

巨额融资未能有效发挥作用，影响了公司净资产回报率水平

-2008 年年报及 2009 年一季报点评

中信证券（600030）

评级：中性

股价：25.57 元

跟踪报告

2009 年 5 月 8 日 星期五

金融小组

陶正傲

010-66216231-819

tza@longone.com.cn

非银行金融行业

联系人：顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

重要数据

总股本(亿股)	66.3
流通股本:	65.7
总市值(亿元)	1695.29
流通市值(亿)	1679.95

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	0.87	-6.77
3 个月	6.68	-13.69
6 个月	44.63	-5.6

个股相对上证综指走势图



相关报告：《中国资本市场周期波动下的中信证券估值研究》2008.4.1

投资要点

- q 公司 2008 年，归属于母公司的净利润为 73.05 亿元，同比下降 41.03%；加权平均净资产收益率 13.49%，比去年同期下降 32.97 个百分点；EPS1.1 元，比去年同期下降 45%。
- q 经纪业务收入、投行业务收入和自营投资收益的大幅下降是 2008 年业绩下降的主要原因。
- q 从下属子公司的经营情况看，三家证券子公司业绩下降较大，华夏基金等有所增长，期货公司、直投公司和香港子公司业绩贡献仍很有限。
- q 本年员工收入下降较多，业务经营费用得到较好的控制。
- q 由于公司经纪业务 1 季度较大的下降，加上公司在去年底开始的股权投资上的保守，加上投行和基金管理费收入的减少，是公司 2009 年 1 季度业务收入及净利减少的主要原因
- q 目前 PB3.07 倍，本期加权平均净资产收益率仅为 13.49%，PE 23.2 倍，基于公司已在各方面达到市场第一，未来年平均净利润的年度复合增长率不会很高，我们认为从相对估值来看，公司股价目前并不低估，从绝对估值看，有一点高估了，维持对其中性评级。

一. 2008 年经营情况回顾

1 2008 年总体经营成果

2008 年, 归属于母公司的净利润为 73.05 亿元, 同比下降 41.03%; 加权平均净资产收益率 13.49%, 比去年同期下降 32.97 个百分点; EPS1.1 元, 比去年同期下降 45%; 归属于公司股东的每股净资产 8.33 元, 比去年同期的 15.56 元下降了 46.47%, 主要系本期内股本扩大一倍所致。

截至 2008 年末, 公司总资产 1,368.88 亿元, 比上年减少 27.82%; 营业收入 177.08 亿元, 比上年减少 42.62%; 归属于公司股东的净利润 73.05 亿元, 比上年减少 41.03%。其末净资产合计 575.3 亿元, 比去年底仅增加 35 亿元, 其中本期可供出售金融资产减值税后影响金额为 -19.1 亿元。

2008 年末, 货币资金 (扣除客户保证金) 占 32.68%, 余额高达 247.78 亿元;

2 各项主要业务收入及净利润情况如下

2008 年公司经纪业务手续费收入 74.57 亿元, 同比下降 43.25%, 但公司经纪业务交易量的市场份额较上年提高了 0.48 个百分点。2008 年, 公司经纪业务合并实现代理股票基金交易量 46,066 亿元, 合并市场份额 8.56% (按交易所口径)。其中, 公司总部经纪业务实现股票基金交易量 15,839 亿元, 市场份额 2.94%, 同比增加 0.26%。

投资收益与公允价值合计 31.1 亿元, 同比下降 71.5%。自营证券投资业务净收益下降 (扣除权证业务影响), 同比减少 56.31%, 截止 2008 年末自营业务持仓 90%为国债、央票、金融债。

公司投行业务本期收入 17.8 亿元, 同比下降 18.8%。A 股及可转债承销金额 684 亿元, 市场份额 17.39%。债券业务完成债券主承销项目 28 个, 融资总额 765 亿元, 市场份额 12.15%。资产证券化业务完成项目规模约 178 亿元, 市场份额 66%。

资产管理业务本期业务收入 1.50 亿元, 同比下降 6.8%。集合理财业务管理资产规模位列市场第一。

基金管理费收入 28.28 亿元，同比增长 39.4%。公司控股的两家基金公司合并管理资产规模达到 2,300 亿元。

本年利息收入 17.05 亿元，同比增长 72.2%。

3 下属主要子公司和参股公司 2008 年的净利情况如下

单位：亿元

子公司	注册资本	持股比例	08 净利润	07 净利润
中信建投证券	27	60%	17.39	24.5
中信金通	8.85	100%	7.07	11.2
中信万通	8	91.40%	3.73	5.4
中信证券国际	19.15 (亿港元)	100%	0.62	1.5
华夏基金	1.38	100%	12.24	9
中信基金	1	100%	0.48	1
金石投资	15	100%	1.11	0.01
中证期货	1.5	100%	0.04	0.03
中信产业投资基金	1	69%	0.03	0
建投中信资产管理	19	30%	0.14	0
中信标普指数	100 (万美元)	50%	-0.02	-0.04

除了华夏基金和新设的金石投资等净利润 2008 年比上年有所增长外，其他子公司净利润均有所下降，尤其三家下属证券公司净利润同比减少了 12.91 亿元，减少了 31.4%。

4 公司 2008 年度利润分配预案

每 10 股派发现金红利 5.00 元(含税)，实际分配现金利润为 3,315,233,800 元，占可供现金分配利润的 35.75%。2008 年度未分配利润 5,959,393,411.08 元转入下一年度。

5 008 年经营费用管控情况

本年业务与管理费支出 66.58 亿，比去年同期的 95.3 亿元，下降了 30.14%，但下降幅度仍小于净利润的下降幅度 10.89 个百分点。职工工资和投资者保护基金是二项最主要的下降项目，分别下降了 22.54 亿元和 4.32 亿元，分别下降了 37.76%和 71%。

6 对公司估值的简要分析

目前 PB3.07 倍，本期加权平均净资产收益率仅为 13.49%，PE 23.2 倍，基于公司已在各方面达到市场份第一，未来年平均净利润的年度复合增长率不会很高，我们认为从相对估值来看，公司股价目前并不低估，维持对其中性评级。

基于我们在《中国资本市场周期波动下的中信证券估值研究》中提出的对中信证券的 DDM 绝对估值研究，我们认为公司基本面在 2008 年并没有及到实质性的巨大变化，所以绝对估值结果仍是有效的，我们维持对其合理估值不高于 25.38 元的看法。

二. 2009 年 1 季度经营情况

公司本期净利润为 15.0 亿元，同比下降了 40.34%；EPS0.23，每股净资产为 8.61 元，加权平均净资产收益率 2.69%，

经纪业务手续费净收入 20.89 亿元，同比下降 19.28%，经纪业务市场份额在 1 季度有较大下降。投行业务收入 1.18 亿元，同比下降了 80.48%；投资收益与公允价值变动合计 2.66 亿元，同比下降了 77.3%；基金管理费收入 5.86 亿元，同比下降了 33.4%。

由于公司经纪业务 1 季度较大的下降，加上公司在去年底开始的股权投资上的保守，加上投行和基金管理费收入的减少，是公司 1 季度业务收入及净利减少的主要原因，维持对其中性评级。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

姓名, 陶正傲 非银行金融行业分析师

重点跟踪公司: 中国人寿, 中国平安, 中国太保, 中信证券, 海通证券, 安信信托

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、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。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 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多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122