

## 公司研究

## 配股增强资本实力，持续强化资本中介业务发展

——中信证券（600030.SH/6030.HK）公司配股预案点评

## A 股：增持（维持）

当前价：27.25 元

## H 股：买入（维持）

当前价：16.72 港元

## 作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-5842066

wangyf@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	129.27
总市值(亿元)	3,858.15
一年最低/最高(元)	21.41/34.35
近3月换手率	148.5%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-5.9	-16.9	7.4
绝对	-4.4	-9.1	18.3

资料来源：Wind

## 相关研报

## 要点

## 事件：

2月26日，中信证券公告发布公司配股公开发行证券预案。中信证券A股配股拟以A股配股股权登记日收市后的股份总数为基数，H股配股拟以H股配股股权登记日确定的全体合格H股股东所持的股份总数为基数，按照每10股配售不超过1.5股的比例向全体A股、H股股东配售。募集资金总额不超过人民币280亿元。

## 点评：

中信证券本次配股按照每10股配售不超过1.5股的比例向全体A股、H股股东配售，预计配股数量达19.39亿股，总募集资金不超过280亿。1) 公司A股配股拟以A股配股股权登记日收市后的股份总数为基数，H股配股拟以H股配股股权登记日确定的全体合格H股股东所持的股份总数为基数，按照每10股配售不超过1.5股的比例向全体A股、H股股东配售。2) 若以公司截至2020年12月31日的总股本129.27亿股为基数测算，本次配售股份数量将不超过19.39亿股，其中A股配股股数不超过15.97亿股，H股配股股数不超过3.42亿股。

本次配股发行平均价格预计在14.44元/股左右。根据公司公告，本次配股募集资金总额不超过280亿元，结合公司配售股份19.39亿股，预计公司配股发行价格在14.44元/股左右；截止2021年2月26日，公司A股股价27.25元/股，H股股价16.72港元/股，配股平均发行价格分别较A股/H股折价52.99%/13.64%，两者折价率相差较大。2) 预计实际配股发行价格折价率将平衡A股/H股市场相对保持一致。参考2020年各券商配股情况，中信证券配股比例15%相对较低；6家券商平均配股价较市价折价约为44%，预计公司配股折价率将维持在这6家券商配股折价率的平均水平左右。

表1：2020年证券公司配股情况

证券公司	配股公告日	配股比例	配股价格(元/股)	公告日股价(元/股)	折价比例(%)	募集资金(亿元)
国元证券	2020/10/09	10配3	5.44	10.79	49.58%	55
东吴证券	2020/3/10	10配3	6.80	9.89	31.24%	65
天风证券	2020/3/06	10配3	3.60	7.06	49.01%	80
招商证券	2020/7/7	10配3	7.46	28.43	73.76%	150
山西证券	2020/6/12	10配3	5.00	6.56	23.78%	60
国海证券	2019/12/31	10配3	3.25	5.34	39.14%	50
平均					44.42%	77

资料来源：各公司公告，光大证券研究所

**公司配股对公司 ROE、BVPS 及 EPS 指标摊薄影响有限。**1) 根据我们的模型测算，中信证券 2020 年及 2021 年归母净利润同比增速分别达 25.12%/11.50%，静态测算来看，公司配股后 2021 年 ROE 将由 9.03%降为 9.00%；每股净资产及每股收益摊薄至 15.42 元/1.18 元（摊薄前分别为 15.44 元/1.32 元），对应 A 股 PB1.72 倍，港股 PB0.97 倍。2) 假设 2021 年宏观经济环境及证券行业发展趋势没有重大变化，分别基于公司 2021 年归母净利润同比+10%/+0%/-10%的假设条件对其基本每股收益进行敏感性分析，考虑配股发行后，公司每股收益较发行前分别-0.05 元/-0.04 元/-0.04 元，对公司相关财务指标影响甚微。

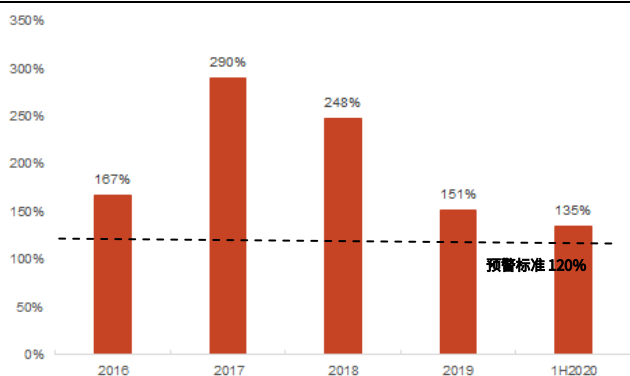
**表 2：中信证券配股发行完成后对每股收益的影响测算**

项目	2020 年	2021E		2021E		2021E	
		归母净利润增长 10%		归母净利润持平		归母净利润下降 10%	
		不考虑配股	考虑配股	不考虑配股	考虑配股	不考虑配股	考虑配股
股本 (亿股)	129.27	129.27	148.66	129.27	148.66	129.27	148.66
归母净利润 (亿元)	148.97	163.87	163.87	148.97	148.97	134.07	134.07
基本每股收益 (元)	1.17	1.27	1.22	1.15	1.11	1.04	1.00

资料来源：公司公告，光大证券研究所测算

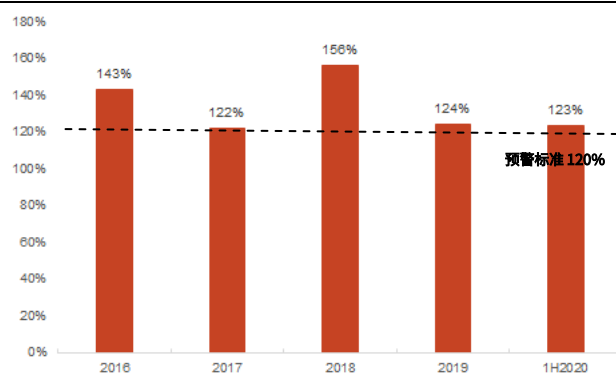
**公司流动性覆盖率及净稳定资金率分别为135.33%/123.16%，接近预警标准，配股后将进一步降低流动性风险。**中信证券近年来资产扩张迅速，尤其是衍生品业务发展迅猛对资本消耗较大。截止2020年上半年末，公司流动性覆盖率及净稳定资金率分别下降至135.33%/123.16%（预警标准为120%），接近预警标准。公司流动性覆盖率及净稳定资金率均已降到近年来较低水平，公司完成配股发行后补充资本金将进一步释缓公司流动性风险。

**图 1：中信证券流动性覆盖率处于近年来历史低位**



资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所

**图 2：中信证券净稳定资金率接近预警标准**



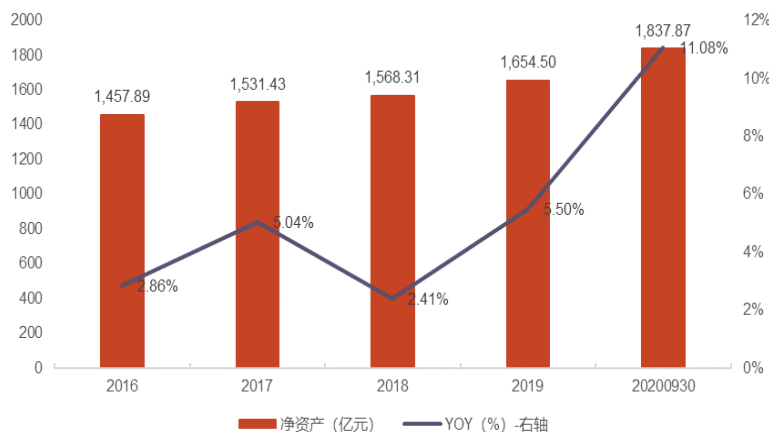
资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所

**公司完成配股后净资产有望突破2000亿元，所募集资金将主要用于发展公司资本中介业务。**1) 公司净资产规模近年来持续提升，截止2020年三季度末，公司净资产规模1837.87亿元，本次配股募集不超过280亿元，发行完成后公司净资产规模有望突破2000亿元。2) 根据公司公告内容，本次配股募集资金拟全部用于发展资本中介业务、增加对子公司的投入、加强信息系统建设以及补充其他营运资金；其中拟投入190亿元用于发展资本中介业务，占募集资金总额的67.9%。

原点投资

公司公告中所提的资本中介业务是公司利用自身资产负债表,通过产品设计满足客户投融资需求的一类业务,包括但不限于融资融券、股票质押、收益互换、股权衍生品、大宗商品衍生品、做市交易、跨境交易等业务。

图 3: 公司净资产规模持续提升, 2021 年配股完成后有望突破 2000 亿



资料来源: Wind, 公司公告, 光大证券研究所

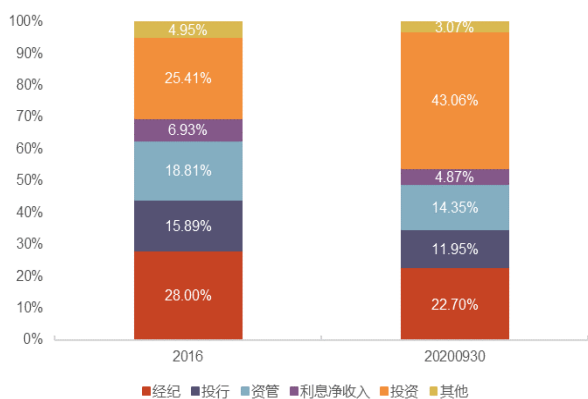
表 3: 中信证券本次配股募集资金拟主要用于发展公司资本中介业务

募集资金投资项目	拟投入金额 (亿元)	占比 (%)
发展资本中介业务	不超过 190	67.86%
增加对子公司的投入	不超过 50	17.86%
加强信息系统建设	不超过 30	10.71%
补充其他营运资金	不超过 10	3.57%
合计	不超过 280	100%

资料来源: Wind, 公司公告, 光大证券研究所

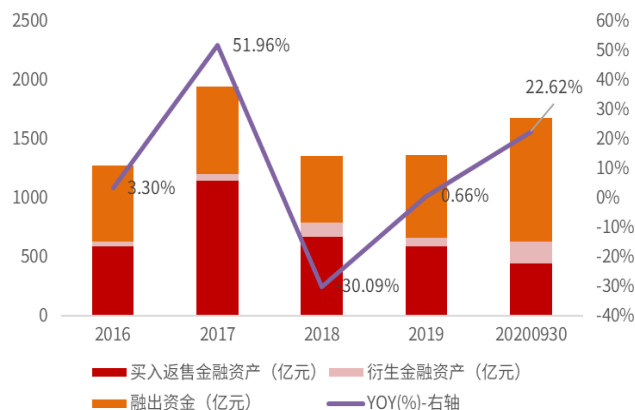
公司资本中介业务发展势头迅猛,未来资本中介业务有望持续为公司贡献增量收入。1) 近年来公司业务收入结构逐渐得到优化,投资及信用业务收入占比提升显著;近两年公司股质业务收入回落、衍生品名义本金规模大增,两融业务收入及衍生品业务交易收入同比增长推升投资业务及信用业务收入占比的提升。2) 受市场风险影响,公司股质业务规模持续回落,截止 2020 年三季度末,公司买入返售金融资产规模仍达 442.9 亿,仍位列行业前列;两融业务随行就市,融出资金规模增长显著,衍生金融工具名义本金的不断扩张;整体来看,与资本中介业务相关的资产总额近两年大幅增长。3) 公司衍生品业务先发优势及规模优势突出,公司场外衍生品存续交易量持续排名行业首位,场外衍生品互换及期权市占率随着市场规模的快速增长虽有所下滑,但市占率仍较高。截止 2020 年 11 月末,公司场外衍生品互换及期权存续名义本金市占率分别为 32.52%、16.65%。凭借公司广泛的客户资源、丰富的产品线及完善的风控体系未来衍生品业务方面收益互换、股权衍生品等创新型资本中介业务将成为公司主要增量收入来源。

图 4：中信证券收入结构得到不断改善



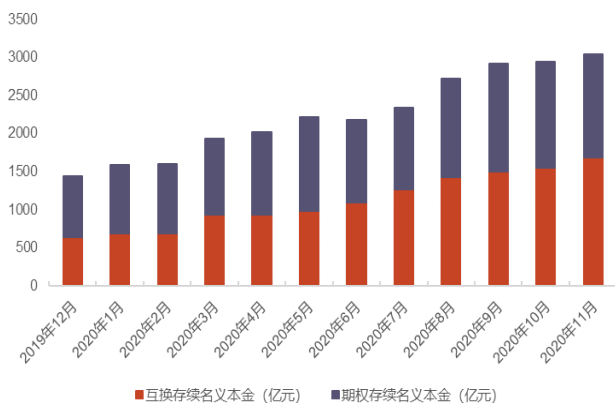
资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所

图 5：公司资本中介业务相关资产总规模近年增长显著



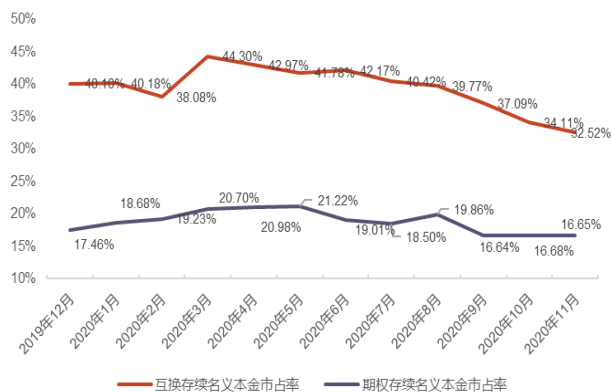
资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所

图 6：中信证券场外衍生品存续交易量持续排名行业首位



资料来源：中证场外衍生品市场，光大证券研究所

图 7：公司互换、期权存续名义本金市占率有所下滑



资料来源：中证场外衍生品市场，光大证券研究所

证券公司持续增资扩股，2020 年共有 19 家证券公司进行股权融资，合计募集资金达 1533 亿元。2020 年随着金融市场的开放和资本市场深化改革的推进，证券行业竞争日趋激烈，行业马太效应渐强，资本实力突出的证券公司占据先发优势；2020 年共有 19 家券商通过首发、非公开定增、配股的方式进行股权融资，合计募集资金达 1533 亿元。所募资金主要为发展公司自营投资、资本中介业务。

**盈利预测、估值与评级：**中信证券作为行业龙头综合实力强劲，在资本市场深改的大环境下将更加受益。短期内公司 ROE、BVPS 受配股影响承压，但不改公司作为行业龙头业务不断扩张趋势。公司资本实力得到进一步增强，业务发展不断完善，竞争力持续提升，将继续领跑行业发展。根据公司 2020 年业绩预告，我们下调公司 20E-22E 收入/净利润分别为 560/153 亿元，589/171，614/182 亿元，对应 A 股 PB 分别为 1.93/1.76/1.69，对应 H 股 PB 分别为 1.09/0.99/0.95，维持 A 股“增持”评级、H 股“买入”评级。

**风险提示：**资本市场深改推进不及预期；公司配股发行暂停。

**表 4：2020 年共有 19 家券商增资扩股增强资本实力，募集资金超 1500 亿**

类型	证券公司	募集金额 (亿元)	时间	募集资金用途
首发	中金公司	130	2020 年 10 月	用于增加公司资本金，补充公司营运资金，支持公司境内外业务发展。同时，公司将利用本次募集资金进一步加强在金融科技、国际化等战略领域的投入，并适时把握战略性并购机会。
	中泰证券	29	2020 年 4 月	根据公司发展目标拟定四个计划重点使用方向：一是加大资本中介和资本业务投入；二是促进证券经纪和投资银行业务转型升级；三是支持子公司业务发展；四是加强风控合规能力和信息技术系统建设。
	国联证券	19	2020 年 7 月	1.优化营业网点布局；2.加快资本中介业务发展；3.增加自营业务投资规模；4.加大对资产管理业务的投入；5.积极培育场外市场业务、金融衍生产品业务等创新业务；6.增加对子公司的资本投入。
	中银证券	15	2020 年 2 月	募集资金用于发展公司投资银行业务、零售经纪业务方面、资产管理业务、证券投资业务、私募股权投资业务、期货业务、研究与机构业务、风控合规和信息技术投入。
定增	海通证券	200	2020 年 8 月	1.发展资本中介业务：60 亿；2.扩大 FICC 投资规模：100 亿；3.信息系统建设：15 亿；4.增加投行业务投入：20 亿；5.其他运营资本安排：5 亿
	国信证券	150	2020 年 8 月	1.向全资子公司增资：23 亿；2.投资与交易业务：60 亿；3.资本中介业务：25 亿；4.偿还债务：40 亿；5.其他营运资金安排：2 亿
	中信建投	130	2020 年 12 月	1.发展资本中介业务：55 亿；2.发展投资交易业务：45 亿；3.信息系统建设：10 亿；4.增资子公司：15 亿；5.其他运营资本安排：5 亿
	西南证券	70	2020 年 7 月	1.对子公司增资：23 亿；2.增加证券投资业务投入：15 亿；3.增加信用交易业务投入：10 亿；4.增加信息技术和风控体系建设投入：6 亿；5.增加营业网点及渠道建设投入：6 亿
	南京证券	60	2020 年 11 月	1.扩大资本中介业务规模：25 亿；2.扩大自营业务投资规模：25 亿；3.子公司增资，网点建设：2 亿；4.信息技术，风控合规投入：2 亿；5.补充营运资金：6 亿
	第一创业	60	2020 年 7 月	1.扩大投资与交易业务规模：25 亿；2.扩大信用业务规模：20 亿；3.偿还债务：10 亿；4.增加对子公司的投入：4 亿；5.其他运营资本安排：1 亿
	西部证券	75	2021 年 1 月	1.交易与投资：26 亿元；2.发展资本中介业务：24 亿元；3.对子公司增资：12 亿元；4.增加营业网点及渠道建设投入：2 亿元；5.偿还债务：4 亿元；6.增加信息技术和风控体系建设投入：2 亿元；7.其他营运资金：5 亿元
	中原证券	55	2020 年 7 月	1.发展资本中介业务：25 亿元；2.发展投资与交易业务：15 亿元；3.对境内外全资子公司进行增资：10 亿元；4.信息系统建设及风控合规投入：1 亿元；5.补充营运资金：4 亿元
配股	国元证券	55	2020 年 10 月	1.固定收益类自营业务：30 亿；2.融资融券业务：15 亿；3.对子公司增资：5 亿；4.信息系统建设、风控合规体系建设：1.5 亿；5.其他营运资金安排：3.5 亿
	东吴证券	65	2020 年 3 月	1.向境内外全资子公司增资：10 亿；2.发展资本中介业务：20 亿；3.发展投资与交易业务：30 亿；4.用于信息技术及风控合规投入：2 亿；5.其他运营资金安排：3 亿
	天风证券	80	2020 年 3 月	1.子公司增资及优化布局：25 亿；2.加强财富管理业务投入：15 亿；3.适度增加证券自营规模：15 亿；4.加大研究业务的投入：10 亿；5.其他营运资金安排：10 亿
	招商证券	150	2020 年 7 月	1.子公司增资及多元化布局：105 亿；2.资本中介业务：20 亿；3.资本投资业务：20 亿；4.补充营运资金：5 亿
	山西证券	60	2020 年 7 月	1.资本中介业务:20 亿元;2.债券自营业务:20 亿元;3.对子公司增资:20 亿元
	红塔证券	80	2021 年 2 月	1.发展 FICC 业务：40 亿元；2.发展资本中介业务：20 亿元；3.增加投行业务资金投入：5 亿元；4.设立境外子公司及多元化布局：2 亿元；5.加大信息技术系统建设投入：3 亿元；6.其他营运资金安排：10 亿元
	国海证券	50	2020 年 1 月	1.信用交易业务：25 亿；2.资管业务：10 亿；3.自营业务：9 亿；4.投行业务：5 亿；5.IT 投入：1 亿

资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所

**表 5：公司盈利预测与估值简表**

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	37,221	43,140	56,027	58,930	61,367
营业收入增长率%	-14%	16%	30%	5%	4%
净利润 (百万元)	9,390	12,229	15,300	17,060	18,237
净利润增长率%	-18%	30%	25%	11%	7%
EPS	0.77	1.01	1.18	1.32	1.41
ROAE (加权)	6.20%	7.76%	8.68%	8.84%	9.05%
P/E (A)	35	27	23	21	19
P/B (A)	2.16	2.04	1.93	1.76	1.69
P/E (H)	20	15	13	12	11
P/B (H)	1.21	1.15	1.09	0.99	0.95

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-02-26，汇率按照 2021 年 2 月 26 日人民币对港币 1: 1.198 港币折算



财务报表与盈利预测

损益表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>37,221</b>	<b>43,140</b>	<b>56,027</b>	<b>58,930</b>	<b>61,367</b>
手续费及佣金净收入	17,427	18,022	25,002	27,604	28,119
其中：代理买卖证券业务净收入	5,376	5,655	9,809	11,171	10,743
证券承销业务净收入	3,639	4,465	6,046	7,306	8,165
资产管理业务收入	5,834	5,707	5,775	5,404	5,419
利息净收入	2,422	2,045	1,502	1,410	2,335
投资净收益	7,071	18,748	16,866	16,813	17,244
公允价值变动收益	1,706	-2,055	4,389	4,379	4,503
汇兑收益	849	237	289	331	427
其他业务收入	7,745	6,144	7,979	8,392	8,739
<b>营业支出</b>	<b>25,185</b>	<b>26,129</b>	<b>34,869</b>	<b>35,333</b>	<b>36,180</b>
营业税金及附加	255	293	1,121	1,179	1,227
管理费用	15,308	17,562	24,652	25,340	25,774
资产减值损失	2,187	1,892	1,892	1,513	1,702
其他业务成本	7,412	5,683	7,205	7,301	7,476
<b>营业利润</b>	<b>12,035</b>	<b>17,011</b>	<b>21,157</b>	<b>23,597</b>	<b>25,187</b>
加：营业外收入	472	36	224	224	239
减：营业外支出	42	53	117	112	81
<b>利润总额</b>	<b>12,466</b>	<b>16,995</b>	<b>21,264</b>	<b>23,709</b>	<b>25,345</b>
减：所得税费用	2,589	4,346	5,438	6,063	6,482
<b>净利润</b>	<b>9,876</b>	<b>12,648</b>	<b>15,825</b>	<b>17,645</b>	<b>18,862</b>
减：少数股东损益	487	420	525	586	626
<b>归母公司所有者的净利润</b>	<b>9,390</b>	<b>12,229</b>	<b>15,300</b>	<b>17,059</b>	<b>18,236</b>

资产负债表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>总资产</b>	<b>653,133</b>	<b>791,722</b>	<b>824,972</b>	<b>848,982</b>	<b>880,370</b>
货币资金	119,725	150,152	136,634	150,297	165,327
结算备付金	24,922	32,692	30,744	33,818	37,200
融出资金	57,198	70,674	72,087	73,529	75,000
衍生金融资产	11,388	7,351	11,730	12,316	12,932
买入返售金融资产	67,370	58,830	70,530	64,729	59,196
应收款项	29,718	44,373	45,776	47,108	48,850
交易性金融资产	247,437	236,337	373,115	380,578	391,995
其他债权投资	36,328	23,684	24,395	25,614	26,895
其他权益工具投资	15,532	16,279	15,998	16,798	17,638
<b>总负债</b>	<b>496,301</b>	<b>626,273</b>	<b>638,317</b>	<b>644,660</b>	<b>666,906</b>
应付短期融资款	18,059	20,137	20,540	22,594	24,853
交易性金融负债	47,646	57,717	62,604	71,409	84,109
衍生金融负债	9,312	13,992	13,774	13,911	14,391
卖出回购金融资产款	121,669	174,448	165,725	174,011	165,310
代理买卖证券款	97,774	123,352	135,687	149,256	164,181
应付职工薪酬	12,094	14,608	14,941	15,089	15,610
应付债券	116,592	126,011	128,531	141,384	148,454
其他负债合计	73,155	96,008	96,515	57,005	49,997
<b>所有者权益</b>	<b>156,831</b>	<b>165,449</b>	<b>186,655</b>	<b>204,322</b>	<b>213,464</b>
股本	12,117	12,117	12,927	12,927	12,927
少数股东权益	3,691	3,825	4,315	4,723	4,935
<b>归母公司所有者权益合计</b>	<b>153,141</b>	<b>161,625</b>	<b>182,340</b>	<b>199,599</b>	<b>208,530</b>

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
行业及公司评级	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与、不与，也将不会与本报告中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版权所有。保留一切权利。**

## 联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------