



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

简 评

中国：证券业

中国人寿继续减持中信证券

分析员：王松柏

电子邮件：wangsb@cicc.com.cn

电话：(8610) 6505 1166

.....2009年3月13日

事件：

中国人寿股份与中国人寿集团累计减持中信证券比例已达总股本的 5%，目前合计仍持有中信证券 8.17 亿股，持股比例为 12.323%。

评论：

中国人寿自 08 年第 3 季度以来累计减持中信证券 1.29 亿股，占总股本 1.94%（表 1），中信证券近期股价表现较弱可能与中国人寿减持有一定关系。

- **中国人寿持续减持行为可能对投资者心理带来负面影响。**自 08 年开始，中国人寿对中信证券进行了持续的减持（表 1）。不同于雅戈尔等持股比例比较低的股东，由于持股比例巨大，中国人寿对中信证券的减持行为有可能给投资者心理带来较大负面影响。到目前为止，中国人寿合计仍持有中信证券 12.32% 的股份，这可能使投资者担忧其后续是否会选择持续减持，进而给中信证券股价带来下行压力。
- **中信证券股价在 20 元以下拥有强基本面支撑，如果短期股价明显调整将成为逢低吸纳较好机会。**中信证券目前股价隐含的 09 年日均股票交易额额为 600 亿元，处于我们预测的 09 年日均股票交易额 800~1000 亿元的区间以下，已经拥有较大的安全边际。如果股价因中国人寿减持的负面消息短期出现了明显调整，将成为逢低吸纳的较好机会。



表 1: 中国人寿持股情况及减持过程

百万股	中国人寿股份		中国人寿集团		合计	
	股份数	占总股本	股份数	占总股本	股份数	占总股本
1Q08	796	12.01%	353	5.32%	1,149	17.32%
1H08	732	11.03%	323	4.87%	1,054	15.90%
3Q08	623	9.40%	323	4.87%	946	14.26%
2009-3-11	495	7.46%	323	4.87%	817	12.32%
1Q08~1H08减持	65	0.97%	30	0.45%	95	1.43%
1H08~3Q08减持	108	1.63%	-	-	108	1.63%
3Q08~至今减持	129	1.94%	-	-	129	1.94%
累计减持	302	4.55%	30	0.45%	332	5.00%

注: 1Q08也按转增后股数计算

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

表 2: 上市证券公司估值对比

	股价	总股本	流通股	总市值	总资产收益率 (%)					净资产收益率 (%)				
	(元)	(百万股)	(百万)	(十亿)	06A	07A	08E	09E	10E	06A	07A	08E	09E	10E
中信证券	21.67	6,630	6,570	144	3.81	6.53	4.40	3.47	3.90	19.8	24.0	13.1	10.5	11.7
海通证券	12.12	8,228	1,523	100	1.82	5.72	4.30	2.92	3.21	11.8	14.9	8.7	6.1	6.9
长江证券	12.36	1,675	262	21	4.97	9.37	4.37	2.95	3.31	19.3	40.0	13.8	10.1	11.5
宏源证券	14.29	1,461	536	21	4.06	8.94	2.81	3.00	3.45	8.7	34.0	8.6	9.2	10.4
国元证券	14.41	1,464	285	21	6.69	12.03	3.82	2.90	3.34	22.1	44.1	10.7	8.1	9.2
东北证券	20.16	581	175	12	1.46	8.31	4.23	3.27	3.37	14.4	52.1	16.5	12.4	12.3
国金证券	28.69	500	77	14	2.62	4.40	11.93	4.08	4.10	16.9	23.1	31.4	11.5	11.8
西南证券	11.27	1,904	240	21	2.36	9.06	1.77	1.98	2.41	6.8	30.2	4.3	4.7	5.7
太平洋证券	13.53	1,503	42	20	9.03	12.35	-16.84	3.33	2.49	22.7	30.1	-42.8	8.5	6.4
广发证券	NA	2,507	NA	NA	4.18	7.79	4.93	3.20	3.44	33.4	53.3	25.7	16.8	17.6
辽宁成大	17.61	900	844	16	NA	NA	NA	NA	NA	27.2	45.7	20.4	16.5	17.7
吉林敖东	25.50	573	495	15	NA	NA	NA	NA	NA	23.9	43.2	17.6	13.1	14.1

	每股收益					每股净资产					市盈率					市净率				
	06A	07A	08E	09E	10E	06A	07A	08E	09E	10E	06A	07A	08E	09E	10E	06A	07A	08E	09E	10E
中信证券	0.82	3.74	1.09	0.94	1.16	4.13	15.56	8.26	8.93	9.86	26.5	5.8	19.9	23.0	18.7	5.25	1.39	2.62	2.43	2.20
海通证券	0.13	1.33	0.41	0.30	0.35	1.08	8.90	4.67	4.86	5.14	94.8	9.1	29.7	40.8	34.4	11.19	1.36	2.60	2.49	2.36
长江证券	0.31	1.41	0.42	0.33	0.40	1.62	3.53	3.03	3.21	3.50	39.7	8.8	29.6	38.0	30.8	7.65	3.51	4.08	3.85	3.53
宏源证券	0.22	1.39	0.30	0.34	0.41	2.51	4.11	3.49	3.71	3.98	65.4	10.2	47.4	42.1	34.6	5.69	3.48	4.10	3.86	3.59
国元证券	0.38	1.56	0.36	0.28	0.35	1.71	3.53	3.33	3.51	3.77	38.3	9.3	40.5	50.8	41.6	8.44	4.08	4.32	4.11	3.82
东北证券	0.15	1.92	0.70	0.58	0.63	1.02	3.68	4.24	4.64	5.13	137.4	10.5	28.7	35.0	31.9	19.75	5.48	4.75	4.34	3.93
国金证券	1.05	1.32	1.48	0.56	0.64	6.25	5.72	4.71	4.90	5.40	27.2	21.7	19.4	51.1	44.9	4.59	5.01	6.09	5.85	5.31
西南证券	0.08	0.51	0.07	0.09	0.11	1.17	1.69	1.74	1.83	1.94	140.6	22.1	151.0	131.8	102.7	9.63	6.65	6.47	6.16	5.81
太平洋证券	0.20	0.41	(0.40)	0.09	0.07	0.87	1.35	0.94	1.03	1.10	68.2	33.4	-33.5	154.7	191.0	15.51	10.04	14.34	13.13	12.28
广发证券	0.59	3.03	1.22	0.87	1.04	1.76	5.68	4.73	5.18	5.91	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
辽宁成大	1.03	2.36	1.09	0.90	1.11	3.80	5.15	5.33	5.46	6.26	17.0	7.5	16.2	19.5	15.9	4.63	3.42	3.31	3.22	2.81
吉林敖东	1.70	3.47	1.44	1.04	1.24	7.11	8.04	8.14	7.99	8.75	15.0	7.3	17.8	24.4	20.6	3.59	3.17	3.13	3.19	2.91

资料来源: 公司数据、中金公司研究部



表 3: 上市证券公司敏感性分析

09年日均股票 交易额 (亿元)	每股收益					业绩弹性, %					每股净资产				
	800	1000	1200	1400	1600	800	1000	1200	1400	1600	800	1000	1200	1400	1600
中信证券	0.94	1.06	1.18	1.30	1.42	-	13	25	38	50	8.93	9.05	9.17	9.29	9.41
海通证券	0.30	0.34	0.39	0.44	0.48	-	16	31	47	63	4.86	4.91	4.96	5.00	5.05
长江证券	0.33	0.41	0.50	0.59	0.67	-	27	53	80	106	3.21	3.30	3.38	3.47	3.56
宏源证券	0.34	0.44	0.55	0.65	0.75	-	30	61	91	122	3.71	3.81	3.91	4.01	4.12
国元证券	0.28	0.35	0.43	0.50	0.57	-	25	50	75	100	3.51	3.58	3.65	3.72	3.79
东北证券	0.58	0.75	0.93	1.10	1.28	-	30	61	91	122	4.64	4.82	4.99	5.17	5.35
国金证券	0.56	0.66	0.75	0.84	0.94	-	17	33	50	67	4.90	5.00	5.09	5.18	5.28
西南证券	0.09	0.12	0.15	0.18	0.21	-	36	71	107	143	1.83	1.86	1.89	1.92	1.95
太平洋证券	0.09	0.11	0.14	0.17	0.19	-	30	59	89	118	1.03	1.06	1.08	1.11	1.13
广发证券*	0.87	1.08	1.29	1.50	1.71	-	24	49	73	97	5.18	5.39	5.60	5.81	6.02
辽宁成大*	0.90	1.05	1.21	1.36	1.51	-	17	34	51	68	5.46	5.61	5.77	5.92	6.07
吉林敖东*	1.04	1.28	1.52	1.76	2.00	-	23	46	68	91	7.99	8.23	8.47	8.71	8.95
09年日均股票 交易额 (亿元)	净资产收益率, %					对应市净率					每股价值				
	800	1000	1200	1400	1600	800	1000	1200	1400	1600	800	1000	1200	1400	1600
中信证券	10.5	11.7	12.9	14.0	15.0	2.6	2.7	2.8	2.9	3.1	23.2	24.4	25.7	26.9	29.2
海通证券	6.1	7.0	7.9	8.7	9.6	2.1	2.2	2.3	2.4	2.5	10.2	10.8	11.4	12.0	12.6
长江证券	10.1	12.5	14.7	16.9	18.9	2.5	2.7	3.0	3.2	3.4	8.0	8.9	10.2	11.1	12.1
宏源证券	9.2	11.6	13.9	16.2	18.3	2.4	2.6	2.9	3.1	3.3	8.9	9.9	11.3	12.4	13.6
国元证券	8.1	9.9	11.6	13.3	15.0	2.3	2.5	2.7	2.8	3.0	8.1	9.0	9.9	10.4	11.4
东北证券	12.4	15.6	18.6	21.3	23.9	2.2	2.5	2.8	3.1	3.4	10.2	12.0	14.0	16.0	18.2
国金证券	11.5	13.1	14.7	16.3	17.8	2.2	2.3	2.5	2.7	2.8	10.8	11.5	12.7	14.0	14.8
西南证券	4.7	6.2	7.7	9.2	10.6	1.5	1.6	1.8	1.9	2.1	2.7	3.0	3.4	3.6	4.1
太平洋证券	8.5	10.7	12.9	14.9	16.8	1.9	2.1	2.3	2.5	2.7	2.0	2.2	2.5	2.8	3.1
广发证券*	16.8	20.1	23.1	25.9	28.5	3.2	3.5	3.8	4.1	4.4	16.6	18.9	21.3	23.8	26.5
辽宁成大*	16.5	18.8	20.9	23.0	24.9	3.2	3.5	3.7	3.9	4.1	17.7	19.4	21.1	23.0	24.9
吉林敖东*	13.1	15.6	17.9	20.2	22.3	2.6	2.8	3.1	3.3	3.6	20.8	23.4	26.1	29.0	32.0

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的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、刊登、发表或引用。