

中信证券(600030)

——自营业务规模及收益超出预期

谨慎推荐

维持评级

金融/资本市场

2009 年 8 月 17 日

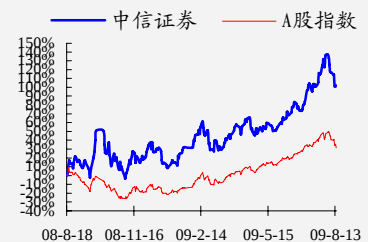
投资要点:

- 2009 年上半年, 中信证券归属于母公司所有者的净利润为 38.26 亿元, 较去年同期减少 19.77%。从各项业务来看, 经纪业务收入同比增长 6.2%, 其它各项业务同比都出现了下跌。从业务收入结构上看经纪业务和自营业务收入构成营业收入的主要成分, 其中, 经纪业务收入占比为 54.76%, 是支撑营业收入上涨的主要力量。
- 从交易额上来看, 2009 年上半年中信证券股基权交易额为 39728 万亿元, 同比增长 19.70%。截至 2009 年 6 月, 中信证券佣金率为 0.12%, 同比降低 14.29%, 但与一季度相比, 佣金率下降的趋势基本停止。
- 2009 年上半年, 中信证券基金管理业务收入为 12.49 亿元, 同比减少 23.5%。尽管基金资产净值变动幅度不大, 但结构的变化影响了基金管理费收入的提高。
- 从自营投资操作上来看, 到 2009 年 6 月底, 权益类投资余额为 87.56 亿元, 同比增长 134.43%, 自营仓位提高速度较快, 年初公布的投资额度基本到达上限。加总计算, 交易性资产和可供出售类资产的浮盈已达到 19.11 亿元, 投资收益率达到 21.84%, 上半年, 可供出售类资产的浮盈尚有 11.15 亿元, 浮盈的陆续释放有利于公司业绩的提升。因此, 投资收益为公司的业绩提供了较好的支撑。
- 预计 2009 年中信证券的业绩为 1.4 元左右, 对应市盈率为 22 倍左右, 给予谨慎推荐投资评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益 率(%)
2008	1,770,762	(42.64)	730,500	(41.04)	1.10		29.6	
2009E	2,084,852	17.7	1,006,004	25.0	1.38		23.6	
2010E	2,263,309	8.6	963,361	-4.2	1.32		24.7	
2011E	2,158,759	-4.6	735,679	-23.6	1.01		32.2	

走势图



市场数据	2009-8-14
收盘价:	32.56 元
52 周最高价:	38.80 元
52 周最低价:	14.92 元
平均持仓成本:	31.68 元

基本数据	2009Q2
总股本 (万股):	663,047
流通 A 股 (万股):	663,047
每股收益 (元):	0.58
每股净资产 (元):	8.55
每股经营现金流 (元):	1.41
市净率:	3.81

分析师: 赵新安

TEL: (8621)6336 7000-258

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhaoxinan@sina.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20F

(邮编 200002)

一、经营状况分析

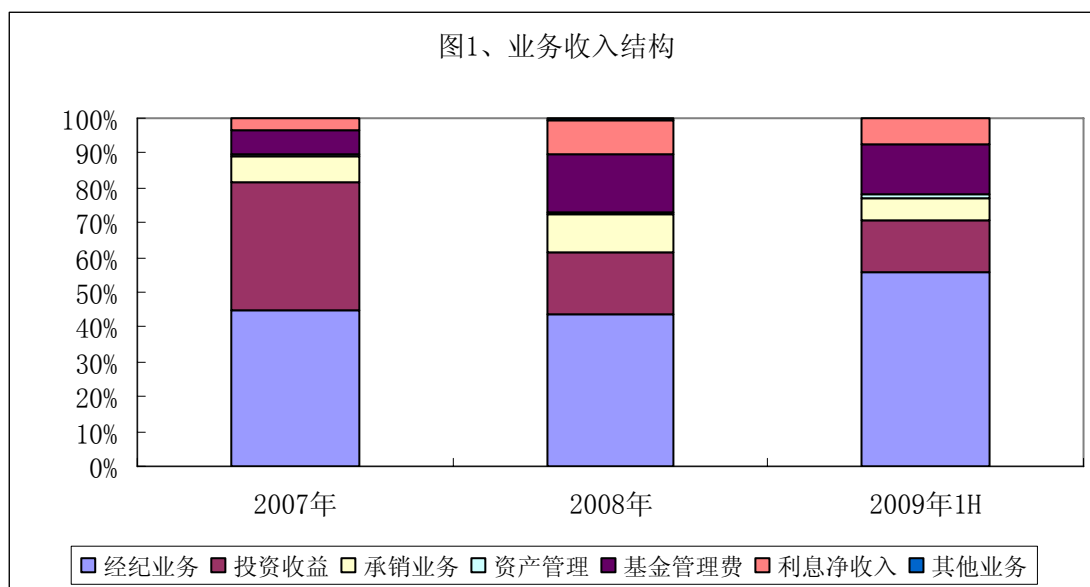
2009 年上半年，中信证券归属于母公司所有者的净利润为 38.26 亿元，较去年同期减少 19.77%，每股收益 0.58 元。从各项业务来看，经纪业务收入同比增长 6.2%，其它各项业务同比都出现了下跌，其中投资收益下跌幅度较大，主要是因为 2008 年上半年投资浮盈释放规模较大，去年基数较高。从业务收入结构上看经纪业务和自营业务收入构成营业收入的主要成分，其中，经纪业务收入占比为 54.76%，是支撑营业收入上涨的主要力量。

表 1、经营业绩对比

单位：元

	2009 年 1H	2008 年 1H	同比
营业收入	8,953,787,445	10,907,548,534	-17.9%
经纪业务	4,903,797,294	4,615,899,739	6.2%
投资收益	1,319,240,404	2,413,324,252	-45.3%
承销业务	588,673,497	932,382,135	-36.9%
资产管理	103,534,146	106,631,998	-2.9%
基金管理费	1,249,442,528	1,632,930,220	-23.5%
利息净收入	635,949,815	843,196,277	-24.6%
其他业务	24,943,906	30,519,497	-18.3%

资料来源：公司公告



资料来源

源：公司公告

二、各项业务分析

1、经纪业务

从交易额上来看，2009 年上半年中信证券股基权交易额为 39728 万亿元，同比增长 19.70%，市场份额为 8.0%，同比略有下降，总体保持平稳。经纪业务收入同比增长 6.2%，低于交易额的增长速度，主要是因为佣金率下滑幅度较大。截至 2009 年 6 月，国元证券佣金率为 0.12%，同比降低 14.29%，但与一季度相比，佣金率下降的趋势基本停止。

表 2、上市券商交易额同比

单位：百万元

百万元	2009 年 1-6 月		2008 年 1-6 月		同比		
证券公司	股基权	份额	股基权	份额	股基权	A 股	基金
中信系	3972814.4	8.00%	3319042.1	8.02%	19.70%	28.5%	13.4%
中信建投	1641301.0	3.30%	1351715.1	3.27%	21.42%	33.9%	-20.6%
中信证券	1227324.7	2.47%	1091898.2	2.64%	12.40%	17.3%	22.2%
中信金通	735389.8	1.48%	571363.7	1.38%	28.71%	37.1%	-37.0%
中信万通	368798.9	0.74%	304065.1	0.73%	21.29%	30.8%	56.6%

资料来源：东北证券研究所

表 3、佣金率变动趋势

	手续费	交易额	佣金率
2006 年	2,652,706,018	1,657,121	0.160%
2007 年	13,377,642,353	8,452,495	0.158%
2008 年	7,457,115,660	5,246,071	0.14%
2009H	4,903,797,294	3,972,814	0.12%

资料来源：东北证券研究所

佣金率下降，主要是受到营业部迁址的影响。2007 年以来，随着券商营业部的新设及迁址，相对平衡的竞争格局被打破，价格战趋于激烈，佣金率下降。新设及迁址营业部的券商以中小券商为主，主要从经济欠发达地区迁往经济发达地区，广东省、浙江省、北京市、上海市、山东省和江苏省是营业部新设和迁址最多的地区，随着新入主营业部的增多，这些地区竞争趋于激烈，佣金价格下降幅度较大，对中信证券来说，经纪业务收入在发达地区集中度较高，因此受佣金价格战的影响较大。

表 4、各地新建及迁址营业部数量

	新建营业部					本地迁址营业部			
	2007	2008	2009	合计		2007	2008	2009	合计
广东省	77	8	6	91	广东省	26	43	18	87
浙江省	20	1	3	24	上海市	16	26	23	65
北京市	19	1	1	21	浙江省	6	20	9	35
上海市	17	2	2	21	江苏省	4	13	17	34
江苏省	14	2	1	17	山东省	6	11	4	21
山东省	12	10	9	31	北京市	5	10	5	20
辽宁省	11			11	四川省		10	2	12
湖北省	10	1		11	湖北省	6	7	2	15
四川省	10			10	吉林省		7	1	8
黑龙江	8	1	1	10	辽宁省	3	7	7	17
天津市	8			8	河北省	3	6	1	10
福建省	7	2	2	11	陕西省		6	1	7
江西省	7	1		8	天津市	3	6	2	11
湖南省	6	3	10	19	福建省		5	2	7

资料来源：东北证券研究所

表 5、异地迁址营业部数量

	2007	2008	2009	3 年合计
浙江省		10	4	14
北京市	1	5	2	8
广东省	2	2	2	6
福建省		3	3	6
重庆市	1	3		4
河南省		2	1	3
山东省	2	2	1	5
天津市		2		2
江苏省	1	1	1	3
云南	1	1		2
湖南省			1	1
江西省			3	3
辽宁省			2	2
陕西省			1	1
天津市			2	2

资料来源：东北证券研究所

表 6、中信证券各地佣金率差异及业务集中度

	中信		
	营业部数量	佣金率	集中度
浙江省	26	0.14%	19.10%
上海市	26	0.15%	13.61%
北京市	15	0.10%	16.48%
广东省	18	0.11%	11.67%
山东省	33	0.20%	11.87%

江苏省	11	0.10%	7.31%
福建省	4	0.12%	1.92%
甘肃省	1	0.23%	0.27%
黑龙江	3	0.16%	0.66%
湖北省	8	0.21%	2.96%
湖南省	8	0.21%	1.59%
江西省	7	0.18%	2.28%
辽宁省	7	0.16%	2.41%
四川省	5	0.17%	2.36%
天津市	5	0.19%	1.64%

资料来源：东北证券研究所

二、承销业务

2009 年上半年，承销业务收入同比减少 45.3%。股票承销规模大幅度降低。债券承销是券商中信证券承销业务收入的主要来源，上半年共承销 1045 亿元的债券，同比增长 84.7%，市场份额为 18.4%，仅次于中金公司。

表 7、各上市券商承销业务同比

单位：万元

机构名称		首发 IPO	增发	配股	债券发行	债券承销 同比
中信证券	2009	0	401,801	0	10,450,000	87.4%
	2008	2,402,800	0	440,888	5,577,067	
中信建投	2009	0	0	0	2,493,000	1977.5%
	2008	56,706	134,354	115,623	120,000	

资料来源：东北证券研究所

表 8、债券承销市场份额

单位：万元

机构名称	债券发行	市场份额
中金公司	18030000	31.8%
中信证券	10450000	18.4%
中信建投	2493000	4.4%
海通证券	850000	1.5%
西南证券	160000	0.3%
长江证券	600000	1.1%
广发证券	100000	0.2%
国元证券	500000	0.9%
宏源证券	230000	0.4%

资料来源：东北证券研究所

三、基金管理费收入

2009 年上半年，中信证券基金管理业务收入为 12.49 亿元，同比减少 23.5%。2009 年年 1、2 季度，中信证券旗下基金累计资产净值为 4429 亿元，同比减少 1.8%，但从结构上来说，管理费提取比例较高的股票型基金和混合型基金净值同比下降幅度较大，而管理费提取比例较低的债券型基金及货币型基金同比增长幅度较大，因此，尽管基金资产净值变动幅度不大，但结构的变化影响了基金管理费收入的提高。

表 9、基金资产净值规模同比变动

单位：元

	2009 年上半年	2008 年上半年	同比
股票型	188,898,160,531	206,142,082,786	-8.4%
混合型	153,630,858,026	175,009,050,958	-12.2%
债券型	100,432,314,387	69993749919	43.5%
合计	442,961,332,944	451,144,883,663	-1.8%

资料来源：东北证券研究所

四、自营业务收入

2009 年上半年，中信证券投资净收益加公允价值变动净收益为 13.19 亿元，同比减少 45.3%。

从自营投资操作上来看，到 2009 年 6 月底，权益类投资余额为 87.56 亿元，同比增长 134.43%，自营仓位提高速度较快，年初公布的投资额度基本到达上限。

在会计安排上，权益类投资大部分放在可供出售类资产里面，因此投资收益尽管浮盈规模不小，但兑现额度较小，影响了投资收益的提升。加总计算，交易性资产和可供出售类资产的浮盈已达到 19.11 亿元，投资收益率达到 21.84%，上半年，可供出售类资产的浮盈尚有 11.15 亿元，浮盈的陆续释放有利于公司业绩的提升。因此，投资收益为公司的业绩提供了较好的支撑。

表 10、投资收益来源

单位：元

项目	2009 年 1-6 月	2008 年 1-6 月	同比
出售交易性金融资产	296,096,614	42,788,686	592.0%
出售交易性金融负债	-	3,452,661,586	
出售可供出售金融资产投资	481,973,768	1,728,959,486	-72.1%
衍生金融工具的投资收益	-7,482,378	-932,640	702.3%
金融资产持有期间收益	529,585,552	694,539,177	-23.8%

合计	1,300,173,556	5,918,016,295	-78.0%
----	---------------	---------------	--------

资料来源：公司公告

表 11、投资状况对比

单位：元

	类别	初始投资成本		同比	公允价值		同比
		2009 年 6 月	2008 年 12 月		2009 年 6 月	2008 年 12 月	
交易性金融资产	债券	6743454162	5275154378	27.8%	6762564938	5365800467	26.0%
	股票	500896432	30710812	1531.0%	543265780	27493746	1876.0%
	基金	66197860	115418619	-42.6%	67262585	65977383	1.9%
	其他	1118936043	533243624	109.8%	1124949109	545571570	106.2%
	合计	8429484497	5954527434	41.6%	8498042413	6004843167	41.5%
可供出售金融资产	债券	9630281699	29689781208	-67.6%	9926983048	30508797165	-67.5%
	股票	6933008162	2374325388	192.0%	8167278180	2195586554	272.0%
	基金	1255747935	1214520873	3.4%	1544519719	1288456215	19.9%
	其他	691620497	849339945	-18.6%	691324449	820333468	-15.7%
	小计	18510658292	34127967415	-45.8%	20330105396	34813173402	-41.6%
	合计	18510658292	34127967415	-45.8%	19955714900	34099202962	-41.5%

资料来源：公司公告

表 12、投资浮盈对比

	2009 年 6 月 30 日	2008 年 12 月 31 日	对比
交易性资产	567,094,292	146,129,432	288.1%
可供出售资产	8,188,756,097	3,588,846,262	128.2%
交易性资产浮赢	19,066,848	-3,504,692,043.36	/
可供出售资产浮赢	1,114,786,546.28	574,763,464.94	94.0%

资料来源：公司公告

五、每股收益敏感性分析

在 2009 年日均股票交易额 1200 亿元、自营业务收益率 7.5% 的假设条件下，中信证券 2009 年每股收益大约为 1.09 元。如果乐观估计，假设 2009 年日均股票交易额 1900 亿元、自营业务收益率 17.5%，其它条件不变，则中信证券的每股收益为 1.50 元。目前中信证券的股价为 32.56 元，对应的市盈率在 20—30 倍之间，给予谨慎推荐的投资评级。

表13、中信证券每股收益敏感性分析

每股收益（元）		日均交易量						
		1200	1400	1500	1700	1800	1900	2000
投资收益率	-5.00%	0.90	0.97	1.01	1.08	1.12	1.16	1.20
	0.0%	0.97	1.05	1.08	1.16	1.20	1.24	1.27
	5.0%	1.05	1.12	1.16	1.24	1.27	1.31	1.35
	7.5%	1.09	1.16	1.20	1.27	1.31	1.35	1.39
	10.0%	1.12	1.20	1.24	1.31	1.35	1.39	1.42
	12.5%	1.16	1.24	1.27	1.35	1.39	1.42	1.46
	15.0%	1.20	1.27	1.31	1.39	1.43	1.46	1.50
	17.5%	1.24	1.31	1.35	1.43	1.46	1.50	1.54
	20.0%	1.27	1.35	1.39	1.46	1.50	1.54	1.58
	22.5%	1.31	1.39	1.43	1.50	1.54	1.58	1.61
	25.0%	1.35	1.43	1.46	1.54	1.58	1.61	1.65
	27.5%	1.39	1.46	1.50	1.58	1.61	1.65	1.69
	30.0%	1.43	1.50	1.54	1.61	1.65	1.69	1.73

表14、赢利预测

单位：元

	2008	2009	2010	2011
一、营业收入	17,707,624,721	20,848,523,909	22,633,086,537	21,587,592,529
手续费及佣金净收入	12,798,440,202	11,931,441,385	13,605,569,483	12,573,698,621
其中：经纪业务收入	7,457,115,660	9,619,679,201	11,062,631,081	9,956,367,973
承销业务收入	1,782,839,233	2,139,407,079	2,353,347,787	2,423,948,221
资产管理收入	149,874,004	172,355,104	189,590,614	193,382,427
利息净收入	1,705,605,600	2,132,007,000	2,238,607,350	2,350,537,717
投资净收益	6,450,835,815	2,902,876,117	3,135,106,206	3,385,914,703
公允价值变动净收益	-3,341,380,871	501,689,983	-70,168,998	-105,253,497
其他业务收入	71,133,897	81,803,981	94,074,578	108,185,765
二、营业支出	8,164,957,298	8,449,505,413	10,306,209,199	11,806,033,743
营业税金及附加	784,757,902	902,471,587	1,128,089,484	1,297,302,907
管理费用	6,658,158,630	7,390,556,079	9,090,383,978	10,453,941,574
资产减值损失	709,335,931	141,867,186	70,933,593	35,466,797
其他业务成本	12,704,835	14,610,560	16,802,144	19,322,466
三、营业利润	9,542,667,423	12,399,018,496	12,326,877,338	9,781,558,786
四、利润总额	9,561,376,838	12,419,806,930	12,350,784,036	9,809,051,489
减：所得税	1,511,147,566	235,976,331.7	271,717,248.8	245,226,287.2
五、净利润	8,050,229,272	10,060,043,613	9,633,611,548	7,356,788,617
减：少数股东损益	745,228,262	93,128,140.9	89,180,560.6	68,103,486.3
归属于母公司所有者的净利润	7,305,001,010	9,128,762,209	8,741,805,943	6,675,753,753
六、每股收益：	1.1	1.38	1.32	1.01

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209