天风证券 TF SECURITIES

中信证券（600030）

证券研究报告
2018 年 12 月 07 日

顶部再攀登，自强担大任

从绝对收益的角度看，中信证券具有价值

过去几年，监管部门提出打造世界一流投资银行，中信作为行业龙头，具有先发优势。2012-2017 年，公司净资产复合增长率 11.62%，归母净利润复合增长率 21.96%，平均 ROE 为 9.15%，高于行业平均水平；在行业中的规模占比较为稳定，但盈利能力逐年提升，18H 的营收和净利润占比分别为 15.80%和 16.94%；多个核心指标排名行业第一，多项业务保持行业领先，杠杆率处于中位，未来提升空间大；业务结构不断优化，传统经纪业务的依赖度下降，受资本市场波动影响逐年下降。

未来行业集中度将提升，中信证券龙头地位依旧稳固

2016 年美国证券行业营业收入的 CR3 为 49%，我国仅为 31%；日本综合性大券商的净利润占比稳定在 50%-60%之间。对比美国和日本的证券行业竞争格局，国内证券行业的集中度仍然有较大提升的空间。2016 年起，国内证券行业进入分化阶段，未来集中度有望进一步提升：大券商的盈利能力提升，行业正经历着从业务恒强到业绩恒强的阶段；机构业务推动行业集中度提升，龙头在行业中的地位将随着机构投资者在市场持仓比重提升而持续提升；监管扶优限劣，包括新分类评级标准等一系列的监管政策体现了资源向大型券商倾斜。

三方面的优势将强化中信证券的龙头地位：1）机构客户占比高，具有先发优势。公司经纪业务的机构客户资产占比始终高于 30%，融资融券的融出资金机构客户占比 49%，集合资管的机构客户资产占比 98%，均高于其他可比券商。2）新会计准则下，证券公司面临着当期金融资产公允价值随市场波动对投资收入的影响，加大了券商的投资收入的波动性，中信证券对衍生工具的使用能够加强其业绩稳定性，未来将拉大与其他上市券商的差距；3）监管支持优质创新型企业上市融资、设立科创板并试点注册制，有望改变当前投行业务格局，中信证券将受益于此。

投资建议：1）近年来 A 股迎来中小券商上市浪潮，大型券商牌照稀缺性将增强，公司有望受益于规模效应，估值体系提升的趋势预计将更加明显；2）公司当前估值处于历史中枢偏下水准，我们认为随着股权质押业务风险得到一定化解以及监管政策的反转，前期压制中信证券估值的因素有望得到缓解，且从历史数据来看中信证券当前的 PB 估值较之 ROE 仍有吸引力；3）分类监管的框架下龙头券商有更大的空间在合理的范围内提高杠杆率，当多层次资本市场预期重启时，具有强大综合能力的中信将在衍生品交易、跨境业务、直投等业务上率先发力，估值上升空间将被打开。预计中信证券 2018-2020E 的归母净利润分别为 111/128/146 亿元，2018 年的 BVPS 为 12.97 元，目标价为 22.05 元。

风险提示：市场低迷造成业绩及估值双重下滑；政策落地不及预期；股票质押业务大范围违约风险；科创板推出进度不及预期

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	38,001.92	43,291.63	40,910.84	45,521.48	50,388.23
增长率（%）	91.84%	13.92%	-5.50%	11.27%	10.69%
净利润（百万元）	10,981.14	11,977.47	11,114.39	12,827.20	14,581.82
增长率（%）	5.30%	9.07%	-7.21%	15.41%	13.68%
净利润率	27.28%	26.41%	25.93%	26.90%	27.62%
净资产收益率	7.26%	7.63%	6.75%	7.32%	8.05%
市盈率（倍）	20.40	18.49	19.93	17.27	15.19
市净率（倍）	1.48	1.41	1.35	1.26	1.22
每股净利润（元/股）	0.86	0.94	0.88	1.01	1.15
每股净资产（元/股）	11.78	12.36	12.97	13.81	14.27

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	非银金融/证券
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	17.01 元
目标价格	22.05 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	9,838.58
流通 A 股股本(百万股)	9,814.66
A 股总市值(百万元)	167,354.26
流通 A 股市值(百万元)	166,947.40
每股净资产(元)	12.61
资产负债率(%)	74.54
一年内最高/最低(元)	22.95/14.72

作者

罗钻辉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518060005
luozuanhui@tfzq.com
夏昌盛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518110003
xiachangsheng@tfzq.com
舒思勤 联系人
shusiqin@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

1 《中信证券-公司定期报告点评:信用减值损失拖累业绩，但龙头价值本色依旧》 2018-10-30
2 《中信证券-公司定期报告点评:业绩一枝独秀，领先优势扩大》 2018-08-24
3 《中信证券-公司定期报告点评:投资收益表现亮眼，内生业绩增长强劲的券商龙头》 2018-05-01

内容目录

1. 从绝对收益的角度看，中信证券具有价值.....5
2. 未来行业集中度提升，中信证券龙头地位依旧稳固.....8
2.1. 证券行业集中度仍有较大提升空间.....8
2.1.1. 美日两国证券行业形成寡头垄断格局.....8
2.1.2. 国内分化趋势已显，未来将强化.....9
2.2. 中信证券机构客户占比高，具有先发优势.....10
2.3. 中信对衍生工具的使用能够加强业绩稳定性.....12
2.4. 中信证券将受益于投行发行制度的改变.....14
3. 分业务分析.....17
3.1. 经纪：财富管理转型是出路.....17
3.2. 投行：政策转向，投行业务迎来转机.....18
3.3. 资管：主动管理规模保持领先.....20
3.4. 资本中介：整体风险可控.....22
3.5. 自营：股指期货再次松绑将利好中信的自营业务.....24
4. 盈利预测与投资建议.....26
4.1. 盈利预测：预计 2018 年净利润下降 7.21%.....26
4.2. 投资建议.....26
4.2.1. 大型券商牌照稀缺性将增强，预计中信证券享估值溢价.....26
4.2.2. 中信证券当前估值处于历史中枢偏下水准.....27
4.2.3. 中信证券 ROE 有提升空间.....28
4.2.4. 目标价 22.05 元，继续坚定推荐.....29
4.3. 风险提示.....29

图表目录

图 1：中信证券 2012-2017 年间归母净利润复合增长率 21.96%（单位：亿元）.....5
图 2：2012-2017 年间，中信证券的净资产复合增长率为 11.62%（单位：亿元）.....5
图 3：中信证券净资产收益率高于行业平均水平（2012-2017）.....6
图 4：中信证券规模在行业中的占比较为稳定.....6
图 5：2016 年开始，中信营业收入、净利润占行业的比重逐步提升.....6
图 6：与行业及其他上市券商相比，中信证券的业务结构更加均衡.....7
图 7：美国证券行业 CR10 情况.....8
图 8：中美两国证券行业的营业收入 CR3 对比.....8
图 9：日本证券行业综合性大券商的净利润占比维持在较高水平.....8
图 10：2017 年证券行业营收 CR5 和 CR10 分别是 44.33%和 63.79%.....9
图 11：中小型券商与大型券商间的收入差距逐年扩大.....9

图 12：2017 年证券行业净利润 CR5 和 CR10 分别是 35.29%和 53.74% 9
图 13：2016 年后上市大型券商与中小型券商的 ROE 差距开始拉大 9
图 14：机构持股占流通市值比重（整体） 10
图 15：机构持股占总市值比重（整体） 10
图 16：中信证券代理买卖证券款余额中机构占比高 11
图 17：中信证券融资融券的机构客户占比高于其他券商 11
图 18：中信证券集合资产管理的机构客户占比远高于其他上市券商 12
图 19：2018Q3 证券行业收入结构 12
图 20：2017 年证券行业收入结构 12
图 21：中信证券的衍生金融工具名义金额达到 8606 亿元 14
图 22：2015-2018H IPO 审核情况（单位：家） 15
图 23：A 股 IPO 发行集中度提升（单位：亿元） 15
图 24：国内券商的投行业务收入以证券承销收入为主 16
图 25：中信证券的金石投资经营情况（单位：亿元） 17
图 26：中信证券单季度经纪业务收入情况 17
图 27：经纪业务佣金率持续下降（单位：万分之） 17
图 28：中信证券境外客户代理证券款 413 亿，较年初大增 241 亿（+140%），占比达 31.67% 18
图 29： A 股承销金额（含资产类定向增发）市场集中度上升 18
图 30：2018Q1-Q3 主要上市券商 IPO 承销规模情况（单位：亿元） 18
图 31：中信证券 IPO 项目储备情况（单位：家） 19
图 32：中信证券增发承销规模（单位：亿元） 19
图 33：证券公司债券承销呈现恢复性增长 19
图 34：受监管政策影响，增发募集资金规模下滑明显 20
图 35：受监管政策影响，A 股并购重组交易金额出现下滑 20
图 36：中信证券完成的 A 股重大资产重组交易金额情况 20
图 37：券商资管计划规模于 2017 年 Q1 后逐步回落（单位：万亿元） 21
图 38：中信证券主动管理能力突出 21
图 39：中信证券资产管理业务收入 22
图 40：中信证券两融余额为 647 亿元，市占率 7.04%（单位：亿元） 22
图 41：中信证券、国泰君安融出资金客户结构比较 22
图 42：大型券商两融业务收入（单位：亿元） 23
图 43：中信证券 2018H 股票质押式回购业务余额较年初下降 23
图 44：11 家 A+H 上市券商信用减值损失计提情况（截至 2018Q3） 24
图 45：2018H 自营金融资产净值下降，收益率提高（单位：亿元） 24
图 46：2012-2018H，自营业务投资结构（单位：亿元） 24
图 47：2018H 上市券商自营权益类证券及证券衍生品/净资本 25
图 48：2018H 固收类证券投资占净资本比例 25
图 49：中信证券当前估值处于历史中枢偏下水准 27
图 50：中信证券 2010 年至 2017 年的年度 PB 和 ROE 对应关系 27
图 51：中信证券 2012-2013 年估值较高 28

图 52：中信证券 ROE 处于行业前列（2018Q3，单位：%）.....28
图 53：2018H，部分上市券商杠杆率比较（倍）.....29

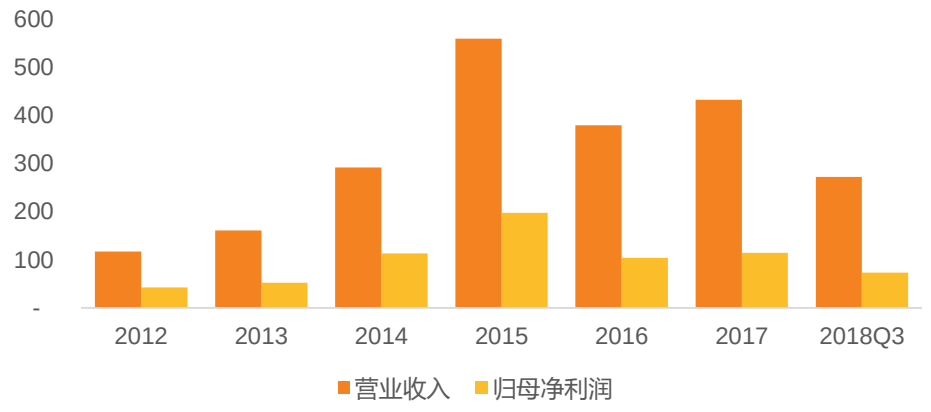
表 1：与国内同业比较-收入利润保持领先，杠杆率处于中位（2017 年）.....6
表 2：与国内同业比较-多项业务保持行业领先（2017 年）.....7
表 3：中信证券营收结构（2012-2018Q3）.....7
表 4：国内不同板块之间的对比.....10
表 5：采用新会计准则的主要上市券商，交易性金融资产在自营投资规模的占比明显增高（单位：亿元）.....13
表 6：被划入交易性金融资产的权益资产规模越大，投资收入波动（公允价值变动）将越大.....13
表 7：部分上市券商的衍生金融工具浮盈对公允价值变动损益的影响较大（单位：亿元）.....14
表 8：国内科创板、注册制的发展历程.....16
表 9：股指期货监管进入优化期.....25
表 10：中信证券盈利预测核心假设.....26
表 11：2016 年以来券商先后有 10 家券商 IPO.....26
表 12：A 股市场 4 家可比券商估值情况（单位：亿元）.....29

1. 从绝对收益的角度看，中信证券具有价值

在过去几年，监管部门提出打造世界一流投资银行。证监会主席刘士余在中国证券业协会第六次会员大会指出，伴随着全面深化改革的推进，高水平对外开放的展开，中国资本市场正在展示出更加广阔的前景。新的伟大时代呼唤一流的投行，也必将为投行的成长创造难得的机遇。并希望证券行业同仁共同努力，把握机遇，以舍我其谁的责任和担当，建设富有中国制度特色、注入中国文化元素的世界一流投行。

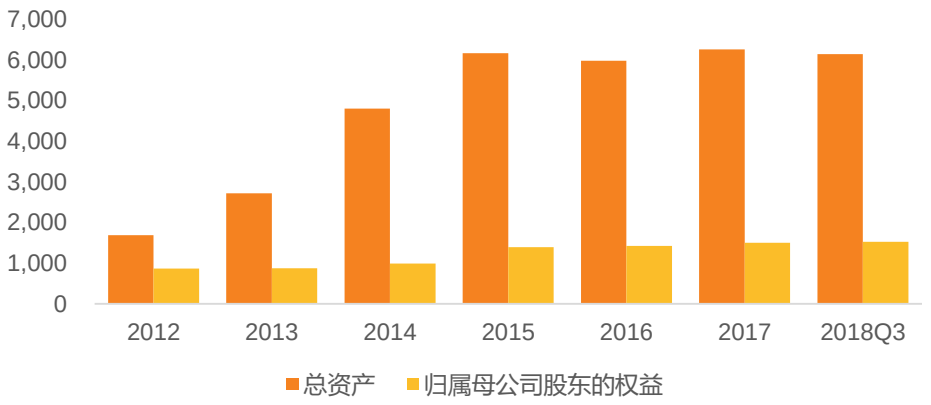
从绝对收益的角度看，中信证券具有价值。2012-2017 年间，中信证券的净资产复合增长率为 11.62%，归母净利润复合增长率为 21.96%。过去六年，中信证券的平均净资产收益率为 9.15%，高于行业平均水平 8.60%。基面本属性让券商具有天然的周期性，但是在市场震荡下行的环境中，中信证券的业绩稳定性优于证券行业以及其他上市券商。2018 年前三季度，中信证券归属于母公司所有者的净利润为 73.15 亿元，YOY-7.73%；营业收入为 272.09 亿元，YOY-4.53%；基本每股收益为 0.6 元，较上年同期减 7.69%。我们统计范围内的 32 家上市券商（剔除中信证券）前三季度的归母净利润为 405.09 亿元，同比下降 36%。

图 1：中信证券 2012-2017 年间归母净利润复合增长率 21.96%（单位：亿元）



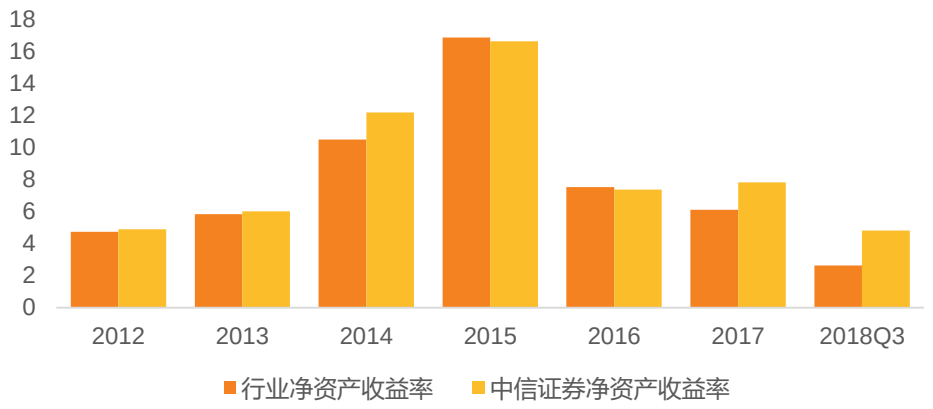
资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：2012-2017 年间，中信证券的净资产复合增长率为 11.62%（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

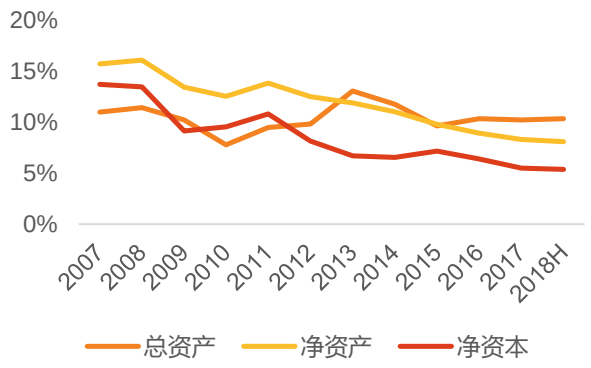
图 3：中信证券净资产收益率高于行业平均水平（2012-2017）单位：%



资料来源：wind，天风证券研究所

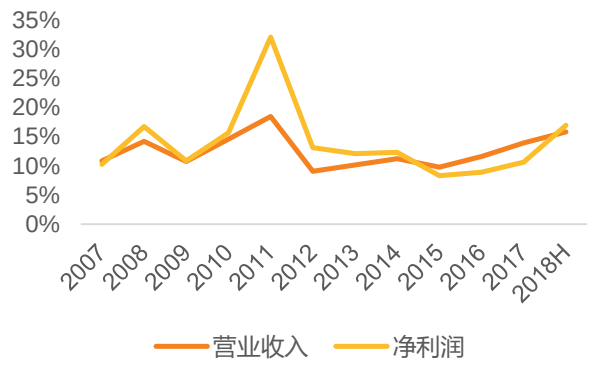
中信证券在行业中的规模占比较为稳定，盈利能力逐步提升。2007-2018H，公司总资产规模在行业中的占比稳定于 10%左右，净资产和净资产占比略有下降，但仍维持在 5%以上。2016 年以来，公司在总资产、净资产和净资本占行业比重维持稳定的情况下，营业收入和净利润占行业比重逐步提升至 15%以上，体现出公司过硬的业务实力和盈利能力。

图 4：中信证券规模在行业中的占比较为稳定



资料来源：wind，证券业协会，天风证券研究所

图 5：2016 年开始，中信营业收入、净利润占行业的比重逐步提升



资料来源：wind，证券业协会，天风证券研究所

中信证券核心指标均排名行业第一，杠杆率处于中位。2017 年，中信证券的总资产、净资产、总收入、净利润四项指标分别为 6256 亿元、1498 亿元、433 亿元、114 亿元，均位居行业的第一；杠杆率为 3.43 倍，略低于海通证券（3.46 倍）和华泰证券（3.52 倍）等龙头券商。从分业务的核心指标来看，投行、资管、两融及股质等大部分业务均能保持行业前列，行业龙头地位稳固。

表 1：与国内同业比较-收入利润保持领先，杠杆率处于中位（2017 年）

单位：亿元	营业收入	净利润	总资产	归属净资产	ROE（%）	杠杆率（倍）
中信证券	433	114	6256	1498	7.82	3.43
海通证券	282	99	5348	1231	7.57	3.46
国泰君安	238	94	4316	1175	9.05	2.6
广发证券	215	86	3921	876	10.55	3.38
华泰证券	211	86	3553	849	10.75	3.52

资料来源：wind，天风证券研究所

表 2：与国内同业比较-多项业务保持行业领先（2017 年）

公司业务	金额（亿元）	行业排名	公司业务	金额（亿元）	行业排名
股票承销	2209.82	1	母公司资产管理规模	16700	1
债券承销	5116.28	1	主动管理资产规模	5890	1
IPO 承销	206	1	融资融券规模	710	1
A 股重大资产重组	1398	1	股票质押规模	780	1

资料来源：公司公告，天风证券研究所

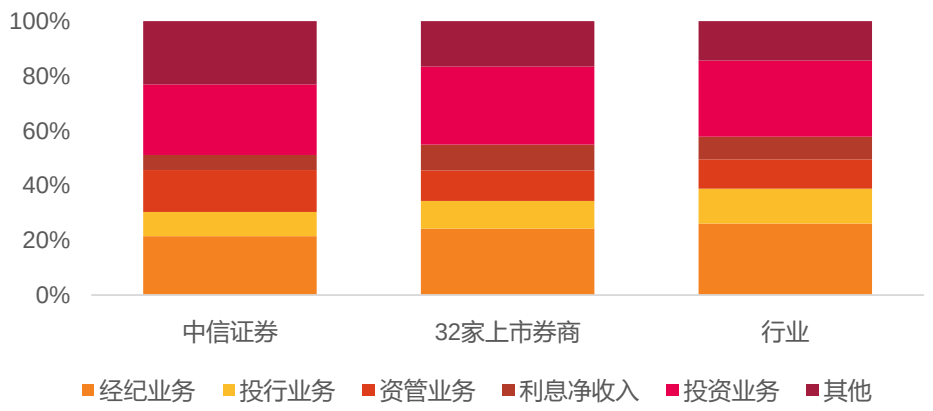
中信证券的业务结构不断优化，传统经纪业务的依赖度下降，收入来源多样化。从 2018 年三季报来看，中信证券的经纪业务、投行业务、资管业务、利息净收入、自营业务和其他业务收入的占比分别为 21.49%、8.93%、15.22%、5.51%、25.74%和 23.08%。结构优于行业和其他上市券商，2018 年行业和其他上市券商的收入中自营业务投资收益的贡献分别为 27.80%和 28.47%，因此资本市场的表现对于其他上市券商的影响相对较大。经纪业务方面，行业和其他上市券商的占比分别为 26.18%和 24.26%，均高于中信证券。值得注意的是，中信证券的其他业务收入占比明显高于行业和其他上市券商，主要是得益于大宗商品贸易收入，收入的变动主要是取决于商品贸易需求，与资本市场弱相关。

表 3：中信证券营收结构（2012-2018Q3）

营收结构	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017Q3	2018Q3
经纪业务	25.03%	34.96%	30.26%	32.79%	24.99%	18.58%	22.00%	21.49%
投资银行业务	15.31%	13.15%	11.89%	7.99%	14.18%	10.18%	10.69%	8.93%
资产管理业务	1.69%	8.44%	14.72%	10.90%	16.79%	13.16%	13.71%	15.22%
利息净收入	10.47%	5.15%	3.25%	4.98%	6.18%	5.55%	6.85%	5.51%
投资收益	34.89%	33.95%	37.10%	35.98%	22.67%	30.76%	24.10%	25.74%
其它收入	12.60%	4.35%	2.78%	7.35%	15.20%	21.47%	22.16%	23.08%

资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：与行业及其他上市券商相比，中信证券的业务结构更加均衡



资料来源：wind，天风证券研究所

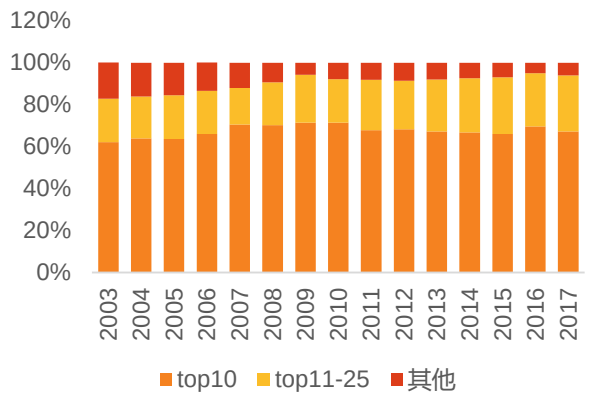
2. 未来行业集中度提升，中信证券龙头地位依旧稳固

2.1. 证券行业集中度仍有较大提升空间

2.1.1. 美日两国证券行业形成寡头垄断格局

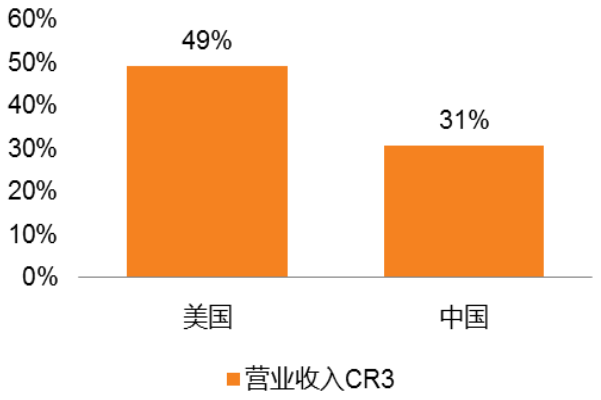
美国投资银行经过上百年的发展和竞争，已经形成比较稳定的竞争格局，呈现出大型全能投行、专业化精品投行、区域性小型投行的"金字塔"结构。高端的机构客户业务、资产管理业务等主要由几家实力雄厚的大型全能投行或专业化精品投行垄断，为数众多的小型投行和区域性经纪商则寻找特殊业务或特定区域的市场。在创新业务（包括为客户提供交易、投资、产品创设服务等）快速发展的背景下，美国证券行业的集中度在 2002 年经历快速上升的过程，CR10 从 2003 年的 62%上升至 2007 年的 71%。金融危机后，行业集中度略有下滑，但是 2016 年 CR10 仍维持在 69.6%的高位。而对比美国证券行业，我国证券行业的集中度仍然较低，2017 年营业收入的 CR3 为 31%，远低于美国的 49%的水平。

图 7：美国证券行业 CR10 情况



资料来源：SIFMA，天风证券研究所

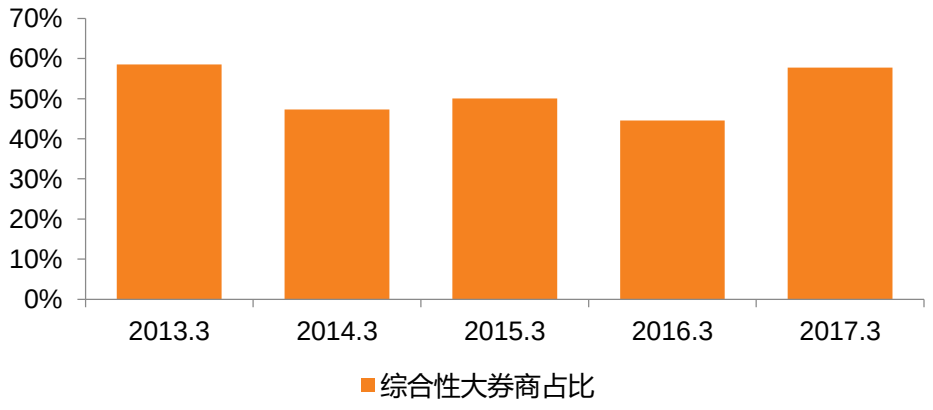
图 8：中美两国证券行业的营业收入 CR3 对比



资料来源：SIMFA，证券业协会，天风证券研究所

与美国相似的是，日本证券行业也形成寡头垄断的竞争格局，呈现出五大综合性券商（业务结构多元化，机构业务占比高）、专注于某一地区的中小券商（经纪业务为主）以及新兴的网络券商（提供低价的互联网经纪业务）和外资券商（机构业务为主，专注于高端产品业务）的竞争格局。综合性大券商在机构业务和一级市场业务中占据绝对优势地位。2013 年以来日本的综合性大券商（资产在 1000 亿日元以上的券商）净利润占行业净利润的比例基本稳定在 45%-60%左右。

图 9：日本证券行业综合性大券商的净利润占比维持在较高水平



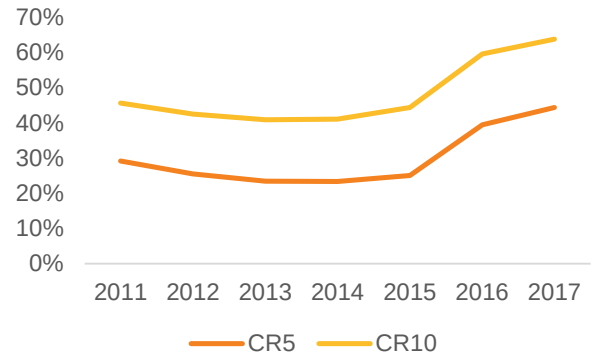
资料来源：JSDA，天风证券研究所

综上，对比美国和日本的证券行业的竞争格局，我们认为国内证券行业的集中度仍然有较大的提升空间。

2.1.2. 国内分化趋势已显，未来将强化

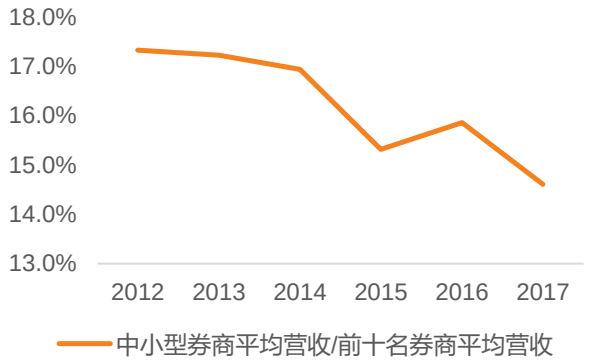
我们可以从两个维度观察行业出现分化的趋势。首先，我们从 2011-2017 年间证券行业的集中度来看，营收前五与营收前十的市场份额分别从 29.12%上升至 44.33%以及从 45.59%上升至 63.79%，行业集中度的提升意味着行业内分化的趋势渐显。其次，我们以营收排名 21-50 名的券商为中小型券商的代表，这类券商与行业前十券商之间的营业收入差距正逐年被拉大。根据我们测算，中小型券商平均营收/前十名券商平均营收的比例从 2012 年的 17.33%下降至 2017 年的 14.61%。

图 10：2017 年证券行业营收 CR5 和 CR10 分别是 44.33%和 63.79%



资料来源：wind，天风证券研究所

图 11：中小型券商与大型券商间的收入差距逐年扩大

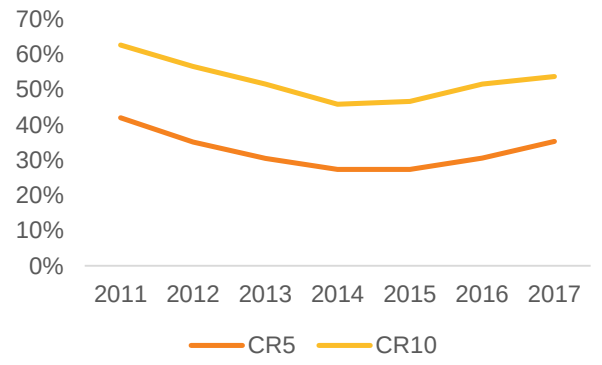


资料来源：wind，天风证券研究所

未来行业的集中度将进一步提升，主要是因为：一是大券商的盈利能力提升；二是机构业务推动行业集中度提升；三是监管扶优限劣，行业集中度进一步提升。

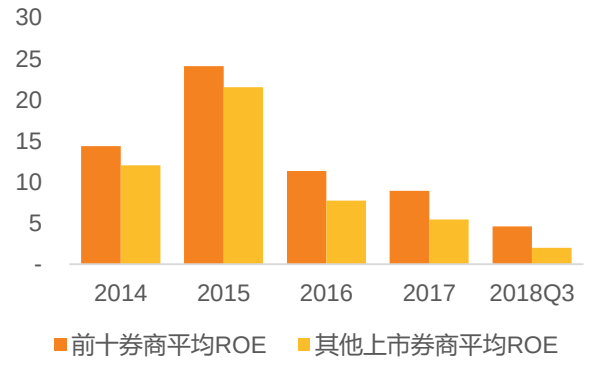
首先，未来大券商的盈利能力将提升。最近五年，困扰证券行业的难题之一就是由于服务同质化导致的佣金价格战，典型的例子便是经纪业务的佣金率从 2013 年的万分之七点九六下滑至 2017 年的万分之三点五八。对于市占率高的大型券商而言，单纯的价格战对自身的损害更大，我们可以看到前五/前十券商的收入份额集中度大于净利润的份额，净利润集中度上升的斜率小于收入。此外，大型券商的 ROE 相对于中小券商的领先优势也在逐渐缩小（2014-2015 年）。在传统的业务领域，财富管理转型、新股发行制度改革等，核心都在于为客户提供更多的增值服务，采用高附加值服务而不是单纯的价格战来获取客户，进而提升自身的盈利水平。创新业务领域，龙头券商可以凭借自身的规模优势参与到更多的利润率更高的业务（场外期权）。这一点我们可以从证券行业的净利润集中度提升，以及上市大型券商与中小型券商的 ROE 差距自 2016 年开始拉大可以看出。**我们认为证券行业正经历着从业务恒强到业绩恒强的阶段，大型券商未来的盈利能力将更具竞争优势。**

图 12：2017 年证券行业净利润 CR5 和 CR10 分别是 35.29%和 53.74%



资料来源：wind，天风证券研究所

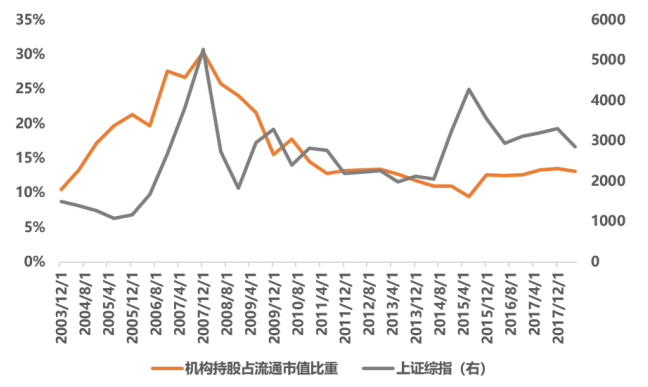
图 13：2016 年后上市大型券商与中小型券商的 ROE 差距开始拉大



资料来源：wind，天风证券研究所

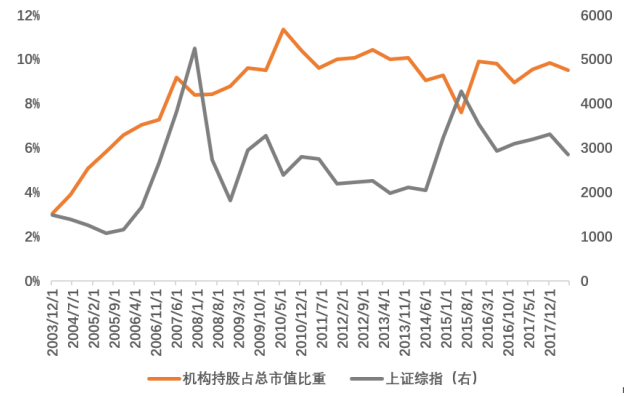
其次，机构业务推动行业集中度提升。截止 2018 年中，机构持股（除公募以外为重仓）占全 A 流通市值的 13.06%，占总市值的 9.51%。由于除公募以外都以重仓数据统计，因此实际比重要高于这两个数据。中长期角度看，国内多层次资本市场体系建设提速的背景下，证券行业的规模将持续增长。投资者专业化将推动证券逐渐形成逐级分化的“金字塔”型竞争格局，这是因为机构投资者拥有更为稳定的交易习惯，且对于服务需求要求更专业和集中。对于大型全能投行而言，拥有雄厚的资本实力、齐全的业务线、较强的风险定价能力，更有实力服务机构客户。因此，大型全能投行在行业中的营收和净利润占比，将随着机构投资者在市场持仓比重提升而持续提升。

图 14：机构持股占流通市值比重（整体）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 15：机构持股占总市值比重（整体）



资料来源：wind，天风证券研究所

表 4：国内不同板块之间的对比

	主板	中小企业板	创业板	新三板	区域性股权市场	上交所科创板
市场类型	场内市场	场内市场	场内市场	场外市场	场外市场	场内市场
公司类型	大型成熟企业	中型企业	半成熟企业	成长型企业	非上市企业	成长型科创企业
采用制度	核准制	核准制	核准制	注册制	注册制	注册制
流动性	最高	较高	适中	较低	较低	预计低于创业板，高于新三板
投资者门槛	最低	最低	低	高	高	中
服务范围	全国	全国	全国	全国	地方	全国

资料来源：wind，天风证券研究所

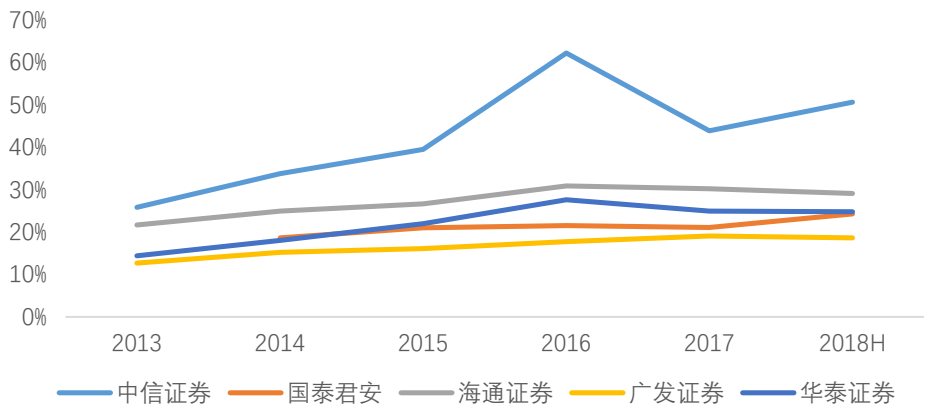
最后，监管扶优限劣，行业集中度进一步提升。过去两年，证券行业从整体（风险管理新规/投资者适当性/新分类评级等）到局部（减持新规、资管新规、股票质押业务办法、直投及另类投资子公司规范等方面）严控风险、整治业务乱象的同时，扶优限劣、鼓励优质券商做大做强。例如新分类评级标准增加大券商可得加分项并应用于对应业务开展，体现了监管资源向大型券商倾斜，或将进一步促进行业集中度的提升。

2.2. 中信证券机构客户占比高，具有先发优势

对于券商而言，发展机构业务一方面有助于减少其业绩波动，另一方面将带来交易以外的增量业务收入，因此机构业务是国际大型全能投行业高度重视的核心业务。机构客户无法同时面对很多服务机构，这决定了机构业务是寡头竞争格局，丰富的机构客户资源是未来转型的重要基础。中信证券的机构客户占比在上市券商中处于领先的位置。我们从三个方面分析上市券商的客户结构：一是代理买卖证券款个人客户和机构客户资产的占比；二是资本中介业务中的融出资金个人客户和机构客户占比；三是集合资管业务中个人客户和机构客户资产占比。

首先，中信证券经纪业务的机构客户资产占比。截至 2018 年上半年，中信证券经纪业务零售客户累计近 800 万户，一般法人机构客户 3.4 万户，托管客户资产合计人民币 4.8 万亿元。2014 年至今，中信证券代理买卖证券款中机构客户占比始终高于 30%，2018H 机构客户占比达到 50.71%。1）机构客户具有稳定的交易需求，从而为公司带来稳定的经纪业务收入；2）机构客户对交易增值服务有较大需求，公司提高经纪业务综合服务能力的战略能够有效地延长业务价值链，从而获取佣金溢价。

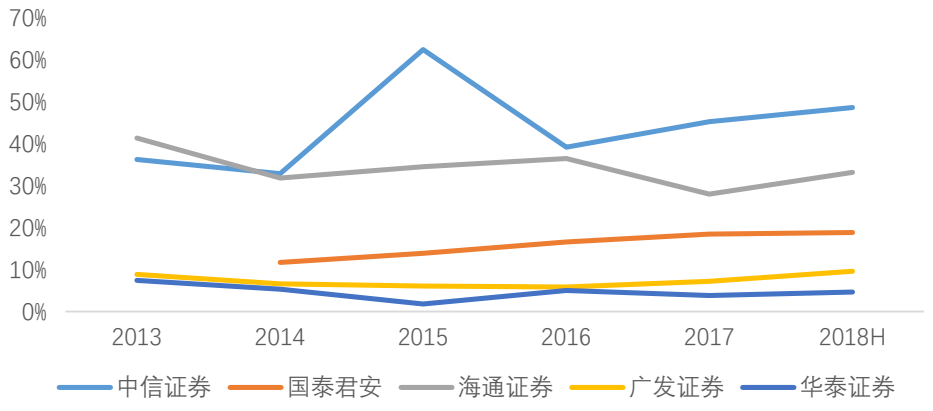
图 16：中信证券代理买卖证券款余额中机构占比高



资料来源：公司公告，天风证券研究所

其次，券商的融资融券客户以个人投资者为主，而中信证券的机构客户一直处于行业领先位置。截至 2018 年中，从融资融券的融出资金客户结构看，中信证券机构客户占比为 49%，国泰君安、海通证券、广发证券和华泰证券的占比分别为 19%、33%、10%和 5%。而且从趋势上看，中信证券两融业务的机构客户占比自 2016 年后逐渐上升。我们认为机构客户相较于个人客户而言融资需求更为稳定，因此机构客户占比较高的中信证券在两融业务上将更具优势。

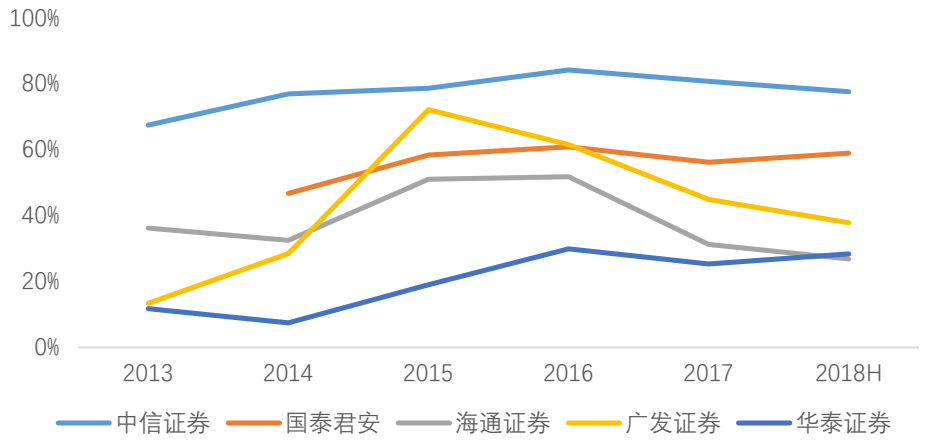
图 17：中信证券融资融券的机构客户占比高于其他券商



资料来源：wind，天风证券研究所

最后，中信证券自 2015 年起明确资管业务要以“立足机构、做大平台”为发展路径，以发展机构业务为重点，公司集合计划的机构客户资金占比从 2013 年的 67.4%上升至 2017 年的 80.7%，同期国君、海通、广发和华泰的占比分别为 56%、31%、45%和 25%， 中信证券机构客户受托资产占比明显高于其他大型券商。

图 18：中信证券集合资产管理的机构客户占比远高于其他上市券商

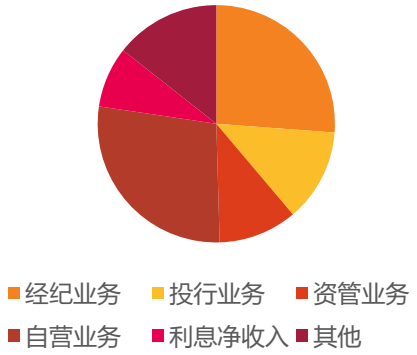


资料来源：公司公告，天风证券研究所，中信证券 2018H 的数据为 2013-2017 年平均值

2.3. 中信对衍生工具的使用能够加强业绩稳定性

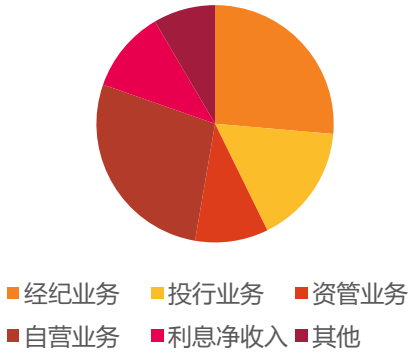
从 2017 年开始，自营投资收入已经取代经纪业务成为证券行业的第一大收入来源。截至 2018 年前三季度，证券投资收益（含公允价值变动）占行业收入比重为 28%。因此，券商的投资收入波动直接影响到整体的业绩表现。

图 19：2018Q3 证券行业收入结构



资料来源：证券业协会，天风证券研究所

图 20：2017 年证券行业收入结构



资料来源：证券业协会，天风证券研究所

2018 年 1 月 1 日起，同时在 A 股和 H 股上市的券商正式采用 IFRS9 法则，其余上市券商将于 2019 年 1 月 1 日起变更会计准则。新会计准则下，券商更多的金融资产被重分类至交易性金融资产（TVTPL）。这是因为，如果将原有的金融资产计入以公允价值计量且其变动计入其他综合收益（FVOCI），那么即便在处置出售时其产生的盈利（亏损）也不能转回计入当期损益，这与“企业经营创造利润”的当期目标相悖。因此，新会计准则下证券公司倾向于将金融资产重新分类至交易性金融资产（TVTPL），使得资产的浮盈（浮亏）直接进入损益，与此同时券商面临着当期金融资产公允价值随市场波动对投资收入的影响，加大了券商的投资收入的波动性。

从实际的情况来看，采用新会计准则的主要上市券商，交易性金融资产在自营投资规模的占比明显增高。中信证券的交易性金融资产在自营投资规模中的占比是 11 家券商中占比最高的。通过对比 2017 年报和 2018 年三季报两个时点数据，中信证券交易性金融资产规模上升至 2226 亿元，占当期自营投资规模的比重上升 11.6 个百分点至 86.6%。

表 5：采用新会计准则的主要上市券商，交易性金融资产在自营投资规模的占比明显增高（单位：亿元）

	以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	占当期自营投资规模的比重	2018Q3 交易性金融资产	占 2018Q3 自营投资规模比重	占比变化
中信建投	326	45.2%	543	62.4%	17.2%
中国银河	290	46.0%	528	62.9%	16.9%
光大证券	374	49.7%	528	63.7%	14.0%
华泰证券	846	65.5%	1155	79.0%	13.5%
海通证券	999	70.8%	1529	83.8%	13.0%
中信证券	1782	75.0%	2226	86.6%	11.6%
申万宏源	494	51.2%	810	62.4%	11.2%
广发证券	632	40.6%	908	48.6%	8.0%
国泰君安	985	71.1%	1327	73.9%	2.8%
东方证券	480	39.9%	526	40.2%	0.3%
招商证券	731	68.7%	867	68.9%	0.2%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

重分类至交易性金融资产的权益资产规模越大，券商的投资收入波动（公允价值变动）预计将更大。在实施新的会计准则下，原属于可供出售金融资产科目下的几乎全部权益资产（证金救市专户例外）和一部分固收资产都被重分类至交易性金融资产。考虑到固定资产公允价值变动弹性相对于权益资产更小，因此被划入交易性计入资产的权益资产规模越大，投资收入的波动将更大，反映到利润表上则体现为公允价值变动占投资收入的比重变得更大。以中信证券为例，2017 年可供出售金融资产权益资产与自营总资产的比重为 6.43%，在前六券商中仅次于华泰证券。2018Q3 公允价值变动/（投资收益+公允价值变动）的比例为 45.44%，波动幅度在 6 家券商中排名第四，这体现公司出色的投资能力。

表 6：被划入交易性金融资产的权益资产规模越大，投资收入波动（公允价值变动）将越大

	2017 年可供出售金融资产权益资产/自营总规模	2017Q3 公允价值变动/（投资收益+公允价值变动）	2018Q3 公允价值变动/（投资收益+公允价值变动）
华泰证券	13.17%	3.90%	67.99%
中信证券	6.43%	-7.16%	45.44%
海通证券	5.50%	-5.88%	-52.83%
广发证券	5.22%	-1.80%	-55.45%
国泰君安	5.19%	3.10%	-18.90%
招商证券	1.15%	36.51%	-35.07%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

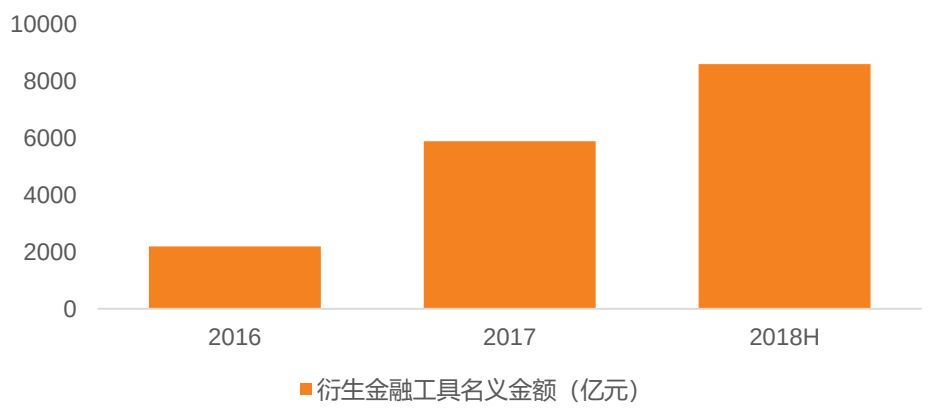
2018 年上半年，衍生金融工具的运营对中信证券的投资收入贡献较大，未来将拉大与其他上市券商间的差距。成熟市场，自营业务都不是趋势性的，大部分都是交易性的，两边风险敞口对冲，衍生金融工具的使用至关重要。中信证券从 2015 年开始就已经在这方面做调整。新的会计准则加大了证券公司的投资收入的波动性，不同券商中的公允价值变动的幅度差异较大。我们拆分 11 家上市券商的公允价值变动损益情况，发现衍生金融工具的运用对于券商的公允价值变动损益影响较大。2018 年上半年中信证券的衍生金融工具的浮盈达到 62.08 亿元，高于其他 10 家上市券商的合计值。中信证券的衍生金融工具运用规模增长较快，到 2018 年中衍生金融工具名义金额达到 8606 亿元，较上年底增长 46%。

表 7：部分上市券商的衍生金融工具浮盈对公允价值变动损益的影响较大（单位：亿元）

	交易性金融资产	交易性金融负债	衍生金融工具	公允价值变动损益
中信证券	(45.62)	15.94	**62.08**	32.40
海通证券	3.93	(0.06)	**2.02**	5.89
国泰君安	5.19	(0.06)	**0.44**	5.57
广发证券	(7.67)	(0.10)	**11.94**	4.17
招商证券	(19.49)	1.64	**21.30**	3.45
华泰证券	(0.53)	0.39	**(0.47)**	(0.61)
光大证券	(9.98)	0.67	**4.41**	(4.90)
东方证券	(10.77)	5.32	**0.32**	(5.13)
中国银河	(8.04)	0.00	**(0.17)**	(8.21)
中信建投	(10.31)	(0.27)	**1.87**	(8.71)
申万宏源	(15.30)	(0.08)	**3.61**	(11.77)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 21：中信证券的衍生金融工具名义金额达到 8606 亿元

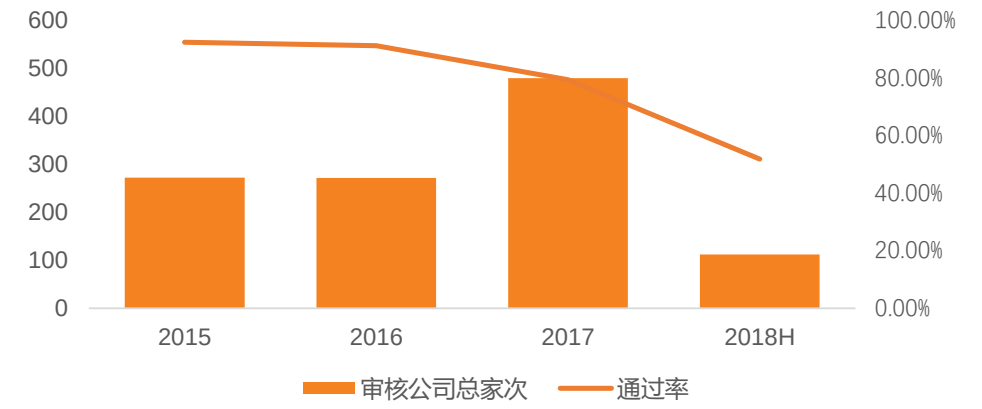


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.4. 中信证券将受益于投行发行制度的改变

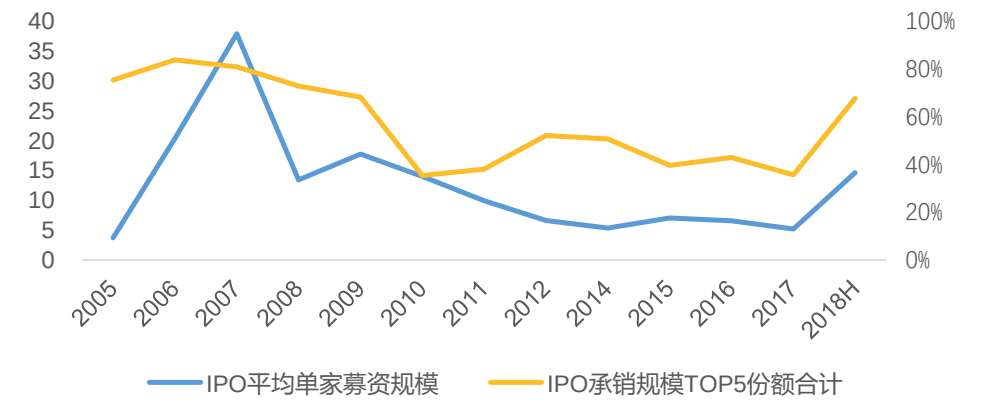
支持优质创新型企业上市融资。2018 年 3 月，国务院办公厅以转发证监会规则的形式发布《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》，鼓励创新型公司在境内发行股票或者存托凭证上市，随后一系列的配套政策落地。5 月份工业富联首次公开发行募集资金 271 亿元，成为 A 股近三年最大的 IPO 项目。预计未来还将有一批符合国家战略、具有核心竞争力、市场认可度高，属于互联网、大数据、云计算、人工智能、软件和集成电路、高端装备制造、生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业，达到相当规模的创新企业通过绿色通道上市融资。

图 22：2015-2018H IPO 审核情况（单位：家）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 23：A 股 IPO 发行集中度提升（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

承销业务将逐步向中信证券等综合实力强的龙头券商聚拢。首先，传统企业 IPO 从严审核，2018 年上半年审核通过率下降至 51.79%，较 2017 年下降 27.54 个百分点，中信证券等优势券商的业务能力和风控能力将为其赢得拟上市公司的青睐。其次，我们预计未来国内资本市场的重心将转向新经济企业。因为新经济企业具有商业模式迭代快、未来盈利能力不确定性大、成长性高等特点，往往市场对于其估值分歧较大，所以对投资银行的定价能力、承销能力提出更高的要求。新经济企业多选择在境内外资本市场同时上市，涉及到境外的业务，需要考验投资银行的跨境协同能力。投行的核心竞争力从过往的牌照、股东优势等过渡到定价能力、发行协调能力和承销能力，大券商在服务新经济企业方面优势更明显。而且新经济企业具有稀缺性，大券商的护城河便形成，我们预计将利好投行业务的龙头中信证券。

11 月 5 日，国家主席习近平出席首届中国国际进口博览会开幕式，并发表了题为《共建创新包容的开放型世界经济》的主旨演讲，提及将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制，支持上海国际金融中心和科技创新中心建设，不断完善资本市场基础制度。随后证监会及上交所均表示将积极稳妥推进科创板和注册制试点顺利落地。

注册制下对于中介机构的要求提高，包括对中介机构的推荐及定价是否合理，中介机构在诚信、执业能力、定价能力和资本实力等方面提出更高的要求。上交所提及将通过建立证券公司资本约束等新制度来推进科创板及注册制，参考年初 CDR 制度、新经济企业上市等改革措施，我们预计大概率会划定主承销商的范围；同时，注册制对主承销的承销能力、资产定价能力、风控能力提出更高的要求，龙头券商在这方面具有竞争优势，因此我们预计中信证券等龙头券商参与会更多。

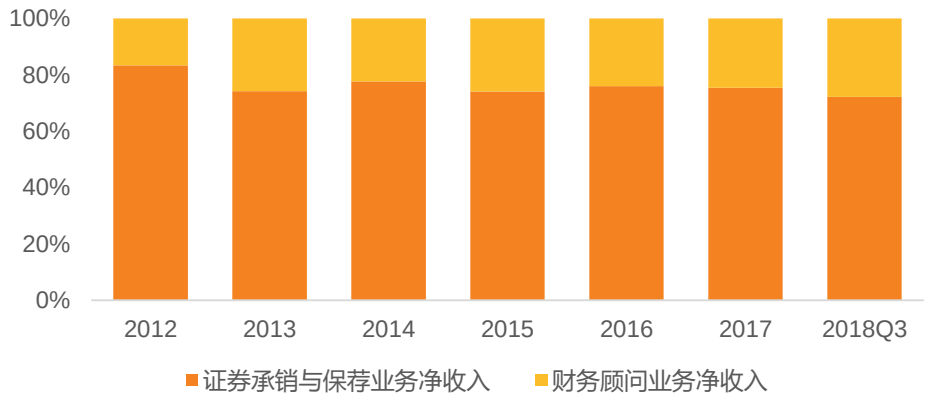
表 8：国内科创板、注册制的发展历程

时间	相关事件
2013 年 11 月	十八届三中全会审议通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出推进股票发行注册制改革。注册制改革首次被写入党的文件
2015 年 12 月	国务院常务会议通过“关于授权国务院在实施股票发行注册制改革中调整适用《中华人民共和国证券法》有关规定的决定”草案；27 日，国务院实施股票发行注册制改革的举措获得全国人大常委授权，并计划于 2016 年 3 月起施行股票发行注册制；
2016 年 3 月	证监会主席在十二届全国人大四次记者会上表示，注册制不可单兵突进，研究论证需要相当长的一个过程。该发言意味着注册制暂缓，且需要配合其他政策实施。
2018 年 2 月	证监会主席向全国人大常委会汇报注册制改革的情况，并指出目前资本市场发展注册制仍存在不少挑战，需要进一步探索完善。注册制授权期限延长至 2020 年 2 月
2018 年 11 月	习总书记在中国国际进口博览会中表示，将在上交所设立科创板、试点注册制。科创板及注册制试点再次明确为国家重大任务；8 日，证监会副主席表示“科创板及注册制一定要搞成”。

资料来源：wind，天风证券研究所

“投资+保荐”模式，改善投资银行收入结构。国内券商的投行业务收入中证券承销收入占比高，未来转型的方向之一就是围绕企业客户提供综合金融服务。向上游可以做直投业务，向中游可以开展并购业务，帮助企业进行产业整合、产业投资。考虑到未来在科创板试点注册制，对中介机构的要求提高，包括对中介机构的推荐及定价是否合理，中介机构在诚信、执业能力、定价能力和资本实力等方面提出更高的要求，需要推动中介机构建立良好的自我约束能力和风险防控能力。参照国外大型投资银行的做法，我们预计“投资+保荐”模式可行性较高，一方面能落实中介机构的责任，另一方面能够改善券商的投行业务收入结构。

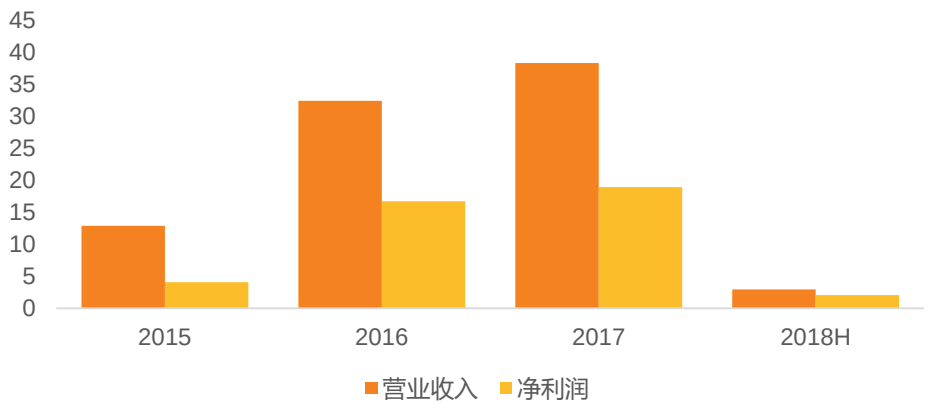
图 24：国内券商的投行业务收入以证券承销收入为主



资料来源：wind，天风证券研究所

中信证券在直投业务布局完备。金石投资是中信证券私募股权投资基金管理平台公司，已经建立统一的募、投、管、退体系。截至 2018 年中，金石投资管理基金 20 支，管理规模超过 300 亿元；2018 年中，金石投资新增对外投资规模超过 15 亿元；营业收入为 2.93 亿元，净利润为 2.04 亿元。此外，根据中国证券业协会于 2016 年 12 月 30 日颁布的《证券公司另类投资子公司管理规范》，公司自营投资品种清单以外的另类投资业务由公司全资子公司中信证券投资全面承担，其中包括原由金石投资开展的自有资金直接投资业务。

图 25：中信证券的金石投资经营情况（单位：亿元）



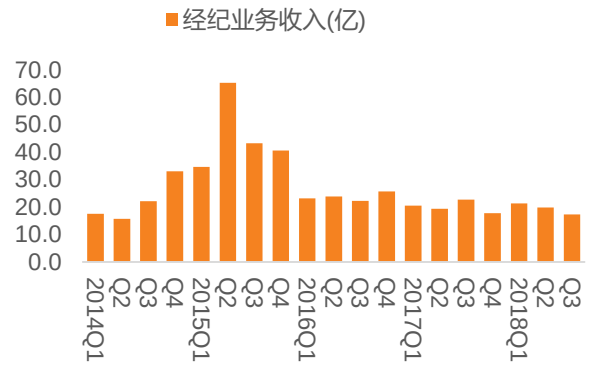
资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 分业务分析

3.1. 经纪：财富管理转型是出路

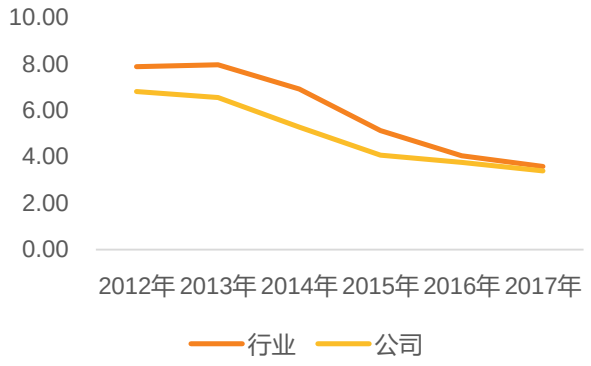
2018 年前三季度，中信证券的代理买卖证券业务净收入 58.47 亿元，同比下降 7%（其他上市券商合计同比下降 18%），业务收入稳定性强于同业。公司市场份额近年来稳中有升，2018 年上半年，代理股票基金交易总量（不含场内货币基金交易量）市场份额 6%。公司的经纪业务佣金率从 2012 的万分之 6.80 下降至 2017 年万分之 3.39。，此外，公司逐步完善金融产品超市，代销金融产品规模与收益持续保持行业领先，2018 年上半年代销金融产品业务收入为 4.25 亿元，同比增长 45.9%。

图 26：中信证券单季度经纪业务收入情况



资料来源：wind，天风证券研究所

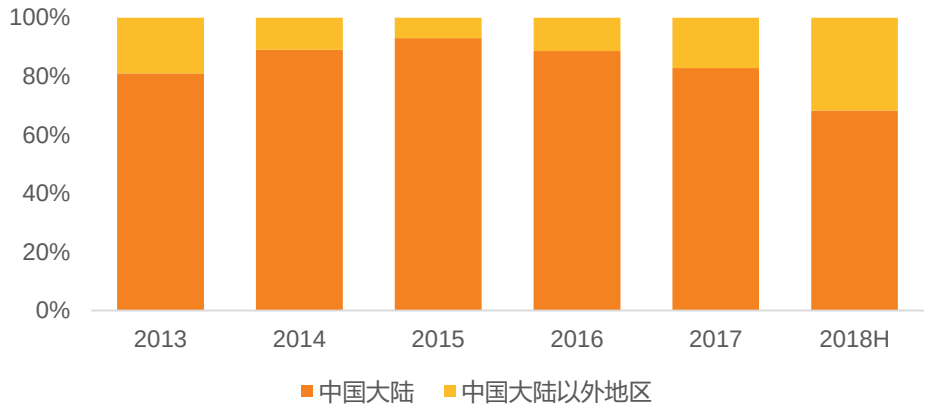
图 27：经纪业务佣金率持续下降（单位：万分之）



资料来源：wind，天风证券研究所

中信证券通过中信里昂发展国际经纪业务，并将其打造为亚洲第一股票业务经纪商。中信里昂在“一带一路”沿线拥有最广泛的网络和业务，并将进一步扩展至越南、孟加拉国、巴基斯坦和中东等地。海外经纪业务的迅速增长能够为中信证券的经纪业务收入带来可观的增量贡献。18 年中，中信证券代理买卖证券款中境外客户余额大幅增长至 413 亿元，占公司整体代理买卖证券款中的比重上升至 31.67%。

图 28：中信证券境外客户代理证券款 413 亿，较年初大增 241 亿（+140%），占比达 31.67%



资料来源：wind，天风证券研究所

财富管理是券商零售业务出路。虽然经纪业务收入在总收入中的占比在下降，但是经纪业务是券商重要的获客来源之一。提供差异化增至服务，较高的费用率、团队素质和能力成为创造收入的主动驱动力。从客户需求及风险偏好出发制定适合的财富管理计划；运用高科技辅助进行智能化资产配置；提供一站式服务，实现大类资产配置；还包括金融服务以及其他的延伸服务等。

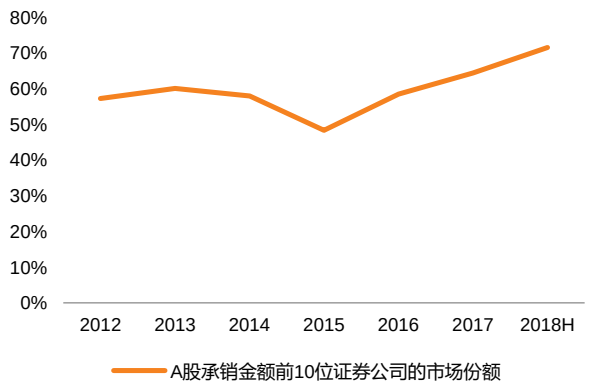
3.2. 投行：政策转向，投行业务迎来转机

中信证券 2018 年 Q1-Q3 证券承销业务净收入为 24.30 亿元，同比下降 20.27%。主要原因是，IPO 审核全面从严，过会率低迷；再融资进度放缓；债券承销虽有恢复性增长，但是难以弥补股权融资规模尤其是 IPO 规模减少的影响。

投行业务作为中信证券的传统优势项目，优质客户资源使龙头券商能在逆境中提升市场份额。从行业集中度来看，A 股承销金额（含资产类定向增发）前十位证券公司的市场份额自 2015 年的 48.34%提升至 2018H 的 71.61%，市场集中度逐渐提升。在过会要求趋严的情况下，大券商凭借自身的资源优势能够获得更多的优质项目，与小券商之间的过会率差距将会进一步拉大，行业分化格局渐显。

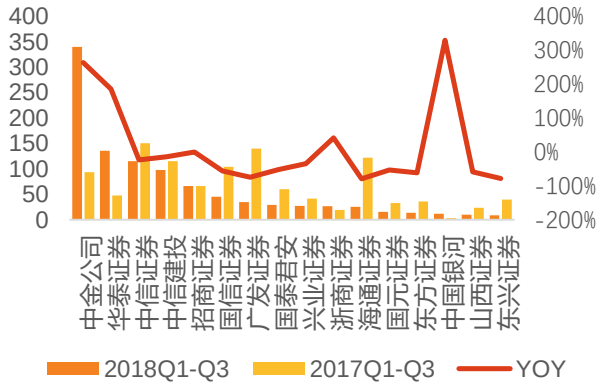
2017 年 IPO 承销前三名的是中信证券（211 亿元）、广发证券（177 亿元）和国信证券（153 亿元），2018 年 Q1-Q3IPO 承销排名前三的分别为中金公司（340 亿元）、华泰证券（136 亿元）和中信证券（115 亿元）。从项目储备上看，截至 2018 年 11 月，中信证券在审项目 21 家，行业排名第二。再融资受政策收紧影响，规模下降幅度较大。中信证券 2018 年前三季度增发承销规模为 741.40 亿元，同比下降 38%。

图 29： A 股承销金额（含资产类定向增发）市场集中度上升



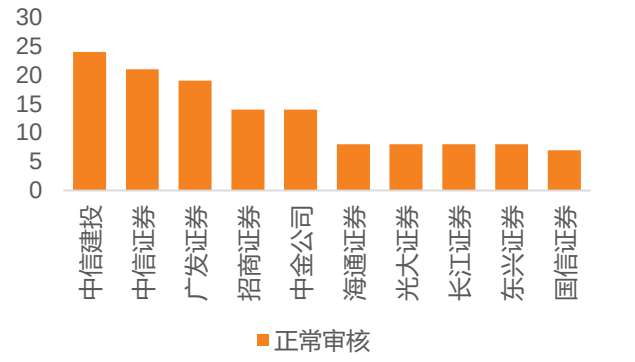
资料来源：wind，天风证券研究所

图 30：2018Q1-Q3 主要上市券商 IPO 承销规模情况（单位：亿元）



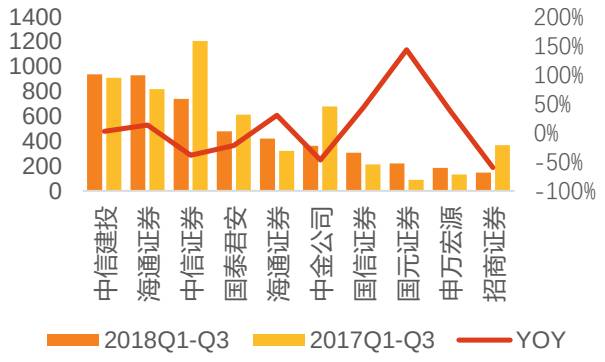
资料来源：wind，天风证券研究所

图 31：中信证券 IPO 项目储备情况（单位：家）



资料来源：wind，天风证券研究所，正常审核包括已受理，已反馈和已预披露更新，日期截至 2018 年 11 月 22 日

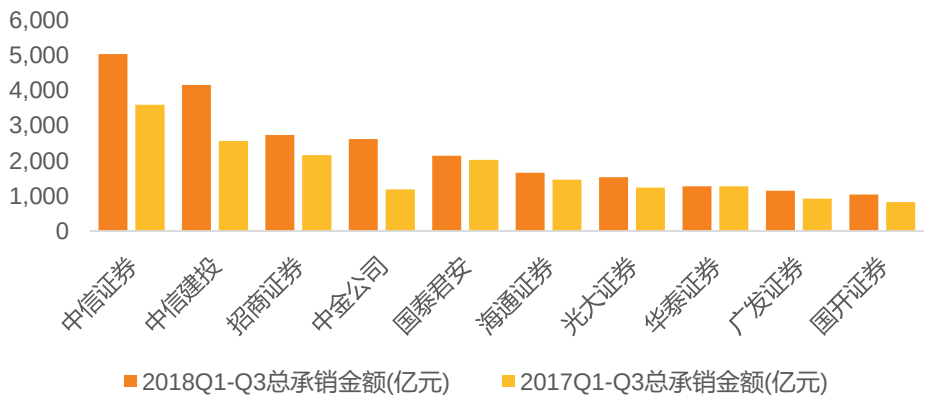
图 32：中信证券增发承销规模（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

债券承销规模方面，中信证券龙头地位稳固。2018 年 1-9 月，中信证券债券承销总规模为 5032 亿元，同比增长 40.10%，前三季度承销规模接近 2017 年全年的债券承销规模（5115 亿元），市场份额 13.66%，较 2017 年上升 2.36 个百分点。

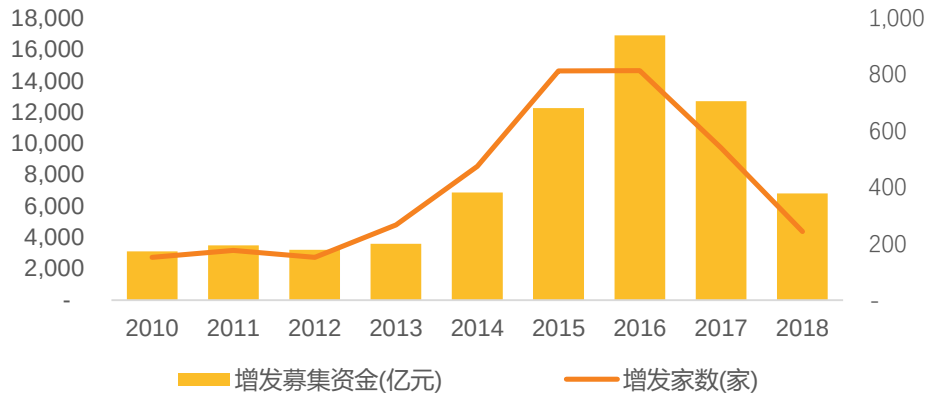
图 33：证券公司债券承销呈现恢复性增长



资料来源：wind，天风证券研究所

证监会于 2018 年 11 月 9 月，修订发布《发行监管问答——关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》。修订后的《监管问答》，一是明确使用募集资金补充流动资金和偿还债务的监管要求。二是对再融资时间间隔的限制做出调整。允许前次募集资金基本使用完毕或募集资金投向未发生变更且按计划投入的上市公司，申请增发、配股、非公开发行股票不受 18 个月融资间隔限制，但相应间隔原则上不得少于 6 个月。我们认为未来证券公司的股权融资业务有望迎来恢复性的增长。

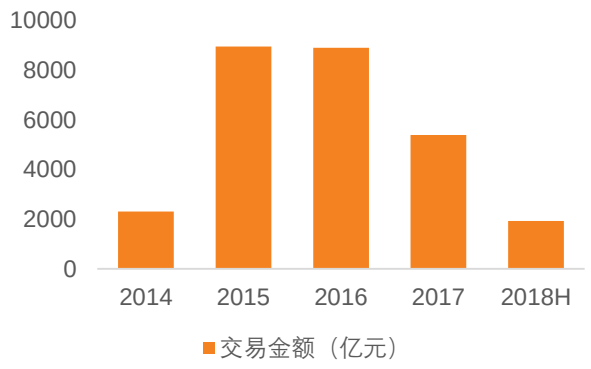
图 34：受监管政策影响，增发募集资金规模下滑明显



资料来源：wind，天风证券研究所

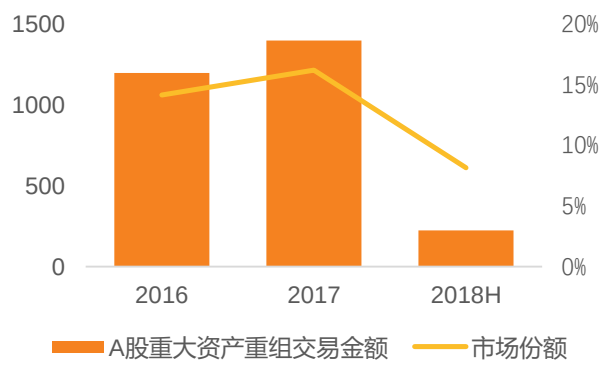
并购重组业务的监管从严格到逐步放松，此前证监会推出“小额快速”并购重组审核机制；明确申请企业 IPO 审核失败后，可通过并购重组上市方式登录主板，而且审核期从 3 年压缩到 6 个月；支持上市公司在并购重组中定向发行可转债作为支付工具，以增加并购交易谈判的弹性；简化重大资产重组信披要求，旨在提升并购重组效率。随着证监会多项政策并举，鼓励企业并购重组，预计后续并购重组将进一步提速。

图 35：受监管政策影响，A 股并购重组交易金额出现下滑



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 36：中信证券完成的 A 股重大资产重组交易金额情况

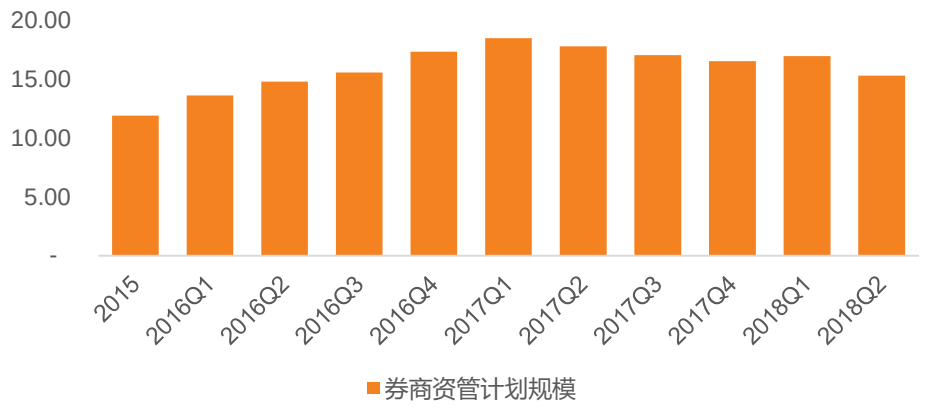


资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.3. 资管：主动管理规模保持领先

资管新规落地，对行业发展将产生深远影响。根据中国证券投资基金业协会数据，截至 2018 年中，券商资管规模为 15.28 万亿元，较 2017 年 Q1 高点下滑 17%。我们预计这种下降的趋势未来仍将持续，主要是两方面的因素影响：一是，资管新规的出台引导资产管理行业的盈利模式从监管套利、利差套利逐步转向资产管理、风险定价，未来以通道业务为主的券商定向资管计划规模将逐步下滑；二是，根据监管部门的要求，部分券商集合资管计划中的“类资金池”业务仍处于整改阶段。2018 年 11 月 28 日，证监会发布了《证券公司大集合资产管理业务适用<关于规范金融机构资产管理业务的指导意见>操作指引》，我们预计未来符合证券期货经营机构资管细则的新产品逐步落地后，集合资管规模有望重回增长。

图 37：券商资管计划规模于 2017 年 Q1 后逐步回落（单位：万亿元）

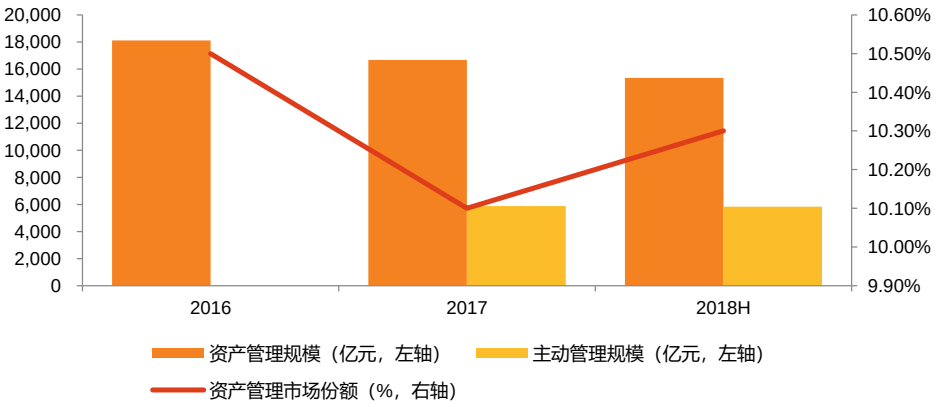


资料来源：中国证券投资基金业协会，天风证券研究所

2018 前三季度，中信证券受托客户资产管理业务净收入为 41.42 亿元，同比上升 6%。在资管新规实施后，中信证券的资管业务具备较强的抗收缩能力。未来看好中信证券资管业务主要是基于以下三点：

首先是，中信证券主动管理能力突出。主动管理能力的培养和构建是无法一蹴而就，需要长期积淀的投研体系。中信证券于 2016 年开始着力提高主动管理规模，打造主动管理投研能力，先于市场进行主动管理转型。2017 年，金融政策全面收紧，资管新规的出台引导资产管理行业的盈利模式从监管套利、利差套利逐步转向资产管理、风险定价，公司的主动管理能力将成为未来资管业务的盈利点。2017 年和 2018H，中信证券主动管理资产月均规模分别为 6231 亿元和 6071 亿元，均排名市场第一。主动管理能够提高资管业务的管理费率，提高业务收入水平。**我们看好，中信证券的主动管理能力在这轮监管引导下长期不断贡献业绩。**

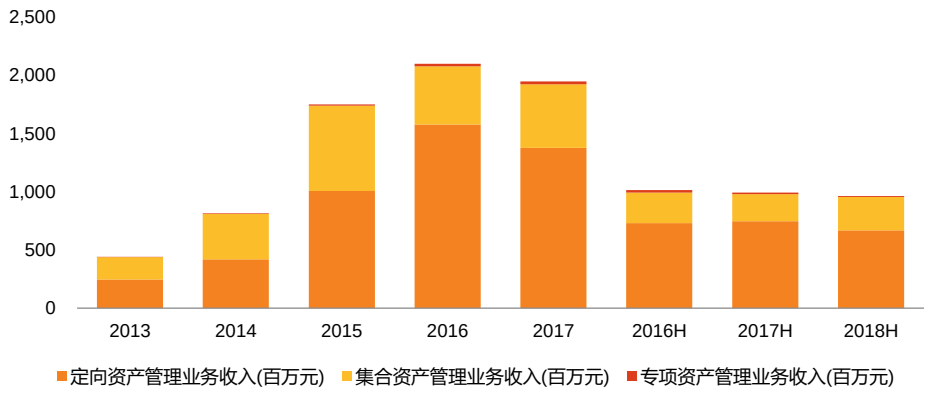
图 38：中信证券主动管理能力突出



资料来源：wind，天风证券研究所，月末余额

其次是，中信证券的通道业务贡献营收占比低，受监管政策影响小。根据中国证券投资基金业协会的数据，中信证券 2018 年上半年的主动管理资产月均规模为 6071 亿元；2018 年中报披露的集合理财为 1529.29 亿元，专项理财为 15.43 亿元，定向理财为 13793.27 亿元。我们预计待处理的通道业务规模约为 9267 亿元。根据公告数据测算定向计划的费率在万 5 左右。因此，我们预计 9267 亿元的通道业务贡献的收入约为 4.50 亿元，约占 2017 年中信证券营业收入的比重仅为 1%。

图 39：中信证券资产管理业务收入



资料来源：公司公告，天风证券研究所

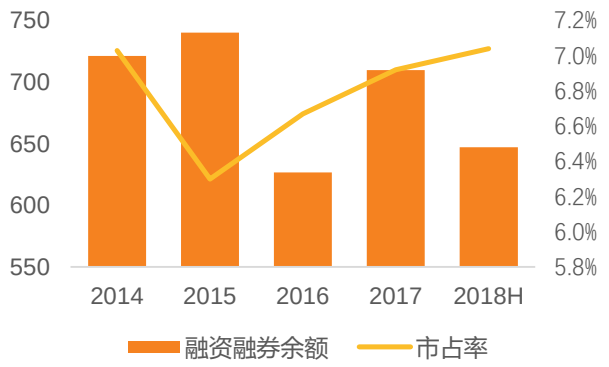
最后是，中信证券的资管业务具备非常良好机构客户基础。公司集合计划的机构客户资金占比从 2013 年的 67.4%上升至 2017 年的 80.7%；2017 年，国君、海通、广发和华泰的占比分别为 56%、31%、45%和 25%，中信证券机构客户受托资产占比明显高于其他大型券商。机构客户的特点在于合作的长期性，与机构客户建立稳固的合作关系有助于公司针对机构客户开展融资服务、股权质押业务、投研服务等增值服务，提升管理费收入，给予公司抵御市场收缩时更多回旋空间。

3.4. 资本中介：整体风险可控

截至 2018 年 9 月底，中信证券的利息净收入为 14.98 亿元，同比下降 23.25%。截至 2018 年中，中信证券的融资融券余额为 647.22 亿元；自 2015 年始，中信证券两融规模占沪深两市两融规模的比重逐年上升，在 2018 年中占比达到 7.04%，继续位居行业首位。选取两融业务规模前五的券商进行比较，券商两融业务收入受市场两融规模变动影响较大。

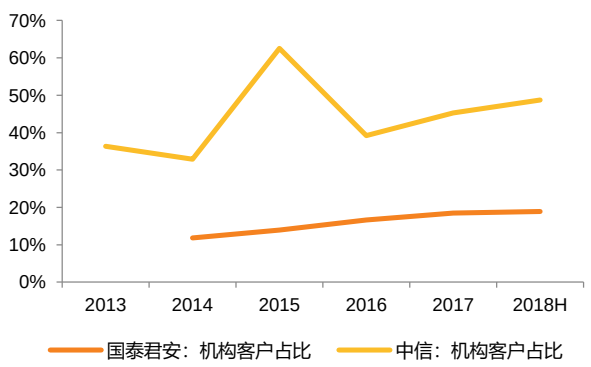
中信证券在两融业务上的优势存在在两个方面：1）中信证券与其他上市券商相比债务融资成本相对较低。2）截至 2018 年中，从两融业务的融出资金来看，中信证券机构客户占比为 49%，而其他大券商融出资金中机构客户占比约为 20%。机构客户相较于个人客户而言融资需求更为稳定，因此机构客户占比较高的中信证券在两融业务上将更具优势。

图 40：中信证券两融余额为 647 亿元，市占率 7.04%（单位：亿元）



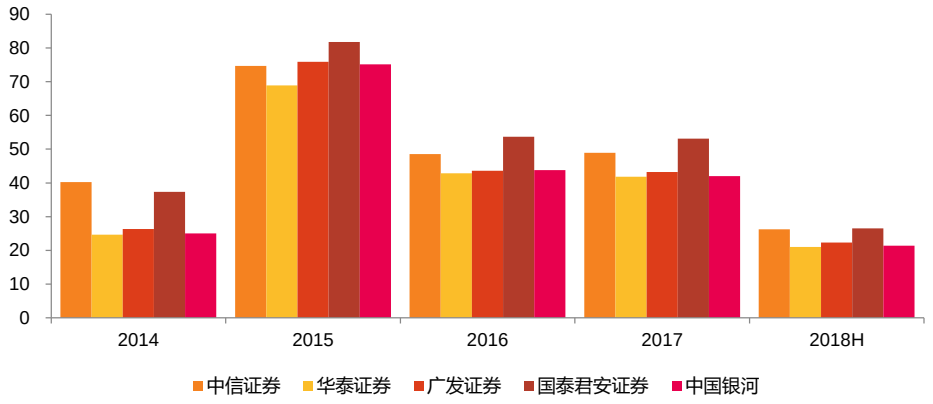
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 41：中信证券、国泰君安融出资金客户结构比较



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 42：大型券商两融业务收入（单位：亿元）



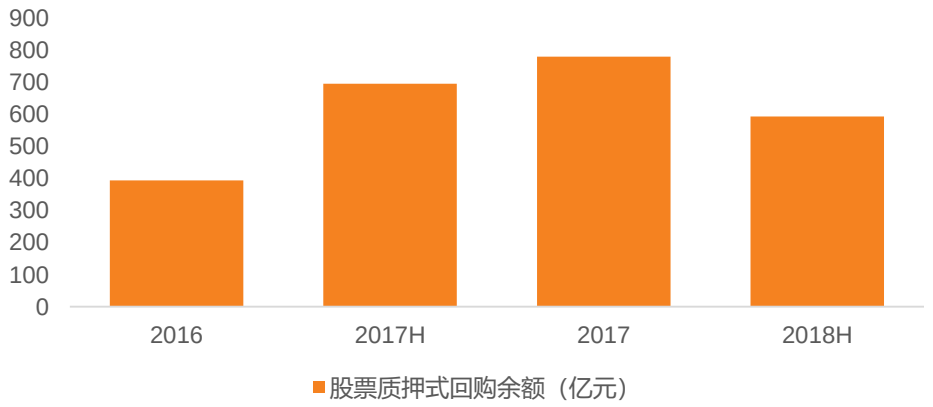
资料来源：公司公告，天风证券研究所

预计将控制股票质押式回购业务的规模，但不会出现断崖式的下降。上半年，股票质押式回购业务成为市场的焦点，自 3 月份股票质押新规开始正式实施，市场监管趋严，去杠杆力度加大，叠加市场震荡下行，证券公司对股票质押业务的发展更加谨慎。截至 2018 年中，中信证券的股票质押式回购余额较 2017 年底下降 187 亿元至 594.24 亿元。

新会计准则下，上市券商计提信用减值损失/资产减值损失的分化明显，部分龙头券商计提相对充分。截至 2018 年三季度，中信证券计提 12.32 亿元的信用减值损失，计提比例在 11 家 A+H 券商中靠前，足额计提信用风险。

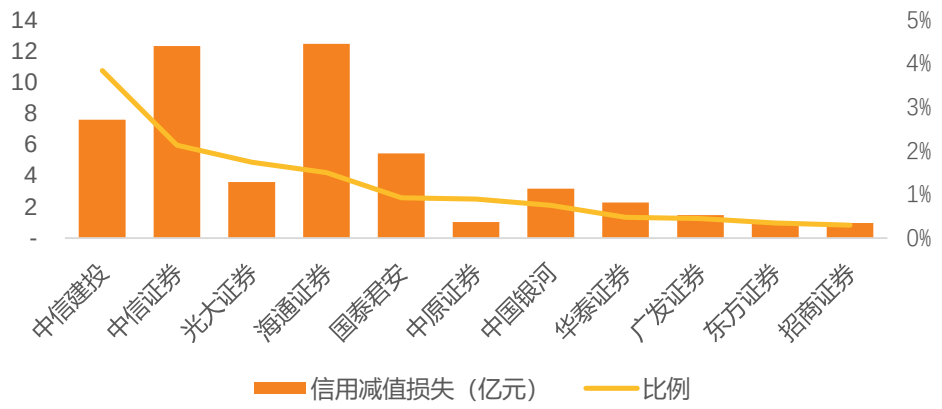
截至 2018 年 11 月 30 日， 31 家公司承诺出资规模累计达 468 亿元。各证券公司仍在有序推进系列资管计划具体落地，截至 2018 年 11 月 30 日，已有 18 家证券公司共成立了 20 只系列资管计划和 1 只子计划，出资规模总计 341.41 亿元。中信证券共出资 25 亿元设立纾困基金，重点缓解股票质押项目风险，预计基金运营中将与公司其他业务进行联动，一方面能够化解自有项目的股票质押风险，另一方面能够实现战略投资和产业整合。

图 43：中信证券 2018H 股票质押式回购业务余额较年初下降



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 44：11 家 A+H 上市券商信用减值损失计提情况（截至 2018Q3）

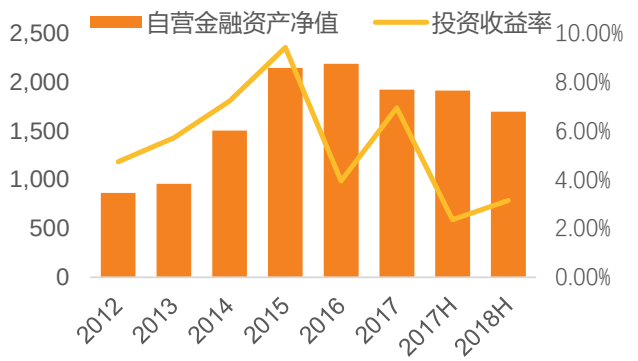


资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.5. 自营：股指期货再次松绑将利好中信的自营业务

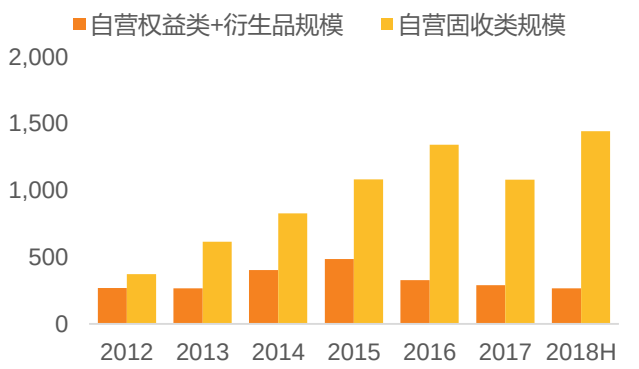
2018 年上半年，中信证券自营业务业绩表现突出，以稳健投资为主。公司投资收益达到 53.34 亿元，较去年上半年同比增加 18%。与此同时，尽管自营金融净值有所缩减，投资收益率有所增加。2018 年上半年，自营金融资产净值由去年年末 1921.13 亿元下降至 1694.95 亿元，收益率由 17H 的 2.36%上升至 3.15%。一方面，受益于 2018 年利率下行，固收投资贡献大。2018 年上半年，自营固收类证券投资占净资本达到 173%，较 17 年年末提高 48%。另一方面，股票自营上半年强化仓位管理，控制市场风险。2018 年上半年，自营权益类证券及证券衍生品投资占净资本达到 32%，较其他中大型券商水平，处于较低风险。总体来看，中信证券坚持控制风险和价值投资并重，对 18 年公司收入贡献大。

图 45：2018H 自营金融资产净值下降，收益率提高（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

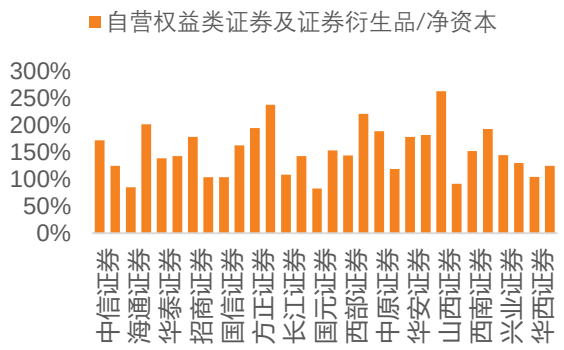
图 46：2012-2018H，自营业务投资结构（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

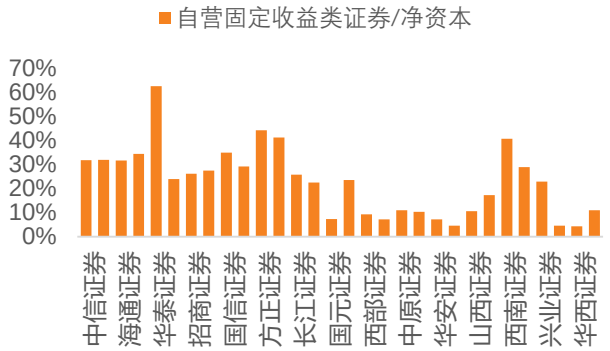
股指期货再次松绑，直接利好券商自营业务。中金所 12 月 2 日公告，经中国证监会同意，中国金融期货交易所调整股指期货交易安排：一是自 2018 年 12 月 3 日结算时起，将沪深 300、上证 50 股指期货交易保证金标准统一调整为 10%（此前为 15%），中证 500 股指期货交易保证金标准统一调整为 15%；二是自 2018 年 12 月 3 日起，将股指期货日内过度交易行为的监管标准调整为单个合约 50 手（此前为单个产品 20 手，1 个品种有 4 个合约，理论上限由 20 手变成 200 手），套期保值交易开仓数量不受此限；三是自 2018 年 12 月 3 日起，将股指期货平今仓交易手续费标准调整为成交金额的万分之四点六（此前为万分之六点九）。成熟市场里券商自营业务都不是趋势性的，业务本源是以交易为中心，股指期货等金融工具的使用对于券商发展自营业务至关重要，未来自营业务有望实现稳健的收益。

图 47：2018H 上市券商自营权益类证券及证券衍生品/净资本



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 48：2018H 固收类证券投资占净资本比例



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 9：股指期货监管进入优化期

	时间	事件
快速发展期	2010 年 4 月 16 日	沪深 300 股指期货合约（IF)上市，标志着我国股指期货市场形成
	2015 年 4 月 16 日	上证 50 指数合约（IH）和中证 500 指数合约（IC）上市，交易品种扩大
规范化发展期	2015 年 7 月	手续费包括交易手续费和申报费两部分，交易手续费标准调整为成交金额的万分之零点二三；申报费根据客户沪深 300、上证 50 和中证 500 股指期货各合约的申报数量收取，每笔申报费为一元。
	2015 年 8 月	沪深 300、上证 50、中证 500 股指期货各合约平今仓交易手续费标准调整为成交金额的万分之一点一五
	2015 年 9 月	沪深 300、上证 50、中证 500 股指期货各合约平今仓交易手续费标准调整为成交金额的万分之二十三
	2015 年 8 月	非套期保值持仓的交易保证金由最初的 10%上调至 30%
	2015 年 9 月	非套期保值持仓的交易保证金由合约价值的 30%上调至 40%；套期保值持仓的交易保证金由合约价值的 10%提升至 20%
	2015 年 8 月	8 月 26 日：非套保交易单个产品单日开仓交易量限制至 600 手；8 月 28 日调整日内开仓交易量，限制至 100 手
	2015 年 9 月	非套保交易单个产品单日开仓量超过 10 手认定为异常交易行为
政策优化期	2017 年 2 月 16 日	交易手续费：三大股指期货平今仓交易手续费调整为成交金额的万分之九点二；交易保证金：沪深 300、上证 50 股指期货非套期保值交易保证金调整为 20%，中证 500 股指期货非套期保值交易保证金调整为 30%（三个产品套保持仓交易保证金维持 20%不变）；开仓数量：自 2017 年 2 月 17 日起，将股指期货日内过度交易行为的监管标准从原先的 10 手调整为 20 手，套期保值交易开仓数量不受此限
	2017 年 9 月 15 日	交易手续费：三大股指的平今仓交易手续费标准下调至成交金额的 0.069%；交易保证金：沪深 300 和上证 50 股指期货各合约交易保证金标准，由目前合约价值的 20%调整为 15%。
	2018 年 12 月 2 日	交易手续费：将股指期货平今仓交易手续费标准调整为成交金额的万分之四点六；交易保证金：将沪深 300、上证 50 股指期货交易保证金标准统一调整为 10%，中证 500 股指期货交易保证金标准统一调整为 15%；开仓数量：将股指期货日内过度交易行为的监管标准调整为单个合约 50 手，套期保值交易开仓数量不受此限。

资料来源：中金所，天风证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测：预计 2018 年净利润下降 7.21%

我们预计 2018-2020 年中信证券的营业收入为 409 亿元、455 亿元和 504 亿元，同比增长-5.50%、11.27%、10.69%；归母净利润为 111 亿元、128 亿元、146 亿元，同比增长-7.21%、15.41%、13.68%。预计 2018 年底的 BVPS 为 12.97 元。

表 10：中信证券盈利预测核心假设

单位：百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
经纪业务收入	8,045	7,273	8,182	8,182
两市日均成交额	497,578	380,000	450,000	450,000
经纪业务市占率	5.69%	6%	6%	6%
投行业务收入	4,406	3,410	4,551	5,172
首发规模	21,099	14,769	19,938	25,920
信用业务收入	2404.6022	1988.7567	2414.572408	2747.247864
资管业务收入	5,695	6,086	6,717	7,427
投资收益	13,317	11,976	13,173	14,490
营业收入	43,292	40,911	45,521	50,388
归母净利润	11,977	11,114	12,827	14,582

资料来源：wind，天风证券研究所

4.2. 投资建议

4.2.1. 大型券商牌照稀缺性将增强，预计中信证券享估值溢价

未来行业集中度提升，中信证券龙头地位依旧稳固。对比美国和日本的证券行业竞争格局，我们认为证券行业的集中度仍然有较大的提升空间。目前，证券行业的分化趋势已经渐趋明显，未来将进一步强化。主要是因为：大券商的盈利能力提升；机构业务推动行业集中度提升；监管扶优限劣。中信证券三方面的优势将在未来强化自身的龙头地位：机构客户占比高，具有先发优势；对衍生工具的使用能够加强业绩稳定性；受益于投行发行制度的改变。

大型券商牌照稀缺性将增强，有望受益于规模效应，估值体系提升的趋势将更加明显。2016 年至 2018 年，A 股迎来中小券商上市浪潮，牌照稀缺性不再。自 2016 年以来，先后有第一创业、华安证券、中原证券、中国银河、浙商证券、财通证券、华西证券、南京证券、中信建投、长城证券登陆 A 股，还有华林证券、中泰证券等券商在排队等候中，越来越多的券商冲刺 IPO 使得中小型券商之间竞争更加激烈，导致中小型券商的牌照稀缺性下滑，与之相反的是系统重要性券商的牌照更加宝贵，尤其是在打造国际一流投行的背景下，系统重要性券商在市场中的地位也趋于重要。

表 11：2016 年以来券商先后有 10 家券商 IPO

公司名称	股票代码	上市时间	IPO 募集资金规模（亿元）
第一创业	002797.SZ	2016-5-11	23.23
华安证券	600909.SH	2016-12-6	51.17
中原证券	601375.SH	2017-1-3	27.95
中国银河	601881.SH	2017-1-23	40.79
浙商证券	601878.SH	2017-6-26	28.12
财通证券	601108.SH	2017-10-24	40.78
华西证券	002926.SZ	2018-2-5	49.57
南京证券	601990.SH	2018-6-13	10.40

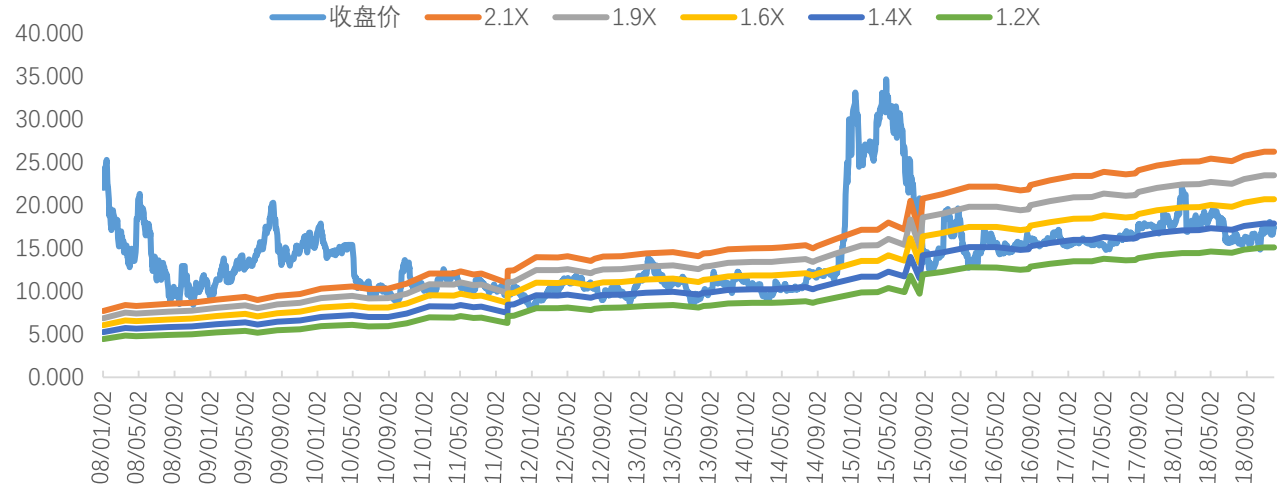
中信建投	601066.SH	2018-6-20	21.63
长城证券	002939.SZ	2018-10-26	19.51

资料来源：wind，天风证券研究所

4.2.2. 中信证券当前估值处于历史中枢偏下水准

截止 2018 年 11 月 30 日，中信证券对应 2018 年 PB 的估值为 1.25 倍。我们统计了 2008 年以来中信证券的历史 PB 估值，其后 1/4 分位点为 1.45 倍，中位数估值为 1.64 倍，平均值为 2.07 倍，因此当前的估值在绝对值上处于历史中枢偏下的位置。

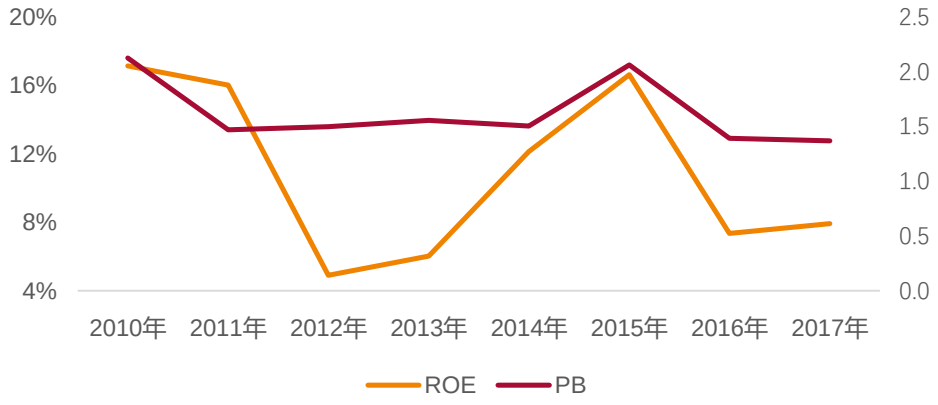
图 49：中信证券当前估值处于历史中枢偏下水准



资料来源：wind，天风证券研究所

从历史数据来看，中信证券当前的 PB 估值较之 ROE 仍有吸引力。2012-2013 年是中信证券的 ROE 低点，分别为 4.90%和 6.02%，PB 估值分别为 1.50、1.55 倍。当前估值低于 2012-2013 年的底部区间，我们预计是市场对于股票质押业务风险的担忧，以及反应前期市场对于监管环境趋严的预期。但近期在监管层的推动下，证券公司的股权质押业务风险已经得到一定的化解；自 10 月 20 日国务院金融稳定委员会召开会议以来，监管机构频繁释放出政策的积极信号。我们在 11 月 5 日发布的深度报告《政策改善进行时，券商估值有望持续提升，看好龙头！》中提出“通过总结历史经验发现，监管政策的反转期是配置券商股的良好时机，券商股估值的反转与提升往往先于业绩的实质改善”。我们认为政策红利持续落地将驱动券商估值在目前的历史低位继续提升。

图 50：中信证券 2010 年至 2017 年的年度 PB 和 ROE 对应关系



资料来源：wind，天风证券研究所

我们回溯 2012-2013 年监管放松时期的券商股估值，可以看到 2012-2013 年券商的 ROE 较低，中信为 4.90%和 6.02%，但估值并不处于低位，2012 年年中和 2013 年年初预期和落实高峰处估值分别达到过 1.8 和 1.95 的位置，因此我们有理由认为当市场对多层次资本市场有所预期的话，具有先发和强大综合能力的中信证券的估值上升空间将被打开。

图 51：中信证券 2012-2013 年估值较高

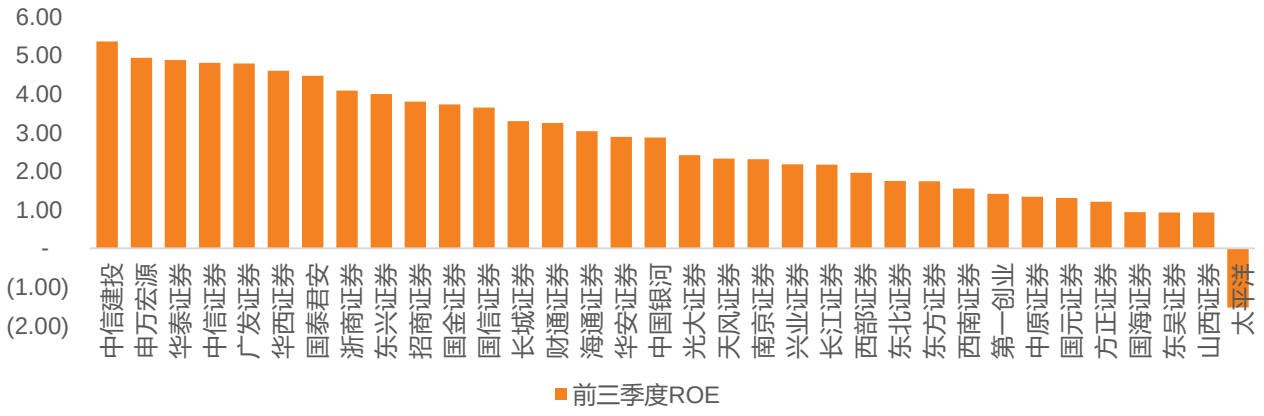
资料来源：wind，天风证券研究所

4.2.3. 中信证券 ROE 有提升空间

ROE 始终是压制券商行业估值的核心因素。根据证券业协会公布的数据，前三季度证券行业的 ROE 为 2.63%，2016-2017 年行业 ROE 平均值是 6.82%；中信证券前三季度的 ROE 为 4.81%，2016-2017 年 ROE 为 7.59%。

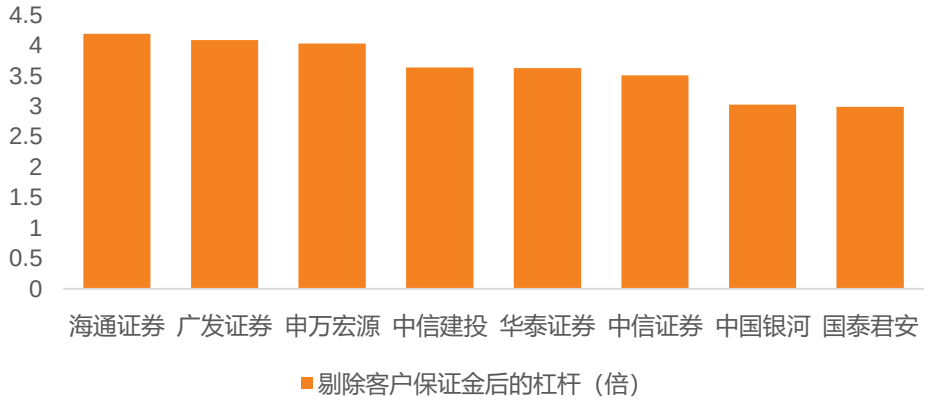
提升 ROE 的途径有两个，一是提升杠杆，二是提升 ROA。提升杠杆虽然与当前的监管大方向相悖，但是一系列新政策的颁布均给予龙头优质券商以政策红利，在分类监管的框架下龙头券商将有更大的空间在合理的范围内提高财务杠杆。中信证券财务杠杆水平长期低于行业均值，2017 年为 4.18 倍，仅比行业平均水平高出 0.14 倍。与龙头券商相比，中信证券的财务杠杆水平较低，未来拥有相对较大的空间提高财务杠杆。在国内多层次资本市场体系建设提速的背景下，大型全能投行拥有雄厚的资本实力、齐全的业务线、较强的风险定价能力，能够参与到衍生品交易、跨境业务、私募股权投资等。

图 52：中信证券 ROE 处于行业前列（2018Q3，单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 53：2018H，部分上市券商杠杆率比较（倍）



资料来源：wind，天风证券研究所

4.2.4. 目标价 22.05 元，继续坚定推荐

我们选取了 4 家与公司在资产规模、净利润、净资产回报率较为相近的 A 股上市券商作为公司的可比券商：国泰君安、华泰证券、广发证券和中信建投，通过加权平均获得 4 家大型券商 2018 年一致预期市净率为 1.30 倍。目前，证券行业仍处于历史估值底部，行业平均 1.4x PB，行业历史估值的中位数为 2x PB。我们认为这一估值水平已经反映市场对于股票质押业务风险的担忧，以及对于监管环境趋严的预期。我们认为后续政策红利持续落地将有望驱动券商板块估值在目前的历史低位继续提升。

我们统计了 2008 年以来中信证券的历史 PB 估值，其后 1/4 分位点为 1.45 倍，中位数估值为 1.64 倍，平均值为 2.07 倍。在国内多层次资本市场体系建设提速的背景下，中信证券拥有雄厚的资本实力、齐全的业务线、较强的风险定价能力，能够参与到衍生品交易、跨境业务、私募股权投资等。因此我们给予公司 1.7 倍 PB 的估值倍数；根据我们对于公司 2018 年底每股归母净资产的预测，对应目标价为每股 22.05 元。

表 12：A 股市场 4 家可比券商估值情况（单位：亿元）

公司名称	市值(亿)	18 年预期归母净资产(亿)	18 年预期归母净利润(亿)	18 年预期市净率(倍)	18 年预期市盈率(倍)
国泰君安	1,415	1,267.89	82.70	1.12	17.11
华泰证券	1,431	1,056.00	81.00	1.35	17.66
广发证券	1,020	876.80	59.76	1.16	17.08
中信建投	814	481.34	42.03	1.69	19.37
			加权平均值	1.30	17.67

资料来源：wind，天风证券研究所，截至 2018 年 12 月 6 日收盘价

4.3. 风险提示

市场低迷造成业绩及估值双重下滑；政策落地不及预期；股票质押业务大范围违约风险；科创板推出进度不及预期。

财务预测摘要

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	132,856.67	98,816.28	102,926.62	104,449.52	104,035.87
其中：客户资金存款	100,994.21	69,477.48	67,136.01	62,635.81	58,379.60
结算备付金	33,733.14	27,873.19	28,638.86	27,561.01	27,000.74
其中：客户备付金	28,882.57	22,908.86	22,118.68	19,993.52	18,769.55
融出资金	65,021.19	73,982.61	61,103.10	68,366.10	73,934.40
交易性金融资产	159,618.95	178,153.50	209,016.33	238,023.62	258,168.04
衍生金融资产	3,780.36	5,900.79	7,765.04	9,154.40	10,007.22
买入返售金融资产	59,175.08	114,592.03	49,771.75	49,771.75	49,771.75
可供出售金融资产	84,878.51	59,226.93	14,499.83	7,846.71	7,131.73
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	3,973.85	8,585.55	8,907.26	9,998.89	10,824.48
应收利息	4,126.16	3,368.33	4,129.71	4,462.58	4,916.22
存出保证金	1,600.05	972.41	976.78	918.53	859.64
固定资产	3,923.26	8,264.56	8,153.07	9,062.34	9,794.81
无形资产	3,819.58	3,447.33	3,334.57	3,687.54	3,981.16
其他资产	38,053.04	38,134.61	80,589.86	92,362.28	98,483.31
总资产	**597,438.84**	**625,574.64**	**614,309.88**	**656,133.07**	**697,713.46**
短期借款	3,479.48	5,991.45	5,766.76	6,641.74	6,312.87
拆入资金	19,550.00	9,835.00	11,658.12	10,225.40	10,880.35
交易性金融负债	31,218.32	46,451.77	57,092.72	76,584.17	100,639.60
衍生金融负债	2,576.59	13,301.23	10,968.34	22,974.49	39,192.28
卖出回购金融资产款	121,414.24	111,619.93	82,464.80	89,727.80	95,296.10
代理买卖证券款	134,397.67	99,854.89	105,167.20	98,117.73	91,450.46
代理承销证券款	134.17	60.69	149.57	149.57	149.57
应付职工薪酬	9,536.57	11,599.26	11,576.95	12,592.58	13,954.82
应付债券	70,552.17	106,219.66	104,610.15	105,092.34	105,263.10
长期借款	1,121.19	1,122.19	1,120.12	1,120.12	1,120.12
总负债	**451,650.17**	**472,432.09**	**453,629.37**	**485,029.34**	**520,945.15**
总股本	12,116.91	12,116.91	12,116.91	12,116.91	12,116.91
所有者权益合计	**145,788.67**	**153,142.56**	**160,680.51**	**171,103.74**	**176,768.31**
少数股东权益	3,092.72	3,343.51	3,508.09	3,735.65	3,859.33
归属于母公司所有者权	142,695.95	149,799.05	157,172.43	167,368.08	172,908.99

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	38,001.92	43,291.63	40,910.84	45,521.48	50,388.23
手续费及佣金净收入					
其中：代理买卖证券业务	9,495.16	8,045.23	7,273.20	8,182.35	8,182.35
证券承销业务净收入	5,388.62	4,405.78	3,410.11	4,551.35	5,171.62
资产管理业务净收入	6,378.68	5,695.39	6,086.00	6,717.42	7,427.05
利息净收入	2,348.15	2,404.60	1,988.76	2,414.57	2,747.25
投资净收益	8,614.48	13,317.24	11,975.55	13,173.10	14,490.41
其他业务收入	5,776.83	9,423.39	10,177.26	10,482.58	12,369.45
营业支出	23,799.76	27,043.30	25,921.68	28,221.59	30,721.26
营业税金及附加	796.68	256.04	241.95	269.22	298.01
管理费用	16,972.07	16,992.70	16,960.01	18,447.88	20,443.54
资产减值损失	1,935.39	1,720.76	0.00	0.00	0.00
其他业务成本	4,095.62	8,073.81	8,719.71	9,504.49	9,979.71
营业利润	14,202.16	16,248.33	14,989.17	17,299.89	19,666.97
加：营业外收入	198.27	162.46	84.23	93.72	103.74
减：营业外支出	137.87	237.01	65.07	72.40	80.14
利润总额	14,262.56	16,173.78	15,008.33	17,321.21	19,690.57
减：所得税	3,281.42	4,196.31	3,893.93	4,494.01	5,108.75
净利润	10,981.14	11,977.47	11,114.39	12,827.20	14,581.82
减：少数股东损益	615.97	544.21	504.99	582.81	662.54
归属于母公司所有者的净	10,365.17	11,433.26	10,609.40	12,244.38	13,919.29
基本比率和每股指标					
净利率	27.28%	26.41%	25.93%	26.90%	27.62%
总资产收益率	1.73%	1.83%	1.73%	1.87%	1.99%
净资产收益率	7.26%	7.63%	6.75%	7.32%	8.05%
市盈率（倍）	20.40	18.49	19.93	17.27	15.19
市净率（倍）	1.48	1.41	1.35	1.26	1.22
每股净利润（元/股）	0.86	0.94	0.88	1.01	1.15
每股净资产（元/股）	11.78	12.36	12.97	13.81	14.27

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com