

# 化茧成蝶，从精品投行向头部券商的蜕变之路

## ——中信建投首次覆盖报告



东方证券  
ORIENT SECURITIES

### 核心观点

- **名门之后，股东强劲，ROE 冠绝头部阵营。**1) 中信建投 2005 年成立，前身为华夏证券，早期为中信系券商，后经几次易主，现北京金控接手，股东背景依旧。公司连续 11 年获证监会 A 类 AA 级券商。2) 经历多年发展，成功跻身行业 TOP10，并持续保持高成长性。公司轻资产模式+高杠杆运作使得公司 ROE 冠绝头部阵营，2019 年 ROE 高达 10.56%。3) 20 年公司将实行 130 亿定增计划，旨在扩大重资产布局并增加信息技术投入发展金融科技。
- **以精品投行为起点，聚焦大投行与财富管理转型。**1) 公司以精品投行立身，依靠股东资源与长期深耕不断巩固与扩大投行优势。公司股权承销、债券承销、并购重组、新三板以及科创板业务方面均处于行业前三，20Q1 公司股权与债券承销市占率分别高达 29%与 11%，优势明显。在注册制改革的推动下，公司有望更好地发挥投行优势，促进大投行业务转型融合。2) 公司为财富管理转型积累了渠道与客户基础，借助基金投顾的东风，公司将以投顾建设与金融科技为动力，期待建立以客户为中心、以费代佣的代客理财新格局。
- **顺应行业重资产化大潮，加码重资产业务布局。**1) 19 年以来，公司逐渐加码重资产业务布局：i) 截至 19 年末，自营资产规模与权益类资产规模分别较年初大幅增长 45.90%与 132.79%。同时公司大力发展衍生品、FICC 等客需型交易业务，且科创板跟投带来可观增量收益；ii) 随着政策利好的释放以及资本实力的增强，公司的两融等资本中介业务迎来发展机遇，两融与股票业务规模将逐步提升。2) 公司资管业务加速主动管理转型，主动管理占比由 2016 年的 20.09%提升至 2019 年的 42.41%，为财管业务储备弹药。

### 财务预测与投资建议

- 我们预测公司 2020-2022 年 BVPS 分别为 6.89/7.89/9.00 元，根据可比公司 20PB 为 3.7x，考虑到公司作为高成长性头部券商业务模式独树一帜，给予 45%溢价率，对应 20PB5.36x，对应股价 36.93 元，首次覆盖给予增持评级。

### 风险提示

- 系统性风险对非银金融企业估值的压制；成交量、IPO 情况、自营投资业绩存在不确定性。次新股流通盘小，公司股价波动较大。

#### 公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	10,907	13,693	17,529	20,221	22,822
同比增长	-4%	26%	28%	15%	13%
营业利润(百万元)	4,041	7,165	9,583	11,308	13,382
同比增长	-25%	77%	34%	18%	18%
归属母公司净利润(百万元)	3,087	5,502	7,254	8,709	10,395
同比增长	-23%	78%	32%	20%	19%
每股收益(元)	0.40	0.72	0.95	1.14	1.36
总资产收益率	1.5%	2.3%	2.4%	2.5%	2.6%
净资产收益率	6.7%	10.5%	12.1%	13.0%	13.9%
市盈率	86.78	48.70	36.94	30.76	25.77
市净率	6.29	5.75	5.09	4.44	3.89
经纪业务佣金率	0.040%	0.037%	0.035%	0.033%	0.031%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

### 投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价(2020年05月06日)	35.04 元
目标价格	36.93 元
52 周最高价/最低价	38.89/16.82 元
总股本/流通 A 股(万股)	764,639/86,438
A 股市值(百万元)	267,929
国家/地区	中国
行业	非银行金融
报告发布日期	2020 年 05 月 07 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	3.12	14.89	6.47	66.70
相对表现	1.33	8.88	5.53	59.87
沪深 300	1.79	6.01	0.94	6.83



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 唐子佩  
021-63325888\*6083  
tangzipei@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860514060001

联系人 孙嘉庚  
021-63325888-6094  
sunjiageng@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 目 录

1.名门之后青出于蓝，ROE 冠绝头部阵营 .....	5
1.1 激荡近三十载，终成今日中信建投 .....	5
1.2 几经易主，股东背景实力依旧，子公司日趋多元化 .....	6
1.3 精品投行立身，ROE 冠绝头部阵营 .....	8
1.4 回归 A 股+定增计划，公司持续增强资本实力补足短板 .....	10
2. 聚焦大投行与财富管理转型，加码重资产业务扩张 .....	11
2.1 御注册制改革之风，从精品投行向新时代专业投行进发 .....	11
2.2 以投顾建设与金融科技为驱动力，加速财富管理转型 .....	16
2.3 顺应行业重资产化大潮，加码投资交易、资本中介布局 .....	20
2.4 主动管理转型进入快车道，为财富管理业务储备弹药 .....	26
3.盈利预测与投资建议 .....	28
3.1 盈利预测 .....	28
3.2 投资建议 .....	29
4.风险提示 .....	30

## 图表目录

图 1：中信建投证券的历史发展沿革.....	5
图 2：中信建投股权结构与下属子公司构成（截至 2020 年 3 月）.....	7
图 3：2013-2019 年公司营业收入（亿元）及行业排名.....	8
图 4：2013-2019 年公司归母净利润（亿元）及行业排名.....	8
图 5：2019 年 TOP10 券商营业收入及 CAGR（6 年间）.....	8
图 6：2019 年 TOP10 券商归母净利润及 CAGR（6 年间）.....	8
图 7：2019 年 TOP10 券商轻资产业务占比.....	9
图 8：2013-2019 年中信建投权益乘数及在头部阵营中排名.....	9
图 9：2013-2019 年中信建投 ROE 及在头部阵营中排名.....	9
图 10：2013-2019 年公司总资产与排名.....	10
图 11：2013-2019 年公司归母净资产与排名.....	10
图 12：2013-2019 年公司经纪、投行与自营业务占比.....	11
图 13：公司 IPO 排队项目市场分布（家，截至 4 月 22 日）.....	12
图 14：公司 IPO 排队项目行业分布（家，截至 4 月 22 日）.....	12
图 15：2015-2019 年公司完成重大资产重组单数及排名.....	13
图 16：2015-2019 年公司重大资产重组金额（亿元）及排名.....	13
图 17：2015-2019 年公司全市场并购重组交易金额、市场份额及行业排名.....	14
图 18：2015-2017 年累计推荐新三板挂牌企业数量及排名.....	14
图 19：2017-2019 年公司持续督导创新层企业数量及排名.....	14
图 20：头部券商保荐代表人数量及占比（截至 2020 年 4 月 22 日）.....	15
图 21：中信建投全国营业部数量及地区分布（截至 2019 年末）.....	17
图 22：2016-2019 年公司营业部数量及分布情况.....	17
图 23：2016-2019 年公司客户资产账户数量.....	17
图 24：2015-2019 年公司经纪业务佣金率.....	18
图 25：2016-2019 年公司股基成交额及市占率.....	18
图 26：2016-2019 年公司代销标准化产品金额（亿元）.....	18
图 27：2015-2019 年公司证券经纪业务收入构成.....	18
图 28：证券行业投资顾问数量 TOP10 排行及占比（截至 2020 年 4 月 20 日）.....	19
图 29：2019 年头部券商信息技术投入及占营收比重（8 家）.....	19
图 30：2019/1-2020/2 蜻蜓点金 app 月活数（万）.....	20
图 31：2017-2019 年线上投顾服务平台服务客户人次（万）.....	20
图 32：2015-2019 年公司自营资产规模、权益类资产规模及占比.....	21
图 33：2015-2019 年公司衍生金融工具名义本金（亿元）.....	23

图 34：2013-2019 年公司两融余额与市占率.....	25
图 35：2015-2019 年股票质押式回购余额（亿元）.....	25
图 36：头部券商股票质押式回购余额（亿元，2019 年末）.....	25
图 37：中信建投资本管理基金构成（2019 年末）.....	26
图 38：中信建投资本投资项目情况（2019 年末）.....	26
图 39：2013-2019 证券公司受托管理资金总额（含公募）.....	26
图 40：2017Q1-2019Q4 证券行业私募资产管理规模.....	26
图 41：2019 年末上市券商资产管理规模及同比增速（22 家）.....	27
图 42：2015-2019 公司资产管理规模及平均费率.....	27
图 43：2015-2019 主动管理规模及占比.....	27
图 44：2015-2019 年中信建投基金公募基金规模及占比.....	28
表 1：北京金控集团子公司一览.....	6
表 2：券商 IPO 排队项目情况（截至 2020 年 4 月 22 日）.....	11
表 3：2015-2019 年中信建投股权承销金额（亿元）与行业排名.....	13
表 4：2015-2019 年中信建投债权承销金额（亿元）与行业排名.....	13
表 5：券商科创板 IPO 项目排行榜（截至 2020 年 4 月 22 日）.....	15
表 6：2019 年上市券商自营资产规模（亿元）、权益类规模（亿元）及占比（TOP10）.....	21
表 7：券商科创板项目跟投情况一览（截至 2020 年 4 月 22 日）.....	21
表 8：上市券商衍生金融工具名义本金排行（单位：亿元，截至 2019 年末）.....	23
表 9：场外衍生品初始名义本金 TOP5（单位：亿元，截至 2019 年末）.....	23
表 10：2019 年券商债权交割量排行榜.....	24
表 11：中信建投估值模型预测指标（单位：百万元）.....	28
表 12：中信建投收入分类预测表（单位：亿元）.....	29
表 13：可比公司估值表.....	30

## 1. 名门之后青出于蓝，ROE 冠绝头部阵营

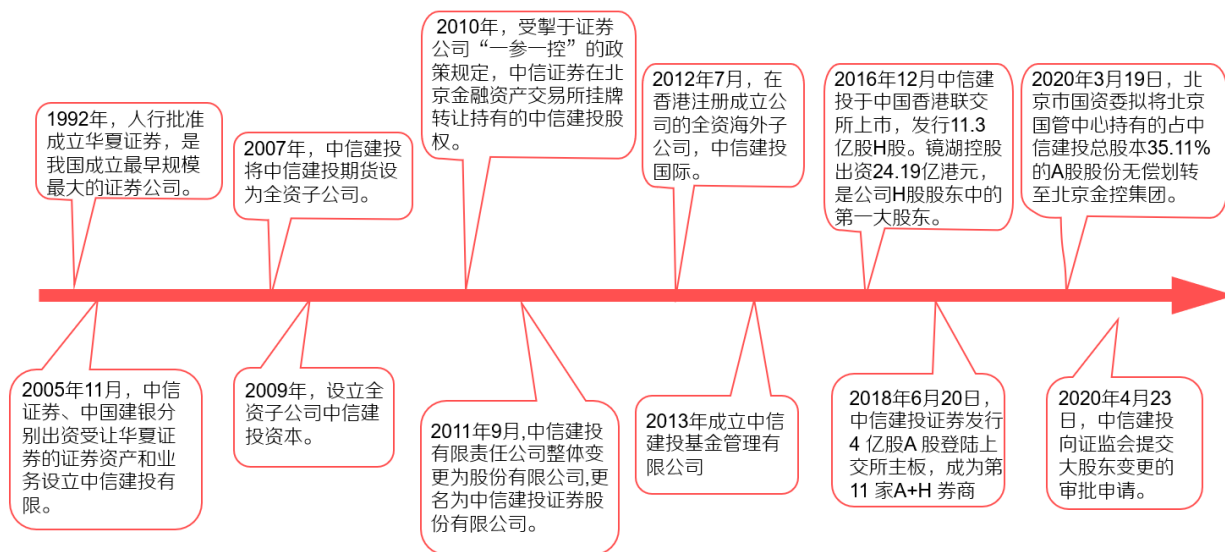
### 1.1 激荡近三十载，终成今日中信建投

公司的前身系业内最早的大型券商之一华夏证券。1992 年，中国人民银行批准成立华夏证券，是我国成立最早规模最大的证券公司之一，也是中信建投证券的前身。经历了三四年的发展，华夏证券一跃成为券商领域的行业龙头。在后期的经营中，由于华夏证券违规挪用客户保证金进行自营投资、盲目扩张投资实业（购买“瓦良格”号航空母舰），同时叠加行业景气度下行，公司逐渐资不抵债，陷入困局。

**出身中信系，承接华夏证券，系出名门。**2005 年 8 月 12 日，中信证券公告称，将与建银投资共同出资筹建中信建投证券责任有限公司(股份制改制前的中信建投，注册资本人民币 27 亿元)，并于 11 月分别出资 16.2 亿元、10.8 亿元受让华夏证券的证券资产和业务（其中中信证券出资比例为 60%）。中信建投设立后，将以华夏证券股份有限公司现有的全部证券业务及相关资产为基础，按照综合类证券公司的标准进行经营。同年 12 月，证监会和北京市政府发文停止华夏证券及所属分公司、证券营业部和服务部的业务活动，撤销华夏证券公司的业务许可，华夏证券正式成为历史。

**“一参一控”政策新规致使中信证券与中信建投分家。**2010 年，由于“一参一控”的政策规定限制，中信证券无法继续控股中信建投，中信证券挂牌转让其持有的中信建投股权。其中，北京国有资本经营管理中心（北京国管中心）摘牌受让中信建投 45% 的股权，世纪金源摘牌受让 8% 的股权。此外，中国建银则以无偿划转方式向中央汇金转让其所持中信建投 40% 的股权。自此，中信建投首次易主，并正式与中信证券分家，成为了一家独立运作的大中型券商。

图 1：中信建投证券的历史发展沿革



数据来源：公司年报、公司官网、东方证券研究所

公司先后在香港与上海两地上市，成为 A+H 上市券商。2011 年 9 月中信建投有限责任公司整体变更为股份有限公司为上市融资做好准备。2016 年 12 月中信建投于中国香港联交所上市，发行 12.04 亿股 H 股。值得注意的是中信证券的全资子公司镜湖控股出资 24.19 亿港元，作为最大的基石投资者认购了 4.85% 股权，占 H 股发行规模的 28%，使得中信证券一直居于持股 5% 以上股东的行列。2018 年 6 月 20 日，中信建投证券发行 4 亿股 A 股正式登陆上交所主板，募集资金总额为 21.68 亿元，成为我国第 11 家 A+H 券商。

## 1.2 几经易主，股东背景实力依旧，子公司日趋多元化

从中信证券、中国建银到北京国管中心、中央汇金，中信建投股东兼具背景与实力。自 2010 年北京国管中心与中央汇金公司分别接过中信证券与中国建银持有的公司股份之后，中信建投一直没有单一实控人（前两大股东持股比例均在 30% 以上），但是却兼具北京地方国企与央企的属性，股东背景及实力极其雄厚，也为中信建投的发展奠定了坚实的基础。

落户北京金控集团，公司有望享受来自金控平台的资源对接，摆脱孤军奋战的局面。2020 年 3 月 19 日，北京市国资委正式同意北京国管中心将所持本公司 35.11% A 股股份(26.84 亿股)无偿划转至其全资子公司北京金控集团，自此中信建投二度易主，成为北京金控集团的核心企业。作为央行五家金控试点之一的北京金控，于 2018 年 10 月 19 日正式宣告成立；据官网信息，公司定位于打造牌照齐全、资源协同、业务联动、防控有效的国内一流金融控股平台。成立以来，整合北京市属金融要素，统筹银行、信托、投行证券、资管、保险及基金等多种金融服务。北京金控旗下主要子公司共有六家，分别为北京金融大数据有限公司、北京融资担保投资集团有限公司、北京小微企业金融综合服务有限公司、北京财富管理有限公司、北京金财基金管理有限公司和北京资产管理有限公司。对于中信建投来说，落户北京金控集团将使得公司享受来自集团及其他子公司的资源对接，强化内部协同机制，摆脱过去孤军奋战的局面，助力中长期发展。

表 1：北京金控集团子公司一览

序号	企业名称	注册资本(万元)	持股比例(%)	主营业务
1	北京金融大数据有限公司	10000	100%	企业征信服务；数据处理；商业数据及信用等金融信息采集与管理；金融信息服务；互联网、软件科技领域内的技术开发、技术咨询、技术服务、技术转让；计算机系统服务。
2	北京融资担保投资集团有限公司	600000	100%	股权投资；投资管理；投资咨询；资产管理；融资咨询；金融信息咨询；经济研究服务；金融信息服务。
3	北京小微企业金融综合服务有限公司	10000	100%	金融信息服务；投资咨询；融资咨询；财务咨询；项目投资；股权投资；投资管理；资产管理；互联网科技、软件科技领域内的技术开发、技术咨询、技术转让；会议服务。
4	北京财富管理有限公司	20000	100%	投资管理；资产管理；金融数据处理；金融软件开发；金融信息服务；投资咨询；企业管理咨询；经济信息服务；商务咨询；金融专业领域内的技术咨询、技术服务。



5	北京金财基金管理 有限公司	10000	100%	非证券业务的投资管理、咨询；股权投资管理。
6	北京资产管理有限公司	120000	52%	开展金融企业不良资产批量收购、处置业务；企业管理；技术开发、技术咨询、技术服务。

数据来源：腾讯新闻、东方证券研究所

**中信建投拥有业务体系完备的子公司。**经过了十几年的发展，中信建投当前拥有全资子公司中信建投期货、中信建投资本、中信建投国际、中信建投投资以及控股子公司中信建投基金，涉及的业务遍及衍生品业务、直投业务、海外业务、另类投资业务以及公募基金管理业务：

**1) 中信建投期货：**2007 年，中信建投受让中信证券、中信万通证券分别持有的中信建投期货的 41%、10% 的股份，并增加注册资本到 1.5 亿元，将中信建投期货变为全资子公司。主要业务涉及商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理以及基金销售。

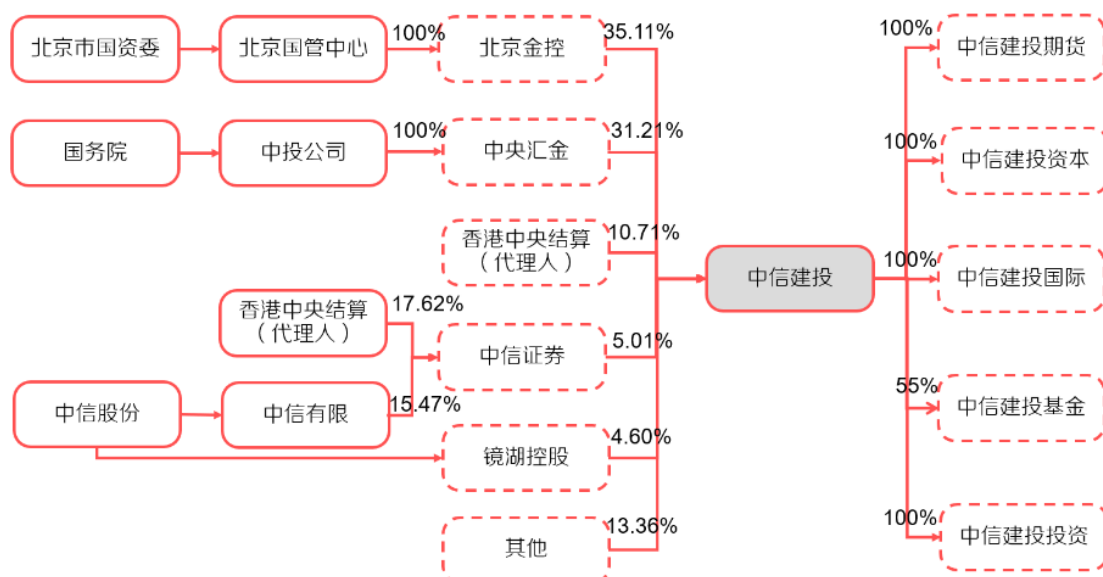
**2) 中信建投资本：**2009 年，设立中信建投资本，主要业务为：项目投资、投资管理、资产管理及财务顾问(不含中介服务)。

**3) 中信建投国际：**2012 年 7 月，在香港注册成立中信建投(国际)金融控股有限公司(中信建投国际)，是中信建投证券股份有限公司全资海外子公司，用于拓展海外业务，当前海外牌照齐全。

**4) 中信建投投资：**中信建投投资于 2017 年 11 月 27 日在北京成立，承担证券自营投资品种清单以外的另类投资业务。当前主要从事中信建投承销保荐的科创板项目跟投的业务。

**5) 中信建投基金：**2013 年成立中信建投基金管理有限公司主要经营基金募集、基金销售、特定客户资产管理、资产管理和中国证监会许可的其他业务。

图 2：中信建投股权结构与下属子公司构成（截至 2020 年 3 月）

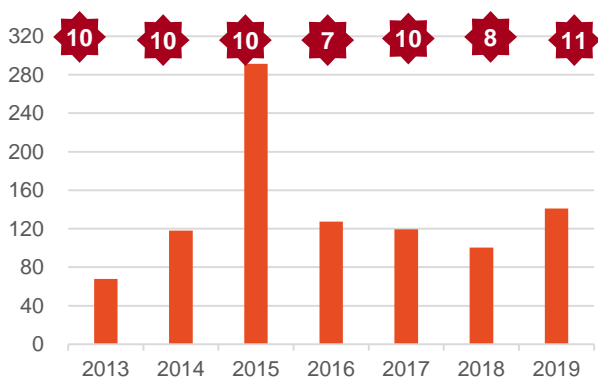


数据来源：WIND、东方证券研究所

### 1.3 精品投行立身，ROE 冠绝头部阵营

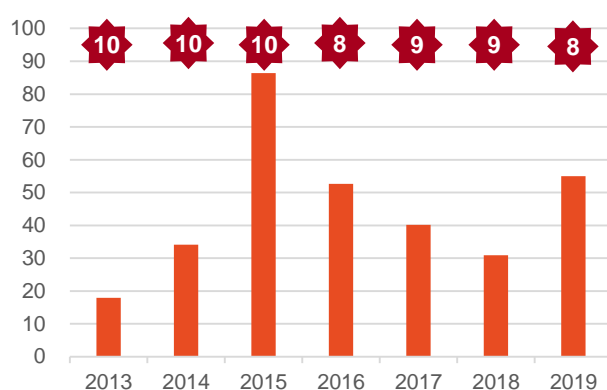
背靠股东丰富资源，以精品投行立身，盈利能力逐渐跻身并站稳行业 TOP10 之列。自成立之初，公司即明确精品投行的定位，充分利用股东方强大的资源优势，不断拓展经纪与投行业务（我们会在第二部分详细展开）。经过一段时间的发展，公司在营业收入与归母净利润方面逐渐跻身并站稳行业前十名。至 2020 年，中信建投连续 11 年被中国证监会评为目前行业最高级别的 A 类 AA 级证券公司。相比于其他 TOP10 券商（证券行业头部阵营，我们根据营业收入、净利润、总资产、净资产等多个指标综合判定，分别为中信、海通、华泰、国君、广发、招商、申万、中信建投、银河、国信，标准下同），中信建投表现出较高的成长性，2013-2019 年间的归母净利润 CAGR 高达 20.61%，仅次于华泰证券、招商证券，排名第三。

图 3：2013-2019 年公司营业收入（亿元）及行业排名



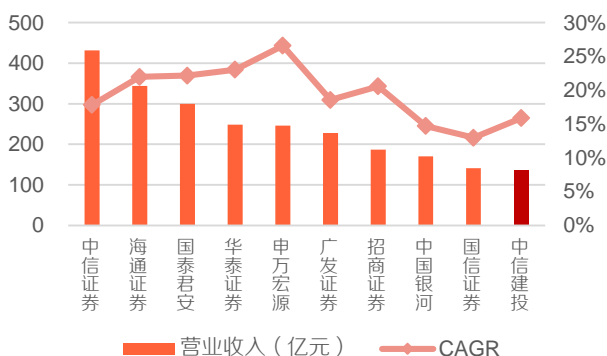
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 4：2013-2019 年公司归母净利润（亿元）及行业排名



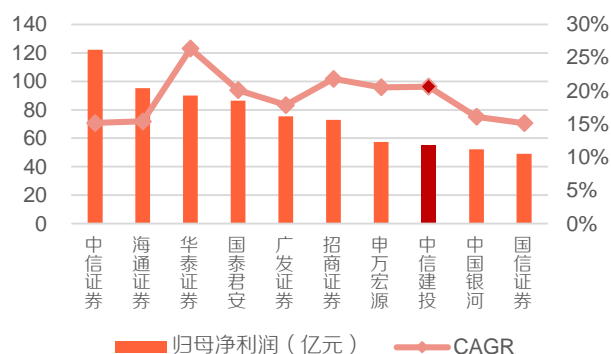
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 5：2019 年 TOP10 券商营业收入及 CAGR（6 年间）



数据来源：WIND、东方证券研究所

图 6：2019 年 TOP10 券商归母净利润及 CAGR（6 年间）



数据来源：WIND、东方证券研究所

轻资产模式为主，头部券商中公司业务结构独树一帜。由于早期定位于精品投行，公司形成以经纪与投行等轻资产业务为主的业务模式与结构，在头部券商中旗帜鲜明。以 2019 年为例，公司

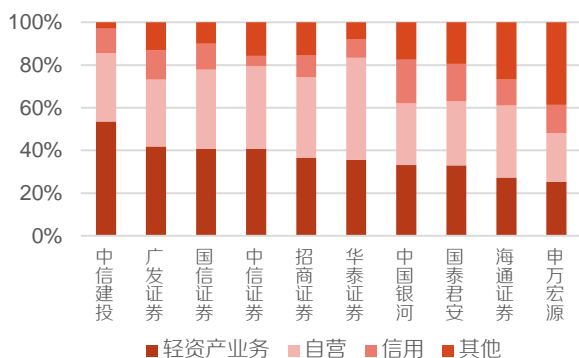


轻资产业务（经纪、投行及资管，收取手续费及佣金）收入占比高达 53.49%，在头部券商中高居第一，显著高于其他头部券商（平均 34.96%）；投行业务收入占比更是高达 26.91%，遥遥领先于第二的中信证券（10.35%）。

**高杠杆运作，体现了公司较强的资金运用能力。**在过去几年间，公司的杠杆水平不仅明显高于行业平均水平，而且在头部券商中排名前列。以 2019 年为例，公司的权益乘数（总资产中剔除代理买卖证券款，下同）为 4.08，在 TOP10 券商中仅次于中信证券、海通证券，排名第三；而同期的行业平均杠杆率仅 2.95 倍。

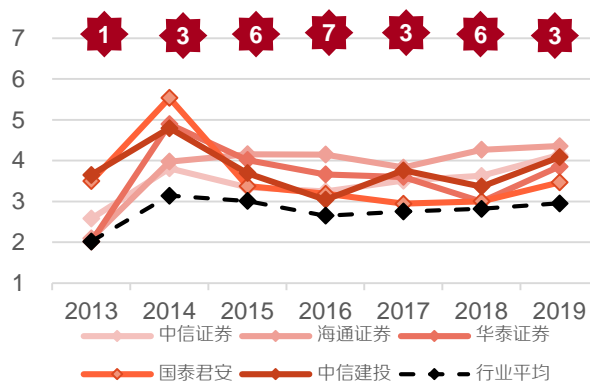
**轻资产模式+高杠杆运作，公司 ROE 冠绝头部阵营。**综上所述，公司以轻资产为主的业务模式与结构，叠加高杠杆的资金运作能力，极大地提升了公司的盈利能力与效率。近年来，公司 ROE 在 TOP10 券商中保持首位（2017 年除外），部分年份更是位居上市券商首位。

图 7：2019 年 TOP10 券商轻资产业务占比



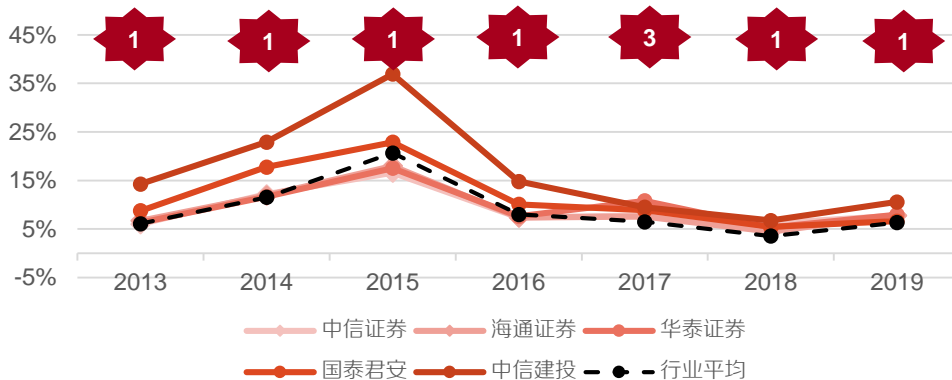
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 8：2013-2019 年中信建投权益乘数及在头部阵营中排名



数据来源：WIND、东方证券研究所

图 9：2013-2019 年中信建投 ROE 及在头部阵营中排名



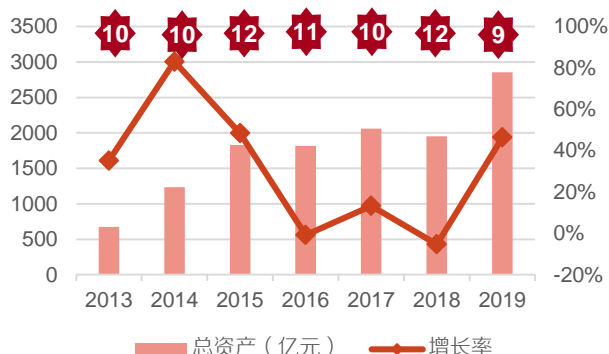
数据来源：WIND、东方证券研究所

## 1.4 回归 A 股+定增计划，公司持续增强资本实力补足短板

**千呼万唤回 A 来，融资渠道获拓宽。**继 2016 年公司于香港联交所挂牌成为上市券商之后，2018 年 6 月 20 日，中信建投成功于上交所挂牌上市，首次公开发行 4 亿股，融资规模达 21.68 亿元。千呼万唤之下，中信建投成功回 A，成为 TOP10 阵营中最后一个于 A 股上市的券商，也是我国第 11 家 A+H 两地上市的券商。在补充资本实力之余，回 A 也为公司大幅拓宽了再融资渠道。

**高成长性+上市融资双重作用下，公司成功跻身并站稳资产规模 TOP10。**不同于盈利水平较早跻身行业 TOP10 之列，轻资产运营模式使得公司的总资产与净资产规模长期徘徊于行业 10 名开外。随着公司先后于两地上市获得资本补充以及高成长性带来的留存收益的快速增长，使得公司的资产规模排名后来居上，跻身行业前十并有望持续提升。截至 2019 年末，公司总资产与归母净资产分别为 2857 亿元与 566 亿元，均排名行业第 9。

图 10：2013-2019 年公司总资产与排名



数据来源：WIND、东方证券研究所

图 11：2013-2019 年公司归母净资产与排名

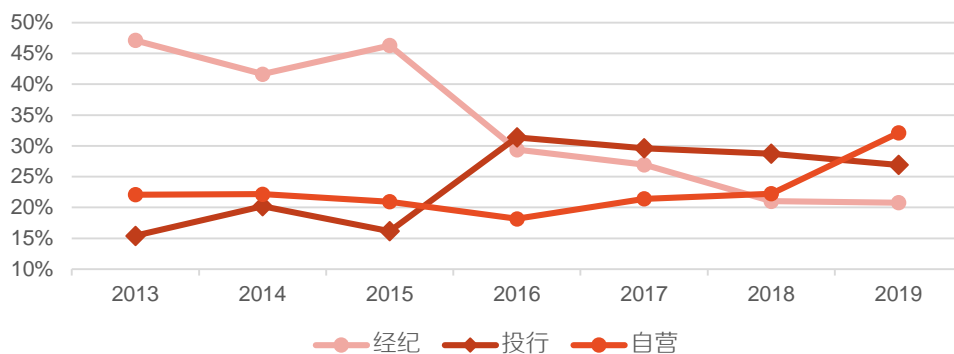


数据来源：WIND、东方证券研究所

**乘再融资新规东风，公司进入再融资快车道。**2 月 14 日，大幅松绑的再融资新规发布，定增市场如沐春风。乘此东风之便，3 月 13 日，公司的 130 亿元定增计划正式获得证监会批准，这意味着公司的资本金实力将获得显著的提升（以 2019 年末的归母净资产计算，提升幅度达 23%，定增后净资产将达到约 700 亿元），并进一步拉近与第一梯队券商的资本实力的差距。

**顺应行业重资产化趋势，公司补足资本短板旨在发展重资产业务。**上文我们提到公司历来是以轻资产业务模式为主，但是在行业重资产化趋势之下，公司在巩固投行等轻资产业务优势的基础上也逐步加大对重资产业务的布局。尤其是 2019 年以来，公司加快投资交易类业务的发展，使得自营收入的占比由 2018 年的 22.23% 提升至 32.12%，首次超越投行业务成为贡献度最高的主营业务（我们将在第二部分详细展开）。此次公司定增计划募集的 130 亿元中，将分别有 45 亿元与 55 亿元用于投资交易业务与资本中介业务，进一步显示了公司发展重资产业务的决心。

图 12：2013-2019 年公司经纪、投行与自营业务占比



数据来源：WIND、东方证券研究所

## 2. 聚焦大投行与财富管理转型，加码重资产业务扩张

### 2.1 御注册制改革之风，从精品投行向新时代专业投行进发

**股东加持+历史积淀成就今日投行金字招牌。**如上文所述，作为名门之后且坐拥强大的股东优势，公司自成立之初就享有丰富的投行项目资源，为不断发展投行业务奠定了坚实的基础。经过了十多年的发展，公司逐渐建立了投行业务的金字招牌，传统优势业务及项目资源领域遍及 TMT、金融、能源、航天军工、医药健康、大消费等，并在新能源、新材料、高端制造等科创板重点扶持的新经济领域储备项目充足。当前公司的 IPO 排队项目多达 191 个，高居行业第二位，其中主板、创业板项目最多，分别为 83 家、74 家。项目主要分布在制造业、信息技术、金融业、文体娱乐等领域。

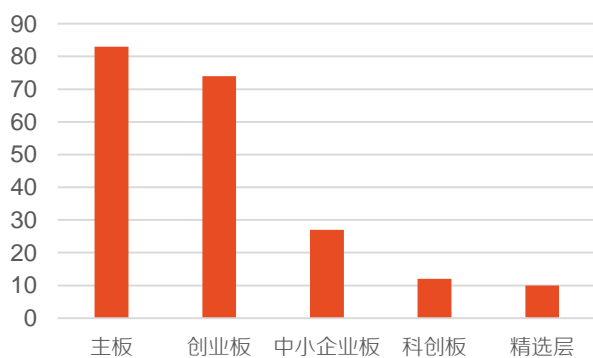
表 2：券商 IPO 排队项目情况（截至 2020 年 4 月 22 日）

券商名称	合计	已受理	已反馈	预披露更新	中止审查	暂缓表决	终止审查	辅导备案登记	其他
中信证券	212	6	10	13	1	0	38	125	19
中信建投	191	3	6	25	0	0	38	103	16
海通证券	157	3	5	13	0	0	36	91	9
招商证券	148	0	11	10	2	0	32	85	8
广发证券	141	2	5	10	0	0	43	75	6
华泰证券	127	2	4	6	2	0	17	78	18
国信证券	125	0	7	5	0	0	34	69	10
民生证券	123	6	9	7	1	0	22	70	8
申万宏源	120	1	2	5	1	0	23	84	4
国金证券	119	1	5	9	0	0	21	78	5
中金公司	112	1	7	10	1	0	26	49	18
国泰君安	105	3	8	8	1	0	8	66	11

安信证券	96	2	3	4	0	0	15	65	7
光大证券	77	0	6	2	0	0	15	45	9
东兴证券	75	1	4	6	0	0	9	50	5
兴业证券	73	1	7	2	1	0	9	48	5
国元证券	68	3	3	6	1	0	8	45	2
长江证券	63	2	5	5	1	0	16	31	3
中泰证券	60	1	1	1	0	0	18	38	1
东方证券	53	2	3	5	1	0	10	30	2

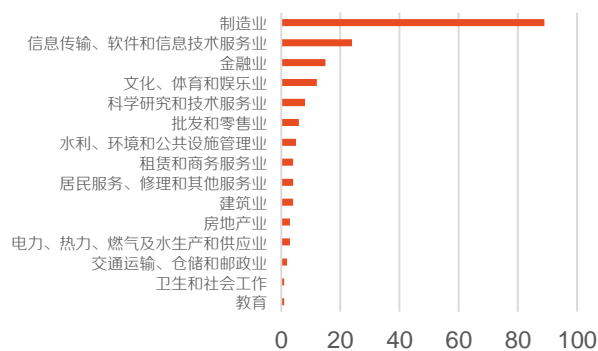
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 13：公司 IPO 排队项目市场分布（家，截至 4 月 22 日）



数据来源：WIND、东方证券研究所

图 14：公司 IPO 排队项目行业分布（家，截至 4 月 22 日）



数据来源：WIND、东方证券研究所

公司卓越的投行业务能力得到了市场各方的认可，近年来更是获奖无数、载誉满满。仅 2019 年，公司就获得新财富、证券时报、君鼎奖、金牛奖、财新智库、国际金融报等多个机构颁发的和投行相关的奖项。在新财富第十二届中国最佳投行评选中，公司投行获得包括本土最佳投行、TMT 领域最佳投行、金融地产领域最佳投行、能源领域最佳投行等 10 个集体奖项，以及最佳 IPO 项目（宁德时代）、最佳再融资项目（建设银行、维信诺、大唐发电）等在内的 6 个项目奖，不难看出公司的投行业务已获得市场全方位的认可。

金字招牌的背后是长期深耕投行业务并不断打磨投行团队的结果。作为以精品投行立身的头部券商，中信建投长期深耕于投行业务的各个领域并取得了显著的成效。

1) 股权承销方面，持续享有丰富的项目资源供给以及长期深耕带来的业务能力的不断提升使得公司成为坐稳第一梯队。据 Wind 数据，公司的股权承销规模自 2015 年来稳居行业前五，其中 IPO 业务承销规模自 2016 年来保持在 130 亿元以上，排名稳居行业前三；再融资（增发+配股）规模自 2016 年以来保持在 700 亿以上，并已连续三年（2017-2019）位列行业前四。

2) 债权承销方面，公司的优势则更加稳固。据 Wind 数据，公司的债权承销规模（公司债+企业债+ABS）自 2015 年来稳居行业前三，其中 2015 年、2016 年与 2019 年公司更是三次排名行业第一，体现出了公司在债权承销方面的显著优势。

**表 3：2015-2019 年中信建投股权承销金额（亿元）与行业排名**

年份	股权承销金额	股权承销排名	首发规模	首发排名	再融资规模	再融资排名
2015	940.50	5	28.66	18	687.84	5
2016	1490.60	3	183.49	1	770.33	7
2017	1663.68	2	145.38	3	1446.58	2
2018	1538.35	2	132.25	2	1056.28	2
2019	1210.14	4	175.73	3	724.07	4

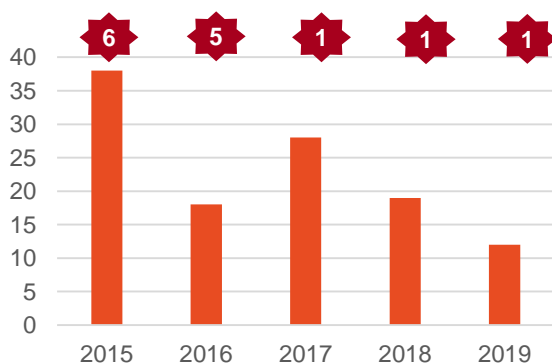
数据来源：WIND、东方证券研究所

**表 4：2015-2019 年中信建投债权承销金额（亿元）与行业排名**

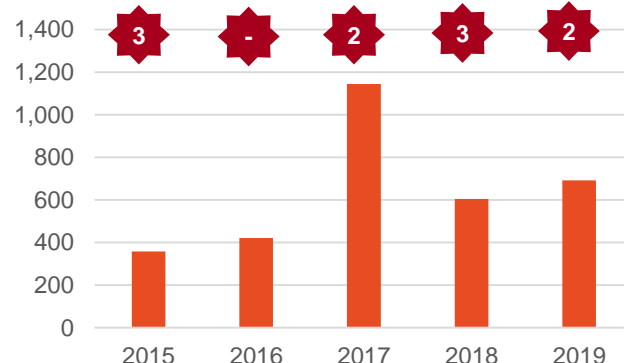
年份	企业债	公司债	ABS	总计	总计排名
2015	152.00	1406.70	388.98	1947.68	1
2016	198.50	3492.80	379.95	4071.25	1
2017	137.77	1218.16	805.05	2160.98	3
2018	156.67	2192.60	1134.43	3483.70	2
2019	189.85	3381.12	1481.38	5052.34	1

数据来源：WIND、东方证券研究所

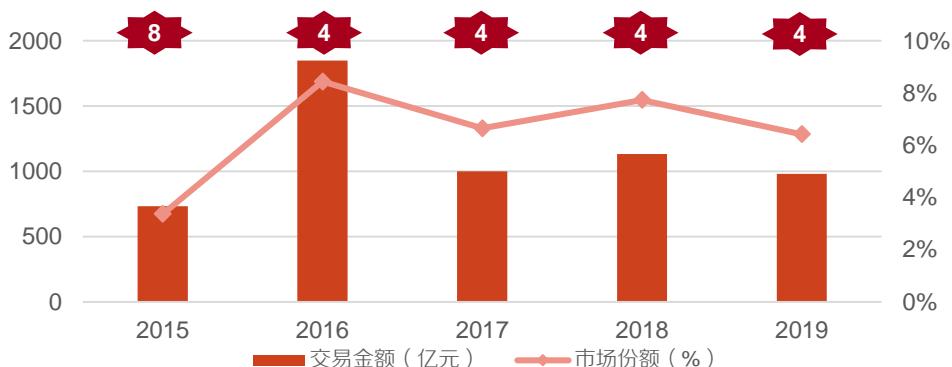
**3）并购重组方面，市场疲软不改公司龙头地位。**在并购重组业务领域，公司同样是业内的佼佼者。据公司年报披露，公司在经证监会核准的重大资产重组业务方面优势明显，尤其是近三年来，公司作为财务顾问完成的重大资产重组项目单数稳居行业第一，交易金额则稳居前三。2019 年，并购重组市场整体遇冷，A 股市场仅完成重大资产重组项目 124 单，同比下降 35.41%，但公司完成发行股份购买资产项目 12 单，交易金额 691.97 亿元，分别位居行业第一和第二。另据 Wind 数据，在全市场并购重组交易方面，自 2016 年以来公司交易金额一直维持行业第 4 名，稳居第一梯队。

**图 15：2015-2019 年公司完成重大资产重组单数及排名**


数据来源：公司年报、东方证券研究所

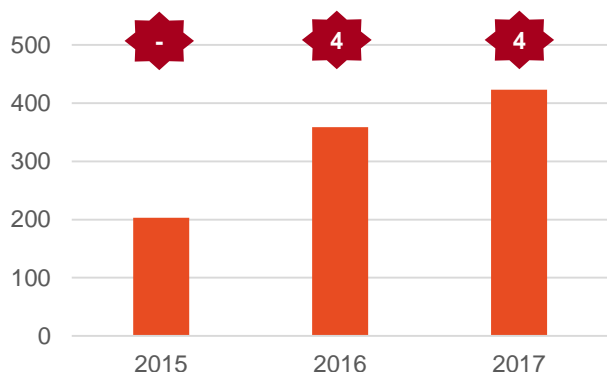
**图 16：2015-2019 公司重大资产重组金额（亿元）及排名**


数据来源：公司年报、东方证券研究所 注：2016 年公司未披露排名

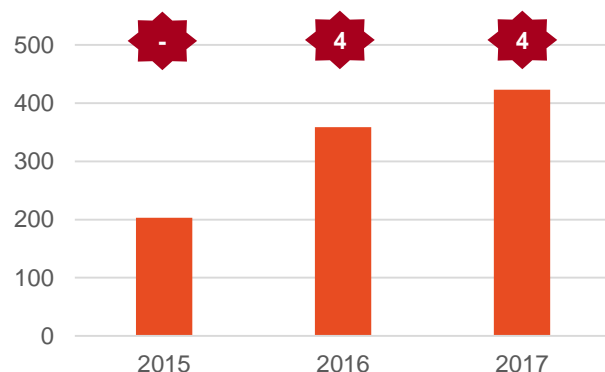
**图 17：2015-2019 年公司全市场并购重组交易金额、市场份额及行业排名**


数据来源：WIND、东方证券研究所

**4) 新三板业务方面，公司或将迎来业务良机。**新三板市场成立之初，公司即十分重视对于新三板业务的布局。据公司年报披露，在新三板挂牌最为火热的 2015-2017 年，公司分别推荐新三板挂牌企业 134 家、156 家、64 家，累计推荐挂牌企业数量稳居行业第四位。近两年来，新三板出现流动性紧缩，市场挂牌进程显著放缓，但公司仍然十分重视对新三板创新层企业的持续督导，督导企业数量稳居行业第二位。2019 年以来，监管开启对新三板制度的革新，包括引入公开发行制度、优化定向发行制度、优化转板制度、允许公募基金投资精选层企业等具体举措，旨在改善市场流动性，盘活市场，加强新三板与一板、二板市场的联通，提升新三板市场的吸引力。在一系列政策指引下，公司有望迎来新三板业务良机。

**图 18：2015-2017 年累计推荐新三板挂牌企业数量及排名**


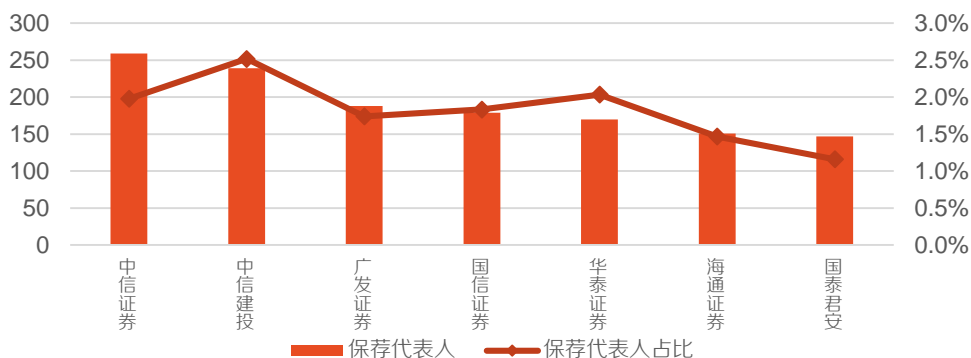
数据来源：公司年报、东方证券研究所 注：2015 年公司未披露排名

**图 19：2017-2019 年公司持续督导创新层企业数量及排名**


数据来源：公司年报、东方证券研究所

**5) 公司十分重视投行团队的建设与升级。**投行业务归根结蒂是以人为主导的业务类型，因此公司十分重视打造核心投行团队。以保荐代表人为例，截至 2020 年 4 月 22 日，中信建投拥有保荐代表人 239 名，位居全行业第二，保荐代表人占比 2.5%，在头部券商中排名第一。



**图 20：头部券商保荐代表人数量及占比（截至 2020 年 4 月 22 日）**


数据来源：WIND、东方证券研究所

**6）注册制改革重磅开启，公司将打造新时代专业投行。**设立科创板并试点注册制，为我国资本市场供给侧改革打响了头炮。自 2019 年 7 月至今科创板开市不到一年的时间，公司已经表现出卓越的投行专业能力、丰富的科创型项目储备积累以及对于科创板、注册制的强大适应能力。截至 2020 年 4 月 22 日，中信建投累计保荐 10.5 家科创板企业完成上市，排名行业第 2；累计募集资金总额 83.69 亿元，排名行业第 3。值得注意的是，中信建投保荐的科创板项目普遍融资规模较低，平均每单金额仅有 7.97 亿元，因此费率在头部券商中领先。随着注册制试点在科创板的日趋完善以及全面注册制改革的快速推进，其对券商投行的定价、销售等专业能力与素质的要求也会日趋提高；在政策的推动下，公司有望在既有优势的基础之上，加速 IPO、再融资、并购重组与其他业务的融合并推进大投行业务转型，不断巩固并扩大投行业务优势，打造中国新时代专业投行。

**表 5：券商科创板 IPO 项目排行榜（截至 2020 年 4 月 22 日）**

序号	券商简称	承销家数	募资总额 (亿元)	平均单笔金额 (亿元)	发行费用 (亿元)	发行费率
1	中金公司	13	311.04	23.93	13.29	4.27%
2	中信证券	9.5	170.83	17.98	8.91	5.22%
3	中信建投	10.5	83.69	7.97	8.60	10.28%
4	华泰证券	4.5	62.73	13.94	4.75	7.57%
5	国泰君安	5	53.37	10.67	4.31	8.07%
6	国信证券	6.5	46.81	7.20	4.70	10.04%
7	海通证券	2.5	44.22	17.69	2.82	6.37%
8	广发证券	6	36.20	6.03	3.87	10.68%
9	招商证券	3.5	34.97	9.99	3.32	9.49%
10	东兴证券	2	24.26	12.13	2.07	8.52%
11	国金证券	3	23.88	7.96	2.41	10.09%
12	长江证券	1.5	23.00	15.33	1.27	5.52%
13	民生证券	3.5	22.42	6.41	2.29	10.21%

14	安信证券	3	22.41	7.47	2.18	9.74%
15	光大证券	3	19.82	6.61	2.53	12.77%
16	中国银河	1	17.91	17.91	0.77	4.28%
17	瑞银证券	1	15.88	15.88	0.59	3.72%
18	东吴证券	1.5	15.22	10.15	1.35	8.86%
19	兴业证券	2	14.61	7.30	1.20	8.22%
20	山西证券	2	14.09	7.04	1.69	12.01%
21	英大证券	1	12.88	12.88	0.87	6.76%
22	西部证券	1	12.23	12.23	0.88	7.16%
23	天风证券	2	11.87	5.94	1.29	10.84%
24	首创证券	1	10.61	10.61	0.83	7.81%
25	华创证券	1.5	10.04	6.70	1.03	10.23%
26	华安证券	1	9.69	9.69	1.12	11.54%
27	太平洋	0.5	9.27	18.54	0.72	7.81%
28	南京证券	0.5	8.74	17.49	0.78	8.92%
29	东方证券	1	8.50	8.50	0.85	9.98%
30	东莞证券	1	5.86	5.86	0.68	11.68%
31	华龙证券	0.5	5.23	10.46	0.47	9.05%
32	申万宏源	1	5.20	5.20	0.45	8.73%
33	中泰证券	1	5.19	5.19	0.53	10.18%
34	红塔证券	0.5	5.06	10.13	0.49	9.65%
35	华菁证券	0.5	4.16	8.32	0.51	12.32%
36	平安证券	1	3.85	3.85	0.42	10.91%
37	方正证券	1	3.82	3.82	0.58	15.26%
38	中天国富	0.5	3.13	6.26	0.28	8.93%
39	中原证券	0.5	3.13	6.26	0.28	8.93%
40	华金证券	0.5	3.12	6.25	0.36	11.49%

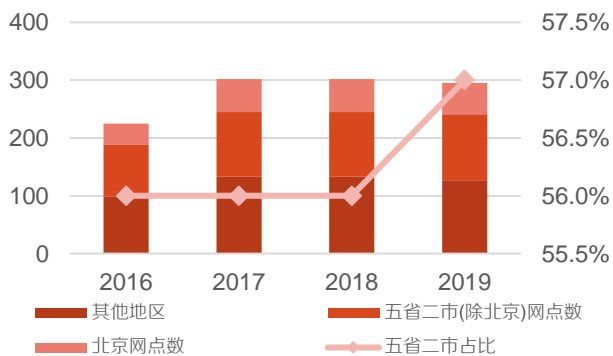
数据来源：WIND、东方证券研究所 注：联席承销投各家分摊计算。

## 2.2 以投顾建设与金融科技为驱动力，加速财富管理转型

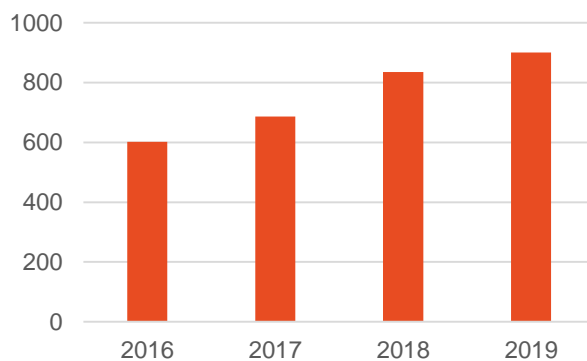
**线下网点数量多且分布合理+客户资产账户稳健增长，公司传统经纪业务基础雄厚。**一方面，公司在成立之初便承接了其前身华夏证券全部的线下营业部，且随着多年的发展公司线下网点众多遍布全国，且分布非常合理（截至 2019 年，公司在全国范围内拥有营业部 295 家，其中 57% 集中在五省二市的富裕地区，仅公司总部所在地北京就聚集了 54 家营业部）；另一方面，公司拥有庞大的客户群体，且客户资金账户数稳健增长，由 2016 年的 601 万户增长至 2019 年 900 万户。公司开展传统经纪业务所积累的渠道与客户优势，为财富管理转型奠定了基础。

**图 21：中信建投全国营业部数量及地区分布（截至 2019 年末）**


数据来源：WIND、东方证券研究所

**图 22：2016-2019 年公司营业部数量及分布情况**


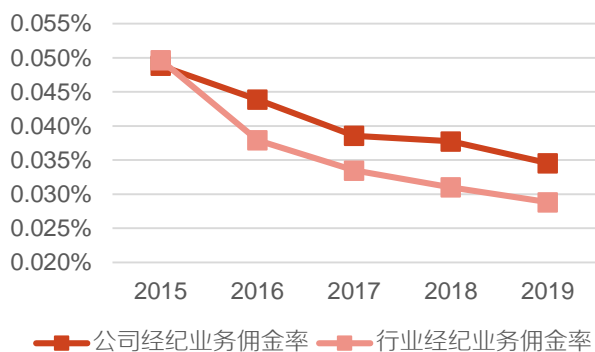
数据来源：WIND、东方证券研究所

**图 23：2016-2019 年公司客户资金账户数量（万）**


数据来源：WIND、东方证券研究所

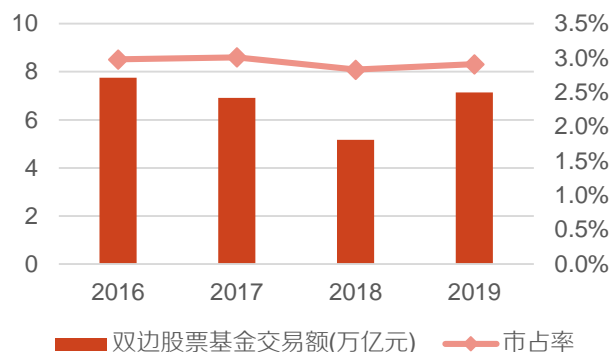
**佣金率持续下行，使得公司传统经纪业务的弹性持续下降。**1) 受到同质化严重、价格战等因素的影响，传统经纪业务的佣金率不断下滑，公司也难免受到波及，佣金率快速下滑，由 2015 年的万分之 4.87 下滑至 2019 年的万分之 3.45，虽然下滑幅度小于行业平均，但是公司经纪业务收入占比由 2015 年的 46.31% 下滑至 2019 年的 20.79%，且中长期来看通道类佣金收入的盈利模式显然难以为继。2) 近年来，公司股基成交额市占率相对稳定，由 2016 年的 2.98% 小幅下滑至 2019 年的 2.91%。3) 当前公司的经纪业务收入仍然以代理买卖证券收入为主（2019 年占比 80.78%），代销金融产品收入占比一直较低（2019 年为 5.51%）。多重因素作用下传统经纪业务收入贡献度显著下降，财富管理转型迫在眉睫。

图 24：2015-2019 年公司经纪业务佣金率



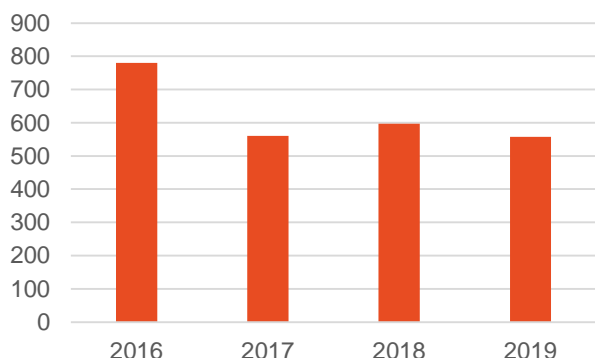
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 25：2016-2019 年公司股基成交额及市占率



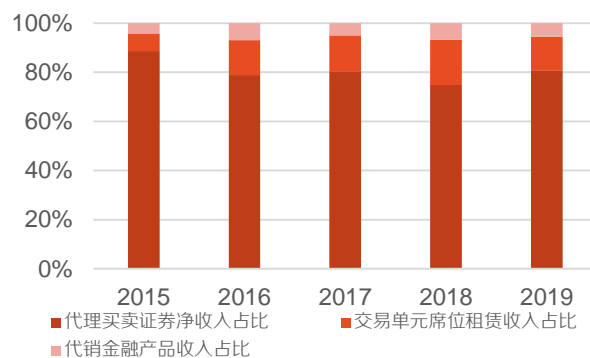
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 26：2016-2019 年公司代销标准化产品金额（亿元）



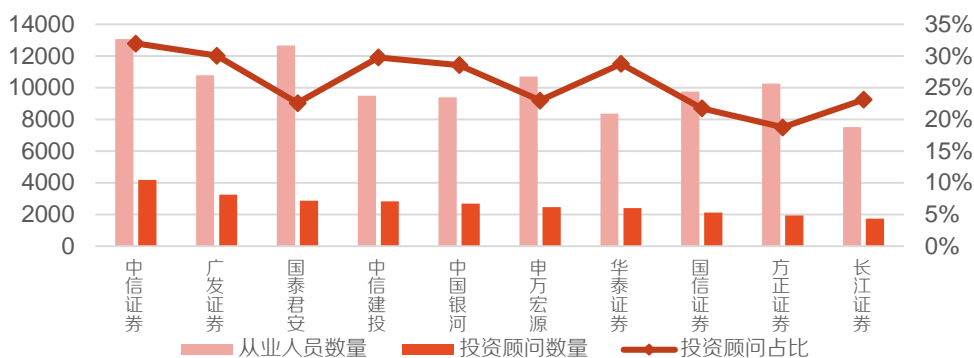
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 27：2015-2019 年公司证券经纪业务收入构成

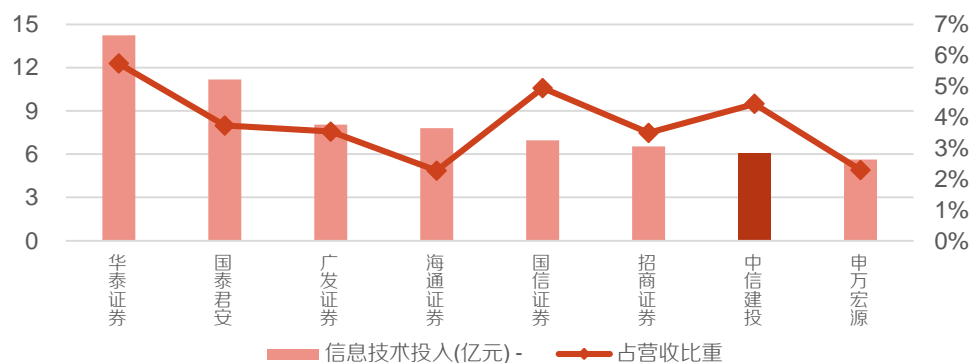


数据来源：WIND、东方证券研究所

**投顾梯队建设与金融科技发展双管齐下，为财富管理转型提供不竭燃料。**在财富管理转型过程中，投顾梯队建设与金融科技发展是重要的组成部分，也为助推转型提供源源不断的动力：1)自 2010 年以来，证券行业从业人员结构发生显著变化，投资顾问占比由 1.86%提升至 2019 年的 16.33%，而公司更是在投顾团队建设上走在了行业的前列。截至 2020 年 4 月 20 日，公司拥有投资顾问 2828 人，排名行业第四；投顾占公司全部从业人员的 29.8%，排名行业第三。2) 金融行业数字化转型不断深入的背景下中信建投积极加大信息技术投入力度以科技驱动核心竞争力的提升。2019 年公司信息技术投入金额高达 6.06 亿元，占营业收入比重达到 4.43%，均位列行业前列。2019 年中信建投完成了以国产核心技术+国产核心硬件+国产核心云方案的超融合基础架构部署全面支持核心系统、金融科技研发、AI 金融服务等行业场景。金融科技助力数字化转型是公司重要转型发展战略，其中重要的应用领域就是财富管理业务。

**图 28：证券行业投资顾问数量 TOP10 排行及占比（截至 2020 年 4 月 20 日）**


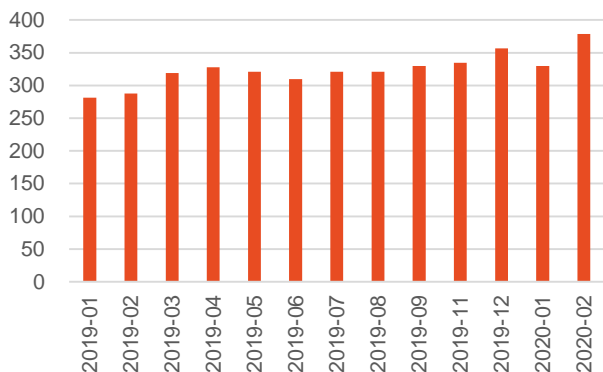
数据来源：WIND、东方证券研究所

**图 29：2019 年头部券商信息技术投入及占营收比重（8 家）**


数据来源：WIND、东方证券研究所

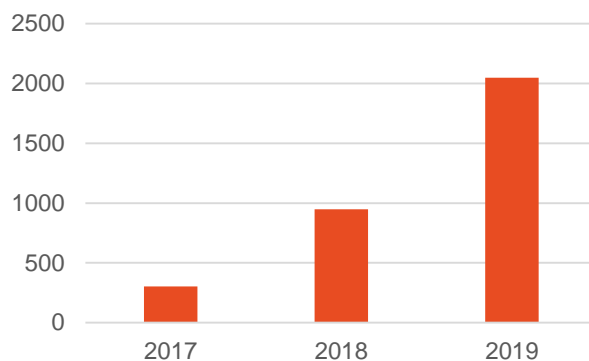
**蜻蜓点金 app 月活数稳健增长，打造线上投顾品牌。**作为公司金融科技助力财富管理转型的一个重要成果，蜻蜓点金 app 不断升级功能并优化用户体验。1) 2019 年以来，蜻蜓点金 app 月活数保持稳健增长的趋势，由 2019 年 1 月的 286.74 万增长至 2020 年 2 月的 378.63 万，位居证券公司 app 月活榜的第 7 位。2) 公司于 2017 年在蜻蜓点金 app 上打造特色线上投顾服务平台，服务客户人次由 2017 年的 303 万快速增至 2019 年的 2047 万（其中，线上投顾直播服务超过 800 万人次，线上观点阅读超过 1200 万人）。3) 蜻蜓点金 app 提供线上 7\*24 小时实时专业顾问咨询服务——优问，6000 名从业顾问线上专业解答，极大提升了用户体验。4) 2019 年初上线基金直投功能，运用机器学习算法，融入中信建投证券多年来的财富管理实践及基金研究经验，构建一套以公募基金为基础、其他各类资产配置为补充的智能基金组合。基金智投采用买方投顾模式，用户只需要设定收益目标、对风险的最大容忍度、预计投资期限等指标，智能投顾系统就可以根据该需求自动计算构建投资者所需的投资组合。

图 30：2019/1-2020/2 蜻蜓点金 app 月活数（万）



数据来源：WIND、东方证券研究所

图 31：2017-2019 线上投顾服务平台服务客户人次（万）



数据来源：WIND、东方证券研究所

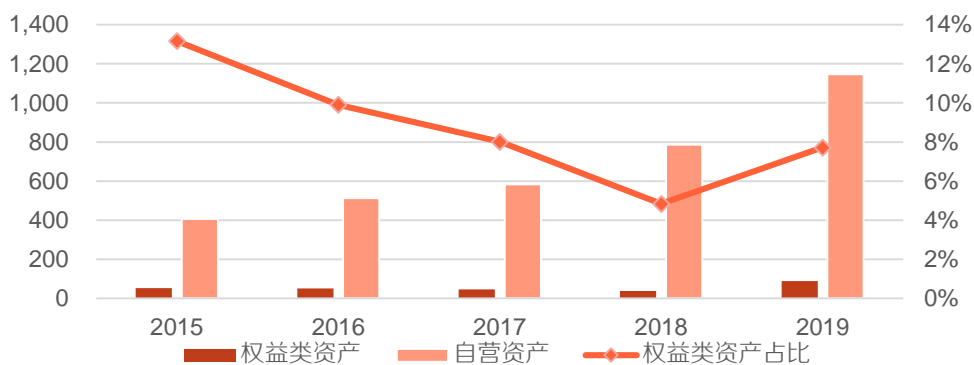
基金投顾试点开启我国买方投顾时代，公司财富管理转型有望迎来突破口。2019 年 10 月，证监会开放基金投顾业务试点，5 家公募基金公司、3 家独立基金销售机构先后获得试点资格。2020 年 3 月，包括中信建投在内的首批 7 家券商获批基金投顾业务资格试点，可在公募基金领域接受客户的全权委托，根据与客户协议约定的投资组合策略，投顾可以代客户做出具体基金投资品种、数量和买卖时机的决策，并代客户执行基金产品申购、赎回、转换等交易申请。基金投顾资格试点有序开展，这也意味着我国财富管理领域已正式进入了“买方代理”的代客理财时代。借助这一模式的东风，公司将持续以投顾建设与金融科技发展为驱动力，转型买方代客理财模式，以求尽快实现以客户为中心、以费代佣的财富管理新格局。

## 2.3 顺应行业重资产化大潮，加码投资交易、资本中介布局

**自营规模快速增长，投资风格稳健。**近年来公司的自营资产规模保持快速增长的态势，2019 年公司显著增加了自营资产的规模，截至年末自营资产规模 1147.10 亿元，同比大幅增长 45.90%，进入行业前十；其中权益类自营资产规模 88.54 亿元，同比大增 132.79%。但是公司的自营投资还是稳健的风格为主，权益类占比仅 7.72%（较 18 年增加 2.88%），在头部券商中最低，这同时也显示出未来公司的权益类资产仍然有较大的提升空间。



图 32：2015-2019 年公司自营资产规模、权益类资产规模及占比



数据来源：WIND、东方证券研究所

表 6：2019 年上市券商自营资产规模（亿元）、权益类规模（亿元）及占比（TOP10）

序号	券商名称	自营资产规模	增速	权益类规模	增速	权益类占比	占比变化
1	中信证券	3207.67	34.28%	459.34	72.71%	14.32%	3.19%
2	华泰证券	2145.27	112.96%	372.16	107.59%	17.35%	-0.45%
3	国泰君安	2032.19	45.93%	358.93	51.03%	17.66%	0.60%
4	招商证券	1763.42	24.24%	158.12	34.43%	8.97%	0.68%
5	申万宏源	1724.32	53.55%	166.59	40.72%	9.66%	-0.88%
6	广发证券	1692.86	7.05%	167.92	-2.30%	9.92%	-0.95%
7	海通证券	1347.45	29.18%	250.69	21.36%	18.60%	-1.20%
8	东方证券	1289.12	15.84%	120.44	34.96%	9.34%	1.32%
9	中信建投	1147.10	45.90%	88.54	132.79%	7.72%	2.88%
10	中国银河	1082.11	32.57%	126.92	-1.88%	11.73%	-4.12%

数据来源：WIND、东方证券研究所

**科创板项目跟投贡献增量投资收益。**截至 2020 年 4 月 22 日，公司另类投资子公司中信建投投资累计跟投科创板项目 11 个，累计投入资金 4.05 亿元，取得浮动投资收益 3.75 亿元，收益率达到 92.61%。随着科创板市场规模的不断扩大，科创板项目跟投有望为公司带来更大的收益贡献。

表 7：券商科创板项目跟投情况一览（截至 2020 年 4 月 22 日）

券商名称	投入资金(万元)	最新市值(万元)	浮动盈亏(万元)	跟投收益率
中金公司	90052	190007	99955	111.00%
中信证券	60017	106025	46008	76.66%
中信建投	40478	77965	37487	92.61%
国泰君安	26694	65601	38906	145.75%
华泰证券	25490	45337	19847	77.86%

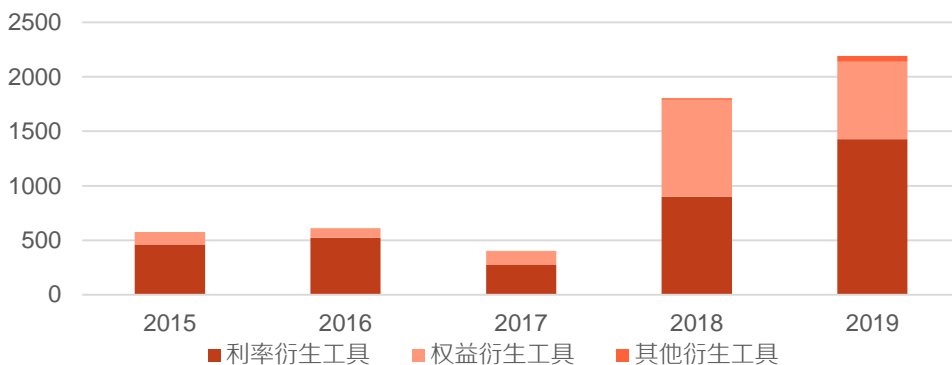
海通证券	18173	60107	41934	230.75%
国信证券	17908	42183	24275	135.55%
广发证券	17736	29460	11723	66.10%
招商证券	14437	29933	15497	107.34%
民生证券	11875	32769	20894	175.96%
安信证券	10185	19033	8848	86.88%
东兴证券	9965	19020	9055	90.86%
国金证券	9958	19120	9161	92.00%
光大证券	8998	25139	16141	179.38%
东方证券	7428	13421	5994	80.69%
兴业证券	6412	10671	4259	66.42%
山西证券	6291	10146	3855	61.29%
长江证券	6000	6309	309	5.15%
南京证券	6000	19150	13150	219.16%
英大证券	5152	4534	-618	-12.00%
首创证券	4243	4356	113	2.66%
华菁证券	4000	15022	11022	275.56%
华安证券	4000	6702	2702	67.54%
天风证券	3639	6003	2364	64.96%
中天国富	3129	3376	247	7.90%
东莞证券	2932	5197	2265	77.27%
申万宏源	2602	11728	9126	350.78%
中泰证券	2595	3790	1195	46.05%
东吴证券	2547	3934	1388	54.49%
五矿证券	2078	2238	160	7.69%
方正证券	1910	3634	1725	90.32%

数据来源：WIND、东方证券研究所

**交易导向型业务或将成为未来公司自营投资的主方向。**相较于纯方向性投资，交易业务的绝大多数头寸都是有对冲持仓的，风险敞口较低，且随着业务规模的不断扩大，风险对冲分散的程度越高，中长期来看投资的收益风险比更高，对于资本金运用的性价比也更高，因此交易业务具备自然垄断的性质，非常适合大型券商与投行开展。参考海外顶级投行的业务结构和模式，2018 年高盛、摩根士丹利、摩根大通的交易业务收入贡献度分别高达 37%、34%、26%，交易业务或将成为公司未来最主要的重资产业务类型。

**公司大幅加码衍生品业务布局，场外衍生品取得快速发展。**2018 年以来，公司开始着手加大对衍生品业务的布局。截至 2019 年末，公司衍生金融工具名义本金金额达到 2192.79 亿元，同比增长 22%，排名行业第六；其中利率及其他衍生工具名义本金为 1525.58 亿元，同比大增 345%，排名行业第五。2019 年以来公司的场外衍生品业务取得了快速发展，截至年末公司的收益互换合约初始名义本金 49.87 亿元，排名行业第五；场外期权合约初始名义本金 606.67 亿元，排名行业第四；合计场外衍生品合约初始名义本金 656.54 亿元，排名行业第四。

图 33：2015-2019 年公司衍生金融工具名义本金（亿元）



数据来源：WIND、东方证券研究所

表 8：上市券商衍生金融工具名义本金排行（单位：亿元，截至 2019 年末）

券商名称	权益类合约	同比增速	券商名称	利率及其他合约	同比增速	券商名称	全部衍生品	同比增速
中信证券	1852.83	89%	中信证券	12749.97	41%	中信证券	14602.80	46%
华泰证券	982.38	116%	国泰君安	10809.76	-56%	国泰君安	11792.14	-52%
中国银河	830.29	775%	东方证券	6013.02	47%	东方证券	6843.31	67%
申万宏源	819.24	290%	华泰证券	2752.71	146%	华泰证券	3571.95	219%
中信建投	711.43	-20%	中信建投	1525.58	345%	中国银河	2237.01	552%
国泰君安	525.32	73%	申万宏源	1667.47	-8%	中信建投	2192.79	22%
海通证券	445.56	3%	中国银河	1372.19	21%	招商证券	1817.75	60%
招商证券	438.42	297%	招商证券	1364.08	-91%	广发证券	1802.51	-87%
国信证券	141.96	-35%	广发证券	1645.59	94%	申万宏源	1787.54	111%
广发证券	98.43	-49%	海通证券	1122.43	4%	海通证券	1220.86	13%

数据来源：WIND、东方证券研究所

表 9：场外衍生品初始名义本金 TOP5（单位：亿元，截至 2019 年末）

券商名称	收益互换	券商名称	场外期权	券商名称	合计
中信证券	635.05	华泰证券	1060.72	中信证券	1445.52
中金公司	462.93	中信证券	810.48	华泰证券	1285.44
华泰证券	224.72	申万宏源	800.70	申万宏源	815.09
国泰君安	81.30	中信建投	606.67	中信建投	656.54
中信建投	49.87	国泰君安	443.49	中金公司	644.92
前五合计	1453.87	前五合计	3722.06	前五合计	4847.52
集中度	91.81%	集中度	80.17%	集中度	77.85%

数据来源：WIND、东方证券研究所

**公司 FICC 业务稳健发展。**2014 年 6 月，公司获得中国银行间债券市场尝试做市商资格。公司做市券种覆盖 10 年以内期限的证券产品，包括国债、金融债、短期融资券、中期票据以及 20 年、30 年期限的国债和金融债。据年报披露，2019 年公司银行间债券市场做市业务位居全市场（含银行）前 10 名，在尝试做市中位居前 5 名。另据中债数据，2019 年公司债券交割量 4.44 万亿元，同比增长 30.11%，排名市场第 12 位（较 18 年下降 4 位）。

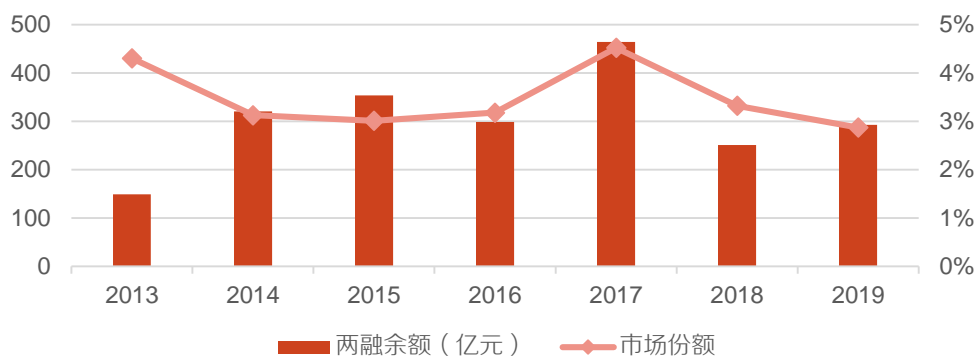
**表 10：2019 年券商债权交割量排行榜**

排名	券商简称	债券交割量(万亿元)	市占率	同比增速	排名变化
1	中信证券	9.81	7.09%	37.38%	-
2	华泰证券	7.28	5.26%	278.94%	↑14
3	国泰君安	7.09	5.12%	69.86%	↑1
4	国信证券	6.25	4.52%	130.72%	↑8
5	民生证券	5.80	4.19%	131.95%	↑10
6	招商证券	5.74	4.15%	98.86%	↑4
7	山西证券	5.05	3.65%	31.95%	↓1
8	万联证券	4.83	3.49%	75.36%	↑3
9	广发证券	4.76	3.44%	10.52%	↓7
10	华创证券	4.67	3.38%	46.81%	↓1
11	东方证券	4.47	3.23%	7.33%	↓6
12	中信建投	4.44	3.21%	30.11%	↓4
13	申万宏源	4.43	3.20%	23.21%	↓6
14	国海证券	4.41	3.19%	69.07%	↓1
15	平安证券	4.11	2.97%	-4.46%	↓12

数据来源：WIND、东方证券研究所

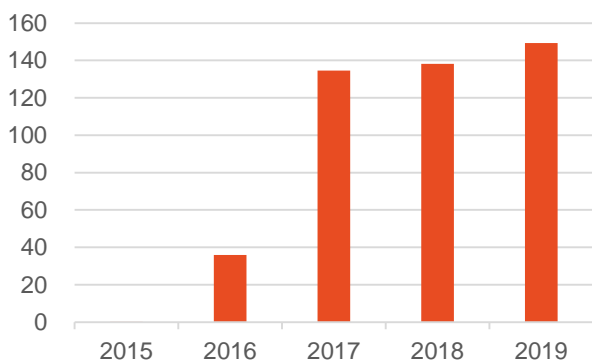
**两融业务迎来新机遇，定增助推资本中介业务发展。**1) 截至 2019 年末，公司两融余额 293 亿元，同比增加 16.56%，市占率由 3.32% 下滑至 2.87%。2019 年以来，监管全方位松绑了券商两融业务规则，两融标的大幅提升，转融资费率下调。一系列的政策利好有望彻底激活 2020 年两融市场，公司两融业务有望进一步回暖。2) 公司股票质押业务起步较晚，但一直处于稳步增长态势。截至 2019 年末公司股票质押式回购余额 149.33 亿元，逆势提升 8.08%。其他头部券商 2019 年进一步缩减了股票质押业务规模，此消彼长之下公司股票质押业务规模逐渐拉近与其他头部券商的差距。3) 2020 年公司资本中介业务有望迎来突破，从供给端来看，此次公司 130 亿的定增计划有 55 亿元将用于资本中介业务，公司将进一步加码两融业务与股票质押业务的布局；从需求端角度来看，一方面市场标的扩容与政策松绑使得两融业务的吸引力与需求均明显提升，另一方面，资本中介业务作为财富管理业务转型的重要配套增值服务，将更好地满足中高净值客户、企业家级客户以及机构客户的相关需求。

图 34：2013-2019 年公司两融余额与市占率



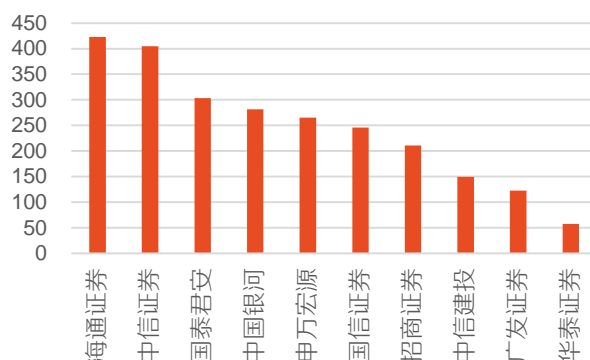
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 35：2015-2019 年股票质押式回购余额（亿元）



数据来源：WIND、东方证券研究所

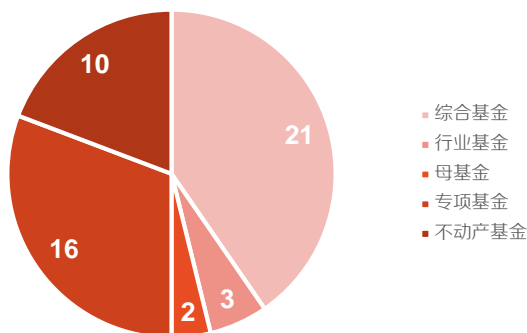
图 36：头部券商股票质押式回购余额（亿元，2019 年末）



数据来源：WIND、东方证券研究所

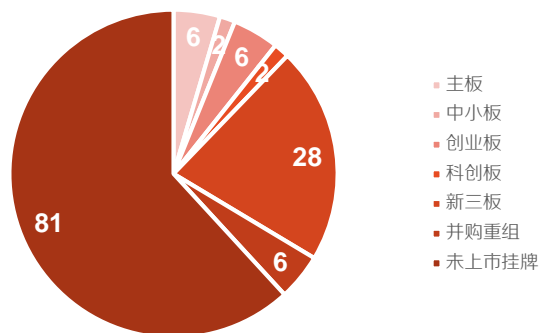
**直投业务有望成为未来业务增长点。**中信建投资本是公司负责直投业务的子公司，近年来快速发展：1）旗下管理私募股权基金数目由 2015 年的 8 只增至 2019 年的 52 只，管理基金规模由 34.37 亿元提升至 461.62 亿元；2）截至 2019 年末，中信建投资本累计投资项目 131 个，累计退出 27 个项目，平均投资率高达 107%，体现了较强的一级市场投资能力。未来直投业务有望成为公司自营投资业务重要的增长点。

图 37：中信建投资本管理基金构成（2019 年末）



数据来源：WIND、东方证券研究所

图 38：中信建投资本投资项目情况（2019 年末）

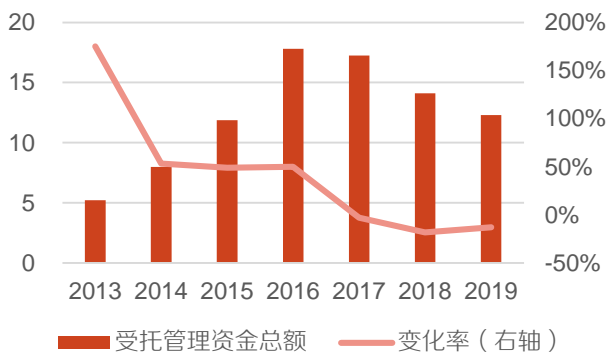


数据来源：WIND、东方证券研究所

## 2.4 主动管理转型进入快车道，为财富管理业务储备弹药

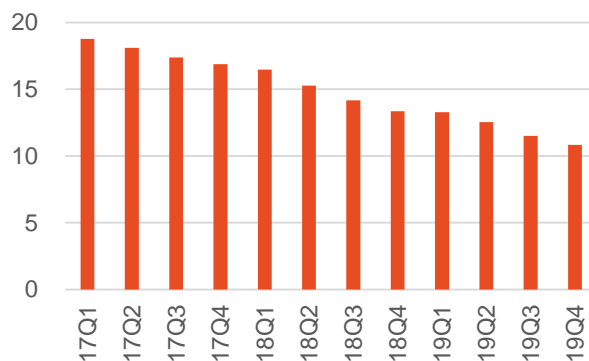
**资管新规影响持续，券业私募资产管理规模下降。**资管新规影响持续，券业私募资产管理规模下降。随着《资管新规》过渡期行将结束，其对于证券行业资管规模的影响日益深入。据中证协，截至 2019 年末全行业受托资产管理规模(含公募)达到 12.29 万亿元，较年初进一步下降 12.90%。据中基协，全行业私募资产管理规模由 17Q1 的 18.77 万亿元快速下滑至 19Q4 的 10.83 万亿元，三年间累计下滑幅度达到 42.30%，主要受各家券商压缩通道类资管（以定向或单一资管为主）规模所致。

图 39：2013-2019 证券公司受托管理资金总额（万亿元）



数据来源：WIND、东方证券研究所

图 40：2017Q1-2019Q4 券商私募资产管理规模（万亿元）



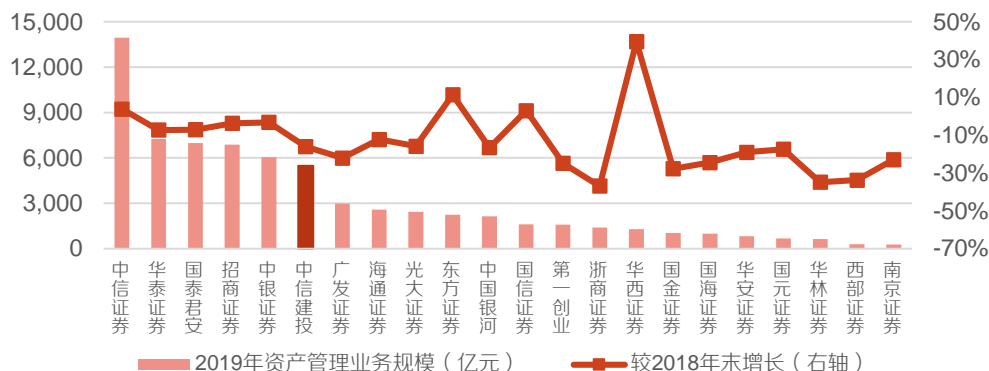
数据来源：WIND、东方证券研究所

**资管新规引导下，公司加快主动管理转型步伐。**受此影响，公司资产管理规模自 2016 年以来出现快速下滑的态势，由 8114 亿元下降至 2019 年末的 5478 亿元（行业排名第六），累计下滑幅度 32.49%。但是在资管新规的引导下公司加快了主动管理转型的步伐，主动管理占比由 2016



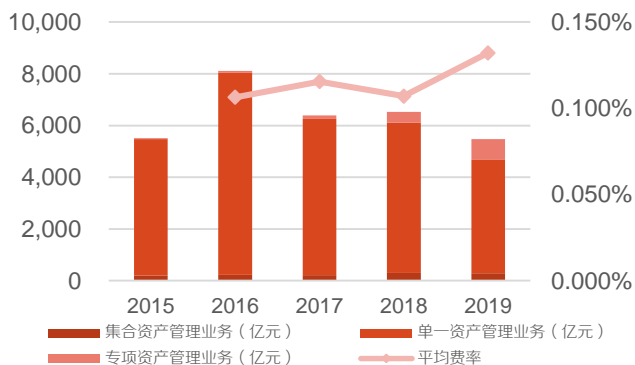
年的 20.09% 提升至 2019 年的 42.41%。此外，由于主动管理占比的提升，使得资管业务费率由 2016 年的 0.106% 增加至 2019 年的 0.132%，但相比于行业平均费率仍然偏低。

图 41：2019 年末上市券商资产管理规模及同比增速（22 家）



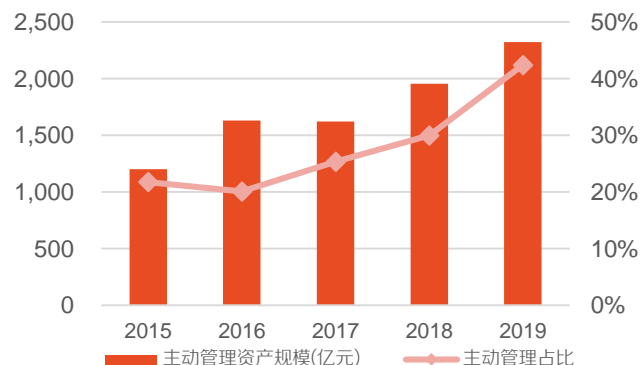
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 42：2015-2019 公司资产管理规模及平均费率



数据来源：WIND、东方证券研究所

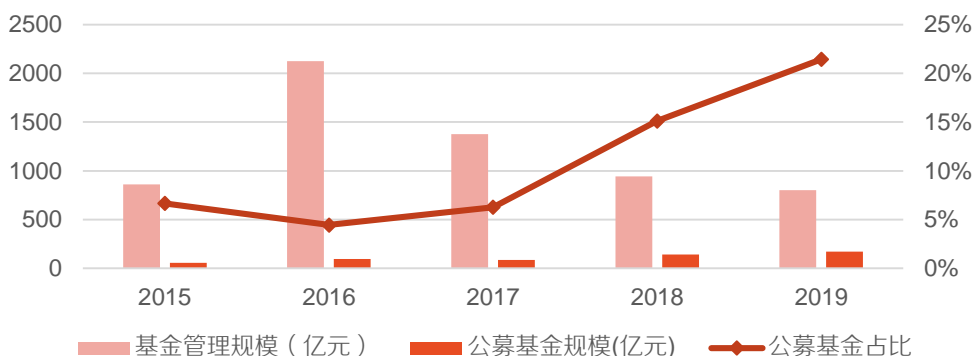
图 43：2015-2019 主动管理规模及占比



数据来源：WIND、东方证券研究所

公募基金管理业务提升空间较大，将成为未来重要的资管收入来源。中信建投基金作为公司的基金子公司同样在经历转型蜕变。自 2016 年以来，中信建投基金整体基金管理规模呈现快速下滑态势（主要为通道类业务下滑所致），由 2124 亿元下滑至 2019 年末的 802 亿元，其中公募基金规模快速提升，由 95 亿元增至 2019 年的 172 亿元，占比由 4.45% 提升至 21.45%。当前中信建投基金的公募基金规模仍然偏低，未来有较大的提升空间。受益于公募基金占比的提高，中信建投基金整体费率由 2016 年的 0.25% 提升至 2019 年的 0.32%，并且明显高于母公司资管业务平均费率，因此大力发展公募基金管理业务将为公司未来资管业务的重要出路，并将成为公司财富管理客户重要的产品来源。

图 44：2015-2019 年中信建投基金公募基金规模及占比



数据来源：WIND、东方证券研究所

### 3. 盈利预测与投资建议

#### 3.1 盈利预测

我们对公司 2020-2022 年盈利预测做如下假设：

表 11：中信建投估值模型预测指标（单位：百万元）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
日均成交额	413,853	558,000	669,600	736,560	810,216
%日均成交额增速	-17%	35%	20%	10%	10%
佣金市占率	2.57%	2.62%	2.82%	3.02%	3.22%
佣金率 (%)	0.40	0.37	0.35	0.33	0.31
IPO 规模	137,541	253,342	292,501	337,839	371,623
IPO 市占率	10.45%	6.48%	15.00%	15.00%	15.00%
再融资承销规模	752,352	681,304	749,434	824,378	906,816
再融资市占率	13.22%	10.63%	15.00%	15.00%	15.00%
债券承销规模	3,588,825	4,679,588	5,404,924	6,302,142	7,348,297
债券承销市占率	9.71%	10.80%	11.00%	11.00%	11.50%
两融市占率	3.32%	2.87%	3.07%	3.27%	3.47%
集合资管规模	30,166	28,559	31,415	34,556	38,012
%增长率	35%	-5%	10%	10%	10%
%集合资管费率	1.06%	1.06%	1.12%	1.12%	1.12%
定向资管规模	580,795	438,580	416,651	395,818	376,028
%增长率	-7%	-24%	-5%	-5%	-5%
%定向资管费率	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%

数据来源：东方证券研究所

表 12：中信建投收入分类预测表（单位：亿元）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经纪业务</b>	<b>2,291.26</b>	<b>2,846.68</b>	<b>3,473.54</b>	<b>3,872.47</b>	<b>4,254.33</b>
占比	21%	21%	20%	19%	19%
同比增速	-25%	24%	22%	11%	10%
<b>投行业务</b>	<b>3,134.66</b>	<b>3,684.65</b>	<b>4,719.84</b>	<b>5,638.67</b>	<b>6,505.38</b>
占比	29%	27%	27%	28%	29%
同比增速	-6%	18%	28%	19%	15%
<b>资管业务</b>	<b>961.02</b>	<b>1,070.18</b>	<b>1,149.24</b>	<b>1,200.47</b>	<b>1,261.76</b>
占比	9%	8%	7%	6%	6%
同比增速	-19%	11%	7%	4%	5%
<b>投资交易业务</b>	<b>2,424.77</b>	<b>4,398.90</b>	<b>6,226.26</b>	<b>6,867.06</b>	<b>7,600.34</b>
占比	22%	32%	36%	34%	33%
同比增速	0%	81%	42%	10%	11%
<b>资本中介业务</b>	<b>1,993.34</b>	<b>1,559.14</b>	<b>1,656.06</b>	<b>2,321.07</b>	<b>2,866.00</b>
占比	18%	11%	9%	11%	13%
同比增速	50%	-22%	6%	40%	23%
<b>其他业务</b>	<b>102.11</b>	<b>133.63</b>	<b>303.93</b>	<b>320.92</b>	<b>334.66</b>
占比	1%	1%	2%	2%	1%
同比增速	-781%	31%	127%	6%	4%

数据来源：WIND、东方证券研究所

### 3.2 投资建议

我们选择可比公司估值法进行估值，参考指标为市净率。考虑到公司流通市值较小、次新股、轻资产模式且 ROE 较高的特性，我们选取了以下可比券商：1）同样为次新股、流通盘较小的券商，华林证券、南京证券、红塔证券；2）流通盘大、轻资产占比较高、综合实力强劲且 ROE 较高的头部券商中信证券、招商证券。可比券商的平均 20PB 估值为 3.7 倍。通过综合考量中信建投流通盘小、次新头部券商股、业务结构独树一帜、ROE 高且具备较高的成长性，我们给予公司 45% 的 PB 估值溢价率，最终测算出中信建投 20PB 应为 5.36 倍左右，20-22 年预测 BVPS 为 6.89/7.89/9.00 元，对应目标价 36.93 元。

作为行业内的新贵，中信建投加快推进大投行业务及财富管理业务转型，在巩固并扩大投行等轻资产业务优势的基础上，通过近年来的大规模融资不断增强资本实力，加码布局重资产业务，创新盈利模式，以精品投行为起点，向行业龙头进军。20 年公司 A 股并无大规模减持计划，因此不会对股价造成较大影响，且 20 年公司有 130 亿定增计划，也给予了公司股价一定的支撑作用。首次覆盖给予增持评级。

**表 13：可比公司估值表**

股票代码	可比公司	A 股流通市值（亿元）	19 年 ROE	20Q1 年化 ROE	轻资产占比	20PB
002945.SZ	华林证券	104	9.39%	12.25%	43.39%	6.52
601236.SH	红塔证券	71	6.79%	14.22%	17.85%	4.94
601990.SH	南京证券	277	6.55%	8.20%	45.46%	3.84
600999.SH	招商证券	1015	8.79%	8.34%	39.75%	1.45
600030.SH	中信证券	2228	7.77%	9.62%	41.78%	1.73
	平均					3.70
601066.SH	中信建投	303	10.56%	13.55%	55.68%	5.36

数据来源：朝阳永续、WIND、东方证券研究所

## 4.风险提示

**系统性风险对非银行金融业务及估值的压制。**在券商业务属性高 beta 的前提下，一旦系统性风险最终发生，将对券商业绩与股价产生重大负面影响。

**市场成交量、IPO 数量与规模存在不确定性。**在对公司业绩进行预测的过程中，我们对市场进行了一定判断与假设，这些假设基于当前市场情况以及我们对未来行业的判断，我们预测 20 年公司经纪、投行业务收入占比分别为 20%、27%，若后续市场出现较大变化，会影响券商的业绩表现。

**公司自营投资业绩存在不确定性。**自营业务是券商弹性最大的一个版块，我们需要对公司权益与债券自营投资业绩进行预测，我们预测 20 年自营业务收入占比 36%，若市场出现比较大的波动，可能会对这一预测效果带来影响。

**次新股流通盘小，股价波动较大。**公司 18 年 6 月于 A 股上市，目前自由流通市值仅 158 亿元，流通市值在券商中较小，受市场波动与交易层面变化影响更加显著，股价波动较大。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						财务比率表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	43,126	90,255	106,653	125,633	147,342	<b>成长能力</b>					
其中：客户存款	29,288	47,315	55,912	65,862	77,242	营业收入	-3.5%	25.5%	28.0%	15.4%	12.9%
公司存款	13,838	42,940	50,741	59,771	70,099	手续费及佣金净收入	-15.5%	18.6%	22.9%	14.6%	12.2%
结算备付金	7,628	9,662	11,418	13,449	15,773	其中：经纪业务	-24.8%	24.2%	22.0%	11.5%	9.9%
其中：客户备付金	4,410	5,381	6,358	7,490	8,784	投行业务	-6.4%	17.5%	28.1%	19.5%	15.4%
公司备付金	3,217	4,281	5,059	5,960	6,990	资产管理	-18.5%	11.4%	7.4%	4.5%	5.1%
投资资产	88,482	127,400	140,005	154,006	170,074	净利息收入	50.4%	-21.8%	6.2%	40.2%	23.5%
其中：交易性资产	57,326	91,756	101,498	111,648	123,296	自营收入	0.1%	82.3%	41.3%	10.3%	10.7%
其他债权投资	27,911	32,430	35,130	38,808	43,046	营业支出	15.6%	-4.9%	21.7%	12.2%	5.9%
其他权益工具投资	3,058	3,214	3,378	3,550	3,731	管理费用	-2.6%	14.8%	11.3%	9.7%	7.1%
存出保证金	1,881	2,794	3,413	3,997	4,654	营业利润	-24.7%	77.3%	33.7%	18.0%	18.3%
买入返售资产	23,797	21,119	23,464	39,574	34,625	归属于母公司净利润	-23.1%	78.2%	31.9%	20.1%	19.4%
长期股权投资	163	270	213	215	520	<b>资产分布</b>					
固定资产（含在建工程）	451	503	490	482	750	自有存款/总资产	7.1%	15.0%	15.6%	15.5%	16.3%
<b>资产总计</b>	<b>195,082</b>	<b>285,670</b>	<b>324,693</b>	<b>384,557</b>	<b>430,028</b>	客户存款/总资产	15.0%	16.6%	17.2%	17.1%	18.0%
交易性金融负债	1,253	1,126	1,352	1,622	1,946	投资资产/总资产	45.4%	44.6%	43.1%	40.0%	39.5%
代买卖证券款	35,039	54,626	64,551	76,038	89,177	买入返售资产/总资产	12.2%	7.4%	7.2%	10.3%	8.1%
应付职工薪酬	2,341	2,704	3,234	3,549	3,547	投资资产/净资产	184.9%	223.9%	222.3%	218.0%	214.6%
<b>负债总计</b>	<b>147,219</b>	<b>228,775</b>	<b>261,715</b>	<b>313,903</b>	<b>350,786</b>	<b>收入分布</b>					
股本	7,646	7,646	7,646	7,646	7,646	手续费收入/营业收入	58.9%	55.7%	53.5%	53.1%	52.8%
资本公积	8,753	8,753	9,629	10,591	11,651	经纪业务/营业收入	21.0%	20.8%	19.8%	19.2%	18.6%
一般风险准备	15,505	17,543	19,001	20,752	22,841	投行业务/营业收入	28.7%	26.9%	26.9%	27.9%	28.5%
其他综合收益	124	394	858	1,369	1,901	资管业务/营业收入	8.8%	7.8%	6.6%	5.9%	5.5%
盈余公积	3,013	3,573	4,302	5,178	6,223	自营业务/营业收入	13.2%	20.1%	27.9%	26.7%	26.2%
未分配利润	7,535	8,692	11,219	14,764	18,591	净利息收入/营业收入	18.3%	11.4%	9.4%	11.5%	12.6%
少数股东权益	286	313	342	374	409	<b>净利润驱动指标</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>47,863</b>	<b>56,895</b>	<b>62,978</b>	<b>70,654</b>	<b>79,242</b>	公司股基交易额	5,170,000	7,140,000	9,221,530	10,862,565	12,739,592
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>195,082</b>	<b>285,670</b>	<b>324,693</b>	<b>384,557</b>	<b>430,028</b>	公司股基交易市占率	2.57%	2.62%	2.82%	3.02%	3.22%
						净佣金率(‰)	0.40	0.37	0.35	0.33	0.31
<b>利润表</b>						IPO 市占率	10.45%	6.48%	15.00%	15.00%	15.00%
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	再融资市占率	13.22%	10.63%	15.00%	15.00%	15.00%
<b>营业收入</b>	<b>10,907</b>	<b>13,693</b>	<b>17,529</b>	<b>20,221</b>	<b>22,822</b>	债券承销增长率	9.71%	10.80%	11.00%	11.00%	11.50%
手续费及佣金净收入	6,429	7,625	9,373	10,745	12,055	营业税金/营业收入	0.7%	0.7%	1.0%	1.0%	1.0%
其中：经纪收入	2,291	2,847	3,474	3,872	4,254	成本收入比	63.0%	47.7%	45.3%	44.1%	41.4%
证券承销收入	3,135	3,685	4,720	5,639	6,505	有效税率	23.4%	22.7%	23.9%	22.7%	22.0%
资产管理收入	961	1,070	1,149	1,200	1,262	资本公积变化	1,669	4,981	875	963	1,059
利息净收入	1,993	1,559	1,656	2,321	2,866	<b>获利能力</b>					
投资收益	1,436	2,755	4,888	5,391	5,974	净利率	28.3%	40.2%	41.4%	43.1%	45.5%
公允价值变动	989	1,644	1,338	1,476	1,627	ROA	1.5%	2.3%	2.4%	2.5%	2.6%
<b>营业支出</b>	<b>6,867</b>	<b>6,528</b>	<b>7,946</b>	<b>8,913</b>	<b>9,440</b>	ROE	6.7%	10.5%	12.1%	13.0%	13.9%
营业税金及附加	80	99	175	202	228	<b>每股指标（元）</b>					
业务及管理费用	5,626	6,459	7,187	7,886	8,444	每股收益	0.40	0.72	0.95	1.14	1.36
<b>营业利润</b>	<b>4,041</b>	<b>7,165</b>	<b>9,583</b>	<b>11,308</b>	<b>13,382</b>	每股净资产	5.57	6.09	6.89	7.89	9.00
<b>利润总额</b>	<b>4,051</b>	<b>7,154</b>	<b>9,580</b>	<b>11,324</b>	<b>13,395</b>	每股经纪业务交易额	676.14	933.77	1,206.00	1,420.61	1,666.09
所得税	948	1,624	2,289	2,571	2,947	<b>估值比率</b>					
少数股东损益	16	28	37	44	53	市盈率	86.78	48.70	36.94	30.76	25.77
<b>归属于母公司股东的净利润</b>	<b>3,087</b>	<b>5,502</b>	<b>7,254</b>	<b>8,709</b>	<b>10,395</b>	市净率	6.29	5.75	5.09	4.44	3.89

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。



## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

