

证券研究报告 / 公司点评报告

增持

首次覆盖

龙头券商的国际化之路初见成效

事件: 中信证券发布 2019 年年报, 公司 2019 年实现营业收入 431.40 亿元, 同比增长 15.90%; 实现归母净利润 122.29 亿元, 同比增长 30.23%; 对应 EPS 为 1.01, 归母净资产 1616.25 亿元, 较上年末增长 5.54%。

投资要点:

公司整体盈利能力增强, 杠杆率提升。 公司净资产收益率为 7.77%, 同比增长 1.57%, 主要由于销售净利率和权益乘数的增长。

公司自营业务表现亮眼。 2019 年公司自营业务实现营业收入 158.91 亿元, 同比增长 7.50%, 主要得益于投资策略调整的幅幅增长。

投研服务承销业务在国内稳居第一, 在国际上有所突破。 影响力。

公司经纪业务转型初见成效, 国际化稳步推进。 公司境外机构股票经纪业务发展平稳, 市场份额在亚太地区 (不包括日本) 排名第一。

公司资管业务表现优异, 表现良好。 2019 年公司资产管理规模 1.06 万亿元, 同比增长 8.8%, 主要得益于规模扩张 498.28 亿元, 50.6% 的资产管理业务市场份额 13.3%, 排名行业第一。

科创板带来新动力, 并购广州证券获批, 公司投行业务量和经纪业务都将进一步扩大。

金融科技在发力, 推动公司业务转型。 公司金融科技应用将不断进步, 金融科技发展策略推动公司业务转型。

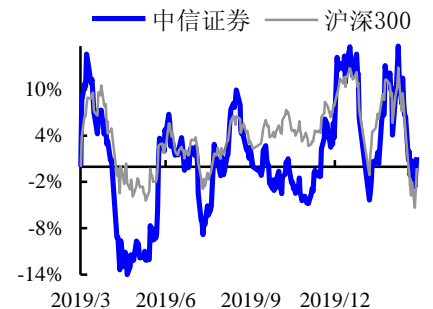
投资建议: 在全面深化资本市场改革大背景下, 证券行业积极发展, 中信证券作为行业龙头, 资本势力雄厚, 合规风控完善, 公司整体表现良好, 竞争优势明显。预计 2020 年归母净利润 136.4 亿元, 首次给予“增持”投资评级。

风险提示: 金融监管趋严、市场竞争加剧

风险提示: 金融监管趋严、外资进入加速, 市场竞争加剧

股票数据	2020/3/26
6 个月目标价 (元)	26.98
收盘价 (元)	22.48
12 个月股价区间 (元)	19.45 ~ 26.42
总市值 (百万元)	294,213
总股本 (百万股)	12,927
A 股 (百万股)	10,648
B 股/H 股 (百万股)	0/2,278
日均成交量 (百万股)	129

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-10%	-2%	-2%
相对收益	0%	5%	-2%

相关报告

《券商外资股比解禁, 机遇与挑战并存》
-20200315

《【东北非银行业动态点评】政策红利三箭齐发, 哪些公司受益最大?》-20200309

《广发证券年报点评 (000776.SZ): 财富管理稳健推进, 投行转型正在进行》-20190328
2 月央行资产负债表点评: 降准后央行缩量, 资金将维持在更低区间

-20200325

证券分析师: 王凤华

执业证书编号: S0550520020001
13801276398 wangfh@nesc.cn

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	37221	43140	48740	52382	60068
(+/-)%	-14.02%	15.90%	12.98%	7.47%	14.67%
归属母公司净利润	9390	12229	13696	16393	17569
(+/-)%	-17.87%	30.23%	12.00%	19.69%	7.18%
每股收益 (元)	0.77	1.01	1.06	1.27	1.36
市盈率	32.21	26.76	21.39	17.87	16.67
市净率	1.96	2.02	1.66	1.52	1.39
净资产收益率 (%)	6.13%	7.57%	7.78%	8.51%	8.36%
总股本 (百万股)	12117	12117	12927	12927	12927

龙头券商的国际化之路初见成效

事件：中信证券发布 2019 年年报，公司 2019 年实现营业收入 431.40 亿元，同比增长 15.90%；实现归母净利润 122.29 亿元，同比增长 30.23%；对应 EPS 为 1.01，归母净资产 1616.25 亿元，较上年末增长 5.54%。

投资要点

公司整体盈利能力增强，杠杆率提升。

通过年报分析，公司净资产收益率为 7.77%，同比增长 1.57%，主要由于销售净利率和权益乘数的增长，2019 年销售净利率 28.35%，同比增长 3.12%，权益乘数由 4.22 提升至 4.59。公司 2019 年增长主要得益于市场整体向好的大背景下，盈利能力增强，同时，公司杠杆率提升，增厚了业绩。相比于其他大券商如海通证券的净利润大幅增长，公司净利润增速只有 30.23%，但这并不说明公司增长势头弱于其他龙头券商，主要原因是 2018 年公司业绩表现稳定，18 年实现归母净利润 93.9 亿元，同比仅下降 17.87%，相比而言，2018 年的净利润海通证券、国泰君安 30% 多的下降，华泰证券 45% 的下降。它们 2019 年的增速加快是低基数的原因。拉长看 2019 对比 2017 年的业绩，中信证券保持 7% 的正增长，与龙头券商的平均增速相当。从业绩波动性上看，中信证券的业绩表现更加稳定，波动性小。

公司自营业务表现亮眼，已成为拉动业绩主力。

2019 年公司自营业务实现收入 158.91 亿，同比增长 97.50%，主要得益于投资收益的大幅增长，2019 年投资收益 187.48 亿元，同比增长 165.14%。报告期内自营业务收入占营收比重为 36.84%，去年同期该比重为 21.62%，自营业务已逐渐成为拉升业绩的主要力量，预期未来依然向好。

报告期内公司股权承销业务在国内稳居第一，在国际上有初具影响力。

境内股权融资方面，公司完成 A 股主承销项目 81 单，主承销金额 2798.03 亿元（含资产类定向增发），市场份额 18.16%，排名市场首位。其中 IPO 主承销项目 28 单，主承销金额人民币 451.33 亿元；再融资主承销项目 53 单，主承销金额人民币 2346.70 元。值得注意的是，公司境外股权融资方面崭露头角，完成香港市场 IPO 项目 17 单、美国市场 IPO 项目 4 单、菲律宾市场 IPO 项目 1 单，香港市场 IPO 保荐数量排名市场第二，近十年来首次以联席账簿管理人身份参与美国市场 IPO 及再融资。

公司债券承销业务保持行业领先地位。2019 年，公司债券（含可转债、可交换债）及资产证券化业务承销金额合计为人民币 10,015.30 亿元，同比增长 31.03%，承销金额占证券公司同业承销总金额的 13.18%，位居同业第一；占包含商业银行等承销机构在内的全市场承销总金额的 5.29%，排名全市场第五；承销支数为 1,981 只，位居证券同业第一。

公司是“一带一路”地区布局最广的中国投资银行

公司旗下的海外业务平台中信里昂，分支机构遍及英、美、澳、东南亚等 15 个国家和地区，研究覆盖超过 1,000 家“一带一路”区域上市公司，是在“一带一路”区域拥有最多当地分支机构、研究覆盖、销售网络和清算交收基础设施的中资证券公司，也是全球范围内与“一带一路”倡议契合度最高的投资银行。凭借独特的行业地位和累积的优势，中信里昂为参与“一带一路”项目的企业在亚洲跨国收购、建立合资企业、深入了解当地市场等业务领域，提供最优质、最有效的服务和建议。

公司经纪业务转型初现成效，国际化稳步推进。

2019年证券市场活跃度提升，公司经纪业务向财富管理业务转型，大力开发机构客户。报告期内，公司境内机构股票经纪业务整体处于行业领先，公募基金佣金分仓2019年上半年排名市场第一，QFII/RQFII交易客户数量增长到203家，位居市场前列，重点私募基金覆盖率提升到75%。公司境外机构股票经纪业务发展平稳，在14个国家和地区均有分支机构，为客户提供交易及研究服务，并加强交叉销售以及程序化电子交易业务拓展，其市场份额在亚太地区（不包括日本）排名第一，表明公司的国际化之路逐步推进。

交易业务方面，金融衍生品发展壮大，提供面向全球市场的跨时区交易服务。2019年，公司股权衍生品业务面向机构客户提供包括场外期权报价交易、股票收益互换、跨境收益互换在内的场外衍生品服务，解决客户的风险管理、全球资产配置、策略投资等需求；为机构客户和零售客户提供浮动收益挂钩收益凭证、结构性产品等柜台产品，满足客户的财富管理、大类资产配置需求；为交易所交易的基金产品、场内期权产品提供流动性做市服务。境外股权衍生品交易量持续扩大，客户数量保持增长，业务模式不断创新。

公司成为首家进入韩国衍生品市场的中资券商，交易新增覆盖加拿大、日本、欧洲等市场，服务客户参与GDR相关交易，为交易型客户提供高效的交易工具。公司为境外对冲基金、私人银行、财富管理机构提供结构丰富的场外衍生品交易，通过香港、新加坡、伦敦等地的交易台，为客户提供跨时区的全球市场衍生品交易。**公司资管业务立足机构，私募资管市场排名第一。**

2019年末，公司资产管理规模为人民币13947.58亿元，同比增长3.8%，其中主动管理规模6982.84亿元，占比50.06%。资管新规下公司私募资产管理业务市场份额13.3%，排名行业第一。公司资管业务未来总体规划“立足机构、做大零售”，预期将有进一步增长。华夏基金本部管理资产规模为人民币10321.16亿元，其中机构及国际业务资产管理规模为人民币4934.57亿元，机构业务规模保持行业前列，国际业务优于同业。

科创板带来新动力，并购广州证券获批。

科创板开市，推出注册制，IPO发行规模大幅度提升，为公司带来新的投行业务增量。报告期内，公司科创板承销保荐业务，申报22单，完成发行9单，实现承销佣金4-5亿左右。公司依靠龙头地位优势以及雄厚的资本实力，投行业务预期将大幅增长。公司并购广州证券获得证监会批准，2020年3月13日完成并购并上市。在当前券商行业竞争激烈、业务明显同质化的大背景下，中信通过并购广州证券，有利于扩大其在华南地区的业务规模、占领市场份额，增加其在华南地区的客户基础，稳固龙头地位。

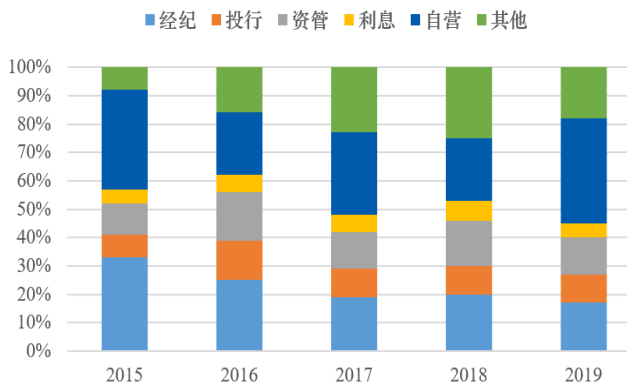
金融科技在发力，公司业务新转型。

公司重视金融科技的应用，将进一步落实金融科技发展战略，开发大数据、人工智能、VR等在业务领域的应用，推动公司业务转型，开发新型资产管理业务等。在财富管理方面，公司深度应用人工智能、大数据等科技，自主打造集“产品销售、投资顾问、资产配置”为一体的财富管理平台，依托智能引擎，通过数据驱动、金融科技驱动实现财富管理升级；金融科技还在风险控制上提供助力。

投资建议：在全面深化资本市场改革大背景下，证券行业积极发展，中信证券作为行业龙头，资本势力雄厚，合规风控完善，各项业务国内全面领先，国际初现成效，竞争优势明显。我们预计2020—2012年公司收入分别为487.4、523.8/600.7亿元，净利润为136.9、163.9、175.7亿元，首次给予“增持”投资评级。

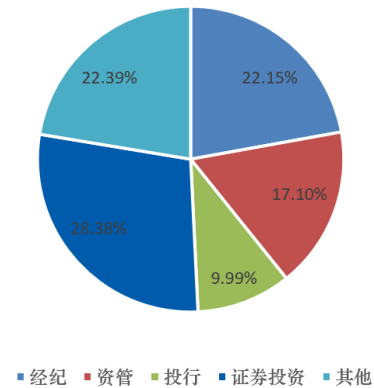
风险提示：金融监管趋严、外资金融加速，市场竞争加剧

图 1：2015-2019 年公司分项业务收入结构



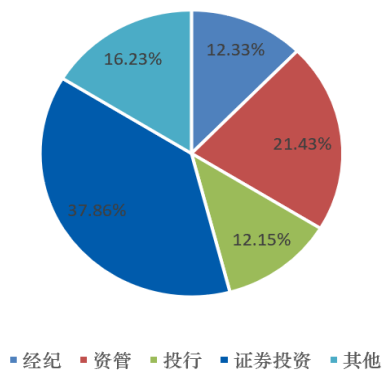
数据来源：wind，东北证券

图 2：2019 年各项业务营收占比



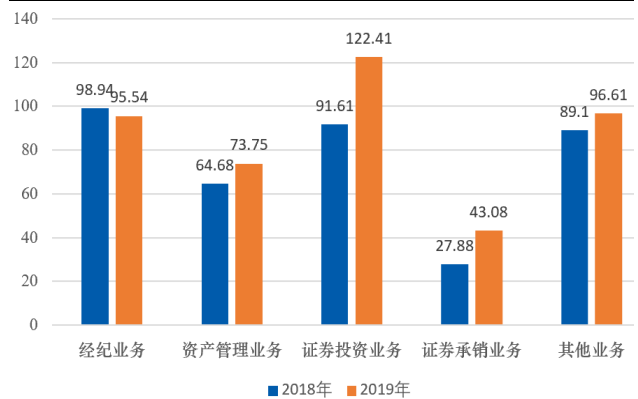
数据来源：中信年报，东北证券

图 3：2019 年各项业务利润占比



数据来源：中信年报，东北证券

图 4：2019 年各项业务营收增长



数据来源：中信年报，东北证券

表 1：2019 年股权承销增长情况

项目	2019 年		2018 年	
	主承销金额 (人民币百万元)	发行数量	主承销金额 (人民币百万元)	发行数量
首次公开发行	45,133	28	12,776	11
再融资发行	234,670	53	165,524	43
合计	279,803	81	178,300	54

数据来源：中信年报，东北证券

表 2: 2019 年各项业务营收增速表

业务(亿元)	2019 年	2018 年	同比增长 %
经纪业务	95.54	98.94	-3.43
资产管理业务	73.75	64.68	14.03
证券投资业务	122.41	91.61	33.62
证券承销业务	43.08	27.88	54.52
其他业务	96.61	89.10	8.43
合计	431.40	372.21	15.90

数据来源: 中信年报, 东北证券

表 3: 2019 年核心指标分析

单位: 百万元	2019 年	2018 年	2017 年
净资产	94904.22	91996.33	86708.27
净资产增长率	3.16%	6.10%	-7.27%
净资产	133555.05	125472.36	123217.66
净资产增长率	6.44%	1.83%	3.66%
各项风险资本准备之和	56864.43	50018.63	52136.15
风险覆盖率	166.90	183.92	166.31
资本杠杆率	13.73	16.22	16.67
流动性覆盖率	151.15	247.92	290.32
净稳定资金率	123.95	156.16	122.03
受托资金	1394758.00	1343120.00	1555310.24
净资本负债率	23.35	28.91	29.49
净资产/负债	32.86	39.44	41.91
净资本/净资产	71.06	73.32	70.37
自营权益类证券及证券衍生品/净资本	48.40	28.91	33.23
自营非权益类证券及证券衍生品/净资本	289.59	230.75	124.35
自营证券	45933.64	26596.14	28813.16

数据来源: wind, 东北证券

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	150,152	189,903	183,318	202,016
交易性金融资产	355,348	443,946	542,200	595,626
应收款项	29,067	28,042	29,173	29,085
存货	0	0	0	0
其他流动资产	70,001	66,279	69,063	65,485
流动资产合计	604,568	728,170	823,754	892,212
可供出售金融资产				
长期投资净额	9,001	9,058	8,921	9,188
固定资产	7,467	7,302	7,924	7,532
无形资产	3,073	2,858	3,087	3,179
商誉	10,023	10,257	9,945	10,230
非流动资产合计	70,157	70,975	71,157	72,762
资产总计	791,722	821,668	899,840	992,161
短期借款	7,405	8,206	9,402	9,972
应付款项	42,208	45,183	50,282	55,924
预收款项	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	428,754	499,660	551,294	614,371
长期借款	383	692	638	1,132
其他长期负债	130,445	140,790	150,368	160,801
长期负债合计	130,828	141,481	151,006	161,932
负债合计	626,273	641,142	702,300	776,304
归属于母公司股东权益合计	161,625	176,113	192,495	210,050
少数股东权益	3,825	4,412	5,045	5,807
负债和股东权益总计	791,722	821,668	899,840	992,161

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	43,140	48,740	52,382	60,068
营业成本	26,129	27,088	28,635	31,569
营业税金及附加	293	200	199	240
资产减值损失	0	0	0	0
销售费用	0	0	0	0
管理费用	17,562	11,932	12,650	14,597
财务费用	0	0	0	0
公允价值变动净收益	-2,055	-1,083	1,432	-1,741
投资净收益	18,748	9,022	11,503	10,680
营业利润	17,011	18,606	22,490	24,432
营业外收支净额	-16	207	7	30
利润总额	16,995	18,813	22,497	24,462
所得税	4,346	4,547	5,482	6,145
净利润	12,648	14,266	17,014	18,317
归属于母公司净利润	12,229	13,678	16,381	17,555
少数股东损益	420	588	633	762

资料来源：东北证券

现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	12,648	14,266	17,014	18,317
资产减值准备	2,590	2,402	2,642	2,792
折旧及摊销	1,538	801	787	858
公允价值变动损失	2,055	-1,083	1,432	-1,741
财务费用	0	0	0	0
投资损失	-3,605	-2,842	-3,294	-3,924
运营资本变动	7,116	16,424	30,241	18,423
其他	-367	174	-580	-441
经营活动净现金流量	21,976	30,142	48,242	34,284
投资活动净现金流量	16,248	18,402	-15,323	14,933
融资活动净现金流量	-159	-4,242	-15,382	-832
企业自由现金流	47,975	48,240	49,204	51,038

财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标				
每股收益 (元)	0.95	1.06	1.27	1.36
每股净资产 (元)	12.50	13.62	14.89	16.25
每股经营性现金流量 (元)	1.70	7.07	4.09	5.82
成长性指标				
营业收入增长率	15.9%	12.6%	7.5%	14.7%
净利润增长率	30.2%	11.9%	19.8%	7.2%
盈利能力指标				
毛利率	39.4%	44.4%	45.3%	47.4%
净利率	16.6%	28.1%	31.3%	29.2%
运营效率指标				
应收账款周转率 (次)	0.00	0.00	0.00	0.00
存货周转率 (次)	0.00	0.00	0.00	0.00
偿债能力指标				
资产负债率	82.9%	82.3%	81.2%	80.4%
流动比率	1.41	1.42	1.44	1.45
速动比率	1.41	1.42	1.44	1.45
费用率指标				
销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用率	23.8%	24.5%	24.2%	24.3%
财务费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
分红指标				
分红比例	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
估值指标				
P/E (倍)	26.74	21.42	17.88	16.69
P/B (倍)	2.02	1.66	1.52	1.39
P/S (倍)	3.72	6.01	5.59	4.88
净资产收益率	7.6%	7.8%	8.5%	8.4%

分析师简介:

王风华: 东北证券非银行金融行业首席分析师。中国人民大学硕士研究生，证券行业从业22年，2019年加入东北证券。曾任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小盘首席分析师、申万宏源证券研究所中小盘研究部总监、联讯证券研究院执行院长。2012年至2014年连续三年带领团队上榜《新财富》最佳中小市值分析师，2016—2017年带领联讯研究院获得《新财富》最具潜力研究机构奖项。多次获得水晶球、Wind资讯金牌分析师、今日投资天眼分析师、金融界最佳分析师等多项奖项。深入调研过500+上市公司，对券商行业有深入的研究。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险（R3）等级金融产品及服务，包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15% 以上。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5% 至 15% 之间。
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准 -5% 至 5% 之间。
	减持	在未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5% 至 15% 之间。
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15% 以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监) 010-58034557			
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼 0755-33975865			
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn