

高基数下自营显著承压，费用支出大增拖累业绩增速

——中信建投 2021 年一季报点评

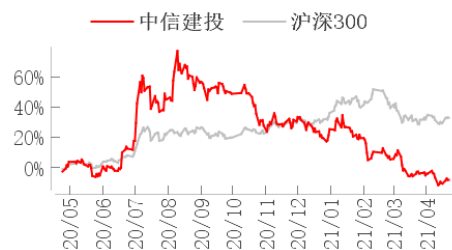


东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价 (2021 年 04 月 22 日)	30.8 元
目标价格	32.84 元
52 周最高价/最低价	60.14/29.23 元
总股本/流通 A 股 (万股)	775,669/257,602
A 股市值 (百万元)	238,906
国家/地区	中国
行业	非银行金融
报告发布日期	2021 年 04 月 23 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	2.71	-5.46	-23.73	-8.05
相对表现	3.45	-6.37	-21.38	-27.98
沪深 300	-0.74	0.91	-2.35	19.93



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

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

自营交易高速发展+股债承销双击, ROE 行业一骑绝尘: ——中信建投 2020 年年报点评 2021-04-01

业绩增速与 ROE 持续领跑全行业, 投行业务优势明显: ——中信建投 2020 年三季报点评 2020-10-25

自营收入大增 2 倍助 ROE 领跑行业, 业绩翻倍大超预期: ——中信建投 2020 年中报 2020-08-26

核心观点

- 归母净利润同比小幅下滑 12%，ROE 回落明显。1) 公司 21Q1 实现营业收入 48.04 亿元，同比+10%，实现归母净利润 17.22 亿元，同比-12%，20 年整体业绩高基数下，业绩承压明显。2) 公司 21Q1 实现年化 ROE10.05%，较 21Q1 的 13.55%回落明显。3) 经纪、自营、投行、利息、资管净业务收入占比分别为 29%、25%、17%、6%、5%。其中自营占比大幅下降 18pct，相比之下经纪占比提升 4pct 至 29%，重新跃居收入贡献度第一位。
- 高基数下自营收入下滑 36%，受益于 1-2 月高活跃度经纪收入同增 28%。1) 公司 21Q1 实现自营收入 12.04 亿元，同比减少 36%，公司金融资产规模出现一定缩水，截至 21Q1 末公司金融投资资产规模 1822.19 亿元，较年初微降 2%。高基数叠加一季度赚钱效应较差，公司自营板块业绩压力较高。2) 21Q1 公司实现经纪收入 13.78 亿元，同比+28%，持续受益于 1-2 月 A 股市场高活跃度，第一季度沪深两市双边股基成交额高达 118 万亿元，同比+12%。此外，预计公司代销金融产品业务表现优异。3) 公司 21Q1 实现资管收入 2.21 亿元，低基数下同比增长 42%。
- IPO 节奏显著放缓投行收入仍同增 10%，两融规模持续提升。1) 21Q1 公司实现投行业务收入 8.12 亿元，同比+10%。21Q1 公司股债承销规模 2403 亿元，市占率 9.96%，行业第二；其中 IPO 规模 57 亿元，市占率 7.49%，节奏显著放缓。2) 21Q1 公司实现利息净收入 2.97 亿元，同比-11%。值得注意的是，截至 21Q1 公司权益乘数增至 4.49，较年初进一步提升 0.11。此外，截至 21Q1 末公司融出资金余额达 484 亿元，较年初增长 4%，两融业务保持良好增长态势。3) 21Q1 业务及管理费大增 22%，成为拖累业绩增速的主因。

财务预测与投资建议

- 预计公司 21-23 年 BVPS 分别为 8.59/9.95/11.57，按可比公司估值，维持 30%成长龙头溢价，对应 22PB 为 3.3x，目标价 32.84 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)	13,693	23,351	26,773	30,591	34,870
同比增长	26%	71%	15%	14%	14%
营业利润(百万元)	7,165	12,165	15,053	17,814	21,046
同比增长	77%	70%	24%	18%	18%
归属母公司净利润(百万元)	5,502	9,509	11,813	14,153	16,921
同比增长	78%	73%	24%	20%	20%
每股收益 (元)	0.72	1.23	1.52	1.82	2.21
总资产收益率	2.3%	2.9%	2.9%	3.0%	3.2%
净资产收益率	10.5%	15.2%	16.3%	17.2%	18.0%
市盈率	42.81	25.12	20.22	16.88	13.92
市净率	5.05	4.14	3.58	3.09	2.66
经纪业务佣金率	0.037%	0.034%	0.032%	0.031%	0.031%

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。

2021-23 年公司 BVPS 分别为 8.59/9.95/11.57。我们选择可比公司估值法进行估值，参考指标为市净率。我们选取华林证券、南京证券、红塔证券、中信证券、招商证券、中金公司作为可比公司。考虑到中信建投 ROE 大幅领先于可比公司平均水平，具有更高的成长性，因此给予其 30% 的估值溢价率。可比公司平均 2022PB 为 2.50x，按 30% 溢价率，对应 2022E PB 为 3.30x，公司 22BVPS 为 9.95 元，对应目标价 32.84 元，维持增持评级。

表 1：可比公司估值表（2021 年 4 月 22 日）

股票代码	可比公司	2019	2020E	2021E	2022E
002945	华林证券	5.94	5.27	4.79	4.41
601236	红塔证券	3.75	3.48	3.24	3.07
601990	南京证券	3.15	2.21	2.07	1.94
600999	招商证券	1.94	1.56	1.41	1.28
600030	中信证券	1.89	1.68	1.54	1.41
601995	中金公司	5.23	3.52	3.11	2.73
	平均值	3.70	3.00	2.70	2.50

数据来源：WIND、东方证券研究所

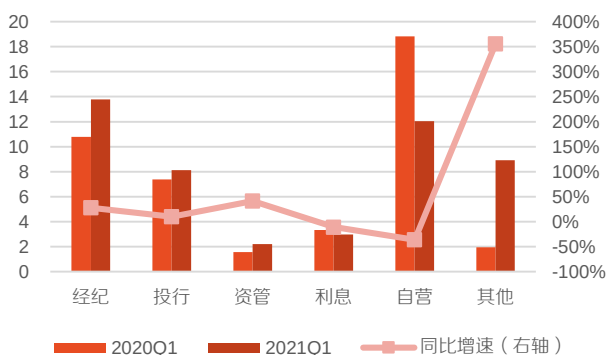
表 2：2021Q1 业绩摘要

单位：百万元	2021Q1	2021Q1	同比
一、营业收入	4,382	4,804	10%
手续费及佣金净收入	2,103	2,511	19%
经纪业务手续费净收入	1,077	1,378	28%
投资银行业务手续费净收入	738	812	10%
资产管理业务手续费净收入	156	221	42%
利息净收入	333	297	-11%
投资净收益	1,634	2,024	24%
对联营企业和合营企业的投资收益	-0.20	0.42	-308%
公允价值变动净收益	248	-819	-431%
其他业务收入	55	763	1296%
二、营业支出	1,880	2,755	47%
营业税金及附加	27	34	24%
管理费用	1,695	2,067	22%
减值损失合计	108	-103	-195%
其他业务成本	50	757	1406%
三、营业利润	2,501	2,049	-18%
四、利润总额	2,494	2,048	-18%
减：所得税	536	363	-32%
五、净利润	1,958	1,685	-14%
归属于母公司所有者的净利润	1,951	1,722	-12%

总资产	287,014	390,338	36%
归属于母公司所有者的净资产	58,617	69,277	18%
代理买卖证券款	62,293	79,341	27%
杠杆率（剔除代理买卖证券款）	3.83	4.49	17%

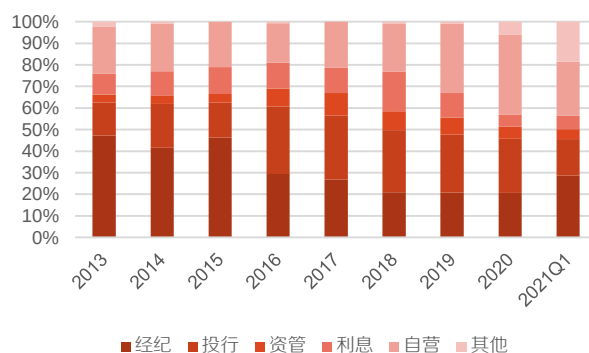
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 1：2021Q1 公司分业务收入（亿元）及同比增速



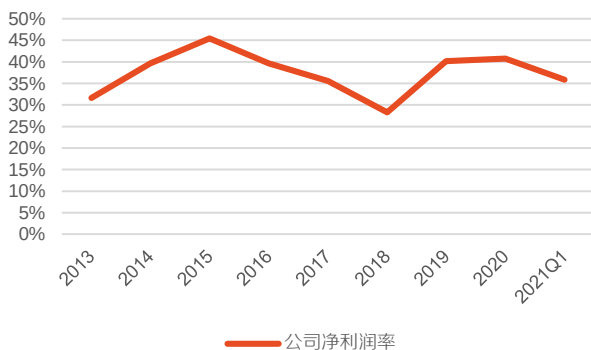
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 2：2013-2021Q1 公司分业务收入结构



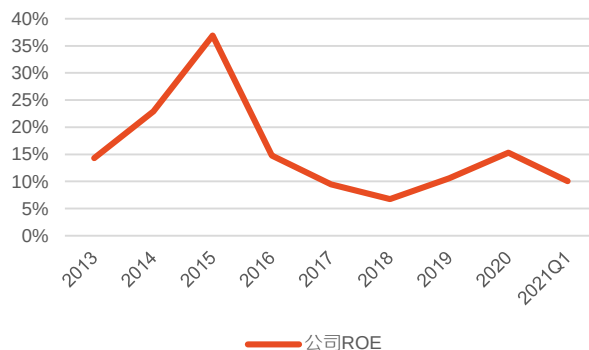
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 3：2013-2021Q1 公司净利润率



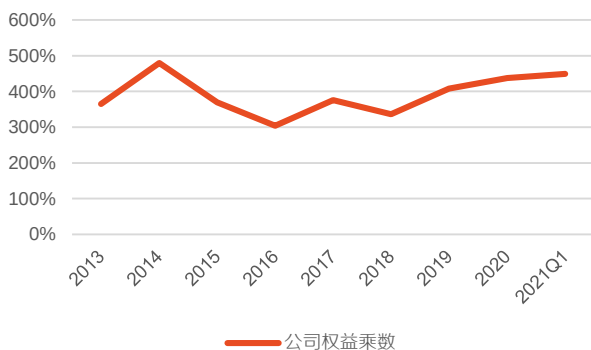
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 4：2013-2021Q1 公司 ROE



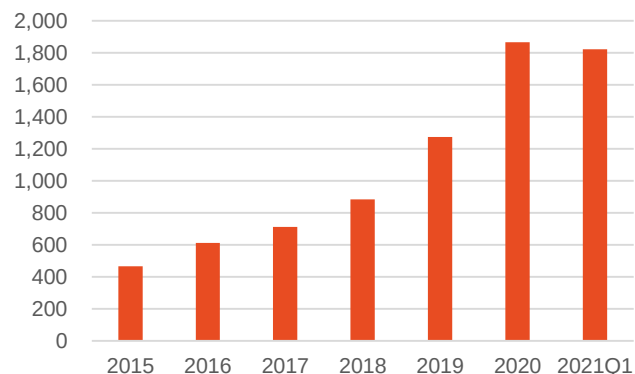
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 5：2013-2021Q1 公司权益乘数（剔除证券款）



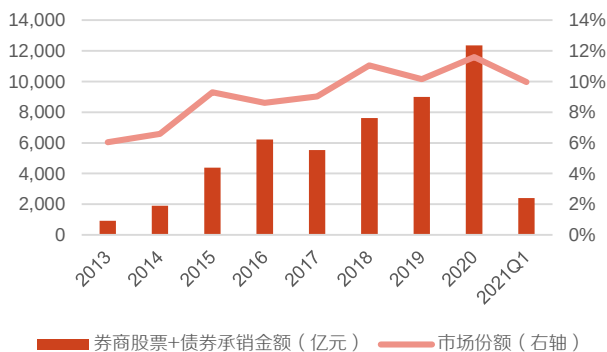
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 6：2013-2021Q1 公司金融投资资产规模（亿元）



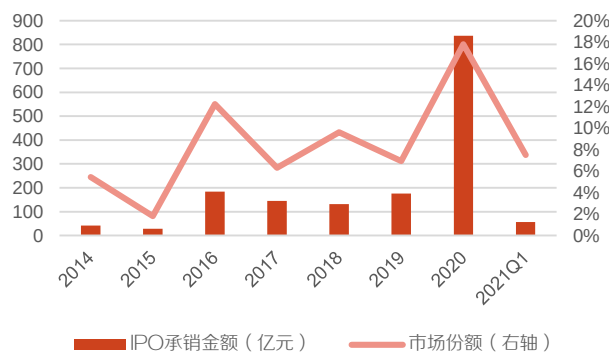
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 7：2013-2021Q1 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 8：2014-2021Q1 公司 IPO 承销金额及市占率



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
货币资金	90,255	82,864	93,086	99,379	106,068	成长能力					
其中：客户存款	47,315	59,604	66,956	71,482	76,294	营业收入	25.5%	70.5%	14.7%	14.3%	14.0%
公司存款	42,940	23,261	26,130	27,897	29,774	手续费及佣金净收入	18.6%	57.7%	7.7%	8.5%	15.0%
结算备付金	9,662	15,984	17,956	19,170	20,460	其中：经纪业务	24.2%	69.9%	6.1%	3.2%	6.8%
其中：客户备付金	5,381	10,665	11,980	12,790	13,651	投行业务	17.5%	58.9%	7.7%	11.2%	21.3%
公司备付金	4,281	5,319	5,976	6,379	6,809	资产管理	11.4%	20.7%	13.5%	15.1%	15.3%
投资资产	127,400	186,753	236,756	279,861	309,061	净利息收入	-21.8%	-14.7%	15.6%	12.7%	10.3%
其中：交易性资产	91,756	138,656	175,780	207,783	229,463	自营收入	82.3%	96.8%	24.4%	22.0%	14.5%
其他债权投资	32,430	44,817	57,628	68,661	76,111	营业支出	-4.9%	71.3%	4.8%	9.0%	8.2%
其他权益工具投资	3,214	3,280	3,348	3,417	3,487	管理费用	14.8%	30.5%	11.2%	11.0%	10.6%
存出保证金	2,794	8,741	9,819	10,483	11,189	营业利润	77.3%	69.8%	23.7%	18.3%	18.1%
买入返售资产	21,119	16,117	18,105	19,329	20,630	归属于母公司净利润	78.2%	72.8%	24.2%	19.8%	19.6%
长期股权投资	270	229	221	520	323	资产分布					
固定资产（含在建工程）	503	572	509	750	610	自有存款/总资产	15.0%	6.3%	5.9%	5.5%	5.4%
资产总计	285,670	371,228	443,642	506,329	555,445	客户存款/总资产	16.6%	16.1%	15.1%	14.1%	13.7%
交易性金融负债	1,126	1,596	1,915	2,298	2,757	投资资产/总资产	44.6%	50.3%	53.4%	55.3%	55.6%
代买卖证券款	54,626	74,710	83,927	89,600	95,631	买入返售资产/总资产	7.4%	4.3%	4.1%	3.8%	3.7%
应付职工薪酬	2,704	3,948	4,217	4,368	4,488	投资资产/净资产	223.9%	274.3%	307.6%	319.7%	308.6%
负债总计	228,775	303,157	366,663	418,788	455,301	收入分布					
股本	7,646	7,757	7,757	7,757	7,757	手续费收入/营业收入	55.7%	51.5%	48.4%	45.9%	46.3%
资本公积	8,753	12,491	12,491	12,491	12,491	经纪业务/营业收入	20.8%	20.7%	19.2%	17.3%	16.2%
一般风险准备	17,543	22,076	24,445	27,284	30,678	投行业务/营业收入	26.9%	25.1%	23.6%	22.9%	24.4%
其他综合收益	394	377	355	596	871	资管业务/营业收入	7.8%	5.5%	5.5%	5.5%	5.6%
盈余公积	3,573	4,525	5,709	7,129	8,826	自营业务/营业收入	20.1%	32.7%	35.5%	37.8%	37.9%
未分配利润	8,692	10,549	15,899	21,935	29,143	净利息收入/营业收入	11.4%	5.7%	5.7%	5.7%	5.5%
少数股东权益	313	336	361	389	418	净利润驱动指标					
股东权益合计	56,895	68,071	76,979	87,541	100,145	公司股基交易额	7,140,000	12,930,000	14,525,023	15,506,940	16,550,737
负债和股东权益总计	285,670	371,228	443,642	506,329	555,445	公司股基交易市占率	2.62%	2.93%	2.98%	3.03%	3.08%
利润表						净佣金率(%)	0.37	0.34	0.32	0.31	0.31
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	IPO 市占率	0.00%	17.80%	12.50%	12.50%	15.00%
营业收入	13,693	23,351	26,773	30,591	34,870	再融资市占率	10.63%	13.98%	13.98%	13.98%	15.00%
手续费及佣金净收入	7,625	12,024	12,945	14,042	16,154	债券承销增长率	10.80%	10.62%	10.62%	10.62%	11.50%
其中：经纪收入	2,847	4,836	5,132	5,298	5,658	营业税金/营业收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
证券承销收入	3,685	5,857	6,305	7,012	8,505	成本收入比	47.7%	47.9%	43.8%	41.8%	39.6%
资产管理收入	1,070	1,292	1,466	1,688	1,945	有效税率	22.7%	21.4%	21.4%	20.4%	19.4%
利息净收入	1,559	1,331	1,539	1,733	1,912	资本公积变化	4,981	3,718	0	0	0
投资收益	2,755	7,636	9,493	11,550	13,221	获利能力					
公允价值变动	1,644	1,049	1,304	1,624	1,859	净利率	40.2%	40.7%	44.1%	46.3%	48.5%
营业支出	6,528	11,186	11,721	12,777	13,824	ROA	2.3%	2.9%	2.9%	3.0%	3.2%
营业税金及附加	99	156	179	204	233	ROE	10.5%	15.2%	16.3%	17.2%	18.0%
业务及管理费用	6,459	8,428	9,371	10,401	11,507	每股指标（元）					
营业利润	7,165	12,165	15,053	17,814	21,046	每股收益	0.72	1.23	1.52	1.82	2.21
利润总额	7,154	12,126	15,063	17,820	21,041	每股净资产	6.09	7.45	8.59	9.95	11.57
所得税	1,624	2,589	3,216	3,627	4,072	每股经纪业务交易额	933.77	1,666.95	1,872.58	1,999.17	2,133.74
少数股东损益	28	27	34	41	48	估值比率					
归属于母公司股东的净利润	5,502	9,509	11,813	14,153	16,921	市盈率	42.81	25.12	20.22	16.88	13.92
						市净率	5.05	4.14	3.58	3.09	2.66

资料来源：东方证券研究所

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