根据上市券商月报披露数据，可比上市券商 2019 年前七个月累计营业收入同比上涨 33%，净利润同比上涨 40%，虽然进入二季度后券商单月收入有所下滑，但 2019 年上市券商整体业绩仍有望实现同比增长 40% 以上。

图表34： 近十二月 A 股日均成交额走势



资料来源:联讯证券, 万德

(二) 监管政策持续松绑，龙头券商更为受益

2019 年以来证监会、交易所颁布多项政策文件，对证券行业整体利好，以中信证券为代表的龙头券商更为受益。无论是科创板快速落地、股指期货交易松绑，还是鼓励险资入市、加大对外开放，均对证券行业有着长期且深远的意义。监管政策持续松绑，行业迎来快速发展期。

图表35： 2019 年以来证券行业主要政策与事件

日期	政策/事件	主要内容
20190118	《关于股票质押式回购交易相关事项的通知》	优化违约合约展期安排，融入方违约且确需延期以纾解其信用风险时，可以以存量延期方式缓解融入方还款压力；放宽旨在解决合约违约而新增交易的部分限制
20190128	银保监会鼓励险资入市	鼓励保险公司使用长久期账户资金，增持优质上市公司股票和债券，拓宽专项产品投资范围，加大专项产品落地力度
20190130	证监会发布《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》	明确科创板改革相关内容
20190131	《证券公司交易信息系统外部接入管理暂行规定》	借鉴成熟市场经验，引导证券公司在安全、合规的前提下，为机构投资者合理化需求提供外部接入服务。涉及程序化交易等新型交易方式的监管及自律要求，待相关规则出台后，外部接入系统需一体遵循
20190131	拟取消融资融券的“平仓线”不得低于 130% 的统一限制，并扩大担保物范围	缓解因股权质押问题、业绩地雷阵引发的踩踏式平仓风险



日期	政策/事件	主要内容
20190419	调整股指期货交易保证金标准、手续费标准及过度交易监管标准	核心变化在于下调中证 500 保证金比例至 12%，放松非套保日内开仓手数限制到 500 手，以及降低平仓手续费至万分之 3.45，此次股指期货松绑将进一步满足机构投资者的风险对冲需求，将在一定程度上提升市场流动性
20190426	证券法修订草案三次审议稿开始公开征求社会各界意见	主要修改要点包括增加“科创板注册的特别规定”专节、存托凭证纳入证券范围、证券公开发行修改和取消暂停上市交易制度等，基本制度完善利于提高资本市场资源配置效率
20190613	科创板宣布正式开板，证监会强调对外开放	国务院副总理刘鹤、上海市委书记李强、上海市市长应勇、证监会主席易会满共同为科创板开板。证监会将陆续推出修订 QFII/RQFII 制度规则、放宽外资银行在华从事证券投资基金托管业务的准入限制、全面推开 H 股“全流通”改革、加大期货和债券市场开放力度等一揽子对外开放的务实举措
20190617	沪伦通启动仪式	沪伦通启动仪式，华泰证券 GDR（全球存托凭证，代码 HTSC）在英国金融市场行为监管局维护的正式清单中的标准板块成功上市
20190802	《证券公司科创板发行定价配售能力专项评价实施方案》（征求意见稿）	如果证券公司主承销的所有科创板项目上市 12 个月内成交均价，与发行价的平均偏离度，最低的前 5%，分类评价加 0.25 分，最高的 5%，分类评价扣 0.25 分。证券公司主承销的所有科创板项目，公募基金等 6 类机构参与报价的比例，最高的前 5%，分类评价加 0.25 分。证券公司主承销的所有科创板项目，公募基金等 6 类机构获配股份的比例，最高的前 5%，分类评价加 0.25 分
20190808	证金公司下调转融资费率	自 2019 年 8 月 8 日起，整体下调转融资费率 80BP，其中：182 天期费率由 4.3%下调至 3.5%，91 天期费率由 4.6%下调至 3.8%，28 天期费率由 4.7%下调至 3.9%，14 天期和 7 天期费率由 4.8%下调至 4%
20190812	融资融券交易实施细则修改	取消最低维保比例不得低于 130%的统一限制，券商可与客户自主约定；完善维持担保比例的计算公式，除现金、股票、债券外，其他资产也可作为补充担保物；两融标的从 950 只扩大至 1600 只

资料来源：联讯证券

四、盈利预测和估值

我们预测 2019-2020 年，中信证券营业收入为 439.09/479.15 亿元；归母净利润分别为 130.26/141.78 亿元，分别同比增 38.72%/8.85%；对应每股 EPS 为 1.08/1.17 元，预计中信证券 2019 年 BVPS 为 13.91 元。

图表36： 中信证券盈利预测（亿元）

科目	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	372.21	439.09	479.15	518.43
同比	-14.02%	17.97%	9.12%	8.20%



科目	2018A	2019E	2020E	2021E
代理买卖证券业务净收入	74.29	76.47	81.93	88.77
证券承销业务净收入	36.39	46.58	53.57	58.92
资产管理业务净收入	58.34	55.42	58.19	64.01
信用业务净收入	24.22	32.70	35.97	39.57
投资收益+公允价值变动	87.78	133.39	145.50	152.78
营业支出	251.85	270.50	295.78	320.50
营业利润	120.35	168.60	183.37	197.93
净利润	98.76	134.29	146.17	158.30
少数股东权益	4.87	4.03	4.38	4.75
归属于母公司的净利润	93.90	130.26	141.78	153.55
同比	-17.87%	38.72%	8.85%	8.30%
EPS（元）	0.77	1.08	1.17	1.27
BVPS（元）	12.94	13.91	14.96	16.10

资料来源：联讯证券

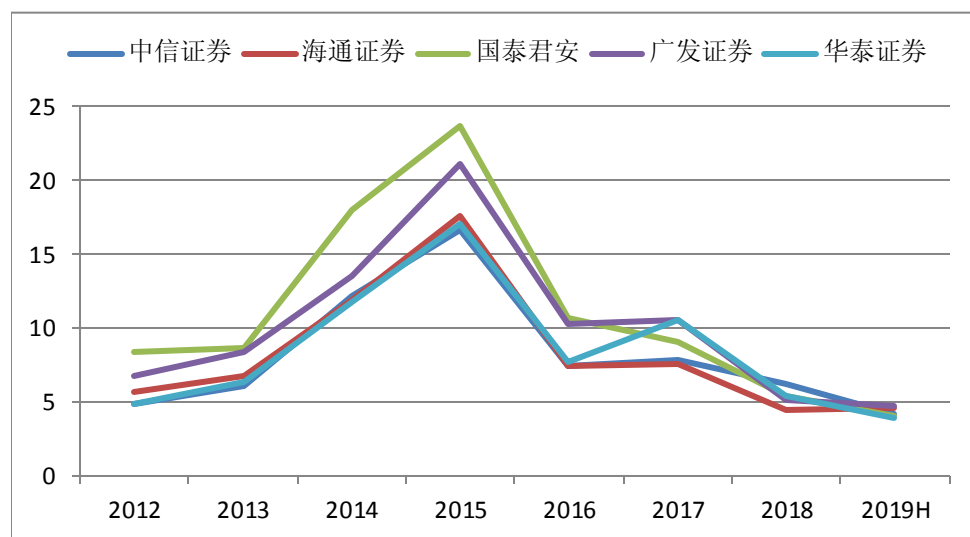
截止 2019 年 9 月 20 日，中信证券市值 2645 亿元，在 A 股证券行业股票中排名第一，领先第二位华泰证券 60%。取 A 股市值前十大券商为可比公司，市值平均值为 1415 亿元，中位数为 1337 亿元；市净率平均值为 1.91，中位数为 1.65。中信证券作为行业龙头享受更高的估值溢价，剔除次新股中信建投外，市净率仅次于国信证券。

图表37： A 股市值前十大券商估值情况（截止 20190920）

证券代码	证券简称	市值（亿元）	PB(2018)	PB(2019E)	PB(2020E)
600030.SH	中信证券	2,638.68	1.88	1.76	1.66
601688.SH	华泰证券	1,651.53	1.58	1.55	1.47
601066.SH	中信建投	1,639.49	4.44	3.55	3.31
601211.SH	国泰君安	1,555.66	1.31	1.28	1.25
600837.SH	海通证券	1,508.55	1.46	1.4	1.33
000166.SZ	申万宏源	1,165.30	1.54	1.48	1.38
600999.SH	招商证券	1,070.11	1.77	1.44	1.37
002736.SZ	国信证券	1,041.40	2.13	1.87	1.78
000776.SZ	广发证券	991.38	1.23	1.21	1.14
601881.SH	中国银河	892.18	1.72	1.55	1.4
平均值		1,415.43	1.91	1.71	1.61
中位数		1,336.93	1.65	1.52	1.39

资料来源：联讯证券，万德（预测数值采取万德一致预期）

图表38： 头部券商 ROE 情况



资料来源:联讯证券, 万德

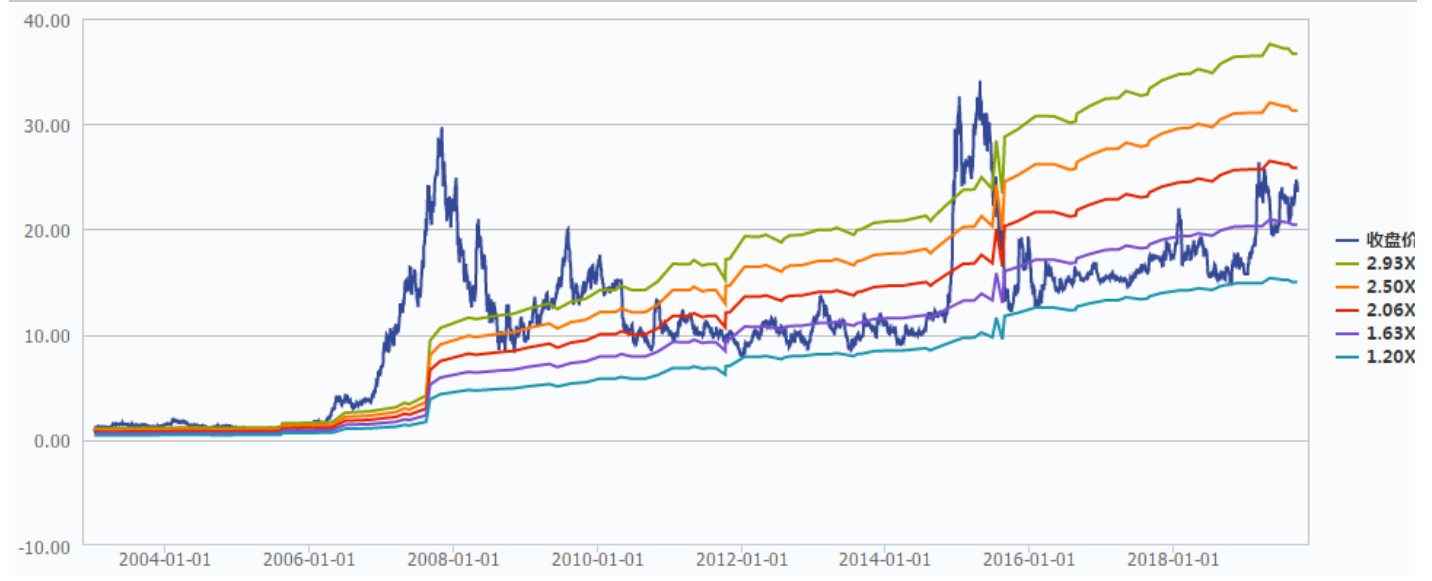
中信证券作为行业龙头直接受益于资本市场政策红利, 风控制度完善连续三年 AA 评级, 收购广州证券将进一步扩展业务版图, 减持中信建投股票有望增厚 2019 年投资收益, 员工持股计划加强员工积极性提升经营效率。参考行业整体及可比公司估值情况, 给予目标价 27.1 元, 对应 2019 年市净率 1.9X, 维持“买入”评级。

五、风险提示

并购减持进展不及预期, 股票质押风险, 流动性风险, 政策推进不及预期。



图表39: 中信证券 PB-Band



资料来源:联讯证券, 万德



图表40： 公司财务预测表

利润表（亿元）	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债表（亿元）	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	372.21	439.09	479.15	518.43	货币资金	1197.25	1257.11	1319.97	1385.97
手续费及佣金净收入	174.27	178.47	193.69	211.70	其中：客户资金存款	742.91	754.27	791.98	831.58
代理买卖证券业务净收入	74.29	76.47	81.93	88.77	结算备付金	249.22	261.69	274.77	288.51
证券承销业务净收入	36.39	46.58	53.57	58.92	其中：客户备付金	181.30	249.69	262.77	276.51
受托客户资产管理业务净收入	58.34	55.42	58.19	64.01	融出资金	571.98	640.87	606.42	623.65
利息净收入	24.22	32.70	35.97	39.57	交易性金融资产	2474.37	2598.09	2727.99	2864.39
投资净收益	87.78	133.39	145.50	152.78	衍生金融资产	113.88	38.12	76.00	57.06
其他业务收入	85.94	94.53	103.99	114.39	买入返售金融资产	673.70	707.39	742.76	779.90
营业支出	251.85	270.50	295.78	320.50	应收款项	297.18	281.60	289.39	285.49
营业税金及附加	2.55	3.03	3.31	3.58	应收利息	0.00	39.24	19.62	29.43
管理费用	153.08	175.64	192.26	209.54	存出保证金	11.13	13.14	12.14	12.64
营业利润	120.35	168.60	183.37	197.93	长期股权投资	90.38	40.32	65.35	52.83
利润总额	124.66	167.85	187.67	197.94	资产总计	6531.33	6759.92	7030.32	7311.53
所得税	25.89	35.70	38.85	42.08	负债合计	4963.01	4913.38	5060.78	5212.61
净利润	98.76	134.29	146.17	158.30	股本（亿股）	121.17	121.17	121.17	121.17
少数股东损益	4.87	4.03	4.38	4.75	未分配利润	551.98	475.58	513.78	494.68
归属于母公司所有者的净利润	93.90	130.26	141.78	153.55	少数股东权益	36.91	32.17	34.54	33.35
主要财务比率	2018	2019E	2020E	2021E	归属于母公司所有者权益合计	1531.41	1814.37	1935.00	2065.57
成长能力					所有者权益合计	1568.31	1846.54	1969.54	2098.93
营收同比	-14.02%	17.97%	9.12%	8.20%	负债及股东权益总计	6531.33	6759.92	7030.32	7311.53
净利润同比	-17.87%	38.72%	8.85%	8.30%					
盈利能力									
净利润率	26.53%	30.58%	30.51%	30.53%					
回报率									
ROE	6.20%	7.97%	8.06%	8.11%					
每股指标									
EPS(元)	0.77	1.08	1.17	1.27					
BVPS(元)	12.94	13.91	14.96	16.10					

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	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@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