

证券研究报告—动态报告/海外公司快评

中信建投证券 (06066)

重大事件快评

2020年08月08日

投行业务领先，ROE 优于行业

证券分析师：李锦儿 021--60933164
证券分析师：王剑 021-60875165
证券分析师：戴丹苗 075581982379

lijiner@guosen.com.cn
 wangjian@guosen.com.cn
 daidanmiao@guosen.com.c

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518070003
 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518070002
 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520040003

n

评论：

■ 股东背景雄厚，盈利能力领先

股东背景雄厚，北京国有资本经营管理中心、中央汇金为前两大股东。中信建投证券股份有限公司前身为中信建投证券有限责任公司，2005年11月，中信证券和中国建银共同出资设立中信建投有限；同年12月，根据国务院批准，中信建投有限收购华夏证券资产，收购的业务范围包括经纪、投行及基金代销业务。经过历年股权变更，引入北京国管中心、中央汇金、世纪金源三名股东。2011年整体变更为股份有限公司，并于2016年登陆香港联交所主板，共计发行H股12亿股，股本增加至72.5亿股。2018年6月公司发行4亿股A股，占发行后股份总数5.23%，发行价格5.42元，募资21.68亿元，总股本增加至76.5亿股。目前公司前十大股东合计持股72亿股，持股占比为94.17%，北京国有资本经营管理中心为公司第一大股东，持有公司26.84%股权。

图 1：中信建投历史沿革


资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

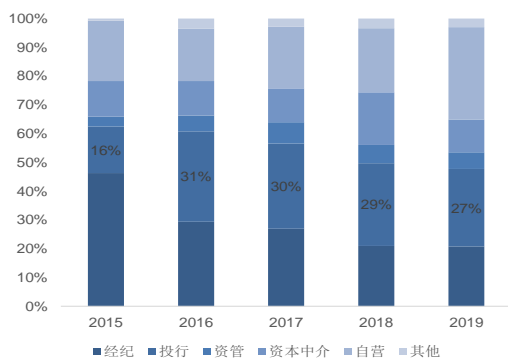
表 1：公司前十大股东明细（2020Q1）

排名	股东名称	持股数量（亿股）	持股占比（%）
1	北京国有资本经营管理中心	26.84	35.11
2	中央汇金投资有限责任公司	23.86	31.21
3	香港中央结算(代理人)有限公司	8.22	10.75
4	中信证券股份有限公司	3.83	5.01
5	镜湖控股有限公司	3.52	4.6
6	西藏腾云投资管理有限公司	3	3.92
7	上海商言投资中心(有限合伙)	1.51	1.97
8	中国国有企业结构调整基金股份有限公司	1.13	1.47
9	中国建设银行股份有限公司-国泰中证全指证券公司交易型开放式指数证券投资基金	0.06	0.08
10	领航投资澳洲有限公司-领航新兴市场股指基金(交易所)	0.04	0.05
	合计	72	94.17

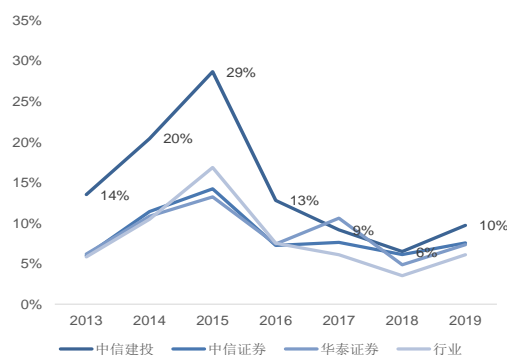
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

业务结构均衡，投行业务收入贡献较高。从公司目前的收入结构来看，各业务板块占比趋于平衡。2019年，经纪、投行、资管、资本中介、自营业务收入占比分别为 21%、27%、6%、11%、32%。公司积极调整业务结构，巩固发展投行业务、强化投资管理、财富管理业务，拓展海外业务与创新业务。投资银行业务为公司的传统优势业务，2019年收入占比达 27%。

综合实力位居前列，盈利能力领先。公司营业收入、净利润均位于行业前十。ROE 水平行业领先，2016-2019年，公司 ROE 分别为 13%、9%、6%、10%，显著高于行业平均水平（2016-2019年分别为 8%、6%、4%、6%）。

图 2：中信建投业务收入结构（2015-2019）


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：中信建投 ROE 优于行业平均水平


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

■ 投行业务维持行业领先

投行业务为公司先锋业务，收入占比显著高于行业平均。公司投行业务品牌优势较强，2019年股权融资主承销金额为 381.94 亿元，位居行业第 5 名。其中，IPO 主承销金额为 164.24 亿元，位居行业第 3 名，再融资主承销金额为 217.7 亿元，位居行业第 6 名。科创板方面，公司 2019 年全年保荐承销科创板上市企业 10 家，位居行业第 1 名。2020 年，资本市场改革深化步伐继续向前，在全面推行注册制、强化信息披露并压实中介机构责任背景下，股权再融资、创业板、新三板改革等有望带来业务增长，科创板跟投机制将增加公司业绩弹性。国际业务方面，不断扩展业务范围，开发其他非首发股权融资业务，高质量提供上市保荐和证券等服务。

债务融资业务方面，2019 年公司债券承销家数和规模创历史新高，主承销金额为 9415.98 亿元，位居行业第 2 名。其中，公司债、企业债、金融债、非金融企业债务融资工具合计承销规模位居行业第 1 名。财务顾问业务方面，2019 年公司完成发行股份购买资产项目 12 单，位居行业第 1 名，交易金额为 691.97 亿元，位居行业第 2 名。

表 2：公司投行收入规模与收入排名

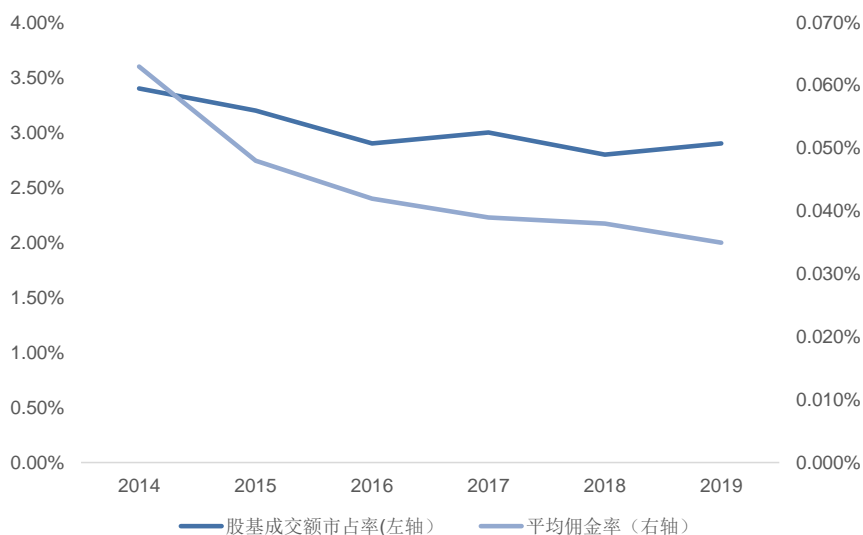
	2014	2015	2016	2017	2018
	金额 (万元)				
股票承销净收入	50,532	82,584	115,154	126,270	75,099
债券承销净收入	76,100	170,478	272,483	116,150	146,704
财务顾问收入	19,869	56,288	62,857	85,791	63,499
	排名 (名)				
股票承销净收入	6	3	2	2	2
债券承销净收入	2	1	1	2	1
财务顾问收入	9	4	3	2	2

资料来源:证券业协会、国信证券经济研究所整理

■ 经纪业务市占率稳定，营业网点广泛布局

经纪业务收入曾是公司主要收入贡献来源，2016 年以来市场环境的变化，经纪业务收入占比下滑，2019 年占比为 21%，为第三大收入贡献来源。近年来，公司股基交易量长期位于行业第十名左右。2019 年，公司代理买卖证券业务净收入市场占比 3.11%，位居行业第 11 名；截至 2019 年末，公司代理股票基金交易额 7.14 万亿元，市场占比 2.91%；代理销售金融产品净收入市场份额 3.02%，位居行业第 9 名。

公司网点数量居行业前列，截至 2019 年末，公司下辖 295 家证券营业部，57%集中在较为富裕的五省二市（北京、上海、广东、福建、浙江、江苏和山东），其中北京网点数 54 家，是北京地区营业网点最多的证券公司，为经纪及财富管理业务打下了扎实的客户基础。

图 4：公司股基市占率与佣金率企稳


资料来源：公司历年年报、Wind、国信证券经济研究所整理

■ 资管业务：规模领先，结构不断优化

公司大力培育投资管理能力，加速优化资产管理业务结构，全力发行主动管理类业务，提高主动管理业务比例，加大“净值型”产品的开发力度。2019 年，在全市场受托资产管理规模下滑超过 10%的不利环境中，公司主动调整业务结构，全年新增主动管理规模 368 亿元。截至 2019 年末，公司受托管理资产规模 5477.69 亿元，较 2018 年末减少 16.02%，位居行业第 6 名；主动管理型受托资产管理规模 2323.14 亿元，较 2018 年末增长 12.43%，位居行业第 6 名。公司大力发展主动管理业务。通过提升投资管理能力、丰富资产管理产品类型、积极拓展银行代销渠道等方法推动业务转型。

表 3：公司资管规模排名行业前列

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
集合资管	102.51	194.86	234.11	223.49	301.66	285.59
定向资管	2,878.25	5,278.88	7,967.25	6,211.86	5,807.95	4,385.80
专项资管	16.18	43.35	83.33	138.49	412.68	806.3
合计规模	2,996.94	5,517.09	8,284.69	6,573.84	6,522.29	5,477.69

资料来源:公司历年年报、国信证券经济研究所整理(单位:亿元)

■ 资本中介业务：稳健发展，股票质押规模稳定

两融业务市占率行业排名前十，股票质押式回购规模稳定。2019年，公司两融业务余额市场占比 2.87%，两融利息收入位居行业第 10 名。2019 年，公司股票质押式回购业务本息合计余额为 299.97 亿元。其中，投资类（表内）股票质押式回购业务规模为 150.67 亿元，平均履约保障比例 335.18%；管理类（表外）股票质押式回购业务规模为 149.3 亿元，平均履约保障比例 116.99%。股票质押回购利息收入位居行业第 10 名。

■ 自营业务：投资风格稳健，固收投资占据自营投资总规模一半以上

从自营资产/净资本比重来看，2018、2019 年自营权益类证券及衍生品/净资本分别为 9.27%、16.41%，均低于上市券商平均水平；2018、2019 年公司自营固收类证券/净资本分别为 182.35%、196.19%，均高于上市券商平均水平，体现了公司固收为主的投资风格，以及在股票投资上的谨慎。

■ 投资建议：投行业务有望持续增厚盈利，同时赋能其他业务条线

公司对投行业务的重视高于其他龙头券商，品牌优势较强，行业龙头地位稳固。同时，逐步开拓国际业务。公司继续打造大投顾品牌，产品线丰富，客户基础扎实，助推经纪业务加速向财富管理转型。ROE 持续优于行业平均水平，各项业务均衡发展，投行业务亮点突出。在资本市场改革背景下，公司投行业务有望带来业绩弹性。公司拟定增 130 亿元补充资本金，强化传统业务优势，积极布局创新业务，资产负债表运用空间扩大。预计公司 2020-2022 年归母净利润 78.4/93.1/109.5 亿元(同比 43%/19%/18%)，摊薄 EPS 为 1.03/1.22/1.43 元，当前股价对应动态 PE 分别为 12/10/9 倍。目前公司 PB 估值为 1.5 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

■ 风险提示

市场下跌对券商业绩与估值修复带来不确定性；金融监管趋严；市场竞争加剧；创新推进不及预期等。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (亿元)					利润表 (亿元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
资产总计	2856.7	3428.0	4113.6	4936.4	营业收入	136.9	191.0	226.5	266.4
货币资金	902.5	1037.9	1193.6	1372.7	手续费及佣金净收入	76.3	107.5	131.5	158.3
融出资金	278.1	319.8	367.7	422.9	经纪业务净收入	28.5	45.5	56.9	68.3
交易性金融资产	917.6	1192.8	1550.7	2015.9	投行业务净收入	36.8	47.9	58.9	72.5
买入返售金融资产	211.2	223.9	237.3	251.5	资管业务净收入	7.9	8.7	9.2	9.6
可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	利息净收入	15.6	16.4	18.0	19.8
负债合计	2287.7	2801.8	3424.7	4174.0	投资收益	44.0	66.0	75.9	87.3
卖出回购金融资产款	555.3	2525.3	2525.3	2525.3	其他收入	1.1	1.1	1.1	1.1
代理买卖证券款	546.3	655.5	655.5	655.5	营业支出	65.3	91.0	108.0	127.0
应付债券	568.8	625.7	625.7	625.7	营业外收支	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
所有者权益合计	568.9	626.3	689.0	762.4	利润总额	71.5	99.8	118.4	139.3
其他综合收益	3.9	4.5	5.2	6.0	所得税费用	16.2	21.0	24.9	29.3
少数股东权益	3.1	3.4	3.8	4.2	少数股东损益	0.3	0.4	0.5	0.6
归属于母公司所有者权益合计	565.8	622.8	685.2	758.2	归属于母公司净利润	55.0	78.4	93.1	109.5
每股净资产(元)	7.4	8.1	9.0	9.9					
总股本(亿股)	76.5	76.5	76.5	76.5					

关键财务与估值指标				
	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.67	1.03	1.22	1.43
每股红利				
每股净资产	7.40	8.15	8.96	8.92
ROIC				
ROE	10.6%	13.2%	14.2%	15.2%
收入增长	25.5%	39.5%	18.6%	17.6%
净利润增长率	78.2%	42.6%	18.6%	17.6%
资产负债率	80.1%	81.7%	83.3%	84.6%
P/E	18.1	11.9	10.0	8.5
P/B	1.6	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA				

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032