



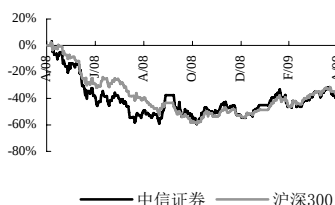
金融服务业 - 证券业

Financial Services - Securities

2009 年 4 月 30 日

市场数据	2009 年 4 月 30 日
当前价格 (元)	24.25
52 周价格区间 (元)	15.42-43
总市值 (百万)	160788.8393
流通市值 (百万)	159333.8393
总股本 (万股)	663047
流通股 (万股)	657047
日均成交额 (百万)	3192
近一月日均换手 (%)	1.9
第一大股东	中国中信集团公司
公司网址	www.cs.ecitic.com

一年期收益率比较



表现	1m	3m	12m
中信证券 %	-2.6	11.4	-38.8
沪深 300 %	5.6	29.0	-33.7

相关报告

《高增长源自同比基数较低—中信证券 (600030.SH) 一季报点评》 2008.4
《权益投资面临一定压力—中信证券 (600030.SH) 年报点评》 2008.3
《规模优势增强“御寒”能力—中信证券 (600030.SH) 2008 年中报点评》 2008.8
《逆市增长势头终结—中信证券 (600030.SH) 2008 年三季报点评》 2008.10

俞冲

+86 755 83199599ext8218
yuchong@csc.com.cn

分析师申明

本人, 俞冲, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

首季度表现平平

—中信证券 (600030.SH) 2008 年年报及 2009 年一季报点评

评级: 中性

预测指标	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入 (亿元)	308.71	177.08	166.09	180.54
净利润 (亿元)	123.89	73.05	72.03	79.63
每股收益 (元)	4.01	1.10	1.09	1.20
净利润增长率%	422.49	-41.03	-1.39	10.54
市盈率	10.87	22.05	22.32	20.19
P/EG	0.03	-	-	1.92

资料来源: 世纪证券研究所

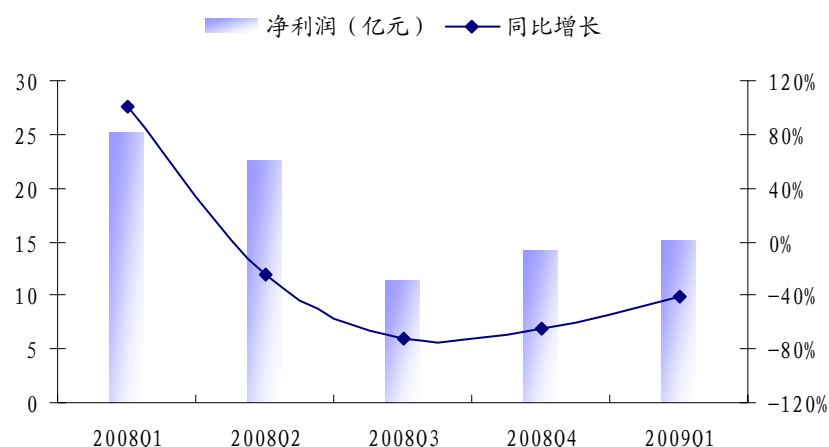
- 经纪业务方面, 公司 2008 年及 2009 年 1 季度代理买卖证券净收入 74.57 及 20.9 亿元, 同比下降 44.26% 和 19.27%。尽管今年前三月成交额较去年同期仅微降 3%, 但公司代理买卖证券收入表现显著弱于行业平均, 主要原因是公司佣金率从去年四季度的 0.15% 大幅降低至今年一季度的 0.12%。
- 承销业务方面, 公司实现净收入 17.83 亿元, 与 2007 年 21.94 亿元的规模相比, 降幅并不明显, 主要原因是公司在 2008 年仍取得了一部分大型项目。但 2009 年 1 季度则因为 IPO 完全停顿, 收入大幅萎缩了超过 80%。
- 自营业务方面, 与 2008 年三季度以来市场的复苏相比, 公司并没有在这轮反弹中获得多少收益。主要原因是公司在 2008 年之后自营策略趋于保守。2008 年年报显示, 交易性金融资产中, 权益类资产占比不足 2%, 而可供出售金融资产中, 权益类资产占比也仅为 10% 左右, 而从公司一季度权益组合看, 其重点配置品种表现也并不突出。
- 公司 2008 年管理费用率为 37.60%, 高于 2007 年 6.73 个百分点。1 季度管理费用率为 37.81%, 高于去年同期 4.55 个百分点。从管理费用率变动看, 2008 年以来呈逐季递升趋势。主要原因是 2008 年以来, 营业收入下降速度过快, 而公司人才队伍进一步扩充, 员工薪酬也具有一定刚性。
- 在市场累计涨幅已经较高, 而经济环境仍未见明显复苏迹象的背景下, 2009 年全年的市场表现及成交活跃程度能否比得上 1 季度, 尚有一定的不确定性, 公司在今年 1 季度的表现明显低于行业平均水平, 显然公司错失了一个利用强力反弹行情垫厚业绩的机遇。根据我们的盈利预测, 公司 2009、2010 年 EPS 分别为 1.08 元、1.20 元, 以 2009 年 4 月 30 日收盘价计算, 动态市盈率为 22.32 倍和 20.19 倍, 维持“中性”投资评级。

2008 年及 2009 年 1 季度业绩同比下滑超过 40%

公司 2008 年度实现归属于上市公司股东净利润 73.05 亿元，同比减少了 41.03%，折合每股净收益 1.10 元。由于资本市场在 2008 年步入寒冬，2008 年全年营业收入同比下降幅度达 42.62%。尽管大盘在去年第三季度末见底反弹，而今年前三个月交投活跃，但公司 2009 年 1 季度归属于上市公司股东净利润仍较去年同期大幅下降了 40.34%，为 15.04 亿元，环比增加了约 1 亿元，而环比增速明显低于其他上市券商，折合每股收益 0.23 元。

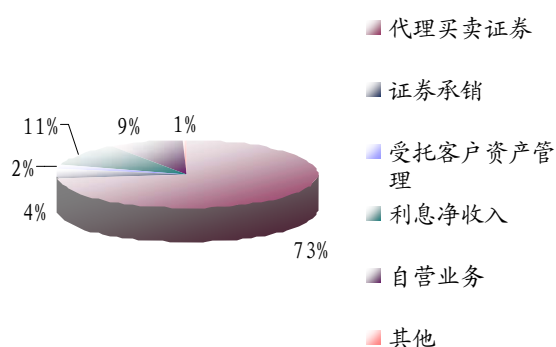
从收入结构看，2009 年 1 季度经纪业务收入占比从 2008 年的 65% 增加到了 73%，而投行及自营业务占比则锐减，主要是因为 IPO 至今停滞以及公司大幅压缩股票投资规模所致。这也反映了国内券商越是在进入熊市后，“靠天吃饭”的程度就越高的现状。

Figure 1 中信证券 2008 年以来季度净利润统计



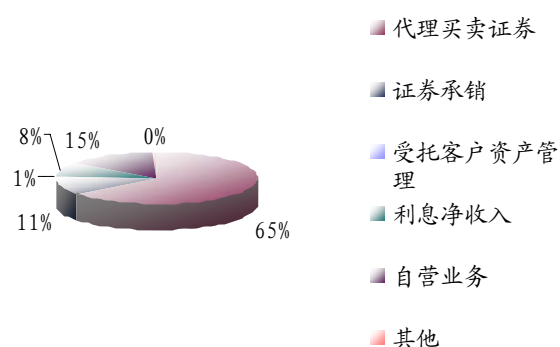
资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 2 中信证券 2009 年 1 季度营业收入结构



资料来源：公司报告、世纪证券研究所

Figure 3 中信证券 2008 年营业收入结构



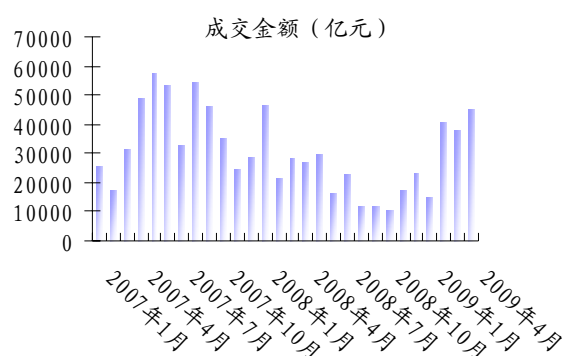
资料来源：公司报告、世纪证券研究所

手续费及佣金收入变动与市场关联紧密

公司 2008 年及 2009 年第一季度分别实现手续费及佣金净收入 127.98 及 28.71 亿元，各自同比下降了 32.49% 和 32.26%。按照业务构成分别予以分析。

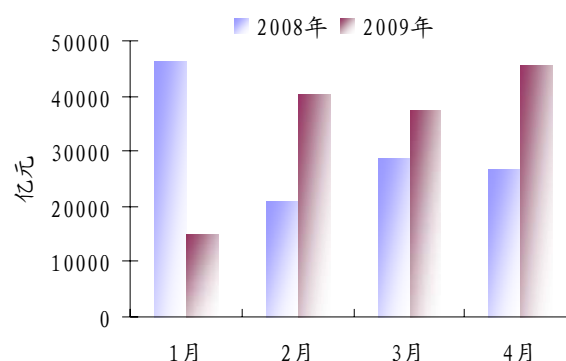
经纪业务方面，公司 2008 年及 2009 年 1 季度代理买卖证券净收入 74.57 及 20.9 亿元，同比下降 44.26% 和 19.27%。尽管今年前三月成交额较去年同期仅微降 3%，但公司代理买卖证券收入表现显著弱于行业平均，主要原因是公司佣金率从去年四季度的 0.15% 大幅降低至今年一季度的 0.12%，这除了是因为目前经纪业务领域服务高度同质化，竞争异常激烈外，也与公司向来注重机构客户的策略有关，因机构客户的佣金率水平明显低于散户，券商议价过程中处于相对弱势地位，从而拉低了公司整体佣金水平，此外市场占有率的小幅下降，也对公司经纪业务产生了一定消极影响；承销业务方面，公司实现净收入 17.83 亿元，与 2007 年 21.94 亿元的规模相比，降幅并不明显，主要原因是公司在 2008 年仍取得了一部分大型项目。但 2009 年 1 季度则因为 IPO 完全停顿，收入大幅萎缩了超过 80%；受托资产管理业务方面，2008 年与 2007 年基本相当，而至 2009 年 1 季度同比反而有明显下滑，这是由于资产管理业务与市场行情变动相比具有一定的滞后性，预计在 2009 年前三个月行情好转的带动下，资产管理业务表现将好于 1 季度。基金销售方面，去年及今年首季收入均远不及同比前一报告期，主要是因为受行情影响所致。

Figure 4 2009 年以来股票市场成交明显复苏



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 5 市场 08/09 年 1-4 月成交量对比



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

自营业务表现保守

公司 2008 年自营业务实现净收益（投资收益+公允价值变动收益）31.1 亿元，同比下降了 71.54%。公允价值亏损中的 32.02 亿元交易性金融负债亏损应视为创设权证收益浮盈兑现转出。2009 年第一季度内投资净收益仅为 2.85 亿元，公允价值变动收益 -0.19 亿元，与 2008 年三季度以来市场的复苏相比，公司并没有在这轮反弹中获得多少收益。主要原因是公司在 2008 年之后自营策略趋于保守。2008 年年报显示，交易性金融资产中，权益类资产占比不足 2%，而可供出售金融资产中，权益类资产占比也仅为 10%左右，而从公司一季度权益组合看，其重点配置品种表现也并不突出。

费用率逐季提升

公司 2008 年管理费用率为 37.60%，高于 2007 年 6.73 个百分点。1 季度管理费用率为 37.81%，高于去年同期 4.55 个百分点。从管理费用率变动看，2008 年以来呈逐季递升趋势。主要原因是 2008 年以来，营业收入下降速度过快，虽然公司已经根据行情变动压缩费用支出，但仍难以抵消收入下降的速度。这主要是由于公司人才队伍进一步扩充，员工薪酬也具有一定刚性，预计今年全年费用率较去年相比不会有明显改善。

结论

在市场累计涨幅已经较高，而经济环境仍未见明显复苏迹象的背景下，2009 年全年的市场表现及成交活跃程度能否比得上 1 季度，尚有一定的不确定性，公司在今年 1 季度的表现明显低于行业平均水平，显然公司错失了一个在弱市中利用强力反弹行情垫厚业绩的机遇。根据我们的盈利预测，公司 2009、2010 年 EPS 分别为 1.08 元、1.20 元，以 2009 年 4 月 30 日收盘价计算，动态市盈率为 22.32 倍和 20.19 倍，维持“中性”投资评级。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.