

并购巩固经纪龙头，配置优异收益提升

——中信证券 (600030.SH) 2019 年三季度报点评

公司简介

◆**事件**：公司前三季度实现营业收入 327.74 亿元，同比增长 20.45%；归属于母公司股东的净利润 105.22 亿元，同比增长 43.85%；归属于母公司股东的扣除非经常性损益的净利润 104.68 亿元，同比增长 43.50%；加权平均 ROE 为 6.68%，较上年末增加 1.87 ppts

◆**经纪业务稳健成长**。三季度公司经纪业务收入 19 亿元，同比增长 9.7%，落后于同业（华泰+25%），前三季度公司经纪业务手续费为 57 亿元，同比微降 2.5%。公司收购广州证券于 10 月 30 日过会，成功完成南（广州证券）、东（金通证券）、北（中信山东）三大布局体系，大大增强公司在南部地区实力。公司经纪业务过往保持稳健，未来将继续维持稳健增长态势。

◆**自营业务投资收益率提高**。公司三季度自营净收入 44.64 亿，同比增长 230%，前三季度累计自营净收 116.38 亿，同比增长 95%，占比 36%，据测算公司前三季度自营业务收益率约为 4.9%，相较去年同期提升约 2.6 ppts。预计随着市场对外开放，公司投资团队将更好把握市场机遇，进一步提高公司自营收益。

◆**科创板推行稳固公司投行龙头地位**。公司三季度投行业务表现亮眼，同比大增 78.2% 至 117.71 亿（华泰+33.2%/中信建投+53.0%），前三季度投行业务收入为 29.8 亿，同比增加 22.7%。公司前三季度 IPO 总家数为 20 家，其中三季度首发 10 家，科创板 5 家，目前仍有 12 家待审。预计随着科创板推进，注册制提速，公司丰厚项目储备资源将进一步释放业绩，公司投行业务得以进一步受益。

◆**资产管理业务稳中微降**。公司资产管理业务三季度同比增长 16.5% 至 14.34 亿，前三季度资管收入为 41 亿，同比微降 1%。随着行业通道业务收窄，资管收入普降，中信维持稳健状态，显示出中信极强资产管控能力。公司控股华夏基金实现净利润 3.10 亿元，同比增长 22%。预计未来公司资产管理将继续以稳健为主。

◆**维持“增持”评级，维持目标价 27.50 元**。公司前三季度业绩好于预期，我们上调 2019-2021 年公司收入分别至 418、462、501 亿，净利润至 127、143、159 亿。公司当前估值 1.6x 2019 年 PB。我们认为，随着科创板推进，以及公司持续向财富管理转型，公司作为行业龙头，估值有望提升，给予公司 2.0x 2019 年 PB，维持目标价 27.50 元，维持“增持”评级。

◆**风险提示**：市场大幅波动；自营业务收入增速放缓；收购广州证券不达预期

增持（维持）

当前价/目标价：21.87/27.50 元

分析师

赵湘怀（执业证书编号：S0930518120003）
021-22169718
zhaoxh@ebsec.com

市场数据

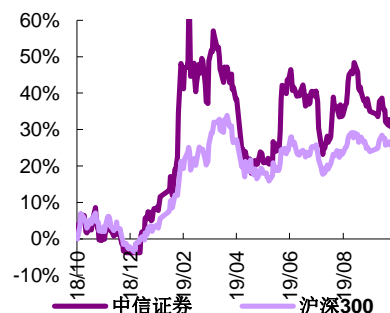
总股本(亿股)：121.17

总市值(亿元)：2,721.57

一年最低/最高(元)：15.88-27.88

近 3 月换手率(%)：106.8

股价表现(一年)



收益表现

| % | 一个月 | 三个月 | 十二个月 |
|----|------|------|------|
| 相对 | -4.9 | -0.4 | 19.9 |
| 绝对 | -2.7 | -4.4 | 28.4 |

资料来源：Wind

相关研报

2018 年报点评：股权质押风险释放，财富转型卓有成效

2019-03-22

业绩预测和估值指标

| 指标 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 43,292 | 37,221 | 41,765 | 46,161 | 50,075 |
| 营业收入增长率% | 14% | -14% | 12% | 11% | 8% |
| 净利润(百万元) | 11,433 | 9,390 | 12,673 | 14,349 | 15,857 |
| 净利润增长率% | 10% | -18% | 35% | 13% | 11% |
| EPS | 0.94 | 0.77 | 1.05 | 1.18 | 1.31 |
| ROAE(加权) | 7.82% | 6.20% | 8.13% | 8.42% | 8.50% |
| P/E | 23 | 28 | 21 | 18 | 17 |
| P/B | 1.77 | 1.73 | 1.62 | 1.48 | 1.35 |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 10 月 29 日

| 损益表 (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 43,292 | 37,221 | 41,765 | 46,161 | 50,075 |
| 手续费及佣金净收入 | 18,957 | 17,427 | 18,277 | 21,631 | 23,415 |
| 其中: 代理买卖证券业务净收入 | 8,045 | 7,429 | 7,216 | 9,949 | 11,055 |
| 证券承销业务净收入 | 4,406 | 3,639 | 4,627 | 5,568 | 6,257 |
| 资产管理业务收入 | 5,695 | 5,834 | 5,768 | 5,325 | 5,250 |
| 利息净收入 | 2,405 | 2,422 | 735 | 1,434 | 1,618 |
| 投资净收益 | 12,475 | 7,071 | 5,147 | 4,915 | 5,274 |
| 公允价值变动收益 | 843 | 1,706 | 8,697 | 8,292 | 9,023 |
| 汇兑收益 | -51 | 849 | 219 | 284 | 326 |
| 其他业务收入 | 8,664 | 7,745 | 8,690 | 9,605 | 10,419 |
| 营业支出 | 27,043 | 25,185 | 24,996 | 27,229 | 29,157 |
| 营业税金及附加 | 256 | 255 | 286 | 316 | 343 |
| 管理费用 | 16,993 | 15,308 | 16,318 | 18,035 | 19,564 |
| 资产减值损失 | 1,721 | - | 1,404 | 1,265 | 1,097 |
| 其他业务成本 | 8,074 | 7,412 | 6,988 | 7,613 | 8,152 |
| 营业利润 | 16,248 | 12,035 | 16,769 | 18,932 | 20,918 |
| 加: 营业外收入 | 162 | 472 | 278 | 278 | 297 |
| 减: 营业外支出 | 237 | 42 | 222 | 160 | 165 |
| 利润总额 | 16,174 | 12,466 | 16,825 | 19,049 | 21,051 |
| 减: 所得税费用 | 4,196 | 2,589 | 3,495 | 3,957 | 4,372 |
| 净利润 | 11,977 | 9,876 | 13,330 | 15,093 | 16,678 |
| 减: 少数股东损益 | 544 | 487 | 657 | 743 | 822 |
| 归母公司所有者的净利润 | 11,433 | 9,390 | 12,673 | 14,349 | 15,857 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

| 资产负债表 (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 总资产 | 625,575 | 653,133 | 615,731 | 678,831 | 734,098 |
| 客户资金存款 | 69,477 | 74,291 | 76,425 | 84,068 | 92,475 |
| 自有货币资金 | 29,339 | 45,434 | 41,074 | 45,182 | 49,700 |
| 客户备付金 | 22,909 | 18,130 | 25,200 | 27,720 | 30,492 |
| 自有结算备付金 | 4,964 | 6,793 | 6,950 | 7,645 | 8,410 |
| 融出资金 | 73,983 | 57,198 | 76,691 | 79,759 | 82,949 |
| 交易性金融资产 | 178,154 | 247,437 | 183,562 | 220,274 | 242,302 |
| 衍生金融资产 | 5,901 | 11,388 | 7,561 | 9,829 | 11,795 |
| 买入返售金融资产 | 114,592 | 67,370 | 70,530 | 64,729 | 59,196 |
| 可供出售金融资产 | 59,227 | - | 50,927 | 56,020 | 67,224 |
| 其他资产合计 | 67,029 | 125,092 | 76,811 | 83,606 | 89,557 |
| 总负债 | 472,432 | 496,301 | 447,774 | 495,217 | 533,183 |
| 应付短期融资款 | 33,538 | 18,059 | 34,209 | 37,629 | 41,392 |
| 交易性金融负债 | 46,452 | 47,646 | 40,330 | 44,603 | 48,022 |
| 衍生金融负债 | 13,301 | 9,312 | 7,513 | 8,309 | 8,946 |
| 卖出回购金融资产款 | 111,620 | 121,669 | 89,296 | 84,831 | 93,314 |
| 代理买卖证券款 | 99,855 | 97,774 | 107,551 | 118,307 | 130,137 |
| 应付职工薪酬 | 11,599 | 12,094 | 9,840 | 10,883 | 11,717 |
| 应付债券 | 106,220 | 116,592 | 108,344 | 119,178 | 125,137 |
| 其他负债合计 | 49,847 | 73,155 | 50,691 | 71,477 | 74,515 |
| 所有者权益 | 153,143 | 156,831 | 167,956 | 183,614 | 200,915 |
| 股本 | 12,117 | 12,117 | 12,117 | 12,117 | 12,117 |
| 少数股东权益 | 3,344 | 3,691 | 3,953 | 4,321 | 4,728 |
| 归母公司所有者权益合计 | 149,799 | 153,141 | 164,004 | 179,293 | 196,187 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

| 评级 | 说明 |
|-----|---|
| 买入 | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上; |
| 增持 | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%; |
| 中性 | 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%; |
| 减持 | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%; |
| 卖出 | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上; |
| 无评级 | 因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。 |

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|--------------------------------|---|------------------------------------|
| 静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层 | 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层 | 福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼 |