

中信证券(600030)

全年业绩将下滑 46%

——2008 年 12 月及 2008 年全年经营数据分析

梁静 董乐
 021-38676850 021-38676650
 liangjing@gtjas.com dongle@gtjas.com

本报告导读:

- 12 月份经纪业务环比增长 15%;
- 微调业绩预期, 预计公司全年业绩下滑 46%;

投资要点:

- 12 月份经纪业务止跌回升。**当月公司实现股票基金权证交易额 4200 亿元, 同比下降 22.9%、环比增长 14.9%; 其中, 股票基金交易额 3859 亿元, 同比下降 23.8%、环比增长 35.2%。就市场份额来看, 单月股票基金权证交易份额提升至 7.41%, 较上月增加 0.68 个百分点, 重回市场第一; 但股票基金交易份额则连续下降, 再创全年最低水平, 至 8.02%。
- 12 月债券发行有所萎缩。**当月受制于市场环境和 IPO 暂停, 股票发行出现空白; 债券方面, 公司完成 08 港中旅债、08 海航债发行, 融资额 25 亿元, 同比下降 61.5%, 环比下降 50%。此外, 公司 12 月完成中期票据 08 首机场 MTN1 发行, 发行金额 24.5 亿元。
- 第 4 季度基本业务的变化情况:** 4 季度, 公司完成股票基金权证交易额 10,210 亿元, 同比下降 39.6%, 环比上升 12.7%, **预计公司 4 季度实现经纪佣金收入 13.8 亿元, 同比下降 54.2%, 环比增长 5%。**4 季度, 公司分别完成股票公开发行及企业债券发行 92.6 亿元以及 165 亿元, **预计实现承销收入 3.14 亿元, 同比下降 72.4%, 环比上升 0.38%。**
- 全年基本业务的变化情况:** 2008 年, 公司完成股票基金权证交易额 52,460 亿元, 同比下降 47.5%, 市场份额 7.66%, 略低于去年 7.73% 的水平, 预计公司 2008 年经纪佣金收入 73.1 亿元, 同比下降 45%。**承销收入同比下降 16.5%。**公司 2008 年完成股票公开发行金额 445.5 亿元, 同比下降 73.05%, 企业债券发行金额 839 亿元, 同比增长 1.9 倍,。由此, 我们推测公司 2008 年实现承销收入 17 亿元, 同比下降 16.5%。
- 全年业绩下滑 46%。**根据 2008 年的各项业务数据, 我们相应调整了 2008 年的相关市场假设以及市场份额假设, 并微调对 2008-2010 年的 EPS 预期为 1.01 元、0.88 元以及 0.93 元, 对应增速 -46%、-13% 以及 6%。
- 公司董事会通过《关于修改公司会计政策的议案》, 对公司现行会计政策中可供出售金融资产减值准备的计提政策进行补充, 在这一政策下, 我们预计公司需计提 5 亿元左右的减值准备, 对业绩的影响为 0.06 元。
- 继续维持增持评级, 以及目标价 25 元的判断。

评级:

增持

上次评级: 增持

目标价格:

¥ 25.00

上次预测: ¥ 25.00

当前价格:

¥ 18.84

2009.01.15

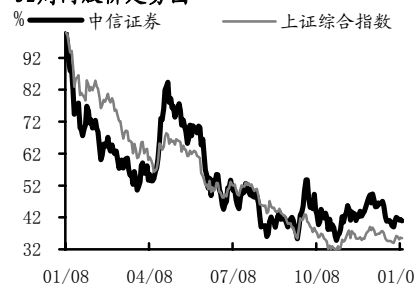
交易数据

52 周内股价区间 (元)	15.42 ~ 98.35
总市值 (百万元)	124,918
总股本/流通 A 股 (百万股)	6,630/6,570
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.99
日均成交量 (百万股)	97.2
日均成交值 (百万元)	2,733.3

资产负债表摘要 (09/08)

股东权益 (百万元)	5,273
每股净资产	7.95
市净率	2.34
资产负债率	19.07%

52 周内股价走势图



财务摘要 (百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	5,991	30,872	17,061	14,400	15,609
(+/-)%	471%	415%	-45%	-16%	8%
经营利润 (EBIT)	3,385	19,864	8,875	8,471	9,182
(+/-)%	701%	487%	-55%	-5%	8%
净利润	2,435	12,389	6,689	5,820	6,193
(+/-)%	509%	409%	-46%	-13%	6%
每股净收益 (元)	0.82	1.87	1.01	0.88	0.93
每股股利 (元)	0.20	0.5	0.3	0.3	0.4

利润率和估值指标	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
经营利润率 (%)	56.49%	64.34%	52.02%	58.83%	58.83%
市盈率	23	10	19	21	20
股息率 (%)	1.06%	2.65%	1.59%	1.59%	2.12%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

相关报告

交易额提升缓解业绩压力

(08.12.09)

交易额继续走低、企业债发行维持高位

(08.11.11)

业绩略低于预期, 经营压力增大

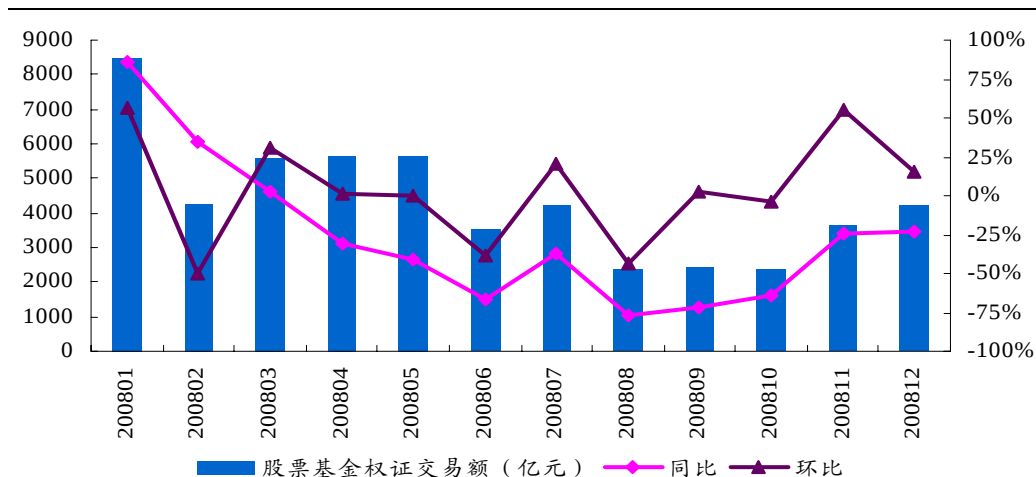
(08.10.30)

1. 12 月经营业绩：经纪业务量环比显著增长

1.1. 经纪业务：规模与份额双升

- 股票基金权证交易额 4200 亿元，同比下降 22.9%，但环比增长 14.9%；
- 股票基金交易额 3859 亿元，同比下降 23.8%、环比增长 35.2%；
- 权证交易额 341 亿元，同比下降 11.3%、环比下降 57.4%；
- 当月约实现经纪业务佣金净收入 6.1 亿元、同比下降 37.5%。

图 1：12 月股票基金权证交易额环比增长 14.9%

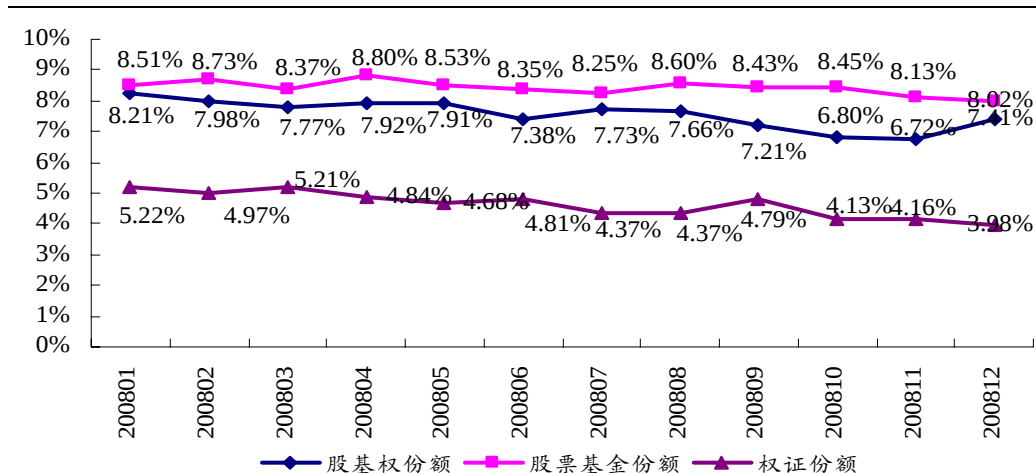


数据来源：沪深交易所

12 月，就股票基金权证口径看，在市场权证交易额迅速下降的情况下，公司单月股票基金权证交易份额提升至 7.41%，较上月增加 0.68 个百分点，但公司股票基金交易份额则连续下降，再创全年最低水平。

- 12 月股票基金市场份额下降 0.11 个百分点、仅 8.01%，再创全年最低水平。
- 权证交易市场份额下降 0.18 个百分点，至 3.98%。

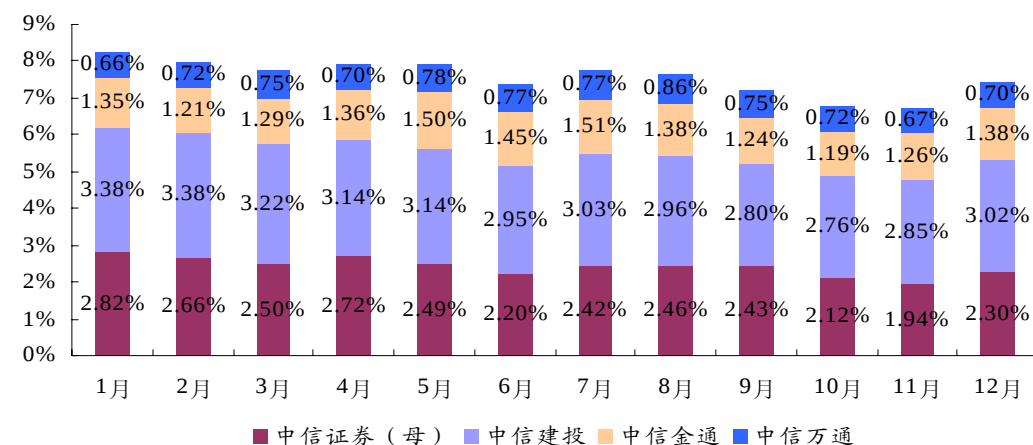
图 2：股票基金权证市场份额提升至 7.41%



数据来源：沪深交易所

12月，母公司及3家子公司股票基金权证市场份额均有上升，母公司、中信建投、中信金通以及中信万通的增幅分别为0.36%及0.17%、0.12%以及0.03%。

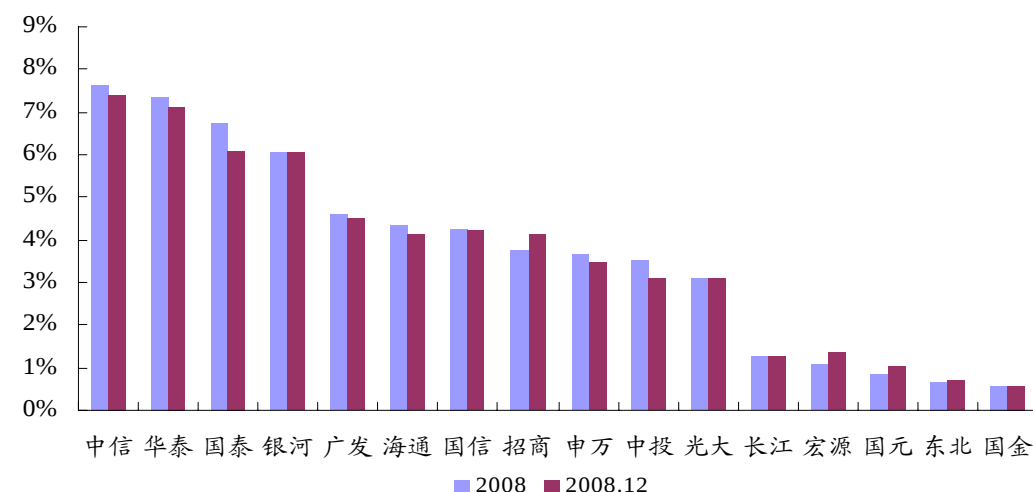
图3：4家子公司12月市场份额均有所提升



数据来源：沪深交易所

- 12月份，股票基金份额8.01%，仍远超华泰(6%)、国泰君安(5.08%)。
- 12月份，股票基金权证份额7.41%，超过华泰(7.35%)、国泰君安(6.77%)。
- 1-12月，股票基金份额8.44%，远远超过华泰(6.05%)、国泰君安(5.22%)；
- 1-12月，股票基金权证份额7.66%，领先于华泰(7.35%)、国泰君安(6.77%)，纵向来看，这一份额较去年下降0.07个百分点。

图4：12月公司经纪市场份额重回市场第一

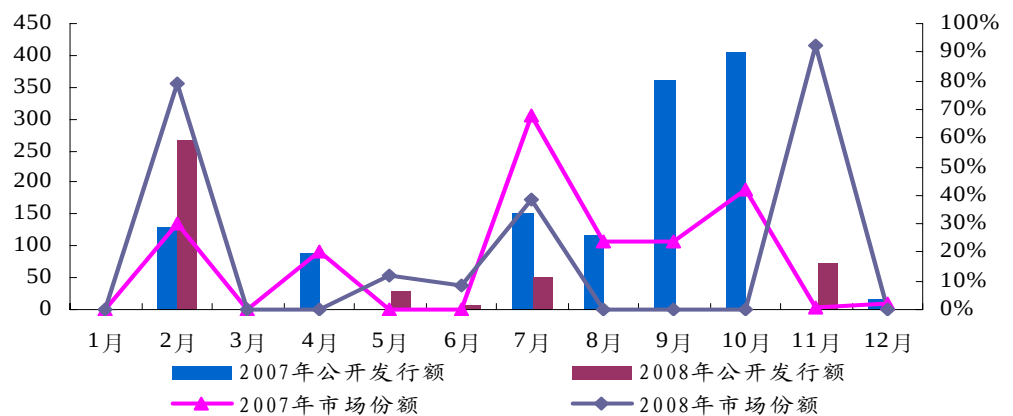


数据来源：沪深交易所

1.2. 投行业务：股票发行暂停，完成企业债券发行40亿元

1、股票承销：12月无股票公开发行项目

图 5: 12 月股票公开发行暂停

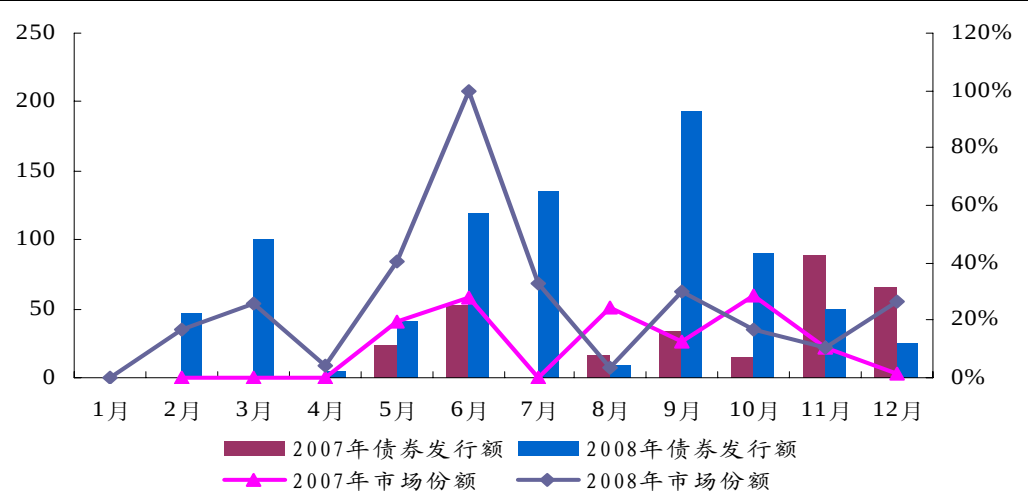


数据来源: WIND

2、债券承销: 发行企业债 25 亿元

12 月, 公司完成 08 港中旅债、08 海航债两支企业债发行, 发行金额 25 亿元。同比下降 61.5%, 环比下降 50%。此外, 公司 12 月完成中期票据 08 首机场 MTN1 发行, 发行金额 24.5 亿元。

图 6: 12 月公司完成企业债券发行 25 亿元



数据来源: WIND

表 1: 本月完成的企业债券发行详情

企业债券名称	发行规模	发行日期	主承销商
08 港中旅债	20	2008-12-04	中信证券、中金公司
08 海航债	15	2008-12-15	中信建投
08 首机场 MTN1	49	2008-12-18	中信证券、中国银行

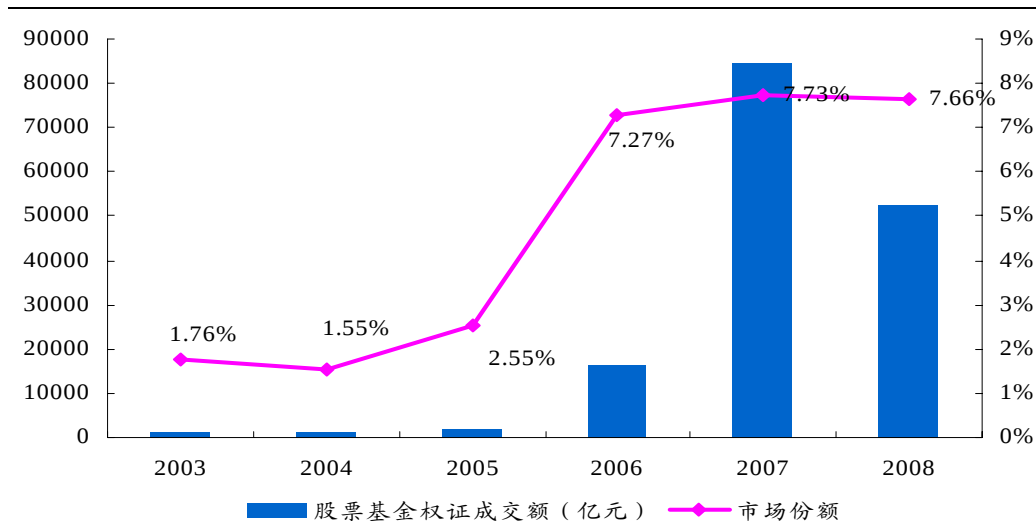
数据来源: WIND

2. 2008 年及 4 季度经营情况：年度业绩同比将下降 46%

2.1. 经纪业务：全年经纪佣金同比下降 45%，但 4 季度环比增加 5%

2008 年，公司完成股票基金权证交易额 52,460 亿元，同比下降 47.5%，市场份额 7.66%，略低于去年 7.73% 的水平，其中股票基金交易额 46,063 亿元，同比下降 40.5%，权证交易 6,396 亿元，同比下降 9.17%。由此推测公司 2008 年经纪佣金收入 73.1 亿元，同比下降 45%。

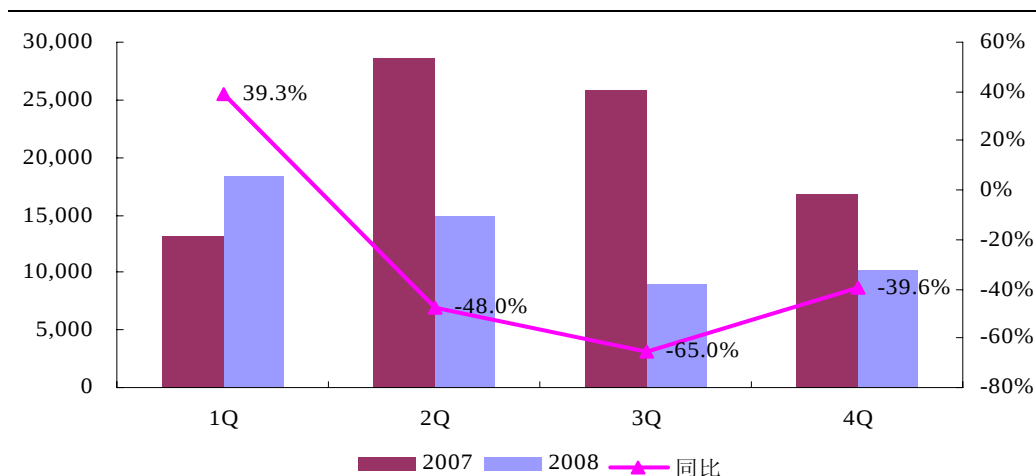
图 7：2008 年公司股票基金权证交易额同比下降 47.5%



数据来源：沪深交易所

2008 年 4 季度，公司完成股票基金权证交易额 10,210 亿元，同比下降 39.6%，但环比上升 12.7%，市场份额 7.01%，较 3 季度大幅下降 0.61 个百分点。预计公司 4 季度实现经纪佣金收入 13.8 亿元，同比下降 54.2%，但环比增长 5%。

图 8：中信证券季度股票基金权证交易额变化



数据来源：沪深交易所

表 2: 中信证券 2008 年及 2008 年 4 季度经纪业务情况

经纪业务	2007	2008	(+/-)%	2008.3Q	2008.4Q	(+/-)%
股票基金权证交易额(亿元)	84,524	52,490	-38%	9,060	10,210	13%
其中: 股票基金	76,042	46,063	-39%	9,060	8,523	-6%
市场份额	7.73%	7.66%	-1%	7.62%	7.01%	-8%
市场排名	1	1	0	2	3	-1
净佣金率	0.153%	0.139%	-9%	0.145%	0.135%	-7%
经纪佣金净收入(百万元)	13,378	7,311	-45%	1,313	1,382	5%

注: 2008 年及 2008 年 4 季度佣金率为推测值

数据来源: 沪深交易所

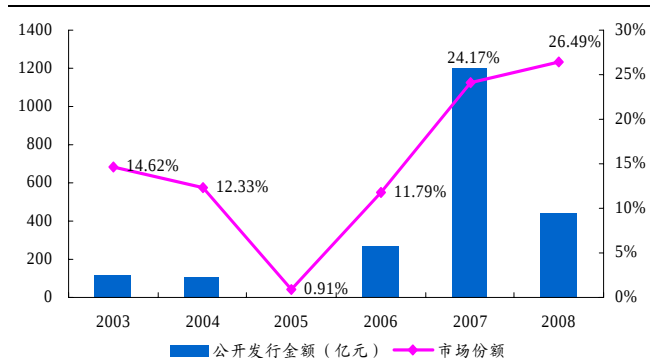
2.2. 投行业务: 承销收入同比下降 16.5%

公司 2008 年完成股票公开发行 12 家, 共募集资金 445.5 亿元, 同比下降 73.05%, 市场份额 24.5%, 较去年增加 2.3 个百分点。在股票发行市场大幅萎缩之际, 公司通过抢占债券发行市场, 保持投行业务收入基本稳定。2008 年全年, 公司发行企业债券(包括可分离债、公司债、中期票据、企业债) 23.5 家, 募集资金 839 亿元, 同比增长 1.9 倍, 市场份额 23.4%, 较 2007 年增加 10.4 个百分点。由此, 我们推测公司 2008 年实现承销收入 17 亿元, 同比下降 16.5%。

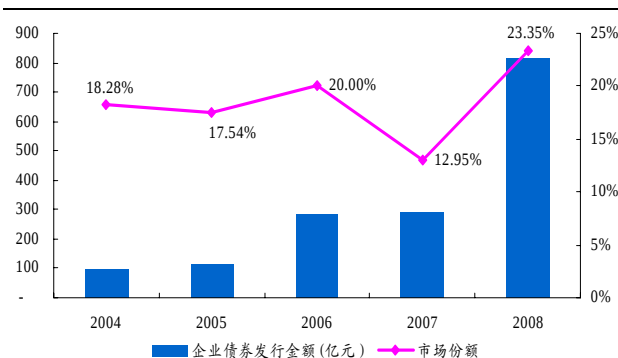
表 3: 2008 年公司证券发行额统计

类型	发行家数	发行规模(亿元)	规模同比
股票公开发行	12	445.5	-73.05%
其中:IPO	5	256.5	-70.71%
公开增发	5	133.3	-26.83%
配股	2	55.7	-73.56%
企业债券公开发行	23.5	839	1.9
其中:可转债	0	0	0
可分离债	2.3	214	13.3
公司债	4	142	136.67%
中期票据	3.5	24.5	-
企业债	13.7	458.5	1.1

数据来源: WIND

图 9: 公司股票公开发行情况 (亿元)


数据来源: WIND

图 10: 公司企业债券发行情况


2.3. 集合理财：产品到期导致收入略有下降

公司避险共赢集合理财产品于 2008 年 6 月到期，导致公司 2008 年理财产品平均规模有所萎缩，我们推测公司 2008 年集合理财产品平均规模合计 81 亿元，同比下降 14%，加上定向理财产品，我们推测公司全年受托资产管理业务收入 1.59 亿元，同比略降 1.6%。

表 4：中信证券集合理财产品情况

名称	投资类型	成立日期	到期日	管理费率(%)	2008 年平均规模 (亿元)
避险共赢	债券型	20050616	20080616	1	17
理财 2 号	混合型	20060322	20120321	1.5	34
股债双赢	混合型	20070406	20120405	1.5	30
债券优化	债券型	20090106	20190105	0.8	0

注：平均规模为推测值

数据来源：WIND，国泰君安证券

2.4. 业绩预测

在 2008 年交易结束后，我们调整了 2008 年的相关市场假设，其中日均股票基金权证成交额较我们预期高出 5.5%，股票、债券承销金额分别较预期相差-16%与 3%。对于 2009 年，我们依然坚持日均股票基金交易 620 亿的判断。由此，我们调整 2008-2010 年的业绩预期至 1.01 元、0.88 元以及 0.93 元，对应增速-46%、-13%以及 6%。

表 5：中信证券主要盈利假设

市场假设	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
平均流通市值(亿元)	60,656	64,409	51,384	80,185	104,050
换手率	7.74	4.23	2.97	2.53	2.27
股票基金日均交易额(亿元)	1,939	1,110	622	684	752
股票基金权证日均交易额(亿元)	2,260	1,393	790	869	955
股票主承销额(亿元)	4,981	1682	1,817	1,962	2,100
企业债券主承销额(亿元)	2,125	3,392	3,716	4,014	4,295
公司份额及费率假设					
经纪佣金率	0.158%	0.139%	0.134%	0.128%	0.123%
经纪份额	7.73%	7.66%	8.04%	8.45%	8.87%
股票承销额(亿元)	1,204	446	481	520	556
股票承销份额	21.9%	26.5%	26.5%	26.5%	26.5%
企业债券承销额(亿元)	323	815	720	777	832
企业债券承销份额	16.0%	23.8%	19.4%	19.4%	19.4%
营业费用率	30.9%	39.9%	35.7%	35.7%	35.7%

表 6：中信证券盈利预测表（单位：百万元）

	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	5,991	30,872	17,061	14,400	15,609	18,219
手续费净收入	3,768	18,957	12,293	8,495	10,216	11,772
其中：代理买卖证券业务净收入	2,653	13,378	7,311	4,127	4,576	5,074

证券承销业务净收入	976	2,194	1,562	1,574	1,698	1,815
委托管理资产业务净收入	35	162	159	191	267	374
基金管理费收入	0	2,029	2,972	2,173	3,084	3,832
利息净收入	262	991	1,778	1,174	1,291	1,420
投资净收益	1,741	10,927	2,848	3,164	2,231	2,638
二、营业支出	2,606	11,008	8,186	5,929	6,427	7,502
营业税金及附加	278	1,322	823	784	850	992
业务及管理费	2,180	9,531	6,814	5,145	5,578	6,510
三、营业利润	3,385	19,864	8,875	8,471	9,182	10,718
四、利润总额	3,399	19,905	8,875	8,471	9,182	10,718
减：所得税费用	813	6,358	1,510	1,948	2,112	2,465
五、净利润	2,586	13,547	7,364	6,522	7,070	8,253
归属于母公司所有者的净利润	2,435	12,389	6,689	5,820	6,193	7,191
少数股东损益	152	1,157	676	702	877	1,062

3. 业务及市场动态

3.1. 修改计提政策影响 2008 年业绩-6%，但对公司价值无影响

公司董事会通过《关于修改公司会计政策的议案》，即对公司现行会计政策中可供出售金融资产减值准备的计提政策进行补充：（1）对公允价值跌幅超过持仓成本 50% 的单项可供出售金融资产计提减值准备；（2）在确认减值损失时，将原直接计入所有者权益的公允价值下降形成的累计损失一并转出，计入减值损失；（3）可供出售金融资产发生的减值损失，当该可供出售金融资产出售后，可以同时冲回已确认的减值损失。具体而言，从 2008 年 3 季报披露的信息静态来看，在前 10 大重仓股中符合计提条件的有中国神华和基金兴和两只证券，按照初始成本计算，需要计提的减值准备约 4.95 亿元，对业绩的影响为 0.06 元。

表 6：前 10 大重仓股 2008 年计提减值情况估算

证券名称	期末数量 (万股)	初始投资金额 (万元)	期末账面值 (万元)	期末较成本下跌	累计损失 (万元)	计提情况 (万元)
南玻 A	8,000	64,000	70,059	6.3%	4,000	
中国神华	1,519	55,636	41,605	-52.1%	-28,993	-28,993
苏宁电器	1,200	25,441	20,880	-15.5%	-3,949	
大秦铁路	1,555	22,487	20,059	-44.5%	-10,016	
华夏债券 C 类	16,802	18,368	18,549		-18,368	
工商银行	4,000	23,960	17,400	-40.9%	-9,800	
南山转债	135 万张	13,500	12,830			
基金兴和	16,509	30,411	11,754	-67.9%	-20,638	-20,638
行业精选	18,224	5,717	11,372	77.9%	4,452	
中兴通讯	367	13,884	10,951	-28.2%	-3,908	
合计		273,403	235,461		-100,718	-49,631

数据来源：公司公告

3.2. 资产管理业务快速推进

- “债券优化”集合理财产品于1月6日成立，成立规模40.3亿元，该产品为债券型理财产品，管理费率为0.8%。
- 公司绵阳科技城产业投资基金于12月16日正式成立，基金目标规模60亿元。
- 华夏基金1月12日公告，称中信基金旗下4支基金的基金管理人更换为华夏基金管理有限公司。而随着华夏基金对中信基金吸收合并工作的结束，华夏基金股权转让的预期应当随之明朗。

表 7: 华夏基金吸收合并中信基金进程

主要进程	
2009.1.12	➤ 中信基金旗下4支基金的基金管理人更换为华夏基金管理有限公司
2008.8.9	➤ 华夏基金董事会审议通过，拟将华夏基金与中信基金合并，合并方式拟采用由华夏基金吸收合并中信基金的方式进行
2007.12.27	➤ 中信证券董事会通过华夏基金吸收合并中信基金的议案
2007.12.4	➤ 公司办理完毕华夏基金全部股权的转让手续，公司全资持有华夏基金的股权

数据来源：公司公告

4. 维持增持评级

公司目前PB为2.49倍，作为创新业务的最大受益者，交易量的持续提升以及创新业务预期的逐步明朗是推动公司估值水平近期走高的主要因素。我们认为，在创新业务难以超预期的判断下，未来估值水平能否进一步提升将更多的取决于交易额和市场趋势的变化，继续维持公司增持评级及25元目标价。

附表 中信证券与境内外券商估值比较（美元）

	EPS			PE			ROE	PB	市值
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007		(百万)
中信证券	0.27	0.15	0.13	10	19	21	24.01	2.49	19,081
高盛	26.34	9.28	10.79	3	9	7	10.31	0.80	37,544
摩根士丹利	3.13	3.88	3.04		4	5	13.38	0.47	15,664
嘉信理财	1.99	1.06	1.05	17	17	17	31.96	5.21	21,175
AmeriTrade	1.35	1.19	1.32	10	11	10	25.76	2.70	7,870
E Trade	-3.40	-1.23	-0.21	-	-	-	-12.25	0.29	726
野村证券	-0.37	-2.10	-1.58	-	-	-	-3.57	0.70	13,826
大福证券	0.10	0.11	0.17	2	1	1	-	0.36	89
光大控股	0.41	0.19	0.18	3	6	6	13.04	0.85	1,693
KGI	0.06	0.02	0.01	5	15	20	-	0.69	753
元大证券	-0.03	0.02	0.02	-	17	18	7.40	-	3,394
三星证券	3.69	2.91	4.18	11	14	10	10.24	1.79	2,805

数据来源：彭博

作者简介:

梁静: 复旦大学管理学博士, 证券信托研究员, 7 年从业经历。

董乐: 武汉大学经济学硕士, 金融工程专业, 现从事金融行业研究。

免责声明

本报告的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, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码: 518029

电话: (0755) 82485666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com