

大幅减值拖累业绩表现，计提充分下 21 年业绩提升确定性高

——中信证券 2020 年年报点评



东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2021年03月18日)	23.55元
目标价格	25.10元
52周最高价/最低价	33.81/21.41元
总股本/流通A股(万股)	1,292,678/1,209,299
A股市值(百万元)	304,426
国家/地区	中国
行业	非银行金融
报告发布日期	2021年03月19日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-0.97	-17.71	-18.26	6.99
相对表现	-3.29	-13.67	-29.23	-28.46
沪深300	2.32	-4.04	10.97	35.45



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师 唐子佩
021-63325888*6083
tangzipei@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860514060001
香港证监会牌照: BPU409

证券分析师 孙嘉庚
021-63325888*6094
sunjiageng@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860520080006

相关报告

信用减值大增拖累业绩略不及预期, 无碍行业龙头地位稳固: ——中信证券 2020 年三季报点评 2020-10-29

版图扩张下经纪两融市占率提升, 业绩与 ROE 超预期提升: ——中信证券 2020 年中报点评 2020-08-25

经纪发力+自营转型交易收入稳健增长, 减值计提充分下业绩高抗压性彰显: ——中信证券 2020 年一季报点评 2020-04-30

核心观点

- **单季净利同比下滑, 年业绩增速放缓略低于预期。** 1) 公司 2020 年实现营业收入 543.83 亿元, 同比+26%, 实现归母净利润 149.02 亿元, 同比+22%。2) 公司 2020 年实现 ROE8.68%, 同比高出近 1pct。截至 20 年末权益乘数达 4.68, 同比 19 年末 0.54, 继续位列行业前列。3) 自营、经纪、资管、投行占比达到 33%、21%、15%、13%, 其中经纪、投行占比提升 3pct、2pct。
- **经纪、两融市占率双双提升, 股债承销均高居行业前二。** 1) 公司 20 年实现经纪业务收入 112.57 亿元, 同比+52%, 主要受益于 A 股日均股基成交额同比增长 63%。收购中信华南是公司扩大版图, 20 年经纪与两融市占率分别由 5.7%、6.6%提升至 6.5%、7%。2) 公司年实现投行业务收入 68.82 亿元, 同比+54%。据 Wind, 20 年公司股权承销 (IPO+再融资) 规模 3180 亿元, 市场份额 18.9%, 高居行业第一, 债权承销 (公司债+企业债+ABS) 规模 6268 亿元, 市场份额 10.6%, 以微弱的劣势屈居第二, 可见公司投行优势巩固。
- **权益资产规模大增, 大资管板块规模业绩“双丰收”。** 1) 截至 20 年末, 公司权益资产规模达 1488 亿元, 同比+139%, 占比由 16%增至 31%, 预计主要由场外股票衍生品规模放量所致。在此带动下公司实现自营业务收入 179.07 亿元, 高基数下同比+13%。2) 公司年实现资管收入 80.06 亿元, 同比+40%。公司资管部主动管理占比升至 77%, 转型成果突出。旗下华夏基金公募管理规模同比+49%至 8046 亿, 带动公司基管收入同增 36%。3) 公司全年计提减值 71 亿元, 同比大增 173%, 成为拖累业绩增速的主因。减值充分计提之下, 我们认为 2021 年公司业绩提升确定性较高。

财务预测与投资建议

- 由于减值超预期, 我们将 21-22 年 BVPS 预测值由 15.37/16.70 下调至 14.85/15.81 元, 新增 22BVPS 为 16.93 元, 按可比公司法, 给予目标估值 21PB 1.69x, 对应目标价 25.10 元, 维持增持评级。

风险提示

- 政策出台对行业的影响超预期; 市场波动对行业业绩、估值的双重影响。

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	43,140	54,383	60,583	67,612	75,348
同比增长(%)	16%	26%	11%	12%	11%
营业利润(百万元)	17,011	20,638	26,383	31,446	36,520
同比增长(%)	41%	21%	28%	19%	16%
归属母公司净利润(百万元)	12,229	14,902	18,938	22,858	26,576
同比增长(%)	30%	22%	27%	21%	16%
每股收益(元)	1.01	1.16	1.47	1.77	2.06
总资产收益率(%)	2%	2%	2%	2%	2%
净资产收益率(%)	8%	8%	10%	11%	12%
市盈率	23.32	20.30	16.07	13.32	11.46
市净率	1.77	1.68	1.59	1.49	1.39
经纪业务佣金率(%)	0.0457	0.0377	0.0357	0.0347	0.0342

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格, 据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

2021-2023 年公司 BVPS 分别为 14.85/15.81/16.93 (原预测 15.46/16.80/-, 主要由于 20 年公司计提减值损失大超预期)。我们采用可比公司估值法, 考虑到公司是龙头券商, 选取国信证券、中国银河、华泰证券、招商证券作为可比公司, 对应 2021 年 PB 为 1.30 倍。考虑到公司作为业内全方位第一龙头, 将充分受益于持续政策利好、行业集中度提升以及证监会着力打造航母级券商的政策导向, 未来市占率有望持续提升, 因此给予公司 30% 估值溢价, 对应 21PB 为 1.69 倍, 对应股价 25.10 元, 维持增持评级。

表 1: 可比公司 PB 估值表

代码	可比公司	2019	2020E	2021E	2022E
002736	国信证券	2.43	1.58	1.41	1.23
601881	中国银河	1.47	1.37	1.23	1.11
601688	华泰证券	1.25	1.17	1.06	0.95
600999	招商证券	2.44	1.82	1.63	1.45
	平均值	1.90	1.50	1.30	1.20

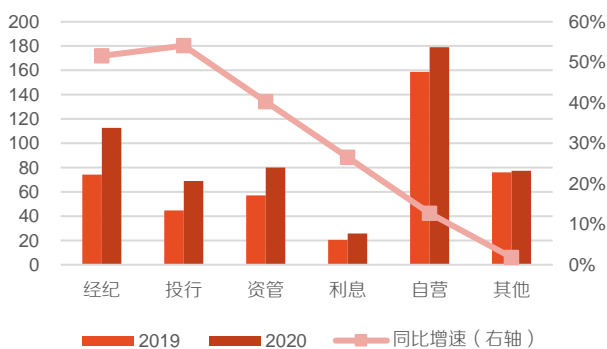
数据来源: WIND、东方证券研究所

表 2: 2020 年公司业绩摘要

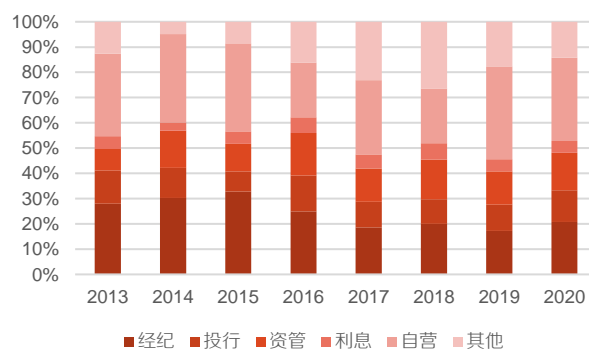
单位: 百万元	2019	2020	同比 (%)
一、营业收入	43,140	54,383	26.06
手续费及佣金净收入	18,022	26,764	48.51
经纪业务手续费净收入	5,655	11,257	99.05
投资银行业务手续费净收入	4,465	6,882	54.11
资产管理业务手续费净收入	5,707	8,006	40.29
利息净收入	2,045	2,587	26.53
投资净收益	18,748	24,884	32.73
对联营企业和合营企业的投资收益	801	586	(26.88)
公允价值变动净收益	(2,055)	(6,391)	-
其他业务收入	5,995	6,698	11.74
二、营业支出	26,129	33,744	29.15
营业税金及附加	293	398	36.06
管理费用	17,562	20,145	14.70
信用减值损失	2,590	7,076	173.15
其他业务成本	5,683	6,126	7.79
三、营业利润	17,011	20,638	21.32
四、利润总额	16,995	20,470	20.45
减: 所得税	4,346	4,954	13.98
五、净利润	12,648	15,517	22.68
归属于母公司所有者的净利润	12,229	14,902	21.86
总资产	791,722	1,052,962	33.00

归属于母公司所有者的净资产	161,625	181,712	12.43
代理买卖证券款	123,352	203,111	64.66
权益乘数（剔除代理买卖证券款）	4.14	4.68	0.54

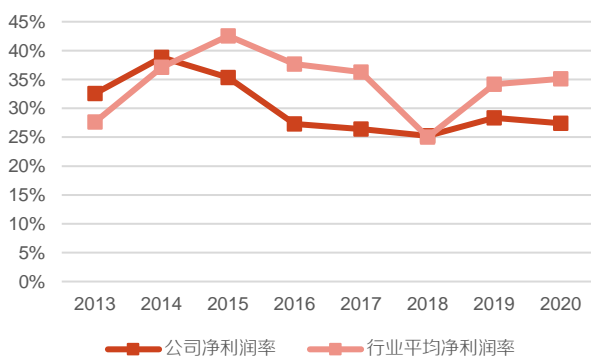
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 1：2020 年公司分业务收入（亿元）及同比增速


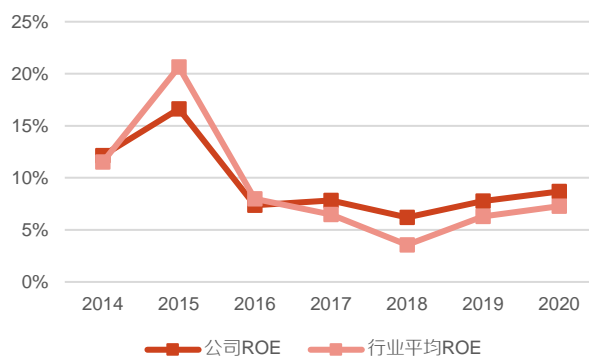
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 2：2013-2020 年公司分业务收入结构


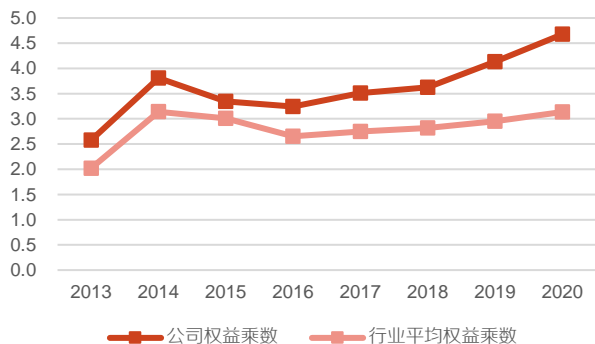
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 3：2013-2020 年公司净利润率


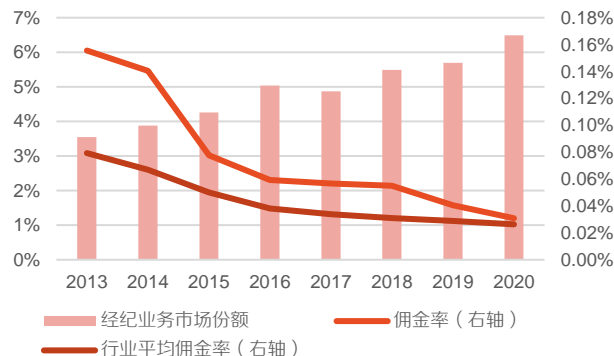
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 4：2014-2020 年公司 ROE


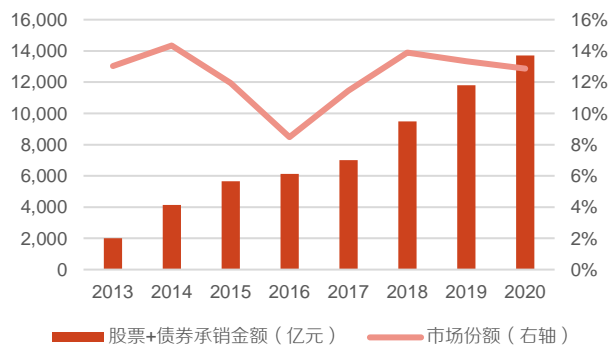
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 5：2013-2020 年公司权益乘数（剔除代理买卖证券款）


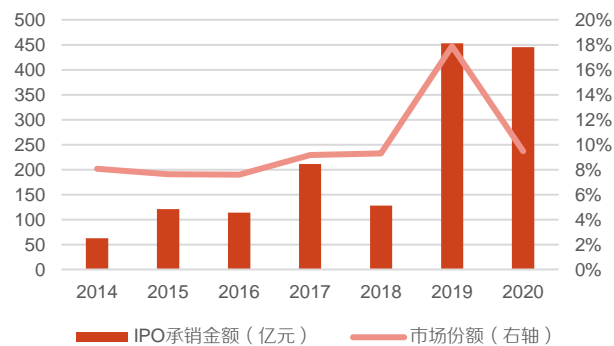
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 6：2013-2020 年公司经纪市占率及佣金率


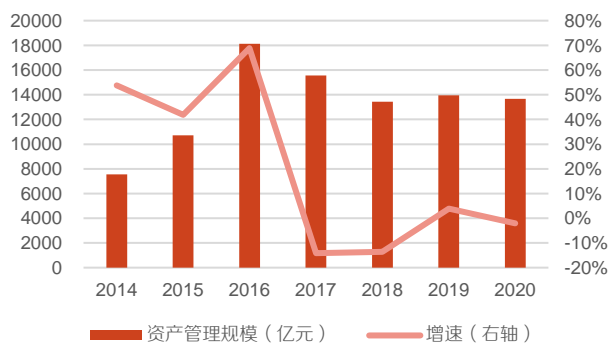
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 7：2013-2020 年公司股债承销金额及市占率


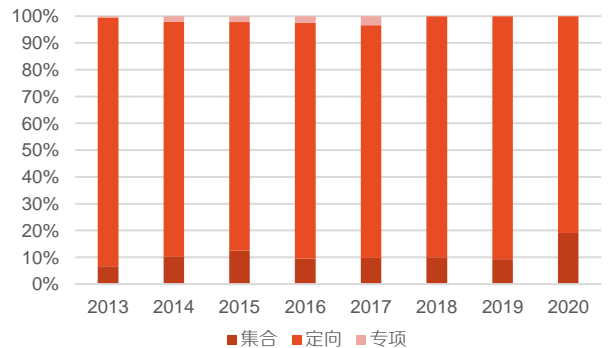
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 8：2013-2020 年公司 IPO 承销金额及市占率


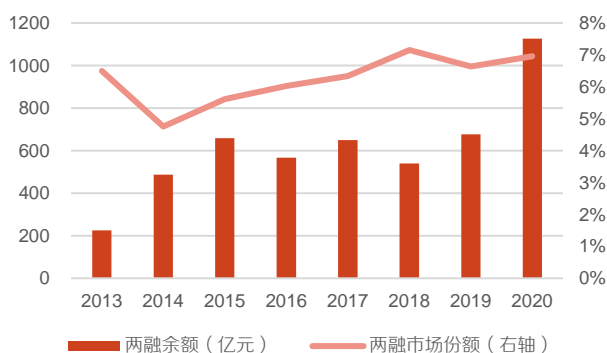
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 9：2014-2020 年公司资产管理规模及增速


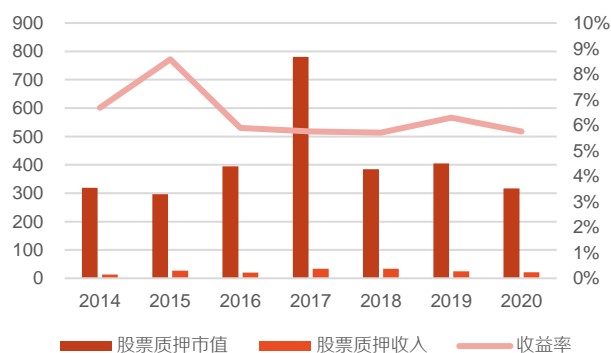
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 10：2013-2020 年公司资产管理构成


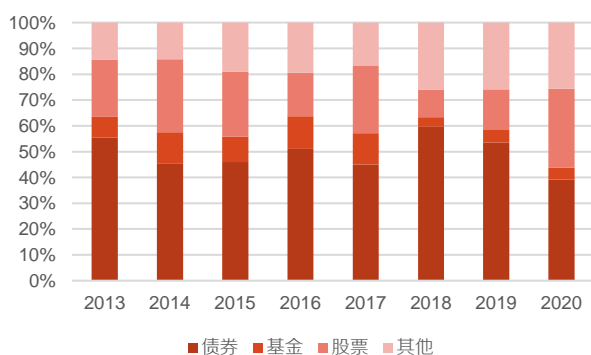
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 11：2013-2020 年公司两融余额及市场份额


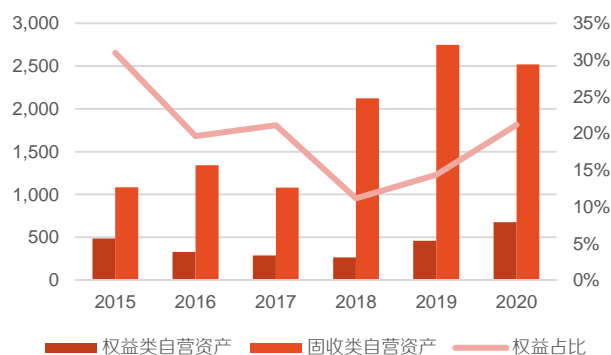
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 12：2014-2020 年公司股票质押余额及收入（亿元）


数据来源：WIND、东方证券研究所

图 13：2013-2020 年公司金融投资资产构成


数据来源：WIND、东方证券研究所

图 14：2015-2020 年自营资产规模（亿元）及权益占比


数据来源：WIND、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
银行存款	150,152	233,693	262,100	279,383	293,352	成长能力					
其中：客户存款	95,417	158,251	177,487	189,191	198,650	营业收入	15.9%	26.1%	11.4%	11.6%	11.4%
公司存款	54,735	75,442	84,613	90,192	94,702	手续费及佣金净收入	3.4%	48.5%	9.1%	9.1%	8.4%
结算备付金	32,692	56,934	63,855	68,065	71,468	其中：经纪业务	-0.1%	51.6%	1.9%	3.6%	3.5%
其中：客户备付金	22,985	41,267	46,283	49,335	51,801	投行业务	22.7%	54.1%	9.8%	13.3%	9.9%
公司备付金	9,708	15,667	17,572	18,731	19,667	资产管理	-2.2%	40.3%	19.3%	13.0%	13.0%
投资资产	395,312	486,017	550,973	620,325	693,076	净利息收入	-15.6%	26.5%	36.2%	5.0%	5.7%
其中：交易性资产	355,348	419,981	476,111	536,040	598,906	自营收入	97.5%	12.7%	18.7%	20.7%	19.2%
其他债权投资	23,684	49,401	56,003	63,053	70,447	营业支出	3.7%	29.1%	1.3%	5.7%	7.4%
其他权益工具投资	16,279	16,636	18,859	21,233	23,723	管理费用	14.7%	14.7%	11.3%	11.6%	8.4%
存出保证金	1,460	3,878	4,349	4,636	4,868	营业利润	41.3%	21.3%	27.8%	19.2%	16.1%
买入返售资产	58,830	39,227	43,995	46,896	49,241	归属于母公司净利润	30.2%	21.9%	27.1%	20.7%	16.3%
长期股权投资	9,001	8,877	8,433	8,011	7,611	资产分布					
固定资产（含在建工程）	7,467	7,048	7,401	7,771	8,159	自有存款/总资产	6.9%	7.2%	7.2%	6.9%	6.6%
资产总计	791,722	1,052,962	1,175,541	1,308,630	1,432,329	客户存款/总资产	12.1%	15.0%	15.1%	14.5%	13.9%
交易性金融负债	57,717	58,409	70,755	85,711	103,828	投资资产/总资产	49.9%	46.2%	46.9%	47.4%	48.4%
代买卖证券款	123,352	203,111	227,800	242,821	254,962	买入返售资产/总资产	7.4%	3.7%	3.7%	3.6%	3.4%
应付职工薪酬	14,608	17,584	11,320	12,631	13,623	投资资产/净资产	238.9%	261.5%	280.7%	297.0%	310.3%
负债总计	623,768	863,180	979,251	1,099,799	1,208,963	收入分布					
股本	12,117	12,927	12,927	12,927	12,927	手续费收入/营业收入	41.8%	49.2%	48.2%	47.1%	45.8%
资本公积	54,152	65,628	65,628	65,628	65,628	经纪业务/营业收入	17.2%	20.7%	18.9%	17.6%	16.3%
一般风险准备	60,104	64,767	68,711	73,471	79,005	投行业务/营业收入	10.4%	12.7%	12.5%	12.7%	12.5%
其他综合收益	954	317	(451)	(1,378)	(2,482)	资管业务/营业收入	13.2%	14.7%	15.8%	16.0%	16.2%
盈余公积	8,683	9,438	11,410	13,790	16,557	自营业务/营业收入	43.5%	45.8%	47.2%	51.0%	54.6%
未分配利润	25,615	28,635	33,770	39,968	47,174	净利息收入/营业收入	4.7%	4.8%	5.8%	5.5%	5.2%
少数股东权益	3,825	4,171	4,296	4,425	4,557	净利润驱动指标					
股东权益合计	165,450	185,883	196,290	208,830	223,366	公司股基交易额	15,500,000	28,600,000	32,076,449	34,191,604	35,901,185
负债和股东权益总计	789,217	1,049,062	1,175,541	1,308,630	1,432,329	公司股基交易市占率	5.69%	6.49%	6.59%	6.69%	6.69%
						净佣金率(%)	0.46	0.38	0.36	0.35	0.34
						IPO市占率	17.88%	9.47%	10.00%	10.00%	10.00%
利润表						再融资市占率	12.13%	22.68%	15.98%	16.98%	17.98%
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	债券承销市占率	9.83%	10.58%	11.08%	11.08%	11.08%
营业收入	43,140	54,383	60,583	67,612	75,348	营业税金/营业收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
手续费及佣金净收入	18,022	26,764	29,194	31,849	34,517	成本收入比	60.6%	62.0%	56.5%	53.5%	51.5%
其中：经纪收入	7,425	11,257	11,466	11,880	12,295	有效税率	25.6%	24.2%	25.0%	24.0%	24.0%
证券承销收入	4,465	6,882	7,555	8,558	9,405	资本公积变化	(271)	11,476	0	0	0
资产管理收入	5,707	8,006	9,553	10,792	12,197	获利能力					
利息净收入	2,045	2,587	3,522	3,700	3,909	净利率	28.3%	27.4%	31.3%	33.8%	35.3%
投资收益	18,748	24,884	28,596	34,509	41,131	ROA	1.7%	1.6%	1.7%	1.8%	1.9%
公允价值变动	(2,055)	(6,391)	(7,345)	(8,863)	(10,564)	ROE	7.6%	8.5%	9.9%	11.3%	12.3%
营业支出	26,129	33,744	34,200	36,166	38,827	每股指标（元）					
营业税金及附加	293	398	444	495	552	每股收益	1.01	1.16	1.47	1.77	2.06
业务及管理费用	17,562	20,145	22,416	25,016	27,125	每股净资产	13.34	14.06	14.85	15.81	16.93
营业利润	17,011	20,638	26,383	31,446	36,520	每股经纪业务交易额	1279.20	2212.46	2481.40	2645.02	2777.27
利润总额	16,995	20,470	26,291	31,316	36,409	估值比率					
所得税	4,346	4,954	6,573	7,516	8,738	市盈率	23.32	20.30	16.07	13.32	11.46
少数股东损益	420	614	781	942	1,095	市净率	1.77	1.68	1.59	1.49	1.39
归属于母公司股东的净利润	12,229	14,902	18,938	22,858	26,576						

资料来源：东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东方证券股份有限公司自营业务持有中信证券(600030)一定仓位！

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn