东兴证券 DONGXING SECURITIES

中信证券（600030）：各类风险充分释放，做大规模再启新篇

——中信证券 2020 年报点评

2021 年 03 月 19 日

推荐/维持

中信证券 | 公司报告

中信证券披露 2020 年报，报告期内实现营业收入 543.83 亿元，同比增长 26.06%；归母净利润 149.02 亿元，同比增长 21.86%。EPS 1.16 元/股，同比增长 14.85%；ROE 8.43%，同比上升 0.67pct。财务杠杆率 4.59 倍，较 2019 年的 4.65 倍略有下降。年度利润分配方案为每 10 股派发现金红利 4 元（含税）。

点评：

2020 年二级市场流动性较 2019 年显著改善，交易活跃度大幅提升，投资机会层出不穷；在科创板、创业板注册制利好推动下，投行业务规模快速增加、项目周期缩短，效率提升明显；资管新规推动行业变革，主动管理占比持续上升，公募基金规模爆发式增长成为资管业务新的增长极。整体上看，公司各项业务收入均受到不同程度提振。

持续加码重资本业务，公司业务结构更加均衡。从净收入维度看，**①投行业务方面：**注册制快速推进下投行收入增速最高，达 54.1%，IPO 和定增规模分列行业第 4 位和第 1 位，总融资规模坐稳行业头名；**②经纪业务**受市场催化最为直接，手续费净收入增速达 51.6%，财富管理转型效果进一步体现，高净值客户（600 万以上资产）数量 2.7 万户，资产规模 1.3 万亿，金融产品代销净收入 19.6 亿，占经纪业务手续费净收入比例达 18.2%，较 2019 年（11.3%）显著提升，业务结构更为均衡，亦为未来开展投顾业务夯实基础；**③资管业务和信用业务**净收入分别增长 40.3%和 26.5%；受债券市场影响，自营投资收益（含公允价值变动收益）增速仅 10.8%，增速排名各业务线末位。**④公司继续发力资本中介类和衍生品类业务，**剔除原广证部分净资产杠杆率较 2019 年末有所上升，部分风控指标（如风险覆盖率、资本杠杆率等）同比下降。自营权益类证券及证券衍生品/净资本和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 40.7pct 和 3.9pct，资本利用效率进一步提高。**大力开展重资本业务也令公司的业务结构更为均衡，经纪/投行/资管/投资/信用及其他业务收入占比分别为 26%/12%/18%/25%/19%。**

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	431.40	543.83	537.09	605.40	665.16
增长率（%）	15.90%	26.06%	-1.24%	12.72%	9.87%
净归母利润（百万元）	122.29	149.02	142.29	164.50	183.12
增长率（%）	30.23%	21.86%	-4.52%	15.61%	11.32%
净资产收益率（%）	7.77%	8.68%	7.25%	7.60%	8.07%

公司简介：

公司是国内规模最大的证券公司。主营业务范围为：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。中信证券在若干业务领域保持或取得领先地位。公司紧紧围绕服务实体经济这一个中心，进一步完善融资安排者、财富管理者、交易服务与流动性提供者、市场重要投资者和风险管理者五大角色，不断重塑并巩固核心竞争力。公司依托第一大股东与中信银行、中信信托、信诚人寿保险等公司共同组成中信控股之综合经营模式，并与中信国际金融控股共同为客户提供境内外全面金融服务。（来自 Wind）

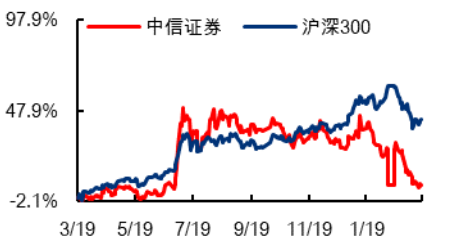
未来 3-6 个月重大事项提示：

2020-08-31 每 10 股派发人民币 4.00 元（含税）

交易数据

52 周股价区间（元）	32.98-21.55
总市值（亿元）	3,044.26
流通市值（亿元）	2,311.35
总股本/流通 A 股（万股）	1,292,678/981,466
流通 B 股/H 股（万股）	/227,833
52 周日均换手率	1.55

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

每股收益(元)	1.01	1.16	0.96	1.11	1.23
PE	24.89	20.43	21.39	18.51	16.62
PB	1.93	1.77	1.55	1.41	1.34

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师：刘嘉玮

010-66554043 liujw_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480519050001

盈利能力稳健，充分计提减值增厚业绩安全垫。当前市场波动加大，信用业务风险备受关注，报告期内公司融资融券业务和股票质押业务规模一升一降，结构更为均衡。期末两融余额1126亿，较2019年末增长66.5%；表内股质余额317亿，较2019年末减少21.6%。在压降规模的同时，公司2020年就股质业务计提信用减值损失48.8亿，较2018年和2019年大幅增加，信用减值计提/业务规模（静态测算）达15.38%，较2018年提升11.2pct，逆周期调节大幅增厚业务安全垫，若市场不出现单边下跌行情，预计2021年就股质业务继续大规模计提信用减值损失是小概率事件。报告期内公司就两融业务计提的减值损失也有所增加，减值/业务规模（静态测算）达0.63%，为近三年最高。和股质相比，两融业务风险较小，且公司近年将客户平均维持担保比例保持在300%之上，风险相对可控。

配股助力券商航母再启航。近年公司在资本补充方面也打出“组合拳”，自2020年初对原广证实现并表后，业务规模优势更加明显，行业龙头地位得到进一步巩固，报告期末总资产达10530亿，是首个总资产过万亿的证券公司。280亿配股完成后，公司总资产规模有望冲击1.5万亿，业务结构也将更加优化。

投资建议：

金融供给侧改革和全面注册制仍是近年资本市场的政策主旋律，作为核心参与者的证券公司有望持续获得政策支持。公司作为证券行业龙头，将受益于行业马太效应，享受市场改革和创新红利。此外，广证并表的规模效应和资源互补效应有望在未来1-2年显现，通过配股补充资本金也将助力公司迈上更高台阶。我们认为，规模增长和资本利用效率提升将有效对冲年内市场波动对证券行业和公司的影响，信用减值的逆周期调节也将增厚业绩安全垫，提升业绩确定性。我们坚定看好公司的发展前景，预计公司2021-2023年归母净利润分别为142.2亿、164.5亿和183.1亿。近期快速回调后，公司估值仅1.67倍，充分释放配股影响，且估值已回落至历史中枢下方，具备中长期投资价值，故维持“推荐”评级。年内目标价30.9元，对应2.2xPB。

风险提示：宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	中信证券（600030）：资本化进程有序推进，业绩确定性不断增强	2020-03-20
行业普通报告	非银金融行业跟踪：把握确定性，继续看好保险板块	2021-03-15
行业普通报告	非银行金融行业报告：非银金融行业跟踪：利率上行或将持续，继续看好保险板块	2021-03-08
行业普通报告	非银行金融行业报告：非银金融行业跟踪：利率上行驱动，短期保险板块继续占优	2021-03-01
行业普通报告	非银行金融行业报告：非银金融行业跟踪：利率上行驱动下，短期保险板块更具投资价值	2021-02-22
行业普通报告	非银行金融行业报告：非银金融行业跟踪：节前交易气氛转淡，券商估值或持续承压	2021-02-09
行业普通报告	非银金融行业跟踪：板块估值已至低位，静待流动性改善	2021-02-01
行业普通报告	非银行金融行业报告：非银金融行业跟踪：深度回调的保险标的中长期投资价值凸显	2021-01-25
行业深度报告	非银行金融行业报告：基金管理产业：中国公募基金潜力无限	2020-10-16

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘嘉玮

武汉大学学士，南开大学硕士，“数学+金融”复合背景。四年银行工作经验，五年非银金融研究经验，两年银行研究经验。2015 年第十三届新财富非银金融行业第一名、2016 年第十四届新财富非银金融行业第四名团队成员；2015 年第九届水晶球非银金融行业第一名、2016 年第十届水晶球非银金融行业第二名团队成员。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526