

净利下滑 18%，龙头优势仍在

——中信证券（600030）2018 年业绩快报点评

事件：

2019年1月23日晚间，中信证券发布了2018年度业绩快报。报告期内公司实现营业收入372.23亿元，同比下降14.02%，实现归母净利润93.94亿元，同比下降17.83%，加权平均ROE为6.20%，同比减少1.62个百分点。同时，公司披露控股子公司华夏基金主要财务数据，华夏基金在报告期内实现营业收入37.33亿元，同比下降4.60%，实现净利润11.40亿元，同比下降16.62%。

投资要点：

- 子公司拖累，业绩不及预期：**业绩快报显示，公司在2018年实现归母净利润93.94亿元，同比下降17.83%，低于市场预期。此前公布的12月经营数据显示，公司1-12月的累计净利润为85.20亿元，同比下降6.27%。我们认为，净利润同比降幅扩大的原因有三：(1)部分子公司拖累业绩。月报数据的统计口径为母公司+中信（山东）+金通证券，而当前的业绩快报则在此基础上将中信证券国际、中信期货、华夏基金、金石投资等子公司纳入统计，预计部分子公司（华夏基金-16.62%）对公司的业绩一定拖累；(2)IFRS9加剧投资波动性。2018年公司作为A+H券商率先执行新会计准则IFRS9。新准则下原计入可供出售金融资产的股权类投资重新分类为FVTPL，导致自营投资的损益直观地体现在当期损益中，加大了公司投资收益波动性；(3)审慎计提压缩净利。新会计准则的另一影响在于减值计提方法由“已发生损失法”变更为“预期损失法”，导致股票质押减值损失计提压力加大，结合公司一直以来在计提方面较为审慎的态度，预计四季度计提比例保持高位，导致净利压缩明显。
- 龙头地位不改，投行优势明显：**就已经披露业绩预告或快报券商来看，招商证券(-32.16%)、海通证券(-39.52%)、国元证券(-43.18%)、方正证券(-50%至-60%)和长江证券(-83.23%)的净利润均有大幅下降，而公司的降幅为-17.83%，展示了龙头在弱市环境较强的经营韧性。而从业务层面来看，公司在经纪、资管、场外期权多项业务的竞争优势并未改变，其中投行优势更是持续增强。

	2016 年	2017 年	2018E	2019E
营业收入(亿元)	380.02	432.92	396.67	438.66
增长比率(%)	-32.16	13.92	-8.37	10.59
净利润(亿元)	103.65	114.33	93.91	106.76
增长比率(%)	-47.65	10.30	-17.86	13.69
每股收益(元)	0.86	0.94	0.78	0.88
市盈率(倍)	20.80	19.03	23.08	20.30

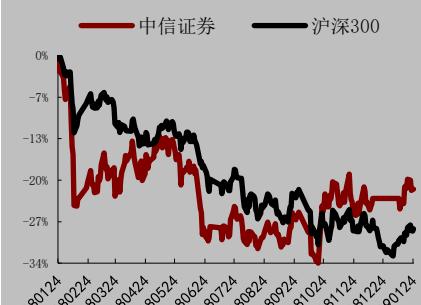
买入（维持）

日期：2019年01月24日

基础数据

行业	非银金融
公司网址	
大股东/持股	中国中信集团公司 /20.3%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	12,116.91
流通A股(百万股)	9,814.66
收盘价(元)	17.52
总市值(亿元)	2,122.88
流通A股市值(亿元)	1,719.53

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所

数据截止日期：2019年01月24日

相关研究

万联证券研究所 20190110_中信证券(600030.SH)事项点评_AAA_收购预案出台，龙头补强华南业务
万联证券研究所 20181031_公司点评报告_AAA_中信证券(600030)三季度点评报告

分析师：缴文超, 张译从

执业证书编号：S0270518030001,
S0270518090001
电话：010-66060126
邮箱：jiaowc@wlzq.com.cn,
zhangyc1@wlzq.com.cn

研究助理：喻刚, 孔文彬

电话：021-60883489
邮箱：yugang@wlzq.com.cn,
kongwb@wlzq.com.cn

根据wind上市日统计数据，公司2018年度IPO承销规模127.76亿，再融资承销规模1,166.83亿元，债券承销7,661.85亿元，市占率分别为9.29%/15.89%/13.60%，同比提升0.13/2.31/2.58个百分点。随着2018年10月下旬以来监管层对于投行多线业务的松绑（再融资、并购重组），投行业务规模呈现企稳态势，预计2019年公司在募资规模和市占率两方面均有提升空间。

- **逆市收购广证，ROE摊薄有限：**近期公司发布对于广州证券的收购预案，拟作价134.60亿元收购广州证券100%股权。若本次收购顺利成，则公司在华南地区的网点短板可以得到有效弥补。截至2018年上半年末，广州证券在华南地区共有营业部42家，收入贡献占比接近90%，公司有望利用自身较强的经纪业务运营实力以及产品创设能力来对广州证券的存量客户进行二次开发，并取得业绩增量。此外，公司也将借此获取粤港澳湾区的客户资源和政商资源，加速投行及相关业务的区域渗透，顺应一带一路战略部署，进一步推进向国际化投行的转型。目前来看，广州证券ROE处于较低水平，2018年中报数据显示ROE仅-0.25%（同期中信证券3.71%），但静态测算估计对中信证券整体ROE摊薄作用在0.5个百分点以内，而长期业务增量贡献将助力中信证券有效提升ROE。
- **盈利预测与投资建议：**以业绩快报的角度来看，中信证券在2018年的业绩低于预期，但其整体实力仍然稳居行业首位，以投行为代表的各项业务具有明显的领先优势，在弱市环境中也展现了强于同业的经营韧性。而从当前新出台的多项制度来看，科创板、沪伦通、CDR均对头部券商构成利好，公司作为行业龙头有望率先受益。此外，如果能在近期落实对于广州证券的收购预案，公司将从地域上打通华东地区与华南地区，形成更完整的业务网络布局，其经纪、投行等业务将显著受益。基于（1）公司低于预期的业绩表现、（2）公司优异的业务竞争优势及战略布局、（3）2019年市场整体震荡的中性假设，我们小幅下调公司2018-2020年归母净利润预测为93.91/106.76/119.18亿元（对应PB分别为1.43/1.37/1.31倍），但维持“买入”评级，并重申公司为券商板块首推标的。
- **风险因素：**收购预案落地进度不及预期；资本市场大幅波动；宏观经济回落风险。

资产负债表
单位: 百万元

至12月31日	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金及结算备付金	98,816	106,185	109,805	120,205
其中：客户资金存款	69,477	56,841	44,367	35,465
客户保证金及备付金	27,873	23,932	20,260	17,902
其中：客户备付金	22,909	18,742	14,629	11,694
交易性金融资产	178,154	178,806	186,229	197,113
可供出售金融资产	59,227	61,921	67,178	74,067
持有至到期金融资产	0	0	0	0
买入返售金融资产	114,592	82,506	88,465	101,574
长期股权投资	8,586	8,976	9,738	10,737
固定资产	8,265	8,640	9,374	10,335
无形资产	3,447	3,604	3,910	4,311
递延所得税资产	3,385	3,539	3,839	4,233
投资性房地产	872	911	989	1,090
其他资产	122,359	106,448	114,166	127,191
资产总计	625,575	585,469	613,955	668,758
短期借款	5,991	5,991	5,991	5,991
拆入资金	9835	9835	9835	9835
交易性金融负债	46,452	62,512	88,570	122,341
衍生金融负债	13,301.2	15,961.5	19,153.8	22,984.5
卖出回购金融资产款	111,620	69,783	78,504	97,416
代理买卖证券款	99,855	81,694	63,766	50,971
其他负债	185,378	184,194	186,675	190,532
负债合计	472,432	429,969	452,495	500,070
少数股东权益	3,344	3,395	3,525	3,683
股本	12,117	12,117	12,117	12,117
资本公积	54,446	54,446	54,446	54,446
留存收益及其他	79,893	82,148	87,847	94,760
归属母公司股东权益	149,799	152,105	157,935	165,005
负债和股东权益	625,575	585,469	613,955	668,758

每股指标

至12月31日	2017A	2018E	2019E	2020E
每股净利润	0.94	0.78	0.88	0.98
每股净资产	12.36	12.55	13.03	13.62
每股股利	0.40	0.40	0.40	0.40
股息派发率(%)	40.7	40.7	40.7	40.7

利润表
单位: 百万元

至12月31日	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	43,292	39,667	43,866	47,792
经纪业务收入	8,045	8,447	9,601	10,816
投行业务收入	4,406	4,392	4,970	5,452
资产管理业务收入	5,695	7,286	7,113	6,997
利息收入	2,405	94	430	1,255
投资收益	12,475	9,552	11,362	12,363
其他业务收入	10,266	9,895	10,389	10,909
营业支出	27,043	26,301	28,676	30,842
营业税金及附加	256	235	259	283
管理费用	16,993	16,377	17,275	18,303
其他业务成本	9,795	9,689	11,142	12,256
营业利润	16,248	13,366	15,190	16,950
营业外净收入	-75	-82	-87	-91
利润总额	16,174	13,284	15,103	16,859
所得税	4,196	3,447	3,919	4,374
归属母公司净利润	11,433	9,391	10,676	11,918

主要财务比率

至12月31日	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入(%)	13.9	-8.4	10.6	8.9
归母净利润(%)	10.3	-17.9	13.7	11.6
收入结构				
手续费净收入(%)	18.6	21.3	21.9	22.6
利息净收入(%)	5.6	0.2	1.0	2.6
承销收入(%)	10.2	11.1	11.3	11.4
投资收益(%)	30.8	24.1	25.9	25.9
资产管理收入(%)	13.2	18.4	16.2	14.6
其他业务收入(%)	21.8	24.9	23.7	22.8
获利能力				
代理买卖手续费率(%)	0.06	0.05	0.05	0.05
自营投资收益率(%)	5.3	4.0	4.5	4.6
杠杆率	4.2	3.8	3.9	4.1
ROE(%)	7.8	6.2	6.9	7.4
ROA(%)	2.0	1.6	1.9	1.9

资料来源: wind, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“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客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场