

评级：买入(维持)

市场价格：23.83

分析师：戴志鋒

执业证书编号：S0740517030004

分析师：陆韵婷

执业证书编号：S0740518090001

分析师：高崧

执业证书编号：S0740519050001

Email: gaosong@r.qlzq.com.cn

基本状况

| | |
|-----------|--------|
| 总股本(百万股) | 12117 |
| 流通股本(百万股) | 9815 |
| 市价(元) | 23.83 |
| 市值(百万元) | 278933 |
| 流通市值(百万元) | 234453 |

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 中信证券 2019 年一季报点评：

投资收益改善，龙头投行市占率优势凸显-20190430

2 中信证券 2018 年报点评：龙头综合竞争力持续提升-20190323

3 中信证券：资产增速稳定，继续看好龙头综合实力提升-2018 业绩快报点评-20190124

公司盈利预测及估值

| 指标 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 43291.63 | 37220.71 | 43482.19 | 49628.58 | 56290.87 |
| 增长率 yoy% | 13.92% | -14.02% | 16.82% | 14.14% | 13.42% |
| 归母净利润(百万元) | 11433.26 | 9389.90 | 12023.02 | 14076.14 | 16366.67 |
| 增长率 yoy% | 10.30% | -17.87% | 28.04% | 17.08% | 16.27% |
| 每股收益(元) | 0.94 | 0.77 | 0.93 | 1.09 | 1.27 |
| BVPS | 12.36 | 12.64 | 12.63 | 14.16 | 15.51 |
| 净资产收益率 | 7.8% | 6.2% | 7.6% | 8.1% | 8.5% |
| P/E | 25.35 | 30.95 | 25.59 | 21.86 | 18.80 |
| P/B | 1.93 | 1.89 | 1.89 | 1.68 | 1.54 |

备注：

投资要点

【事件】中信证券发布 2019 年半年报，实现营业收入 218 亿元，同比+9%；实现归母净利润 64 亿元，同比+16%，加权平均 ROE 4.11%，同比增加 0.46 个百分点，BVPS 12.88 元，同比+4%；单季 Q2 营收环比 Q1 +7%，归母净利润环比-49%，主要受自营业务二季度回落影响。

■ 累计收入同比：自营业务收入同比+50%改善较大（经过“其他债券投资”调整后）；信用业务支出端降幅大于收入，净收入同比+8%；投行股、债市占率均同比改善，净收入同比+3%；资管业务规模收缩，净收入同比-8%，经纪业务净收入-8%；收入占比角度，自营收入占比同比提升 9 个百分点至 34%，仍处各业务首位，其余业务占比均有所下滑，经纪业务占比同比-3%至 17%。

■ 单季收入环比：利息净收入环比+65%，资管净收入环比+6%，经纪业务单季收入环比-5%，投行业务收入环比-18%，自营业务单季度环比-53%，其中公允价值变动损益本期为负，环比-363%，拖累业绩。

■ 成本结构：营业成本率同比下降 4 个百分点，营业支出同比增长 1.84%，主要是业务及管理费略有增长，同比+6.13%。

分业务条线来看：

■ 龙头券商投行市占率优势凸显。公司股、债承销均为龙头，IPO/再融资/债券承销市占率分别为 26%/18%/4.9%，同比+18%/+4%/+0.3%，承销保荐收入同比+4%，财务顾问收入同比-15%，但重大资产重组金额同比+67%，科创板方面，目前公司涉及项目 11 家，已完成注册 4 家，审核过程中 2 家，提交注册 2 家，我们认为，随着科创板创新改革向其他板块推进、并购重组政策改善，公司作为龙头券商，后续承销、财务顾问业务优势有望持续凸显。

■ 自营业绩弹性释放，下半年减持建投，有望增厚投资收益。19H 公司金融资产规模相比 18 年末+6%，其中 FVTPL 占比 81%，相比 18 年末提升 1 个百分点，权益资产（不含证金投资）相比 18 年末同比+30%，投资收益随市场回暖弹性有所释放，其中处置金融资产收益相比 18 年下半年+872%，同时公允价值负向波动收窄，相比 18 年下半年+48%；子公司方面，全资子公司金石投资扭亏，实现净利润 8.75 亿元，同比+328%；季度环比来看，19Q2 公司公允价值环比 Q1 回落较大，上半年交易性金融资产+衍生金融资产合计变动与 2018 年末趋势一致，但交易性金融负债负向波动较大拖累业绩，展望 2019 全年，公司拟对联营企业减持，预计有望增厚投资收益。

■ 资管规模同比回落，收入承压。截至 2019H，公司资产管理规模为 1.3 万亿，其中主动管理 5631 亿元，相比 2018 年末+2%，集合/定向/专项规模同比-23%/-15%/-50%，规模收缩导致收入承压，资管业务净收入同比-25%，基金业务净收入相对稳健，同比-0.5%。公司私募资产管理业务实力强劲，截至中报市场份额 9.98%，排名行业第一，公司获准大集合公募化改造产品变更，有望促进业务转型发展。

■ 两融市占率同比有所下降，股质规模收缩，收入相对稳健。19H 公司实现

利息收入（经同步调整后）66 亿元，同比-9%，两融市占率同比-0.3%至 6.75%，股票质押余额同比-26%，相比 18 年末有所回升，信用减值损失同比-26%，买入返售资产减值准备占资产比重 3.4%，较为充分，利息支出同比-13%，报告期内公司短融额度大幅提升，后续发行有利于逐步降低融资成本。

- **公司经纪业务短期承压，关注收购进展。**公司拟发行 7.9 亿股，以 134 亿对价收购广州证券 100% 股权，若成功收购，公司证券经纪业务市占率压力有望缓解。
- **投资建议：**继续看好资本市场改革持续推进下，公司作为龙头券商综合提升。我们预计 2019/2020/2021 年归母净利润+28%/+17%/+16%，对应 EPS 0.93/1.09/1.27 元，BVPS 12.63/14.16/15.51 元。
- **风险提示：**公司收购、减持进展低于预期，管理层发生重大变动，二级市场持续低迷，金融监管发生超预期变化。

图表 1: 中信证券 2019H 业绩

| 证券代码 | 600030.SH | | 中泰金融 | | | |
|------------------------|-------------------|----------------|----------------|--------------|----------------|----------------|
| 证券名称 | 中信证券 | | | | | |
| 日期 | 2019H | | | | | |
| 备注 | 除百分比外, 其他都为人民币百万元 | | | | | |
| 利润表 | 2019Q1 | 2019Q2 | QoQ (%) | 2018H | 2019H | YoY (%) |
| 总收入 | 10522 | 11269 | 7% | 19993 | 21791 | 9% |
| 经纪业务 | 1950 | 1849 | -5% | 4112 | 3799 | -7.6% |
| 证券经纪业务净收入 | - | 3677 | - | 3826 | 3677 | -4% |
| 期货经纪业务净收入 | - | 125 | - | 169 | 125 | -26% |
| 财富管理业务 | 989 | 815 | -18% | 1750 | 1804 | 3% |
| IPO承销金额 | 5284 | 10745 | 103% | 7950 | 16029 | 102% |
| 市占率(累计) | 21% | 26% | 5% | 9% | 26% | 18% |
| IPO承销保荐收入 | 250 | 238 | -5% | 360 | 488 | 36% |
| 再融资承销金额 | 52592 | 54248 | 3% | 83265 | 106840 | 28% |
| 市占率(累计) | 30% | 18% | -12% | 14% | 18% | 4% |
| 再融资承销保荐收入 | 36 | 43 | 20% | 63 | 79 | 26% |
| 债券承销金额 | 153979 | 298890 | 94% | 262435 | 452869 | 73% |
| 市占率(累计)(全市场) | 3% | 5% | 1.6% | 4.7% | 4.9% | 0.3% |
| 财务顾问业务收入 | - | 329 | - | 387 | 329 | -15% |
| 重大资产重组规模 | - | 37500 | - | 22400 | 37500 | 67% |
| 信用业务 | 520 | 857 | 65% | 1275 | 1378 | 8% |
| 融资融券利息收入 | - | 2239.58 | - | 2621.76 | 2239.58 | -15% |
| 融资融券期末余额 | - | 61444 | - | 64722 | 61444 | -5% |
| 市占率(累计) | - | 6.75% | - | 7.04% | 6.75% | -4% |
| 买入返售金融资产利息收入 | - | 1468 | - | 2186 | 1468 | -33% |
| 其中: 约定回购利息收入 | - | 3 | - | 72 | 3 | -96% |
| 股权质押回购利息收入 | - | 1185 | - | 1964 | 1185 | -40% |
| 股权质押回购期末余额 | - | 43683 | - | 59425 | 43683 | -26% |
| 信用减值损失 | -16 | 538 | 3419% | 702 | 522 | -26% |
| 买入返售金融资产减值准备 | - | - | - | 1012 | 2351 | 132% |
| 资产管理及基金管理业务 | 1297 | 1370 | 6% | 2911 | 2666 | -8.4% |
| 资产管理业务手续费净收入 | - | 726 | - | 961 | 726 | -25% |
| —集合资管规模 | - | 117912 | - | 152929 | 117912 | -23% |
| —集合资管净收入 | - | 232 | - | 284 | 232 | -18% |
| —定向资管规模 | - | 1178236 | - | 1379327 | 1178236 | -15% |
| —定向资管净收入 | - | 484 | - | 670 | 484 | -28% |
| —专项资管规模 | - | 766 | - | 1543 | 766 | -50% |
| —专项资管净收入 | - | 7 | - | 10 | 7 | -32% |
| 基金管理业务手续费净收入 | - | 1941 | - | 1950 | 1941 | -0.5% |
| 自营业务 | 5088 | 2386 | -53% | 4992 | 7474 | 50% |
| 投资收益 | 4600 | 3671 | -20% | 1753 | 8271 | 372% |
| 公允价值变动收益 | 488 | -1285 | -363% | 3239 | (796) | -125% |
| 营业利润 | 5736 | 3194 | -44% | 7364 | 8930 | 21% |
| 利润总额 | 5737 | 3195 | -44% | 7394 | 8932 | 21% |
| 归母净利润 | 4258 | 2188 | -49% | 5565 | 6446 | 16% |
| 加权平均ROE-累计 | 2.74% | 1.37% | -1.37% | 3.65% | 4.11% | 0.46% |
| EPS | 0.35 | 0.18 | -49% | 0.46 | 0.53 | 15% |
| 收入占比 | | | | | | |
| 经纪 | 19% | 16% | -2% | 21% | 17% | -3.1% |
| 投行 | 9% | 7% | -2% | 9% | 8% | -0.5% |
| 信用 | 5% | 8% | 3% | 6% | 6% | -0.1% |
| 资管 | 12% | 12% | 0% | 15% | 12% | -2.3% |
| 自营 | 48% | 21% | -27% | 25% | 34% | 9.3% |
| 其他 | 6% | 35% | 29% | 25% | 21% | -3.3% |
| 资产负债表 | 2019Q1 | 2019Q2 | QoQ (%) | 2018H | 2019H | YoY (%) |
| 总资产 | 673339 | 723866 | 8% | 657724 | 723866 | 10% |
| 总负债 | 511651 | 564134 | 10% | 504269 | 564134 | 12% |
| 归母净资产 | 157918 | 156001 | -1.2% | 150049 | 156001 | 4% |
| BVPS | 13.03 | 12.87 | -1.2% | 12.38 | 12.87 | 4% |
| 股本 | 12117 | 12117 | 0% | 12117 | 12117 | 0% |
| 自营投资资产占比 | | | | | | |
| 权益类投资(不含现金专户) | - | 39216 | - | 42461 | 39216 | -8% |
| 债券类投资 | - | 183393 | - | 128451 | 183393 | 43% |
| 其他投资 | - | 106060 | - | 85460 | 106060 | 24% |
| 母公司监管指标 | 2019Q1 | 2019Q2 | QoQ (%) | 2018A | 2019H | |
| 净资产 | - | 126521.08 | - | 125475.9 | 126521.1 | 1% |
| 净资本 | - | 95159.74 | - | 91996.3 | 95159.7 | 3% |
| 各项风险资本准备之和 | - | 54442.72 | - | 50018.6 | 54442.7 | 9% |
| 净资本/净资产(>=20%) | - | 75.21% | - | 73.32% | 75.21% | 2% |
| 净资本/负债(>=8%) | - | 26.95% | - | 28.91% | 26.95% | -2% |
| 净资本/负债(>=10%) | - | 35.83% | - | 39.44% | 35.83% | -4% |
| 自营权益类及衍生品/净资本(<=100%) | - | 34.34% | - | 28.91% | 34.34% | 5% |
| 自营非权益类/净资本(<=500%) | - | 230.78% | - | 230.75% | 230.78% | 0% |
| 风险覆盖率 | - | 200.27% | - | 183.92% | 200.27% | 16.35% |
| 资本杠杆率 | - | 15.12% | - | 16.22% | 15.12% | -1.10% |
| 股东名称 | 方向 | 持股数量(股) | 变动(股) | 占比(%) | 比例变动(%) | |
| 香港中央结算(代理人)有限公司注1 | 减少 | 2277214267 | (153500) | 18.79 | 0.00 | |
| 中国中信有限公司 | 不变 | 1999695746 | 0 | 16.5 | 0.00 | |
| 中国证券金融股份有限公司 | 不变 | 362296197 | 0 | 2.99 | 0.00 | |
| 香港中央结算有限公司(陆股通) | 减少 | 215943935 | (8233256) | 1.78 | -0.07 | |
| 中央汇金资产管理有限责任公司 | 不变 | 198709100 | 0 | 1.64 | 0.00 | |
| 大成基金-农业银行-大成中证金融资产管理计划 | 不变 | 153726217 | 0 | 1.27 | 0.00 | |
| 华夏基金-农业银行-华夏中证金融资产管理计划 | 不变 | 144472197 | 0 | 1.19 | 0.00 | |
| 中欧基金-农业银行-中欧中证金融资产管理计划 | 不变 | 140178900 | 0 | 1.16 | 0.00 | |
| 广发基金-农业银行-广发中证金融资产管理计划 | 不变 | 140049999 | 0 | 1.16 | 0.00 | |
| 南方基金-农业银行-南方中证金融资产管理计划 | 不变 | 139589061 | 0 | 1.15 | 0.00 | |
| 合计 | - | 5771875619 | - | 47.63 | - | |

 收费
 资金

 注: 投行业务股、债券承销规模来自公司公告, 股权承销收入来自wind
 追溯调整2018H利息净收入、投资收益中其他债券投资收入, 2018H、2019H该项目分别为3.43亿、5.66亿。

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 财务报表-年度

| 资产负债表 (百万元) | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 损益表 (百万元) | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------|------------------|------------------|------------------|------------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 总资产 | 625574.64 | 653132.72 | 799336.99 | 840883.16 | 营业收入 | 43291.63 | 37220.71 | 43482.19 | 49628.58 | 56290.87 |
| 客户存款 | 69477.48 | 74291.19 | 99111.58 | 108757.32 | 手续费及佣金净收入 | 18957.04 | 17426.81 | 18446.07 | 21064.80 | 23848.93 |
| 自有存款 | 29338.81 | 45433.99 | 63607.58 | 73148.72 | 其中: 经纪业务净收入 | 8045.23 | 7428.88 | 8414.23 | 10124.35 | 11574.53 |
| 客户备付金 | 22908.86 | 18129.78 | 23420.16 | 25699.45 | 投资银行业务净收入 | 4405.78 | 3638.98 | 4560.87 | 5422.81 | 6454.20 |
| 自有结算备付金 | 4964.33 | 6792.62 | 9294.16 | 10688.28 | 资产管理业务净收入 | 5695.39 | 5833.85 | 5260.93 | 5349.61 | 5668.98 |
| 融出资金 | 73982.61 | 57197.81 | 65777.49 | 62488.61 | 利息净收入 | 2404.60 | 2422.41 | 1851.17 | 4792.11 | 5343.58 |
| 交易性金融资产 | 178153.50 | 247437.07 | 272180.78 | 299398.86 | 投资收益 | 12474.53 | 7071.31 | 15873.42 | 15318.55 | 18870.90 |
| 买入返售金融资产 | 114592.03 | 67370.44 | 69610.30 | 73102.96 | 公允价值变动损益 | 842.72 | 1706.19 | 1541.90 | 1839.27 | 2179.56 |
| 可供出售金融资产 | 59226.93 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他业务收入 | 8535.14 | 7635.62 | 5344.93 | 6146.67 | 5532.01 |
| 持有至到期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业支出 | 27043.30 | 25185.23 | 26532.98 | 29787.24 | 33223.06 |
| 其他资产合计 | 102268.90 | 181913.80 | 145531.04 | 130977.93 | 业务及管理费 | 16992.70 | 15307.54 | 16633.90 | 18674.04 | 20828.00 |
| 总负债 | 472432.09 | 496301.22 | 632902.81 | 654365.91 | 营业利润 | 16248.33 | 12035.48 | 16949.21 | 19841.34 | 23067.81 |
| 卖出回购金融资产款 | 111619.93 | 121669.03 | 133835.93 | 147219.52 | 归母公司净利润 | 11433.26 | 9389.90 | 12023.02 | 14076.14 | 16366.67 |
| 代理买卖证券款 | 99854.89 | 97774.00 | 130197.19 | 142868.25 | EPS | 0.94 | 0.77 | 0.93 | 1.09 | 1.27 |
| 应付债券 | 106219.66 | 116591.70 | 122601.16 | 137180.52 | BVPS | 12.36 | 12.64 | 12.63 | 14.16 | 15.51 |
| 其他负债合计 | 154737.60 | 160266.50 | 208346.44 | 227097.62 | PE | 25.35 | 30.95 | 25.59 | 21.86 | 18.80 |
| 所有者权益 | 153142.56 | 156831.50 | 166434.18 | 186517.25 | PB | 1.93 | 1.89 | 1.89 | 1.68 | 1.54 |
| 股本 | 12116.91 | 12116.91 | 12910.07 | 12910.07 | ROA | 1.9% | 1.5% | 1.7% | 1.7% | 1.9% |
| 少数股东权益 | 3343.51 | 3690.73 | 3328.68 | 3730.34 | 杠杆率 | 4.08 | 4.16 | 4.80 | 4.51 | 4.32 |
| 归母公司净资产 | 149799.05 | 149799.05 | 163105.49 | 182786.90 | ROE | 7.8% | 6.2% | 7.6% | 8.1% | 8.5% |

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

投资评级说明:

| | 评级 | 说明 |
|------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上 |

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。