



薛洪言谈中信建投：市场空间打开，投资逻辑已变



文/新浪财经意见领袖专栏作家 薛洪言



2020年，A股市场日均成交额9072亿元，同比增长62%，牛市行情得以确认。2021年1-8月，A股日均成交额10023亿元，同比去年增长10.48%，市场热情丝毫不减。

尤其是今年5月份以来，市场日成交量稳步上行，当前已稳定在1.2万亿以上。与此同时，券商估值水平却不温不火，甚至稳中有降，在趋势上出现了明显背离。在此背景下，市场开始期待牛市旗手券商股的表现。

中信建投，作为旗手中的旗手，自然也备受期待。

穿越周期，脱颖而出

2005 年，为承接华夏证券（因业务违规，2005 年被撤销业务许可，后申请破产清算）的存量业务，中信证券（60%）和中国建银（40%）共同出资设立中信建投证券公司，按照综合券商标准进行经营。后经过一系列股权变更，当前中信建投在股权结构上已实现“去中信化”，截止 2021 年 6 月末，公司前两大股东为北京金控和中央汇金，分别持股 34.61%和 30.76%。

自成立以来，中信建投表现出极强的成长性，迅速穿越周期、脱颖而出。2006-2020 年，公司营收从 16.85 亿元增至 233.51 亿元，年复合增长 20.7%，比行业均值高 5.2 个百分点；归母净利润从 2.43 亿元增至 95.09 亿元，年复合增长 29.9%，比行业均值高 16.1 个百分点。

券商业务具有高度的同质性，主要包括投资银行、自营业务（主要对应公司财报中的交易及机构客户服务）、经纪业务（主要对应公司财报中的财富管理业务）、资产管理等四大类。中信建投以投资银行业务和自营业务见长，对经纪业务依赖较低。以 2020 年 42 家上市券商营收结构为样本，经纪业务平均占比 40%，中信建投仅为 23%；投行业务平均占比 11.5%，中信建投则达到 25%。

从毛利上看，就更明显了，2020 年公司毛利增长主要靠投资银行和自营交易，经纪业务和资产管理业务的毛利收入不增反降。



1、投资银行业务

投行业务包括股权融资（含 IPO 和再融资）、债权融资（债券承销）和财务顾问（并购重组）三大块，属于公司的优势业务。2020 年，公司投行业务收入 57.46 亿元，居行业第一名；当年完成 2446 单股票及债券主承销项目，主承销金额 1.37 万亿元，均位居行业第 2 名，且连续八年双双保持行业前 3 名。

2、自营业务（公司财报中的“交易及机构客户业务”）

主要包括股票、基金、ETF、股指期货、商品期货、期权、收益互换、债券、外汇等产品的自营交易及做市业务（包括向机构销售公司承销的股票、债券等），以及针对机构的主经纪商业、投资研究服务、为 QFII、RQFII 提供的国内代理交易业务等。

2020 年末，公司交易性金融资产余额 1386.56 亿元，当年实现投资

收益 50.68 亿元,成为公司最主要的利润来源,其中股票投资收益 24 亿元。

3、经纪业务（公司财报中的“财富管理业务”）

经纪业务主要包括代理股票/期货交易、融资融券、股票质押以及代理销售基金及其他金融产品，各项业务排名基本在第 8 名-第 10 名之间。

在经纪业务上，中信建投“重质不重量”，强调通过优质的投研服务留住用户，不打佣金价格战。当前，中信建投投顾人员超过 3100 人，位居行业前五。

4、资产管理业务

资产管理业务，主要包括券商资管业务、基金管理业务和私募股权投资业务，后两者由中信建投基金和中信建投资本承接。2020 年末，公司受托管理资产规模 4903 亿元，位居行业第 7 名；中信建投基金资产管理规模 553.17 亿元，中信建投资本在管备案规模 372 亿元。

当前，公司资产管理业务的营收贡献较低，但在资管黄金赛道加持下，未来增长空间很大。

行业分化，强者恒强

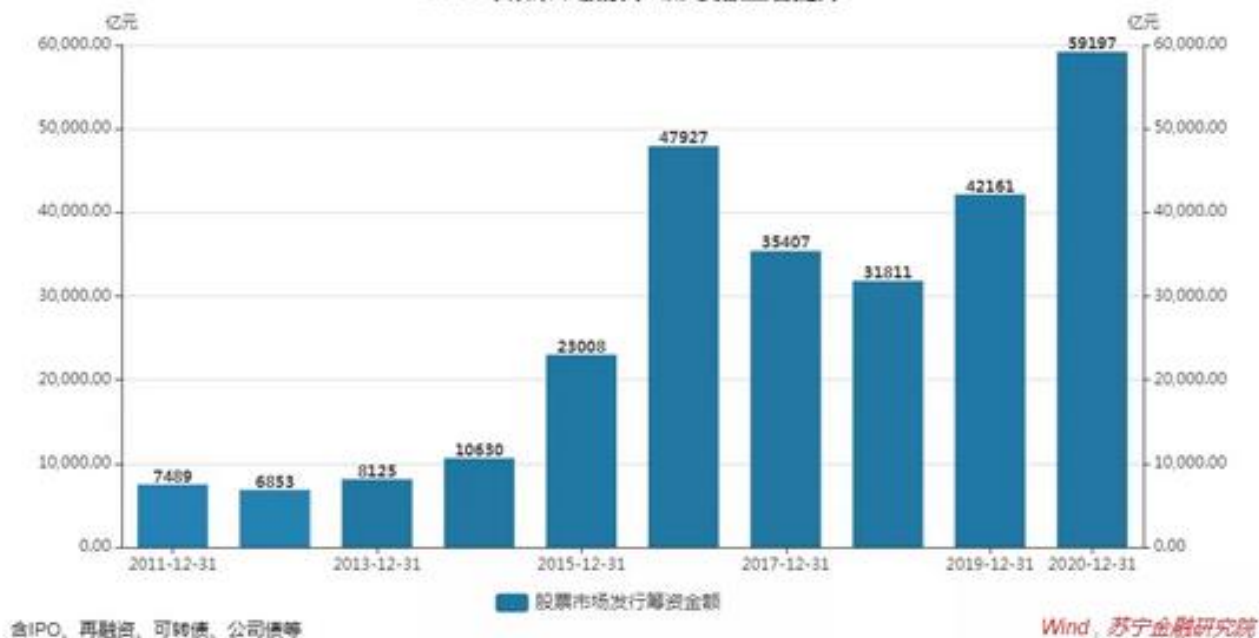
1、以优势投行业务为入口，全面提升综合竞争力。以投行业务优势为起点，利用客户网络拓展多元化业务，一直是公司的核心发展战略。换言之，就是依托投行业务为其他业务赋能，持续提升综合竞争力。

以科创板的“强制跟投”制度为例，保荐机构子公司需以股票发行价格认购 IPO 数量 2%至 5%的股票。该项制度意在将券商与二级市场投资者绑定，以更好地维护中小投资者的利益，客观上也为券商的直接投资业务提供了优质项目源。数据显示，截止 2020 年末，中信建投资本累计投资企业 158 家，项目退出平均投资收益率达 108%。除科创板外，创业板针对特定 IPO 项目推出了“强制跟投”制度，新三板精选层则把跟投权利交由券商自行把握，更加灵活。

另外，在 IPO 配售制度下，承销商有权力设置配售对象的具体条件，考虑到很多 IPO 股票份额稀缺，这一权力能够强化券商对机构的影响力，并以适当的方式反哺其他机构业务。举例来说，2020 年，中信建投代客证券交易额中，机构客户占比达 65%，在大型券商中位居第三位（前两名为中金和中信）。同时，投行业务也为券商提供了接触企业家和高管等超高净值用户的机会，可以为财富管理业务赋能。

受益于注册制改革和直接融资的发展，2016 年以来，国内股票市场融资额（含 IPO、再融资、可转债、公司债等）显著抬升。当前，直接融资的大发展刚刚开始，公司的投资银行业务还有很大的发展空间，以投行业务为抓手，公司各项机构业务的综合实力有望持续抬升。

2016年以来，股票市场融资额显著提升



2、行业分化加速，龙头券商确定性受益。券商业务同质化高，两极分化明显。以经纪业务为例，近年来，受网上开户、一人多户等政策影响，证券经纪业务竞争加剧，佣金率持续下降，2015-2020年，行业平均佣金率已从万分之5.3下滑至万分之2.7。

受此影响，券商经纪业务毛利率普遍较低，导致很多高度依赖经纪业务的券商盈利能力持续下滑，分化加剧。据证券业协会统计，2020年13家券商营收过百亿，也有34家券商营收低于10亿；7家券商净利润超过

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_34651

