

龙头地位稳固业绩显韧性，减值增加拖累净利润

——中信证券（600030）2020年一季报点评

事件：

中信证券发布2020年一季报，实现营业收入1285.24亿元，同比增长22.14%；实现归母净利润40.76亿元，同比下降4.28%；总资产9223.27亿元，同比增长16.50%，净资产1773.54亿元，同比增长9.73%；加权ROE2.38%，较上年末减少0.36pct；基本EPS0.32元/股，同比减少8.57%。

投资要点：

- 营业收入实现两成正增长，信用减值增加拖累净利润有所下滑：**受益于经纪、资管和自营业务向好，公司1Q2020营业收入实现22.14%的增长，远优于行业整体水平(-3.50%)；同时由于信用减值损失计提同比增加，1Q2020净利润同比下降4.28%，但降幅也小于行业整体水平(-11.69%)；净资产收益率(年化)为9.75%，高于行业整体水平(7.57%)，保持较强盈利能力。整体来看，中信证券2020年一季度业绩彰显韧性，大幅优于行业，在第一梯队里也保持优势，龙头地位依旧稳固。
- 资本实力继续扩充，龙头优势继续拉大：**公司资本实力规模继续提升，1Q2020总资产和净资产分别超过9000亿元和近1800亿元，较第二名差距有所拉大。公司1Q2020总资产和净资产较上年末分别增长16.50%、9.73%，增速高于行业整体水平(3.47%、8.68%)，净资产增长主要是由于发行股份收购广证增加股本和资本公积，同时盈利规模增长带来未分配利润增厚，总资产大幅增长除了收购广证的因素外，还源于经纪和自营业务转好带来相关资产的增长和增值。
- 经纪、资管和自营表现较优，自营占收入比例近五成：**公司1Q2020经纪、资管和自营业务表现较为优异，表现均好于行业整体情况，尤其是自营收益同比增长11.91%，大幅优于行业水平(-43.21%)，带动自营收益占营业收入(除去其他业务成本)比例大幅提升至49.19%，主要源于公允价值变动同比增加。

	2019年	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	431.40	520.03	609.03	706.76
增长比率(%)	15.90	20.55	17.11	16.05
归母净利润(亿元)	122.29	153.06	181.55	227.62
增长比率(%)	30.23	25.17	18.61	25.37
每股收益(元)	1.01	1.31	1.55	1.94
每股净资产(元)	13.34	13.67	13.84	14.12
市盈率(倍)	23.06	17.83	15.03	11.99
市净率(倍)	1.75	1.70	1.68	1.65

数据来源：WIND，万联证券研究所

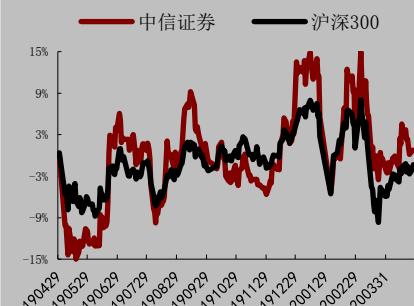
买入(维持)

日期：2020年04月29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)	12,926.78
流通A股(百万股)	9,814.66
收盘价(元)	22.83
总市值(亿元)	2,951.18
流通A股市值(亿元)	2,240.69

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：2020年04月28日

相关研究

- 万联证券研究所 20200322_中信证券
(600030.SH) 2019年报点评_龙头地位依旧稳固，投资和投行表现优异
万联证券研究所 20190823_中信证券
(600030) 2019半年报点评_收入环比改善利润率下滑，高基数重机构影响弹性
万联证券研究所 20190322_中信证券 2018年报点评

分析师：张译从

执业证书编号：S0270518090001

电话：010-56508510

邮箱：zhangyc1@wlzq.com.cn

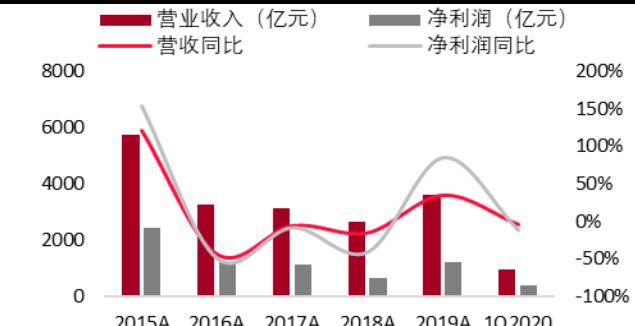
- **低基数叠加机构业务占比高，经纪净收入增速快于行业。**公司1Q2020年经纪净收入同比增速为37.49%，高于行业整体水平，预计除了去年同期低基数的因素外，机构业务占比高也是原因之一，一季度A股基金较股票交易活跃度相对更高。同时，从公司经纪净收入增速低于市场股基成交额增速判断，佣金率预计继续下滑，但仍高于行业平均水平。
- **资管业务表现优异，资管净收入实现两成正增长。**根据中基协数据，截止1Q2020末，证券资管产品规模为9.97万亿，较上年末下滑7.09%，而同期证券行业资管净收入实现16.40%的正增长，预计是由于主动业务占比提升带来费率的增长。中信证券1Q2020资管净收入同比增长24.72%，优于行业整体水平，预计受益于华夏基金管理规模继续增长、主动资管业务占比提升等因素。
- **自营业务表现大幅优于同业，公允价值变动收益大幅提升。**公司1Q2020实现自营收益56.04亿元，同比增长11.91%，高于行业平均水平55.12pct，主要受益于公允变动收益同比大增175.11%，反映公司在投研能力、对冲策略、投资系统和资本运用效率方面优势明显。此外，公司的投资收益同比保持稳定，若仍考虑减持中信建投以及直投业务发展良好等因素，后续仍有投资收益释放空间。
- **投行净收入略有下滑，利息净收入大幅减少。**公司1Q2020投行净收入8.91亿元，同比下滑9.88%，低于行业水平，根据wind统计，按照发行日口径，公司一季度IPO、增发（主承和财顾）和债券承销规模均有提升，预计收入下滑主要受到费率下滑的拖累，但从后续投行项目储备看仍居行业首位。公司1Q2020利息净收入3.13亿元，同比下滑39.77%，大幅落后行业整体水平，利息收入仅增长2.02%，而利息支出大幅增长22.12%，预计主要是由于卖出回购金融资产款、应付债券增长等带来的利息支出增长。
- **盈利预测与投资建议：**中信证券2020年一季度业绩彰显韧性，营业收入增长较多，经纪、自营和资管业务表现优异，虽然信用减值较多拖累净利润下滑，但龙头地位依旧稳固，在第一梯队里业绩表现也较好，尤其在资本实力方面优势继续扩大。在资本市场深改红利下，整个证券行业长期看存在广阔的发展空间，其中龙头券商竞争优势明显，不论是从监管鼓励做大龙头券商、近期的再融资新规和基金投顾试点等政策红利，还是从一季度头部券商业绩表现明显优于行业看，龙头券商在竞争中依旧占优。我们仍看好中信证券的发展，预测公司2020、2021年BVPS为13.67元/股、13.84元/股，对应PB为1.70X、1.68X，维持中信证券“买入”投资评级。
- **风险提示：**海外疫情扩散超预期、宏观经济回暖不及预期、资本市场波动超预期、员工持股推进不及预期、信用减值计提超预期

图表1：中信证券营业收入和归母净利润变化



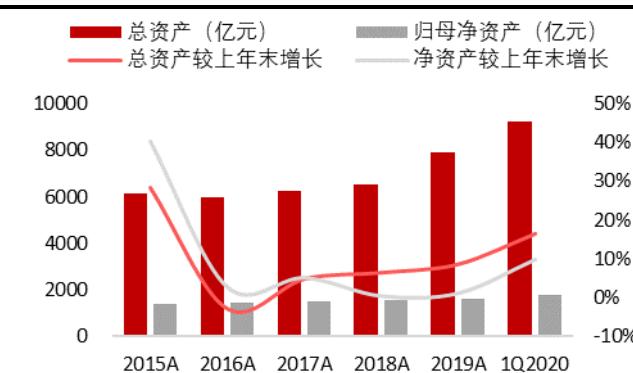
资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表2：证券行业营业收入和净利润变化



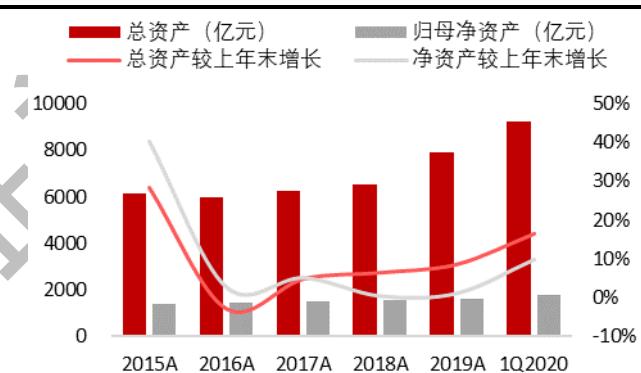
资料来源：中证协、万联证券研究所

图表3：中信证券总资产和净资产变化



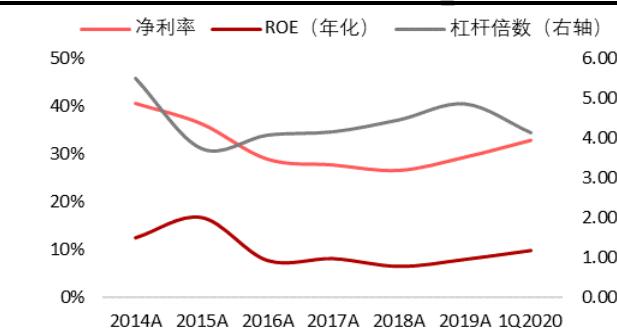
资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表4：证券行业总资产和净资产变化



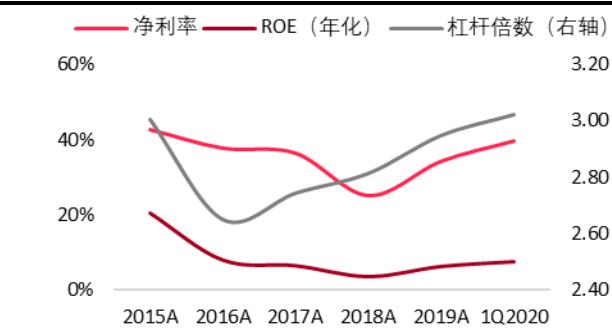
资料来源：中证协、万联证券研究所

图表5：中信证券净利率、ROE和杠杆倍数



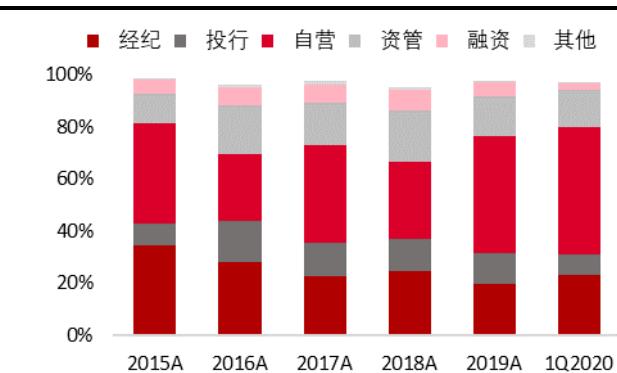
资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表6：证券行业收入结构变化



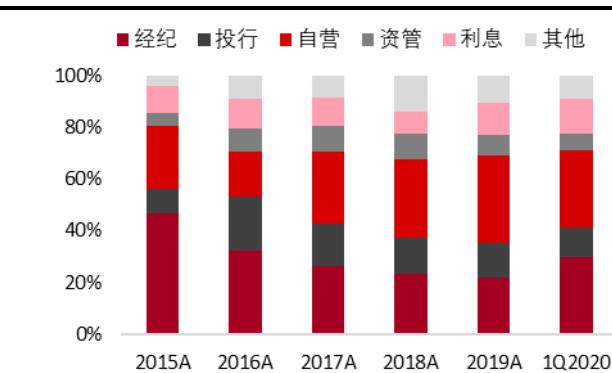
资料来源：中证协、万联证券研究所

图表7：中信证券收入结构变化



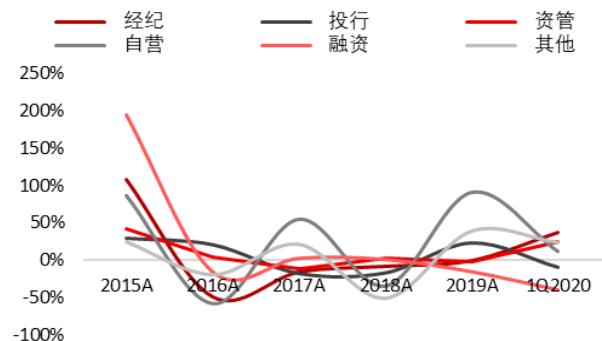
资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表8：证券行业收入结构变化



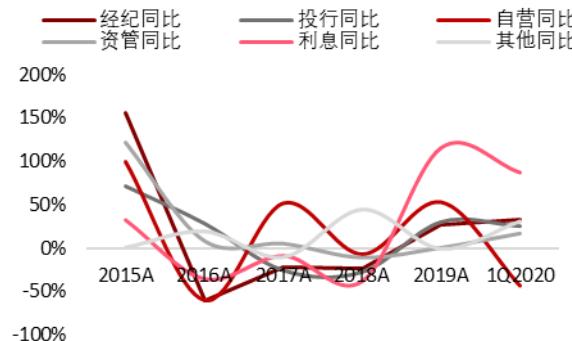
资料来源：中证协、万联证券研究所

图表9：中信证券分业务收入变化



资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表10：证券行业分业务收入变化



资料来源：中证协、万联证券研究所

资产负债表					利润表				
至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
资产	7917.22	8298.98	8386.76	8487.31	营业收入	431.40	520.03	609.03	706.76
货币资金	1501.52	1516.53	1546.86	1577.80	手续费及佣金净收入	180.22	212.54	239.00	263.40
结算备付金	326.92	330.19	333.49	336.83	经纪业务净收入	74.25	90.13	99.41	103.50
融出资金	706.74	713.81	720.94	728.15	投行业务净收入	44.65	57.14	63.94	71.64
变动计入当期损益	3553.48	3589.02	3624.91	3661.16	资管业务净收入	57.07	75.64	88.25	0.00
衍生金融资产	73.51	73.88	74.62	75.36	利息净收入	20.45	25.60	36.77	91.35
买入返售金融资产	588.30	591.24	597.15	603.13	投资收益	187.48	191.00	227.24	229.51
应收款项	290.68	292.13	295.05	298.00	公允价值变动收益	-20.55	0.00	0.00	0.00
应收利息	0.00	0.00	0.00	0.00	汇兑收益	2.37	5.43	3.95	5.06
存出保证金	14.60	14.67	14.82	14.97	其他收益	1.50	1.30	1.30	1.30
长期股权投资	90.01	90.46	91.37	92.28	其他业务收入	59.95	62.94	75.53	90.64
投资性房地产	12.55	12.61	12.74	12.86	营业支出	261.29	303.78	352.58	385.63
固定资产	74.67	75.05	75.80	76.56	营业税金及附加	2.93	3.53	4.13	4.80
无形资产	30.73	30.88	31.19	31.50	业务及管理费	175.62	211.71	247.94	287.72
递延所得税资产	52.41	52.68	53.20	53.74	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
其他资产	80.34	-280.02	-293.19	-294.91	信用减值损失	18.92	20.04	20.28	0.00
负债	6262.73	6642.81	6709.24	6776.33	其他业务成本	56.83	68.51	80.24	93.11
短期借款	74.05	80.71	81.52	82.34	营业利润	170.11	216.25	256.44	321.13
质押借款	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	169.95	212.72	252.31	316.33
应付短期融资款	201.37	219.50	221.69	223.91	所得税费用	43.46	54.40	64.53	80.90
拆入资金	331.36	361.18	364.80	368.44	净利润	126.48	158.32	187.78	235.43
计入损益金融负债	577.17	629.12	635.41	641.76	少数股东损益	4.20	5.25	6.23	7.81
衍生金融负债	139.92	152.51	154.04	155.58	归母股东净利润	122.29	153.06	181.55	227.62
卖出回购金融资产	1744.48	1901.48	1920.50	1939.70	其他综合收益	8.75	-0.45	4.15	1.85
代理买卖证券款	1233.52	1344.53	1357.98	1371.56	综合收益总额	135.23	152.62	185.70	229.47
代理承销证券款	2.73	2.98	3.01	3.04					
应付职工薪酬	2.73	2.98	3.01	3.04					
应交税费	28.85	31.44	31.76	32.08					
应付款项	422.08	460.07	464.67	469.32					
长期借款	3.83	4.18	4.22	4.26					
应付债券	1260.11	1373.52	1387.25	1401.13					
递延所得税负债	28.44	31.00	31.31	31.62					
其他负债	43.45	47.36	47.84	48.32					
所有者权益	1654.50	1656.17	1677.52	1710.98					
股本	121.17	121.17	121.17	121.17					
资本公积	541.52	590.26	602.06	620.12					
其他综合收益	9.54	10.40	10.61	10.93					
盈余公积	0.00	0.00	0.00	0.00					
一般风险准备	256.15	279.20	282.00	290.46					
未分配利润	601.04	655.13	661.69	668.30					
归母所有者权益	1616.25	1745.55	1763.01	1780.64					
少数股东权益	38.25	41.31	41.72	42.14					
负债和所有者权益合计	7917.22	8298.98	8386.76	8487.31					

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

电话：021-60883482 传真：021-60883484

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