

中信证券 (600030.SH)

通过外延式扩张，再度夯实领先地位

投资要点

- ◆ **首次覆盖，给予“买入-A”评级：**中信综合实力稳居行业首位，资产规模、盈利规模遥遥领先于同业，核心竞争力表现突出。收购广州证券有助于公司网点布局进一步完善，客户资源、业务体量再度提升，夯实领先地位。目前股价对应 2019-20E P/B 1.39x 和 1.32x，处于历史底部区域。首次覆盖给予买入-A 评级。
- ◆ **收购广州证券，强化华南地区客户储备和网点布局：**中信善于通过外延式并购快速扩张版图。2004-2006 年先后收购万通、金通、华夏证券和华夏基金，2011 年收购里昂。多次并购促使公司实现跨越式发展。广州证券扎根华南多年，收购广州证券利于中信加强华南地区客户储备和网点布局。同时，交易对价低于我们预期，对应广证 18 年 11 月末净资产仅 1.21xPB，低于大多数中小上市券商。但需提示的是，广证现有人员 3300 多人、135 家营业部，整合时间成本或较高；此外，广证 2018 年 1-11 月亏损 1.84 亿元，我们担忧若不能快速扭亏为盈，将拉低整体 ROE。
- ◆ **2018 年业绩表现优于同业：**公司发布业绩快报，2018 年营收 372.23 亿元，同比 -14.0%；归母净利润 93.94 亿元，同比 -17.8%；加权平均 ROE 6.20%。净利润降幅和 ROE 优于 -41% 和 3.56% 的行业平均水平。我们认为公司业绩相对平稳主要受益于资本实力强、机构客户占比高、业务布局全面从而对股市依赖度较低。
- ◆ **投资建议：**基于 2019-20 年 A 股市场股票日均成交额分别 4000 和 4400 亿元的假设，我们预测公司 2018-20 年 EPS 分别为 0.78、0.91 和 1.10 元，同比 -18%、+25% 和 +21%。ROE 分别为 6.20%、5.73% 和 6.52%。基于 PB/ROE 估值法，给予目标价 21.63 元，对应 2019E 目标 PB1.60x（参考 2013 年 ROE 6.0% 时公司平均估值），买入-A 评级。
- ◆ **风险提示：**股市回暖低于预期；行业竞争加剧致佣金率下滑、信用业务利率下滑超预期；监管加强致业务受限、监管处罚；坏账率超预期；ROE 低于预期等。

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	38,002	43,292	37,223	43,636	49,515
同比增长(%)	-32%	14%	-14%	17%	13%
营业利润(百万元)	14,202	16,248	12,042	15,574	18,808
同比增长(%)	-49%	14%	-26%	29%	21%
净利润(百万元)	10,365	11,433	9,394	11,698	14,197
同比增长(%)	-48%	10%	-18%	25%	21%
每股收益(元)	0.86	0.94	0.78	0.91	1.10
PE	21.9	20.1	24.3	20.8	17.1
PB	1.60	1.53	1.49	1.39	1.32

数据来源：贝格数据华金证券研究所

公司快报

非银行金融 | 证券 III

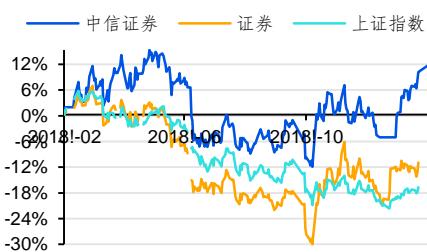
投资评级 **买入-A(首次)**

股价(2019-02-11) 18.86 元

交易数据

总市值 (百万元)	228,524.89
流通市值 (百万元)	185,104.52
总股本 (百万股)	12,116.91
流通股本 (百万股)	9,814.66
12 个月价格区间	14.72/20.04 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

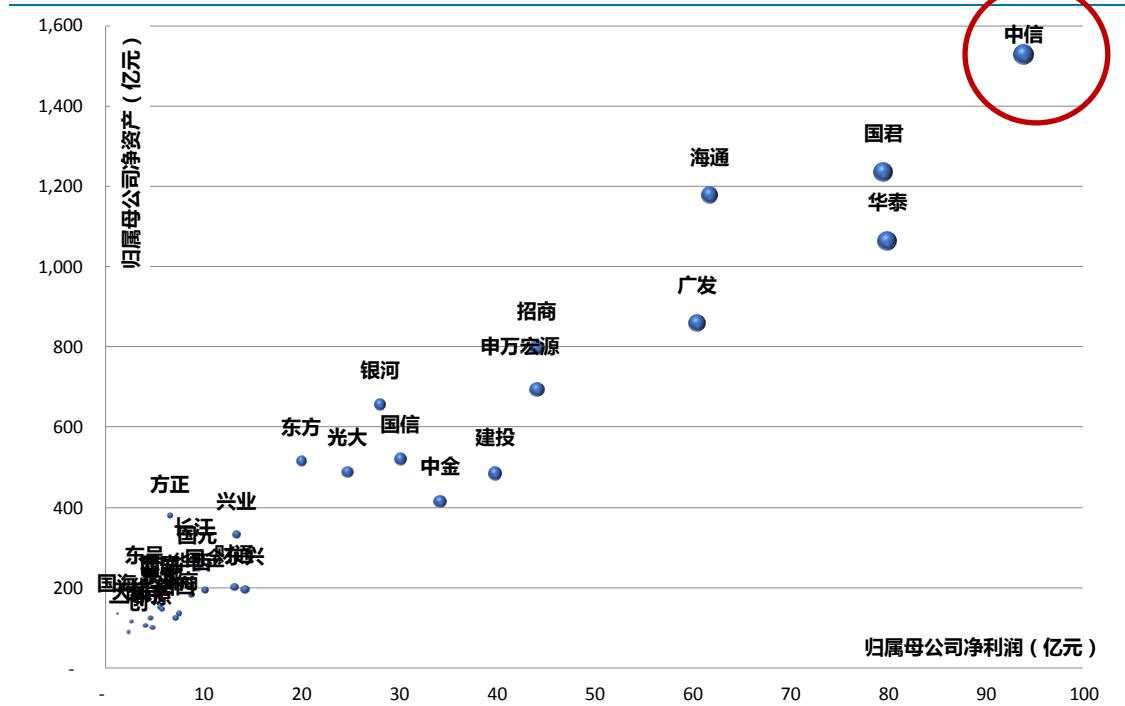
升幅%	1M	3M	12M
相对收益	12.77	6.28	5.82
绝对收益	16.05	7.03	-10.53

分析师

崔晓雁
SAC 执业证书编号：S0910519020001
18616850201

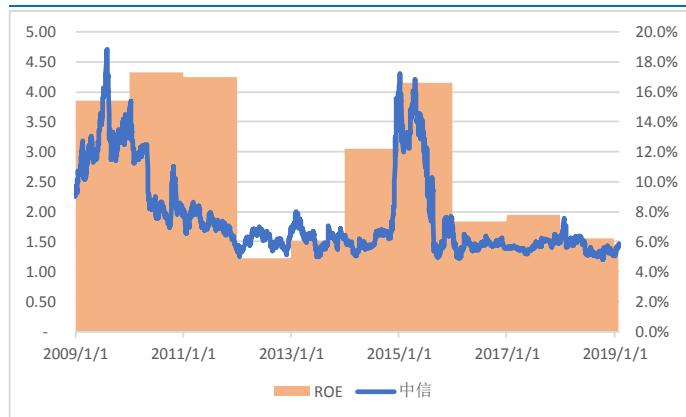
相关报告

图 1：证券行业竞争格局（2018E）



资料来源：上市公司公告，华金证券研究所估算

图 2：中信证券历史 PB 与 ROE



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 3：中信证券与可比公司估值比较



资料来源：WIND，华金证券研究所

表 1：中信证券利润表 (单位：百万元)

项目	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	38,002	43,292	37,223	43,636	49,515
手续费及佣金净收入	22,444	18,957	16,586	19,989	22,597
代理买卖证券业务净收入	9,495	8,045	6,436	6,594	7,253
证券承销业务净收入	5,389	4,406	4,000	6,091	7,309
受托客户资产管理业务净收入	6,379	5,695	5,500	6,090	6,699
利息净收入	2,348	2,405	2,016	2,915	3,766
投资净收益	10,028	12,475	11,822	13,933	16,353
其中：联营和合营企业投资收益	349	604			
公允价值变动净收益	-1,413	843			
汇兑净收益	120	-51	800	800	800
其他收益		128			
其他业务收入	4,476	8,535	6,000	6,000	6,000
营业支出	23,800	27,043	25,181	28,062	30,707
税金及附加	797	256	250	250	250
管理费用	16,972	16,993	16,750	19,636	22,282
资产减值损失	1,935	1,721			
信用减值损失			2,505	2,500	2,500
其他业务成本	4,096	8,074	5,676	5,676	5,676
营业利润	14,202	16,248	12,042	15,574	18,808
加：营业外收入	198	162			
减：营业外支出	138	237			
利润总额	14,263	16,174	12,472	15,574	18,808
减：所得税	3,281	4,196	2,744	3,426	4,138
加：未确认的投资损失					
净利润	10,981	11,977	9,728	12,148	14,670
减：少数股东损益	616	544	334	450	473
归属于母公司所有者的净利润	10,365	11,433	9,394	11,698	14,197

资料来源：上市公司，华金证券研究所

表 2: 中信证券资产负债表 (单位: 百万元)

项目	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
资产:					
货币资金	132,857	98,816	120,000	138,000	151,800
其中: 客户资金存款	100,994	69,477	84,372	97,027	106,730
结算备付金	33,733	27,873	29,000	36,250	39,875
其中: 客户备付金	28,883	22,909	23,835	29,794	32,773
拆出资金					
融出资金	65,021	73,983	63,000	75,600	83,160
公允价值计量且变动计当期损益	159,619	178,154	250,000	262,500	275,625
公允价值且变动计其他综合收益			36,000	41,400	45,540
衍生金融资产	3,780	5,901	9,200	10,120	11,132
买入返售金融资产	59,175	114,592	56,000	61,600	64,680
应收款项	23,123	21,662	44,000	48,400	53,240
应收利息	4,126	3,368	4,500	4,500	4,500
存出保证金	1,600	972	1,100	1,100	1,100
可供出售金融资产	84,879	59,227			
长期股权投资	3,974	8,586	9,100	10,010	11,011
固定资产	3,923	8,265	8,300	9,130	10,043
无形资产	3,820	3,447	3,500	3,850	4,235
商誉	10,406	10,281	11,000	11,000	11,000
递延所得税资产	2,811	3,385	3,800	3,800	3,800
投资性房地产	68	872	850	850	850
其他资产	4,524	6,192	4,191	4,664	10,699
资产总计	597,439	625,575	653,541	722,774	782,290
负债:					
短期借款	3,479	5,991	6,300	6,930	7,623
其中: 质押借款					
应付短期融资款	21,346	33,538	13,000	15,000	16,500
拆入资金	19,550	9,835	15,000	16,500	18,150
公允价值计量且变动计当期损益	31,218	46,452	55,000	75,000	70,000
衍生金融负债	2,577	13,301	9,000	9,900	10,890
卖出回购金融资产款	121,414	111,620	90,000	85,500	81,225
代理买卖证券款	134,398	99,855	120,000	126,000	153,154
代理承销证券款	134	61	150	200	200
应付职工薪酬	9,537	11,599	14,000	14,000	14,000
应交税费	2,433	1,793	2,000	2,000	2,000
应付款项	26,467	21,432	36,000	39,600	43,560
应付利息	2,423	3,032	2,800	2,800	2,800
长期借款	1,121	1,122	1,200	1,200	1,200
应付债券	70,552	106,220	120,000	138,000	158,700
递延所得税负债	1,566	2,632	2,500	2,750	3,025
预计负债	436	442	450	495	545
其他负债	2,999	3,507	9,656	9,017	11,319
负债合计	451,650	472,432	497,056	544,892	594,890
所有者权益(或股东权益):					

项目	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
股本	12,117	12,117	12,117	12,910	12,910
资本公积金	54,459	54,446	54,446	67,110	67,110
其它综合收益	2,319	2,238	880	880	880
盈余公积金	7,813	8,165	8,446	8,797	9,223
未分配利润	47,192	52,007	56,272	63,862	72,954
一般风险准备	18,797	20,827	20,979	20,979	20,979
归属于母公司所有者权益合计	142,696	149,799	153,141	174,538	184,057
少数股东权益	3,093	3,344	3,344	3,344	3,344
所有者权益合计	145,789	153,143	156,485	177,882	187,400
负债及股东权益总计	597,439	625,575	653,541	722,774	782,290

资料来源：上市公司，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	38,002	43,292	37,223	43,636	49,515	年增长率					
减:营业成本	23,800	27,043	25,181	28,062	30,707	营业收入增长率	-32%	14%	-14%	17%	13%
营业税费						营业利润增长率	-49%	14%	-26%	29%	21%
销售费用						净利润增长率	-48%	10%	-18%	25%	21%
管理费用	16,972	16,993	16,750	19,636	22,282	EBITDA增长率					
财务费用						EBIT增长率					
资产减值损失	1,935	1,721	2,505	2,500	2,500	NOPLAT增长率					
加:公允价值变动收益						投资资本增长率					
投资和汇兑收益						净资产增长率	3%	5%	2%	14%	5%
营业利润	14,202	16,248	12,042	15,574	18,808	盈利能力					
加:营业外净收支	60	-75	-	-	-	毛利率	37%	38%	32%	36%	38%
利润总额	14,263	16,174	12,472	15,574	18,808	营业利润率	37%	38%	32%	36%	38%
减:所得税	3,281	4,196	2,744	3,426	4,138	净利润率	29%	28%	26%	28%	30%
净利润	10,365	11,433	9,394	11,698	14,197	EBITDA/营业收入					
资产负债表						EBIT/营业收入					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	偿债能力					
货币资金	132,857	98,816	120,000	138,000	151,800	资产负债率	76%	76%	76%	75%	76%
交易性金融资产	159,619	178,154	250,000	262,500	275,625	负债权益比	310%	308%	318%	306%	317%
应收帐款	23,123	21,662	44,000	48,400	53,240	流动比率					
应收票据						速动比率					
应付帐款						利息保障倍数					
存货						营运能力					
其他流动资产						固定资产周转天数					
可供出售金融资产	84,879	59,227	36,000	41,400	45,540	流动营业资本周转天数					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	流动资产周转天数					
长期股权投资	3,974	8,586	9,100	10,010	11,011	应收帐款周转天数					
投资性房地产	68	872	850	850	850	存货周转天数					
固定资产	3,923	8,265	8,300	9,130	10,043	总资产周转天数					
在建工程						投资资本周转天数					
无形资产	3,820	3,447	3,500	3,850	4,235	费用率					
其他非流动资产						销售费用率					
资产总额	597,439	625,575	653,541	722,774	782,290	管理费用率	45%	39%	45%	45%	45%
短期债务						财务费用率					
应付帐款						三费/营业收入					
应付票据						投资回报率					
其他流动负债						ROE	14%	7%	6%	6%	7%
长期借款						ROA	3%	2%	2%	1%	2%
其他非流动负债						ROIC					
负债总额	451,650	472,432	497,056	544,892	594,890	分红指标					
少数股东权益	3,093	3,344	3,344	3,344	3,344	DPS(元)	0.35	0.40	0.31	0.36	0.44
股本	12,117	12,117	12,117	12,910	12,910	分红比率	41%	42%	40%	40%	40%
留存收益						股息收益率	1.9%	2.1%	1.6%	1.9%	2.3%
股东权益	145,789	153,143	156,485	177,882	187,400						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	10,365	11,433	9,394	11,698	14,197	EPS(元)	0.86	0.94	0.78	0.91	1.10
加:折旧和摊销						BVPS(元)	11.78	12.36	12.64	13.52	14.26
资产减值准备						PE(X)	21.9	20.1	24.3	20.8	17.1
公允价值变动损失						PB(X)	1.60	1.53	1.49	1.39	1.32
财务费用						P/FCF					
投资损失						P/S					
少数股东损益						EV/EBITDA					
营运资金的变动						CAGR(%)					
经营活动产生现金流量						PEG					
投资活动产生现金流量						ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量											

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

崔晓雁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn