

# 中信证券 (600030.SH)

## 夯实资产质量，持续做大做强

### 投资要点

- ◆ **公司总资产规模大幅扩张，成为国内首家万亿券商。**截至2020年底，公司总资产规模和总负债分别达1.05万亿元和0.87万亿元，较2019年末分别增长33%和38.45%，成为业内首家总资产破万亿券商，领先行业第二名约3000亿。
- ◆ **受信用减值计提影响，公司利润增速不及行业平均。**2020年公司实现营业收入543.83亿元，同比+26.06%，行业平均营业收入增速+24.41%；实现归母净利润149.02亿元，同比+21.86%，行业平均净利润增速为27.98%；加权平均ROE为8.43%，较上一年同期增加0.67个百分点，行业平均水平6.82%。
- ◆ **公司业务亮点：1、经纪业务：**财富管理业务转型成功，财富管理客户数与资产同比大增，2020年公司股基市场份额提升0.47个百分点至6.13%，财富管理客户数与资产同比增速均超60%。**2、投行业务：**整体市占率提升，龙头地位稳固。2020年公司投行业务实现收入68.82亿元，同比+54.13%。股权融资与债券承销规模均为行业第一。**3、自营业务：**去方向性投资转型取得成效，另类投资业务表现亮眼。公司2020年实现自营投资收入同比+12.70%至179亿元，股票投资规模增长，新增投资项目70余单（含科创板跟投），投资金额近人民币40亿元。全年实现净利润17.6亿元，同比+35%。**4、资管业务：**主动管理取得突破，私募业务规模排名第一。2020年公司资管业务实现营业收入24.74亿元，同比增长51.67%。其中主动管理规模人民币10,526.45亿元，资管新规下公司私募资产管理业务市场份额约13.50%，排名行业第一。**5、资本中介业务：**融资融券规模领先，股押风险计提充分。2020年公司实现利息净收入25.80亿元，同比+26.50%，其中融资融券利息收入67.93亿元，同比+47.85%。股票质押业务利息收入20.74亿元，同比-16.45%。2020年末公司表内股票质押余额为317亿元，同比-22%。
- ◆ **投资建议：**预计公司2021-2023年每股净资产为15.51/16.65/17.85元，对应PB为1.51/1.40/1.31倍。随着公司规模不断扩张，叠加监管驱动打造航母级券商导向，在资本市场改革持续推进的背景下，利好资本实力、风险定价能力、业务布局方面均有优势的龙头券商。公司在经纪、投行等传统业务的龙头地位稳固，投行资本化、场外期权等新兴业务上表现突出，未来公司业务有望实现新的突破，首次覆盖给予“买入评级”。
- ◆ **风险提示：**市场大幅波动，业务开展不及预期。

财务数据与估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
每股收益	1.20	1.15	1.38	1.56	1.71
每股净资产	13.65	14.38	15.51	16.65	17.85
ROE	7.59%	8.48%	9.24%	9.69%	9.93%
营业收入增长率	15.90%	26.06%	1.52%	4.08%	9.12%
净利润增长率	30.23%	21.86%	19.81%	12.84%	9.87%
资产负债率	79.10%	82.35%	81.68%	81.97%	80.98%
P/E	19.47	20.47	16.92	15.00	13.65
P/B	1.71	1.64	1.51	1.40	1.31

数据来源：Wind，万和证券研究所

投资评级

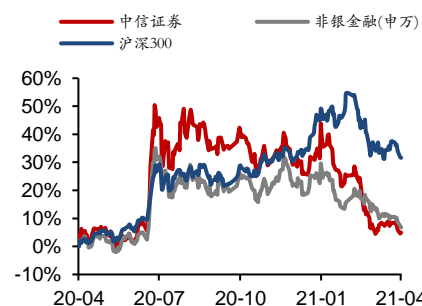
买入

首次评级

### 基本数据 (2021-04-13)

所属行业	非银金融 证券
股价(元)	23.37
总市值(百万元)	302,098.76
流通市值亿元(百万元)	282,613.16
总股本(百万股)	12,926.78
流通股本(百万股)	12,092.99
12个月价格区间(元)	22.08-34.35

### 股价表现



%	1M	3M	12M
相对收益	0.93	-13.05	25.00
绝对收益	-12.75	-24.49	6.61

资料来源：Wind，万和证券研究所

### 作者

朱志强 分析师  
 SAC 执业证书：S0380517030001  
 联系电话：0755-82830333 (127)  
 邮箱：zhuzq@wanhese.com



## 正文目录

一、总资产破万亿，大幅计提减值夯实资产质量.....	3
二、利润端增速不及行业平均，净资产收益率创五年新高.....	3
三、各项业务稳健增长，持续加码重资本业务.....	4
(一) 经纪业务：财富管理业务转型成功，财富管理客户数与资产同比大增.....	4
(二) 投行业务：整体市占率提升，龙头地位稳固.....	5
(三) 自营业务：去方向性投资转型取得成效，另类投资业务表现亮眼.....	5
(四) 资管业务：主动管理取得突破，私募业务规模排名第一.....	6
(五) 资本中介业务：融资融券规模领先，股押风险计提充分.....	6
四、盈利预测及投资建议.....	6
五、风险提示.....	7

## 图表目录

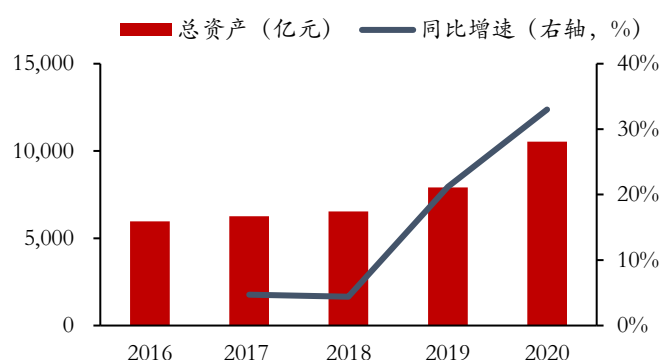
图表 1 2016-2020 中信证券总资产规模及同比增速.....	3
图表 2 2018-2020 中信证券信用减值损失.....	3
图表 3 2016-2020 中信证券营业收入及同比增速.....	3
图表 4 2016-2020 中信证券归母净利润及加权 ROE.....	3
图表 5 2016-2020 中信证券业务占比.....	4
图表 6 2020 中信证券各项业务收入及同比增速.....	4
图表 7 中信证券经纪业务概览.....	4
图表 8 中信证券经纪业务市场份额及佣金率变化.....	5
图表 9 中信证券投行业务概览.....	5
图表 10 中信证券资管业务概览.....	6
图表 11 2017-2020 中信证券两融利息收入及同比增速.....	6
图表 12 2016-2020 中信证券股押收入及同比增速.....	6

## 一、总资产破万亿，大幅计提减值夯实资产质量

公司总资产规模大幅扩张，成为国内首家万亿券商。截至 2020 年底，总资产、总负债分别达 1.05 万亿元和 0.87 万亿元，同比增长 33% 和 38.45%。主要原因有两个：一是 2020 年 1 月 31 日，公司完成发行股份购买原广州证券 100% 股权，原广州证券资产负债并表统计；二是公司通过发债、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。

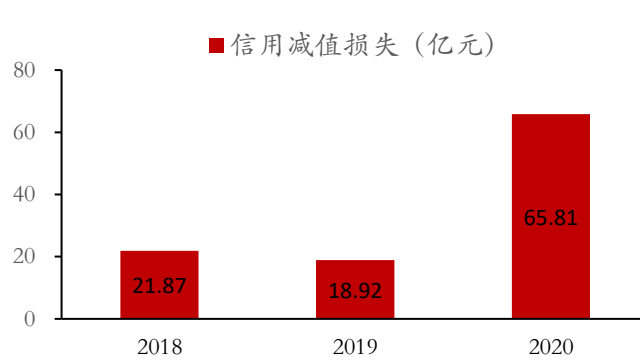
2020 年，公司对发生减值迹象的资产计提了减值准备，使公司的资产质量保持优良。2020 年公司计提信用减值损失 65.8 亿元，同比+248%，其他资产减值损失 4.95 亿元，合计计提减值损失 70.76 亿元。信用减值损失中，约 49 亿元均为买入返售金融资产减值损失，7 亿元为融出资金减值损失。

图表 1 2016-2020 中信证券总资产规模及同比增速



资料来源：公司年报，万和证券研究所

图表 2 2018-2020 中信证券信用减值损失

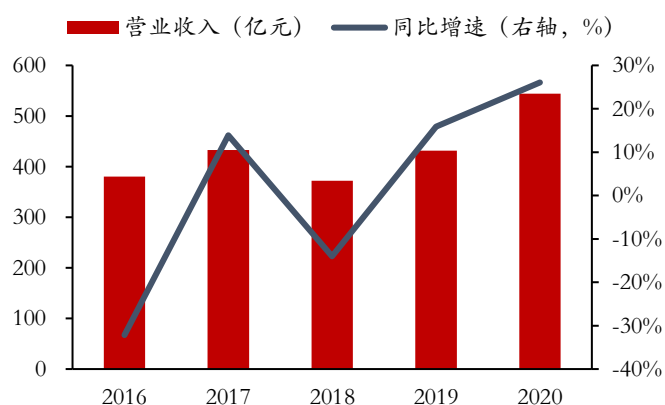


资料来源：公司年报，万和证券研究所

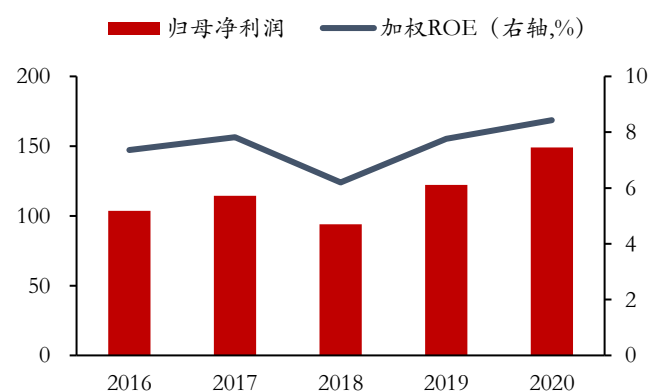
## 二、利润端增速不及行业平均，净资产收益率创五年新高

公司 2020 年实现营业收入 543.83 亿元，同比+26.06%，行业平均营业收入增速+24.41%；实现归母净利润 149.02 亿元，同比+21.86%，行业平均净利润增速为 27.98%，受大幅计提信用减值损失影响，公司利润端增速不及行业平均；加权平均 ROE 为 8.43%，较上一年同期增加 0.67 个百分点，达到五年来最高水平，高于行业平均水平 6.82%，公司盈利能力稳居行业领先地位。

图表 3 2016-2020 中信证券营业收入及同比增速



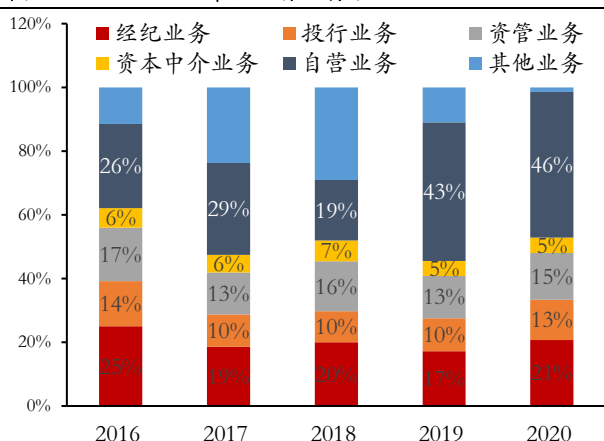
图表 4 2016-2020 中信证券归母净利润及加权 ROE



### 三、各项业务稳健增长，持续加码重资本业务

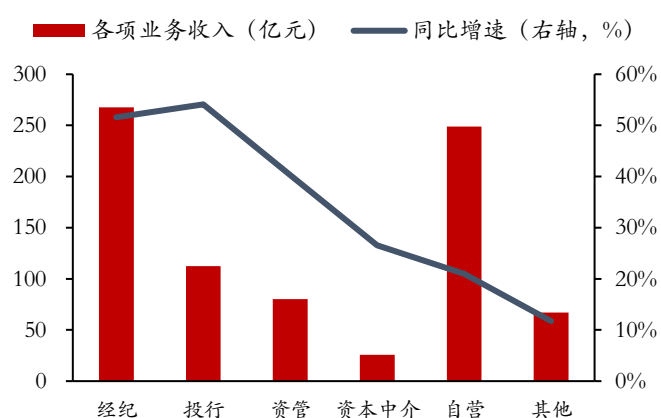
公司2020年业绩稳健增长主要是因为市场交投活跃、基金发行规模扩张、注册制改革及再融资政策松绑等，受益于积极因素带动公司经纪业务、资管业务、投行业务高增长。经纪业务、资管业务、投行业务收入分别为112.57亿元、68.82亿元、80.06亿元，同比增速依次为51.6%、54.01%、40.3%。此外，投资业务、资本中介业务净收入分别为248.83.07亿元、25.87亿元，增速分别为32.73%、26.5%。业务结构上，经纪、投行、资管手续费净收入占比分别为20.5%、12.5%、14.6%，投资收益与资本中介业务净收入占比分别为46%、4.7%。

图表5 2016-2020 中信证券业务占比



资料来源：公司年报，万和证券研究所

图表6 2020 中信证券各项业务收入及同比增速



资料来源：公司年报，万和证券研究所

#### (一) 经纪业务：财富管理业务转型成功，财富管理客户数与资产同比大增

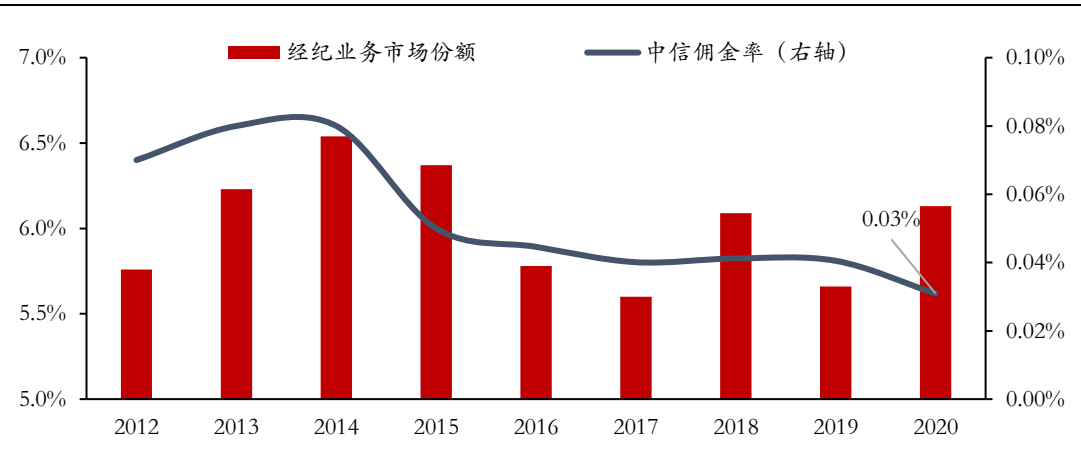
2020年公司股基成交额为28.6万亿，股基市场份额为6.13%，较2019年提升0.47个百分点，佣金率下滑至3.09%，客户数量持续增长，财富管理客户数与资产同比增速均超60%。人民币600万以上高净值客户数量2.7万户，资产规模1.3万亿，财富管理账户签约客户1.3万户，签约客户资产超1700亿元，全年实现代销金融产品9447亿元，同比+21%，基金保有规模3000亿元，代销收入19.65亿元，同比+145%，占证券经纪业务净收入比例18%。公司坚持经纪业务本源，深化财富管理发展，丰富产品与服务体系，强化核心财富配置能力，大力培育高素质专业队伍，贯彻全球一体化发展要求，整合境外零售与财富管理，探索为客户提供境内外全产品服务。

图表7 中信证券经纪业务概览

	2018	2019	2020
股基交易量市占率	6.09%	5.85%	6.13%
财富管理客户数量 (万户)	6.52	7.5	12.6
客户资产规模 (亿元)	6,289	8,738	15,032
户均资产规模 (万元)	965	1,165	1,193
代销金融产品 (亿元)	7.69	8.03	19.65

资料来源：公司年报，万和证券研究所

图表 8 中信证券经纪业务市场份额及佣金率变化



资料来源：公司年报，万和证券研究所

## (二) 投行业务：整体市占率提升，龙头地位稳固

2020 年中信证券投行业务实现收入 68.82 亿元，同比增长 54.13%。股权融资方面，2020 年，公司完成主承销项目 158 单，承销金额 3136 亿元，同比+12%，市场份额 18.94%，排名维持市场第 1；再融资方面，2020 年公司完成规模合计 2844.72 亿元，市场份额 22.88%；债权融资方面，承销金额 12989 亿元，同比+28%，市场份额 12.93%，排名维持同业第 1。

图表 9 中信证券投行业务概览

	2018	2019	2020
IPO 规模 (亿元)	127.76	453.08	451.15
IPO 市占率	9.29%	17.93%	9.55%
再融资规模 (亿元)	1511.58	2366.48	2844.73
再融资市占率	15.98%	18.08%	22.88%
境内债券融资规模 (亿元)	7,659	10,166	12,989
境内债券融资规模市占率	13.50%	13.18%	12.93%

资料来源：公司年报，万和证券研究所

## (三) 自营业务：去方向性投资转型取得成效，另类投资业务表现亮眼

公司 2020 年实现自营投资收入同比+12.7%至 179 亿元，自营投资为业绩增长的核心驱动因素。公司自营业务正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 年公司股票投资规模增长，债券投资规模下滑。期末交易性金融资产中股票余额达 1,488 亿元，同比+139%。债券投资余额 1,905 亿元，同比-10%。自营权益类证券及证券衍生品/净资本、自营非权益类证券及其衍生品/净资本两项指标分别比 2019 年末上升 30 个百分点和 4 个百分点，资本利用效率进一步提高。

2020 年，中信证券新增投资项目 70 余单(含科创板跟投)，投资金额近人民币 40 亿元，全

年实现净利润 17.6 亿元，同比+35%。金石投资全年实现净利润 8.4 亿元，同比-23%。

#### （四）资管业务：主动管理取得突破，私募业务规模排名第一

公司资产管理业务方面收入包含资管+旗下基金子公司。2020 年资管业务管理费收入 24.74 亿元，同比增长 51.67%。截至 2020 年末，公司资产管理规模合计人民币 13,664.01 亿元，其中集合资产管理计划、单一资产管理计划及专项资产管理计划规模分别为人民币 2,601.24 亿元、11,061.68 亿元和 1.09 亿元，其中主动管理规模人民币 10,526.45 亿元，资管新规下公司私募资产管理业务（不包括养老业务、公募大集合产品以及资产证券化产品）市场份额约 13.50%，排名行业第一。

基金业务实现收入 55.32 亿元，同比增长 35.73%。2020 年末华夏基金本部管理资产规模为 14,611.42 亿元。其中，公募基金管理规模 8,046.36 亿元；机构及国际业务资产管理规模 6,565.06 亿元。

图表 10 中信证券资管业务概览

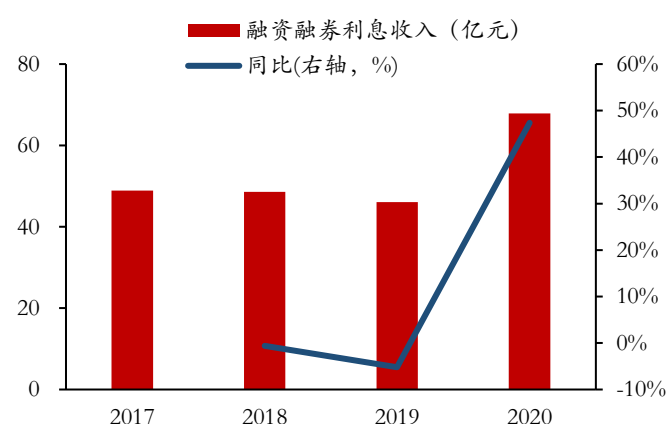
单位：亿元	2018	2019	2020
集合资管计划	1,339	1,292	2,601
单一资管计划	12,079	12,652	11,062
专项资管计划	13	4	1
合计	13,431	13,948	13,664

资料来源：公司年报，万和证券研究所

#### （五）资本中介业务：融资融券规模领先，股押风险计提充分

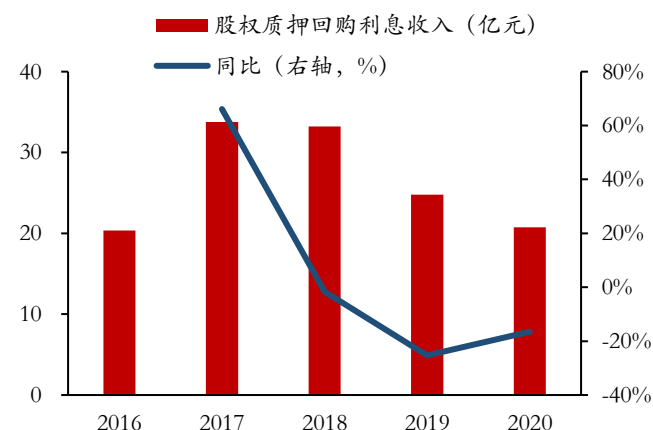
2020 年，公司实现利息净收入 25.80 亿元，同比增长 26.50%，其中融资融券利息收入 67.93 亿元，同比增长 47.85%。股票质押业务利息收入 20.74 亿元，同比-16.45%。2020 年末公司表内股票质押余额为 317 亿元，同比-22%。

图表 11 2017-2020 中信证券两融利息收入及同比增速



资料来源：公司年报，万和证券研究所

图表 12 2016-2020 中信证券股押收入及同比增速



资料来源：公司年报，万和证券研究所

## 四、盈利预测及投资建议

随着资本市场改革深化，行业头部化凸显，公司有望持续受益。预计公司 2021-2023 年每股

净资产为 15.51/16.65/17.85 元，对应 PB 为 1.51/1.40/1.31 倍。随着公司规模不断扩张，叠加监管驱动打造航母级券商导向，在资本市场改革持续推进的背景下，利好资本实力、风险定价能力、业务布局方面均有优势的龙头券商。公司在经纪、投行等传统业务的龙头地位稳固，投行资本化、场外期权等新兴业务上表现突出，未来公司业务有望实现新的突破，首次覆盖给予“买入评级”。

## 五、风险提示

市场大幅波动，业务开展不及预期。

### 财务报表与财务指标

利润表 (百万)					资产负债表 (百万)				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	54,383	55,211	57,464	62,706	货币资金	233,693	245,378	257,647	270,529
手续费及佣金净收入	26,764	28,805	29,467	30,486	融出资金	116,741	120,244	123,851	127,567
代理买卖证券业务净收入	11,257	10,694	11,015	11,345	交易性金融资产	419,981	461,979	508,177	558,995
证券承销业务净收入	6,882	6,537	6,537	6,864	买入返售性金融资产	39,227	55,142	51,066	48,478
资产管理业务收入	8,006	8,407	8,659	8,918	其他权益工具	16,636	16,149	16,355	16,380
利息净收入	2,587	2,328	2,398	2,470	长期股权投资	8,877	8,972	8,950	8,933
投资净收益	24,884	19,907	20,902	21,947	资产合计	1,052,962	1,090,301	1,155,053	1,232,790
其他业务收入	6,698	6,776	6,490	6,655	卖出回购金融资产款	198,299	208,214	218,625	229,556
<b>营业支出</b>	<b>33,744</b>	<b>31,070</b>	<b>30,175</b>	<b>32,745</b>	代理买卖证券款	203,111	213,266	223,929	235,126
营业税金及附加	398	403	419	458	应付债券	171,988	180,587	189,617	199,097
管理费用	20,145	20,450	21,285	23,226	应付职工薪酬	17,584	21,101	25,321	30,385
资产减值损失	0	0	0	0	负债总计	867,080	890,595	946,788	998,283
信用减值损失	6,581	4,000	2,000	2,000	股东权益合计	185,883	200,542	215,228	230,786
其他业务成本	6,126	6,217	6,471	7,061	总股本	12,927	12,927	12,927	12,927
营业利润	20,638	24,141	27,290	29,961					
加：营业外收入	79	196	104	126					
减：营业外支出	247	114	138	166					
<b>利润总额</b>	<b>20,470</b>	<b>24,223</b>	<b>27,256</b>	<b>29,921</b>					
减：所得税费用	4,954	5,862	6,596	7,241					
净利润	15,517	18,361	20,660	22,680					
减：少数股东损益	15,517	18,361	20,660	22,680					
归母公司所有者的净利润	14,902	17,854	20,146	22,135					

关键财务和估值指标				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
每股收益	1.15	1.38	1.56	1.71
每股净资产	14.38	15.51	16.65	17.85
ROE	8.48%	9.24%	9.69%	9.93%
营业收入增长率	26.06%	1.52%	4.08%	9.12%
净利润增长率	21.86%	19.81%	12.84%	9.87%
资产负债率	82.35%	81.68%	81.97%	80.98%
P/E	20.27	16.92	15.00	13.65
P/B	1.63	1.51	1.40	1.31

资料来源：Wind，万和证券研究所





## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

**分析师声明：**本研究报告作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 投资评级标准：

**行业投资评级：**自报告发布日后的 12 个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

**强于大市：**相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

**同步大市：**相对沪深 300 指数涨幅介于-10%—10%之间；

**弱于大市：**相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

**股票投资评级：**自报告发布日后的 12 个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

**买入：**相对沪深 300 指数涨幅 15%以上；

**增持：**相对沪深 300 指数涨幅介于 5%—15%之间；

**中性：**相对沪深 300 指数涨幅介于-5%—5%之间；

**回避：**相对沪深 300 指数跌幅 5%以上。

**免责声明：**本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

## 万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道 7028 号时代科技大厦西座 20 楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>