

中信证券 (600030)

证券研究报告
2021年03月01日

强化资本运作，关注长期改革落地进展

配股预案推出，表明公司关注资本运作，抓住资本市场大发展机会，补充净资本，提前应对未来的资产负债表扩展需求。我们认为，中信证券的盈利能力将保持稳定向上，有望继续保持估值溢价。维持公司“买入”评级。

事件：中信证券披露配股公开发行证券预案，拟募资不超过 280 亿元。

此次配股方案的细节如何？1) A+H 均是按照每 10 股配售不超过 1.5 股的比例向全体 A+H 股东配售。A 股和 H 股配股比例相同，配股价格经汇率调整后相同。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，本次配售股份数量不超过 19.39 亿股。2) 测算配股价格对应 2020 年 12 月 31 日的 PB 为 1.03 倍；此次配股募集资金不超过 280 亿元，以此价格及配股上限测算配股价格约为 14.44 元（最终配股价格有待融资规模和发行股份数确定），较公告日 A 股的收盘价 27.25 元折价 47%。3) 扣除发行费用后的募集资金净额拟全部用于发展资本中介业务（不超过 190 亿元）、增加对子公司的投入（不超过 50 亿元）、加强信息系统建设（不超过 30 亿元）、补充其他营运资金（不超过 10 亿元）。

为何此时选择配股？2018 年至今，海通证券、招商证券、中信建投、中金公司等通过各种方式补充资本金。截至 2020 年底，证券行业净资本达到 1.82 万亿元，已有 5 家证券公司的净资产突破千亿元。在资本市场活跃背景下，公司适时推出配股计划，打开后续资产负债表扩张空间和稳定性能力。

券商配股对于股价表现影响如何？1) 2018 年至今，A 股共有 3 家证券公司进行过次配股，分别是天风证券、东吴证券、招商证券。2) 配股对于证券公司的股价表现影响偏负面。从配股公告日后的股价表现来看，配股公告日 5 日/10 日/20 日/30 日/90 日后配股券商相对沪深 300 平均涨幅分别为 -1.64%/-1.99%/-10.77%/-9.62%/-7.79%，同期券商指数相对沪深 300 平均涨幅为 2.94%/0.83%/1.50%/0.45%/5.04%。

投资观点：公司关注资本运作，重点关注长期成长空间。2018 年至今，中信证券抓住资本市场发展机遇，适时通过外延并购方式收购广州证券（现已更名为中信证券（华南）），资产质量及盈利能力指标均稳步提升。公司拟出资不超过 30 亿元，设立全资子公司中信证券资产管理有限公司（暂定名），发力资产管理业务。配股预案推出，表明公司关注资本运作，抓住资本市场发展机遇，补充资本金，进一步巩固公司行业龙头的优势地位，为资产负债表扩张提供空间。基于公司信用减值损失计提规模增加的原因，我们将公司 2020-2022E 的净利润由 166/211/247 亿元下调至 149/182/218 亿元，当前股价对应 2021 年 1.80xPB，维持“买入”评级。

风险提示：市场波动风险、资本市场改革低于预期、行业竞争加剧风险、配股计划进展不及预期

	2019	2020	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	37,220.71	43,139.70	53,886.11	62,015.32	70,232.33
增长率（%）	-14.02	15.90	24.91	15.09	13.25
净利润（百万元）	9,389.90	12,228.61	14,855.62	18,225.15	21,782.09
增长率（%）	-17.87	30.23	21.48	22.68	19.52
净利润率	25.23%	28.35%	27.57%	29.39%	31.01%
净资产收益率	6.13%	7.57%	8.12%	9.32%	10.39%
市盈率（倍）	37.51	28.81	23.71	19.33	16.17
市净率（倍）	2.30	2.18	1.93	1.80	1.68
每股净利润（元/股）	0.77	1.01	1.15	1.41	1.69
每股净资产（元/股）	11.85	12.50	14.15	15.13	16.21

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	非银金融/证券
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	27.25 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	10,648.45
流通 A 股股本(百万股)	9,814.66
A 股总市值(百万元)	290,170.22
流通 A 股市值(百万元)	267,449.53
每股净资产(元)	13.90
资产负债率(%)	82.40
一年内最高/最低(元)	34.35/21.41

作者

夏昌盛	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518110003	
xiachangsheng@tfzq.com	
罗钻辉	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518060005	
luozuanhui@tfzq.com	

股价走势

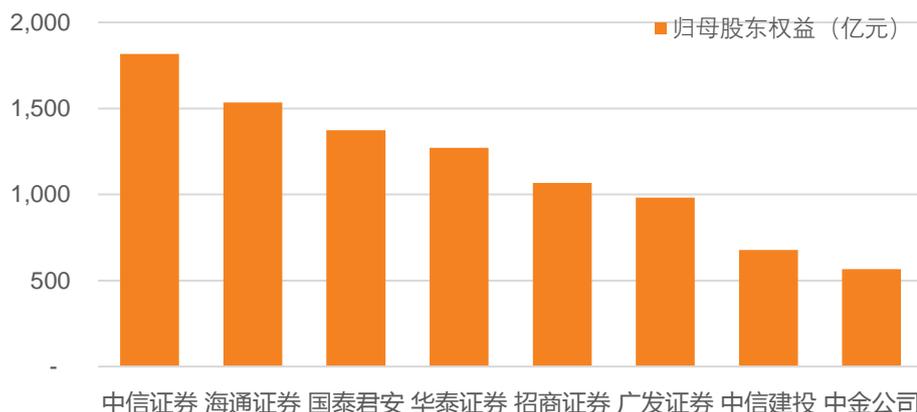


资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《中信证券-公司定期报告点评:投资与经纪业务表现强劲，信用业务风险释放充分》2020-10-30
- 2 《中信证券-公司定期报告点评:核心指标增长超预期，投资业务持续表现强劲》2020-08-25
- 3 《中信证券-公司定期报告点评:大额计提信用减值损失，Q1 业绩增速略低于预期》2020-04-29

图 1：上市券商的归属于母公司股东权益的排名情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所，其中华泰证券和招商证券的数据为截至 2020 年 9 月 30 日，其余公司数据为 2020 年 12 月底数据

表 1：中信证券配股募集资金总额不超过人民币 280 亿元

序号	募集资金投资项目	拟投入金额
1	发展资本中介业务	不超过 190 亿元
2	增加对子公司的投入	不超过 50 亿元
3	加强信息系统建设	不超过 30 亿元
4	补充其他营运资金	不超过 10 亿元
合计		不超过 280 亿元

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 2：2018 年至今，部分上市券商补充资本金的情况

公司	募资方式	募集资金额	股东大会公告日期	完成日期/进度
招商证券	配股	127.04 亿元	2020-05-20	2020-07-31
华泰证券	定向增发	142.08 亿元	2018-06-14	2018-08-04
中信建投	定向增发	38.84 亿元	2020-04-10	2020-12-30
国信证券	定向增发	150.00 亿元	2019-12-13	2020-08-13
海通证券	定向增发	200.00 亿元	2019-06-19	2020-08-07
天风证券	配股	53.49 亿元	2019-05-07	2020-03-31
东吴证券	配股	59.88 亿元	2019-06-18	2020-04-02
第一创业	定向增发	42.00 亿元	2020-04-23	2020-07-21
东方财富	可转债	73.00 亿元	2019-06-18	2020-09-07
东方财富	可转债	158.00 亿元	2020-11-07	发审委上市委通过
中信证券	定向增发	134.60 亿元	2019-05-28	2020-03-13

资料来源：公司公告，天风证券研究所，东方财富的最新一期可转债发行仍在推进中，募集资金额为预计值，其余公司均为实际募集资金额

表 3：A 股券商股配股后股价表现

	配股公告日后 5 日		配股公告日后 10 日		配股公告日后 20 日		配股公告日后 30 日		配股公告日后 90 日	
	相对沪 深 300 涨 幅	板块指 数相对 沪深 300 涨幅								
招商证券	-6.09%	10.15%	-4.07%	1.76%	-13.47%	11.23%	-10.14%	10.98%	-16.11%	7.56%
天风证券	2.13%	-0.92%	3.13%	0.44%	-10.05%	-3.48%	-6.32%	-5.08%	0.78%	2.60%
东吴证券	-0.96%	-0.41%	-5.02%	0.29%	-8.79%	-3.24%	-12.41%	-4.56%	-8.03%	4.95%

资料来源：wind，天风证券研究所，板块指数指的是券商指数

财务预测摘要

单位: 百万元	2019	2020	2020E	2021E	2022E		2019	2020	2020E	2021E	2022E
货币资金	119,725.17	150,151.77	202,631.04	224,561.42	238,630.22	营业收入	37,220.71	43,139.70	53,886.11	62,015.32	70,232.33
其中: 客户资金存款	74,291.19	95,416.86	147,896.13	149,375.10	150,868.85	手续费及佣金净收入					
结算备付金	24,922.40	32,692.08	45,246.78	49,273.18	51,840.69	其中: 代理买卖证券业务净收入	5,375.58	5,655.06	9,314.30	9,358.41	8,938.32
其中: 客户备付金	18,129.78	22,984.52	35,539.23	35,938.45	36,275.70	证券承销业务净收入	3,638.98	4,465.28	7,088.36	8,394.16	9,301.66
融出资金	57,197.81	70,673.85	100,010.56	109,707.44	120,374.00	资产管理业务净收入	5,833.85	5,706.83	7,377.22	8,274.45	9,680.86
交易性金融资产	247,437.07	355,348.31	451,053.20	503,414.38	587,611.35	利息净收入	2,422.41	2,044.59	3,016.35	4,701.80	5,113.85
衍生金融资产	11,388.10	7,351.07	7,351.07	10,097.76	11,786.63	投资净收益	8,777.50	16,692.49	19,371.99	21,253.24	26,161.04
买入返售金融资产	67,370.44	58,830.05	62,878.43	65,105.04	67,442.98	其他业务收入	11,172.39	8,575.44	7,717.90	10,033.27	11,036.59
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业支出	25,185.23	26,128.91	33,777.26	37,285.43	40,515.64
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金及附加	255.15	292.70	318.69	366.77	415.37
长期股权投资	9,038.30	9,001.08	9,001.08	12,364.29	14,432.24	管理费用	15,307.54	17,562.37	21,338.27	25,819.31	31,241.37
应收利息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	2,186.77	1,891.58	7,005.19	4,961.23	2,106.97
存出保证金	1,112.78	1,459.94	2,262.90	2,285.53	2,308.39	其他业务成本	7,411.96	5,683.45	5,115.10	6,138.12	6,751.93
固定资产	7,729.62	7,467.45	7,467.45	10,257.62	11,973.22	营业利润	12,035.48	17,010.79	20,108.85	24,729.89	29,716.69
无形资产	3,269.42	3,072.63	3,072.63	4,220.70	4,926.62	加: 营业外收入	471.94	36.46	760.09	760.09	760.09
其他资产	46,525.82	49,214.56	49,214.56	66,654.09	76,046.72	减: 营业外支出	41.85	52.61	223.43	161.69	205.25
总资产	653,132.72	791,722.43	1,072,274.92	1,223,375.67	1,409,660.95	利润总额	12,465.57	16,994.64	20,645.51	25,328.30	30,271.53
短期借款	5,656.71	7,404.90	14,809.81	16,290.79	17,919.87	减: 所得税	2,589.14	4,346.20	5,279.87	6,477.45	7,741.63
拆入资金	19,314.87	33,136.20	39,763.43	47,716.12	57,259.35	净利润	9,876.43	12,648.44	15,365.64	18,850.85	22,529.91
交易性金融负债	47,645.84	57,717.00	58,294.17	58,877.11	59,465.88	减: 少数股东损益	486.53	419.83	510.02	625.70	747.81
衍生金融负债	9,311.90	13,991.75	14,691.34	15,425.90	16,197.20	归属于母公司所有者的净利润	9,389.90	12,228.61	14,855.62	18,225.15	21,782.09
卖出回购金融资产款	121,669.03	174,447.89	261,671.84	340,173.39	442,225.41	基本比率和每股指标					
代理买卖证券款	97,774.00	123,351.75	191,195.22	193,107.17	195,038.24	净利率	25.23%	28.35%	27.57%	29.39%	31.01%
代理承销证券款	147.51	272.99	272.99	272.99	272.99	总资产收益率	1.44%	1.54%	1.39%	1.49%	1.55%
应付职工薪酬	12,093.99	14,608.23	17,749.00	21,476.30	25,986.32	净资产收益率	6.13%	7.57%	8.12%	9.32%	10.39%
应付债券	116,591.70	126,010.98	138,612.08	152,473.28	167,720.61	市盈率 (倍)	37.51	28.81	23.71	19.33	16.17
长期借款	1,489.91	383.33	402.50	422.63	443.76	市净率 (倍)	2.30	2.18	1.93	1.80	1.68
总负债	496,301.22	626,272.64	885,068.93	1,023,173.99	1,195,147.41	每股净利润 (元/股)	0.77	1.01	1.15	1.41	1.69
总股本	12,116.91	12,116.91	12,926.78	12,926.78	12,926.78	每股净资产 (元/股)	11.85	12.50	14.15	15.13	16.21
所有者权益合计	156,831.50	165,449.79	187,205.99	200,201.68	214,513.54						
少数股东权益	3,690.73	3,824.58	4,327.51	4,627.92	4,958.75						
归属于母公司所有者权益合计	153,140.77	161,625.21	182,878.48	195,573.76	209,554.79						

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com