

公司点评
中信证券 (600030)
非银金融 | 证券
规模与业绩齐增长，配股夯实资本实力

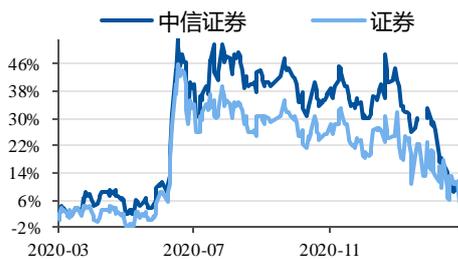
2021年03月22日

评级 推荐

评级变动 维持

合理区间 28-30 元
交易数据

当前价格 (元)	23.98
52 周价格区间 (元)	21.75-34.35
总市值 (百万)	309984.09
流通市值 (百万)	235355.59
总股本 (万股)	1292677.60
流通股 (万股)	981466.17

涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
中信证券	-13.96	-16.77	9.59
证券	-9.03	-8.89	6.01

刘敏 分析师

 执业证书编号: S0530520010001
 liumin@cfzq.com

相关报告

- 《中信证券：中信证券 (600030) 2020 年度业绩快报点评：业绩稳健增长，看好投行、资管业务的继续发力》 2021-01-26
- 《中信证券：中信证券 (600030.SH) 2020 年中报点评：投资业务表现优异，综合实力行业领先》 2020-08-31
- 《中信证券：中信证券 (600030.SH) 2019 年年报点评：龙头地位稳固，航母级券商第一候选》 2020-03-31

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入 (亿元)	431.40	543.83	605.94	706.19	774.71
净利润 (亿元)	122.29	149.02	202.27	231.74	277.83
每股收益 (元)	1.01	1.16	1.56	1.67	1.87
每股净资产 (元)	13.34	14.06	15.12	17.21	17.46
P/E	25.05	25.34	15.33	14.38	12.83
P/B	1.90	2.09	1.59	1.39	1.37

资料来源: wind, 财信证券

投资要点:

➤ **规模与业绩齐增长。**中信证券披露 2020 年度年报, 公司 2020 年营业收入 543.83 亿元, 同比增长 26.06%, 归母净利润为 149.02 亿元, 同比增长 21.86%, 加权平均净资产收益率 8.43%, 同比增长 0.67 个百分点, 基本每股收益 1.16 元/股, 同比增长 14.85%。

2020 年公司总资产规模大幅扩张, 主要通过以下举措完成的: 1、2020 年 1 月 31 日, 公司完成发行股份购买原广州证券 100% 股权, 成本为 121.68 亿元。2、公司通过发债、借款等方式加杠杆, 杠杆倍数 (扣除代理买卖证券款) 由 2019 年末的 4.04 倍提升到 4.57 倍, 提升幅度达 0.53 倍。

➤ **公司各项业务多点开花, 未来资管与重资产业务成看点。**2020 年业绩稳健增长主要是因为市场交投活跃、基金发行规模扩张、注册制改革及再融资政策松绑等积极因素带动公司经纪业务、资管业务、投行业务高增长。投行业务、经纪业务、资管业务手续费净收入分别为 68.82 亿元、112.57 亿元、80.06 亿元, 增速依次为 54.1%、51.6%、40.3%。自营业务、资本中介业务净收入分别为 179.07 亿元、25.87 亿元, 增速分别为 12.7%、26.5%。业务结构上, 经纪、投行、资管手续费净收入占比分别为 20.5%、12.5%、14.6%, 自营与资本中介业务收入占比分别为 32.6%、4.7%。2020 年公司各项业务多点开花, 结合行业发展趋势, 根据公司目前发展情况及拟配股募集资金的配置, 预计资管与自营、资本中介等重资产业务将成为公司未来业绩增长点。

➤ **投资建议:**在打造航母级头部券商的政策支持下, 凭借公司雄厚的资本实力及领先的业务能力, 我们继续看好公司未来业绩稳健增长。根据公司相关信息, 结合行业发展趋势, 假设公司 2022 年配股实施, 我们完成了公司相关盈利预测, 预计 2021/2022/2023 年营业收入 605.94/706.19/774.71 亿元, 归属于母公司所有者净利润分别为 202.27/231.74/277.83 亿元, EPS 分别为 1.56/1.67/1.87 元/股, 每股净资产分别为 15.12/17.21/17.46 元/股。根据自身历史估值并参考行业估值情况, 考虑给予公司一定的龙头溢价, 给予公司 2021 年 1.9-2.0 倍 PB, 对应股价合理区间为 28.37-30.24 元, 维持公司“推荐”评级。

➤ **风险提示:**市场交投活跃度下降拖累经纪业务; 政策收紧导致投行业务发展不及预期; 市场波动加剧拖累资管、自营投资业务; 资本市场改革不及预期; 金融监管趋严; 配股进度不及预期。

1 公司规模与业绩齐增长

1.1 营收、净利润同比高增

根据年报披露数据，2020 年公司实现营业收入 543.83 亿元，同比增长 26.06%，归母净利润为 149.02 亿元，同比增长 21.86%，加权平均净资产收益率 8.43%，同比增长 0.67 个百分点，基本每股收益 1.16 元/股，同比增长 14.85%。

图 1：营收及同比增速（亿元）



资料来源：wind，财信证券

图 2：归母净利润及同比增速（亿元）



资料来源：wind，财信证券

1.2 定增收购广州证券，提升杠杆增规模

2019、2020 年公司规模扩展速度加快，截至 2020 年末，公司总资产规模已突破万亿级别，为 10530 亿元，较 2019 年末同比增长 33%；2020 年末归属于母公司净资产规模达到 1817.12 亿元，较 2019 年末同比增长 12.4%。

2020 年公司总资产规模的大幅扩张，主要通过以下举措完成的：1、2020 年 1 月 31 日，公司完成发行股份购买原广州证券 100% 股权，成本为发行股份的公允价值人民币 121.68 亿元，扩张了公司净资产规模。2、公司通过发债、借款等举措加杠杆，杠杆倍数（扣除代理买卖证券款）由 2019 年末的 4.04 倍提升到 4.57 倍，提升幅度达 0.53 倍。

根据公司 2 月 27 日发布的配股发行证券募资不超过 280 亿元的预案，一方面能改善公司流动性相关监管指标，另一方面，表明公司未来发展将继续扩规模，增强资本实力，朝着“成为全球客户最为信赖的国内领先、国际一流的中国投资银行”的方向努力。根据 280 亿元配股预案的计划投向，其中 190 亿元用于发展资本中介业务（指资本消耗性业务，包括融资融券、股票质押、衍生品、做市业务、跨境交易业务等），衍生品等资本消耗型业务可能将成为公司未来业绩重要发力点。

图 3：总资产规模及同比增速（亿元）



资料来源：wind，财信证券

图 4：归母净资产规模及同比增速（亿元）



资料来源：wind，财信证券

图 5：杠杆倍数（扣除代理买卖证券款）

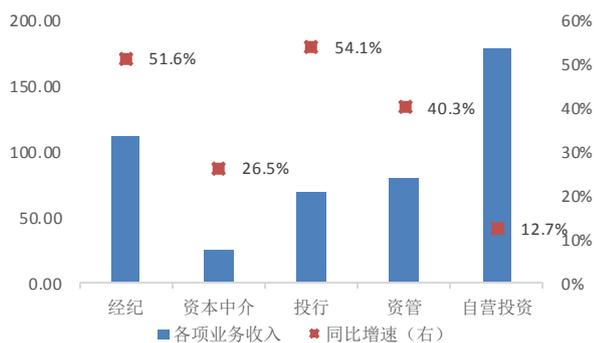


资料来源：wind，财信证券

2 各项业务多点开花，资管与自营业务成未来看点

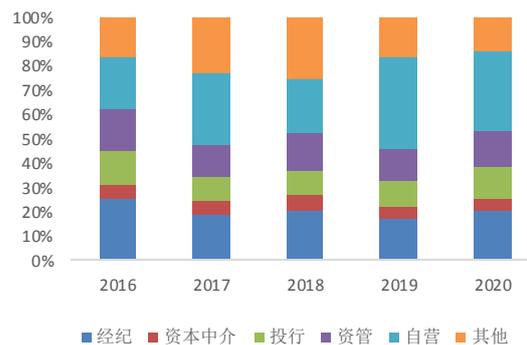
2020 年业绩稳健增长主要是因为市场交投活跃、基金发行规模扩张、注册制改革及再融资政策松绑等积极因素带动公司经纪业务、资管业务、投行业务高增长。投行业务、经纪业务、资管业务手续费净收入分别为 68.82 亿元、112.57 亿元、80.06 亿元，增速依次为 54.1%、51.6%、40.3%。自营业务、资本中介业务净收入分别为 179.07 亿元、25.87 亿元，增速分别为 12.7%、26.5%。业务结构上，经纪、投行、资管手续费净收入占比分别为 20.5%、12.5%、14.6%，自营与资本中介业务收入占比分别为 32.6%、4.7%。各项业务多点开花，结合行业发展趋势，根据公司目前发展情况及拟配股募集资金的配置，预计资管与自营、资本中介等重资产业务将成为未来业绩增长点。

图 6：各项业务收入及同比增速（亿元）



资料来源：wind，财信证券

图 7：业务结构



资料来源：wind，财信证券

注：业务结构的分母为：证券经纪业务净收入+投资银行业务净收入+受托管理客户资产业务净收入+自营业务收益+期货经纪业务净收入+投资咨询业务净收入+其他手续费及佣金净收入+汇兑净收益+其他收益+其他业务收入

2.1 经纪业务

2020 年市场交投活跃因素下，公司股基交易额达 2.86 万亿元，股基市场份额为 6.49%，较 2019 年的 5.67% 提升 0.82 个百分点，可见公司收购广州证券，发展华南地区经纪市占率初显成效。同时，根据公司年报，公司深化财富管理发展，丰富财富客户产品与服务体系，报告期内公司财富管理账户签约客户 1.3 万户，签约客户资产超人民币 1700 亿元；公司完成代销金融产品规模 9447 亿元（同比增速 21.38%），其中公募及私募基金保有规模超人民币 3000 亿元。公司 2020 年代销金融产品收入规模增长迅猛，收入达 19.65 亿元，增速为 144.60%。依托公司在国内广泛的声誉和品牌优势，看好公司未来财富管理转型快速发展，我们预计 2021 年代销金融产品规模增速将保持 15% 左右增速。

图 8：股基交易额及股基交易市场份额（亿元）



资料来源：wind，财信证券

图 9：代销金融产品收入及同比增速（亿元）



资料来源：wind，财信证券

2.2 资产管理及基金管理业务

2020 年公司以“扩大主动管理规模、发展权益产品、服务实体经济”为导向，有序推进大集合公募化改造，积极推动银行主动管理业务转型、私行业务取得多项突破。公司主动管理规模占比持续提升，2020 年主动管理规模占比达 77.04%，2017-2019 年主动管理规模占比分别为 35.33%、41.16%、50.06%。

根据公司年报，2020 年，华夏基金投资业绩大幅提升，多个投资类别涌现绩优基金，主动权益类基金规模进一步增长，打造了多个“固收+”爆款基金，且稳健发展机构养老业务，持续拓展国际业务。华夏基金整体资产管理规模进一步提升，2020 年末华夏基金本部管理资产规模人民币 14611.42 亿元，其中，公募基金管理规模人民币 8046.36 亿元，同比增长 49.38%。虽近期基金发行降温，但我们认为在提高直接融资比重趋势下，基金规模扩张预计仍是行业趋势，公司资管在扩大主动管理规模导向、大集合公募化改造情况下，华夏公募基金规模有望继续保持扩张态势，公司资管业务有望于公募基金业务一起稳健发展。

图 10：各类别资管规模及主动管理规模占比（亿元）



资料来源：wind，财信证券

图 11：华夏基金公募基金管理规模及同比增速（亿元）



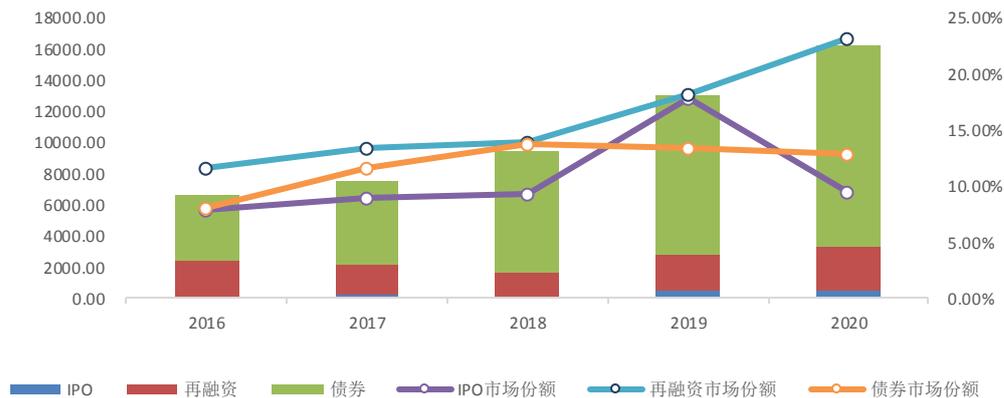
资料来源：wind，财信证券

2.3 投行业务

2020 年公司投行业务同样是大丰收。根据 wind 数据统计，IPO、再融资、债券承销金额分别为 451.15 亿元、2839.79 亿元、12989.44 亿元，增速分别为-0.43%、20.01%、28%，市占率分别为 9.55%、23.13%、12.93%，行业排名分别为第 1、第 2、第 2，公司投行地位稳固。

2021 年投行业务机遇与挑战并存，根据近期关于注册制下 IPO 审核趋严态势来看，监管再三强调压实中介机构责任，预计 2021 年行业 IPO 增速将可能较 2020 年边际放缓，但仍然朝着 IPO 发行常态化发展。此外，2020 年信用债方面企业违约风险的暴露，压实中介机构责任等也对债券承销业务提出了更高要求和挑战。当前时点，我们预计 2021 年投行业务手续费收入将基本与 2020 年持平。

图 12: IPO、再融资及债权承销金额及市场份额 (亿元)



资料来源: 财信证券、证券业协会

2.4 资本中介业务

2020 年, 随着交投活跃度的提升以及公司经纪业务版图扩张, 公司融资融券业务得到较快发展, 融出资金 1167.41 亿元, 较 2019 年增长 65.18%, 市占率进一步提升至 7.21%, 较 2019 年的 6.93% 提升 0.28 个百分点。股票质押业务规模仍在压缩, 2020 年末公司股票质押业务规模为 317.24 亿元, 同比减少 33.32%。在监管导向下为控制业务风险, 预计未来公司股票质押规模仍处于下降趋势。

根据公司报表, 2020 年公司计提信用减值准备 65.81 亿元, 较 2019 年增幅达 247.8%, 占 2020 年归母净利润比重达 44.2%, 成为影响公司 2020 年业绩的较大因素。计提的信用减值中买入返售、融出资金、其他债权投资、应收款及其他应收款分别为 48.79 亿元、7.11 亿元、5.55 亿元、3.34 亿元, 公司股票质押业务成为其主要风险点, 但随着股票质押业务规模的降低, 且前期累计计提减值的规模较大, 预计该块业务风险将得到释放, 长远角度来看, 为公司未来业绩稳定增长提供保障。

图 13: 融出资金及所占市场份额 (亿元)



资料来源: wind, 财信证券

图 14: 股票质押式回购规模及同比增速 (亿元)



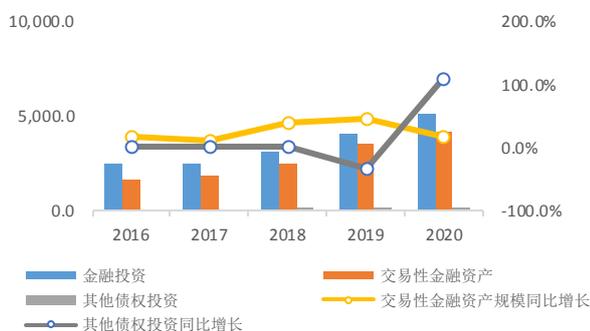
资料来源: wind, 财信证券

2.5 自营投资业务

2020 年, 公司加杠杆一方面扩张融出资金规模, 另一方面, 大力发展自营投资业务。

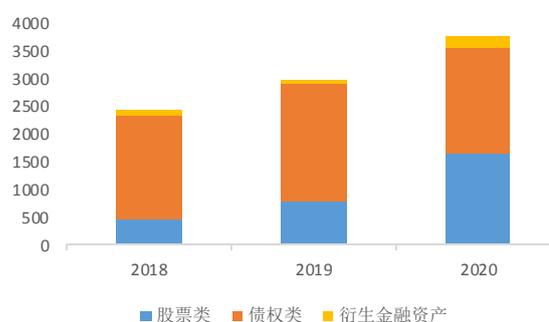
根据公司年报信息，公司自营业务仍在往去方向性投资转型，通过运用股指衍生品、量化分析和多元策略，降低业绩对市场单一方向变动的依赖。2020年末公司金融投资规模为4860.17亿元，较2019年增加907.65亿元，提升幅度达22.95%，其中交易性金融资产规模提升了646.33亿元，提升幅度为18.19%，其他债权投资年末规模为494.01亿元，提升幅度为108.58%。根据公司披露信息，粗略统计的股票类、债权类及衍生品金融资产规模分别为1654.7亿元、1904.7亿元、201.6亿元，股票类金融投资规模占比从2019年的19.5%提升到32.7%，同时衍生品资产规模占比从2019年末的1.8%提升到4.0%，估计公司投资的大部分股票类金融资产可能用于衍生品业务的对冲。

图 15: 金融投资、交易性金融资产、其他债权投资规模及增速 (亿元)



资料来源: wind, 财信证券

图 16: 股票类、债权类、衍生金融资产投资规模 (亿元)



资料来源: wind, 财信证券

3 盈利预测与投资建议

在打造航母级头部券商的政策支持下，凭借公司雄厚的资本实力及领先的业务能力，我们继续看好公司未来业绩稳健增长。根据以上公司年报数据及相关信息，并结合行业发展趋势，在假设公司2022年配股实施的基础上，我们完成了公司相关盈利预测，预计2021/2022/2023年营业收入605.94/706.19/774.71亿元，对应增速11.4%/16.5%/9.7%，归属于母公司所有者净利润分别为202.27/231.74/277.83亿元，对应增速35.7%/14.6%/19.9%，EPS分别为1.56/1.67/1.87元/股，每股净资产分别为15.12/17.21/17.46元/股。公司目前PB(LF)为1.71倍，位于历史后37%分位，历史PB(LF)中位数为2.03倍。根据自身历史估值并参考行业估值情况，考虑给予公司一定的龙头溢价，给予公司2021年1.9-2.0倍PB，对应股价合理区间为28.37-30.24元，维持公司“推荐”评级。

4 风险提示

市场交投活跃度下降拖累经纪业务；政策收紧导致投行业务发展不及预期；市场波动加剧拖累资管、自营投资业务；资本市场改革不及预期；金融监管趋严；配股进度不及预期。

表 1：中信证券盈利预测表

单位：人民币亿元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
利润表						基本比率和每股指标					
营业收入	431.40	543.83	605.94	706.19	774.71	每股收益(元)	1.01	1.16	1.56	1.67	1.87
手续费及佣金净收入	180.22	267.64	282.34	310.39	351.35	每股净资产(元)	13.34	14.06	15.12	17.21	17.46
-代理买卖证券业务	74.25	112.57	112.40	110.33	114.08	P/E	25.05	25.34	15.33	14.38	12.83
-证券承销业务	44.65	68.82	66.14	80.27	100.11	P/B	1.90	2.09	1.59	1.39	1.37
-资产管理业务	57.07	80.06	94.15	110.05	127.34	同比增长					
利息净收入	20.45	25.87	32.57	21.02	13.27	营业收入	15.9%	26.1%	11.4%	16.5%	9.7%
投资净收益	187.48	248.84	236.31	317.81	352.07	营业利润	41.3%	21.3%	34.5%	14.5%	19.2%
公允价值变动净收益	-20.55	-63.91	-17.00	-10.00	-10.00	净利润	28.1%	22.7%	33.7%	14.4%	19.3%
其他收入	63.81	65.40	71.72	66.97	68.03	总资产	21.2%	33.0%	8.5%	16.5%	8.3%
营业支出	261.29	337.44	328.43	388.35	395.94	收入结构					
营业税金及附加	2.93	3.98	4.36	4.72	5.33	经纪	17.1%	20.5%	18.6%	15.6%	14.7%
管理费用	175.62	201.45	236.32	282.47	309.89	资本中介	4.7%	4.7%	5.4%	3.0%	1.7%
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投行	10.3%	12.5%	10.9%	11.4%	12.9%
信用减值损失	18.92	65.81	26.49	37.08	20.00	资管	13.1%	14.6%	15.6%	15.6%	16.4%
营业利润	170.11	206.38	277.51	317.83	378.77	自营	36.6%	32.6%	35.1%	42.6%	43.3%
利润总额	169.95	204.70	276.59	316.53	377.66	其他	16.4%	13.9%	13.3%	10.8%	10.0%
所得税	43.46	49.54	69.15	79.13	94.42	长期股权投资	1.8%	1.1%	1.2%	1.0%	0.9%
净利润	126.48	155.17	207.44	237.40	283.25	杜邦分析法					
归母净利润	122.29	149.02	202.27	231.74	277.83	手续费及佣金净收入	2.49%	2.90%	2.57%	2.51%	2.53%
资产负债表						-代理买卖证券业务	1.03%	1.22%	1.02%	0.89%	0.82%
货币资金	1502	2337	2422	2330	2351	-证券承销业务	0.62%	0.75%	0.60%	0.65%	0.72%
结算备付金	327	569	553	538	547	-资产管理业务	0.79%	0.87%	0.86%	0.89%	0.92%
其中：客户备付金	230	413	388	365	365	利息净收入	0.28%	0.28%	0.30%	0.17%	0.10%
融出资金	707	1167	1082	1109	1109	投资净收益	2.60%	2.70%	2.15%	2.57%	2.54%
金融投资	3953	4860	5832	7465	8510	营业收入	5.97%	5.90%	5.52%	5.71%	5.59%
衍生金融资产	74	202	302	605	695	营业成本	3.62%	3.66%	2.99%	3.14%	2.86%
买入返售金融资产	588	392	314	251	226	营业利润	2.35%	2.24%	2.53%	2.57%	2.73%
资产总计	7917	10530	11426	13309	14415	ROA	1.69%	1.62%	1.84%	1.87%	2.00%
代理买卖证券款	1234	2031	2054	1897	1876	杠杆倍数	4.04	4.57	4.68	4.67	4.73
负债合计	6263	8671	9425	10864	11761	ROE	7.76%	8.43%	10.73%	10.66%	11.14%
归母所有者权益合计	1616	1817	1955	2392	2596						
少数股东权益	38	42	47	53	58						
所有者权益合计	1655	1859	2002	2445	2654						

资料来源：wind、中信证券年报、财信证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438