



分析师

黄立军、邢波

电话: 010-88085983

Email: huanglijun@hysec.com

中信证券 (600030)

买入(调增)

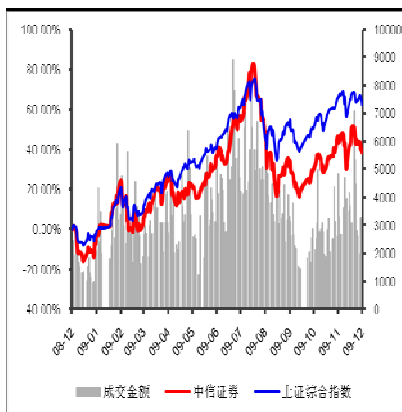
证券行业/公司研究

中信证券: 存在套利机会

公司数据

总股本(万股)	663047
流通股(万股)	657047
每股净资产	8.33
主要股东	中信集团
主要股东持股比例	23.67%

市场表现



相关研究:

《银信与集合信托走势判若云泥**非银行金融* 黄立军 邢波》

2009.11.15

《招商证券: 强周期行业中的低贝塔标的*600999*非银行金融*黄立军 邢波》

2009.11.6

《中信证券: 非经纪业务发力*600030*非银行金融*黄立军 邢波》

2009.11.2

投资要点:

- 旗下子公司股权面临出售。由于控股中信建投、中信金通、中信万通而面临“一参一控”达标的法律问题。其中中信建投，由于其 40% 股份为建银投资掌握，加上其在行业中具有一定地位，整合存在较大难度，通过出售的方法达到监管要求将是大概率事件。
- 目前股价存在明显折价。一方面由于对出售中信建投后公司业绩下降的担心，另一方面由于对出售对象及定价的不确定性的担心，这些不确定性对公司的估值形成了一定压制，无论 PE 还是 PB 都处于相对较低的水平。
- 公司将率先从 PE 业务和融资融券试点中获益。公司率先设立直投子公司，并先后两次增资至 30 亿元，公司 PE 投资项目推进迅速，投资金额超过 13 亿元，目前已经有 2 家上市，我们认为未来两年将对自营形成有效贡献。同时，若获母公司获得融资融券资格，由于试点机制带来的客户转移的杠杆性，其经纪市场份额将会增长 30% 以上。
- 未来随着不确定性消除折价将消失。作为上市公司并且股权结构较为分散，我们认为非公允的重大资产出售方案较难通过。同时，根据此前的公告，中信证券已计划通过划分营业区域的方式解决控股的中信金通和中信万通的同业竞争问题。综合前面分析，我们预测公司 2009 年、2010 年 EPS 分别为 1.25 元和 1.74 元，对应 2009 年和 2011 年 PE 分别为 24 倍和 17 倍，存在明显折价，我们认为随着股权出售方案的明朗，其折价将逐渐消失，目前公司存在套利机会，给予买入评级。

百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	30,871	17,708	19,564	26,845	38,026
Growth (%)	415.30%	-42.64%	10.48%	37.22%	41.65%
净利润	13,546	8,050	9,114	12,382	17,825
Growth (%)	423.76%	-40.57%	13.21%	35.86%	43.96%
每股收益(元)	2.0	1.1	1.3	1.7	2.4
市盈率	13	27	23	17	12
市净率	1.7	3.5	3.1	2.7	2.2
净资产收益率 (%)	19.33%	6.84%	7.05%	8.36%	10.18%

目录

1 旗下子公司股权面临出售	3
2 目前中信证券存在明显折价	3
3、未来随着不确定性消除折价将消失	4
4、公司 PE 业务将率先获益	5
5、将从融资融券试客户转移中获益	5

图表目录

表 1：落实“一参一控”的具体措施	3
表 2：上市券商对应 2009 估值表	4
表 3：中信证券 2009 年三季度十大流通股东	5
表 4：非试点与试点券商间客户转移测算	6
图 1：中信建投营业部服务部占中信证券 51%	4
图 2：09 中期中信建投营业收入占中信证券 29%	4
图 3：公司 PE 业务进展情况	5

1 旗下子公司股权面临出售

2008 年 3 月,证监会发布了《关于证券公司控制关系的认定标准及相关指导意见》(以下称《意见》),明确了证券公司“一参一控”政策。4 月发布的《证券公司监督管理条例》强调相关要求。9 月,证监会统一部署各证监局下发通知,督促行业落实执行政策。同时,证监会为了落实政策提出了五个具体措施(表 1)。最近刚刚过会的华泰证券,就是在解决了“一参一控”问题后才通过审批。

表 1: 落实“一参一控”的具体措施

措施	具体内容
明年底前达标	证券公司的股东、实际控制人、股权的实际控制人应在 2010 年 12 月 31 日前达到《意见》的要求。
今年年底前提交计划	不符合“一参一控”监管要求的,应当在 2009 年 12 月 31 日前,提交措施可行、时限明确的规范整改计划,承诺按照规定时限达到监管要求。
逾期采取监管措施	到期仍不符合监管要求的,由住所地证监局依法采取相应监管措施,记入监管档案,并在分类评价中相应扣分;对新业务、新产品、新网点行政许可申请,实施冷淡对待的审慎监管措施。
上市须先达标	股东、实际控制人不符合“一参一控”要求的证券公司不能申请上市,拟在上述期限前申请上市的,应当在申请上市前达到“一参一控”的要求。
汇金特殊处理	重组证券公司的方案对股权退出有明确时限规定的,继续按照重组方案执行;没有明确退出时限的,可在《证券公司监督管理条例》实施之日起五年内(即 2013 年 5 月 31 日前)达到“一参一控”的要求。

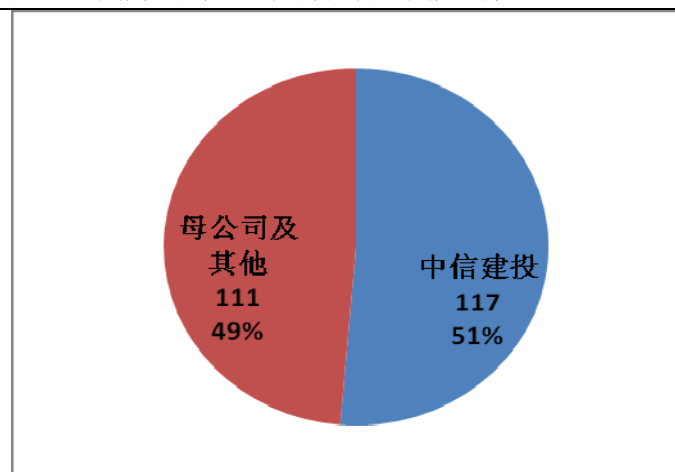
资料来源:证监会,宏源证券

中信证券由于控股中信建投、中信金通、中信万通而面临“一参一控”达标的法律问题。尤其是中信建投,由于其 40% 股份为建银投资掌握,加上其各项业务在行业中具有一定地位,中信证券对其整合存在较大难度,通过出售中信建投的方法达到监管要求将是大概率事件。

2 目前中信证券存在明显折价

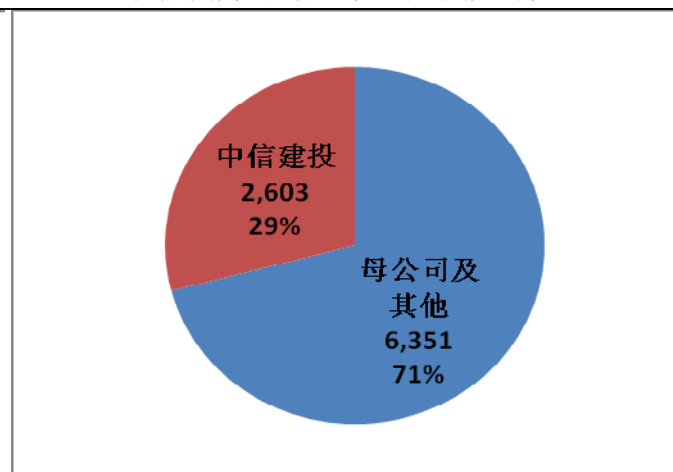
中信建投前身为华夏证券,其在行业中具有一定地位。根据交易所数据,截至 09 年 10 月份,中信建投营业部、服务部数量占到中信系券商的 51% (图 1); 根据中国货币网及中信中报数据,09 年中期中信建投其营业收入也占到中信合并报表的 29%。因此中信建投对中信证券影响举足轻重。

图 1：中信建投营业部服务部占中信证券 51%



资料来源：上海证券交易所，深圳证券交易所，宏源证券

图 2：09 中期中信建投营业收入占中信证券 29%



资料来源：公司中报，中国货币网，宏源证券

目前中信证券存在明显的折价（表 2），究其原因主要在于对中信建投股权出售的疑虑。一方面是对出售后公司业绩下降担心的反映，另一方面是对出售对象及定价的不确定性的反映，这种不确定性对公司的估值形成了一定压制，无论市盈率还是市净率都处于相对较低的水平。

表 2：上市券商对应 2009 估值表

公司	EPS			PE			PB		
	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
中信	1.25	1.70	2.45	23.5	17.3	12.0	3.1	2.7	2.2
光大	0.81	1.04	1.36	29.6	23.0	17.6	3.6	3.2	2.8
长江	0.60	0.81	1.04	31.0	23.2	18.0	6.8	3.9	3.3
海通	0.54	1.00	1.50	31.5	17.1	11.4	3.3	2.9	2.4
招商	0.88	1.16	1.52	35.0	26.5	20.2	5.2	4.5	3.8
东北	1.03	1.35	1.66	37.7	28.8	23.4	4.7	4.1	3.6
国元	0.47	0.89	1.11	43.1	22.9	18.4	2.6	2.4	2.2
西南	0.40	0.45	0.46	45.6	40.6	39.3	8.7	7.4	6.4
国金	0.51	0.77	0.96	46.6	30.7	24.9	9.2	7.3	5.8

资料来源：宏源证券

3、未来随着不确定性消除折价将消失

我们认为作为上市公司，中信建投股权出售应该会按照市场价格出售。因此出售将构成重大事项需要充分披露并由流通股表决，目前看其股权较为分散（表 3），并且其中较多的市场化机构，不公平的出售价格将难以获得通过。同时，根据中信此前的公告，中信证券已计划通过划分营业区域的方式解决觉得控股的中信金通和中信万通的竞争问题。我们预计随着中信建投同业竞争问题的推进并明朗化，其估值将回到合理水平。

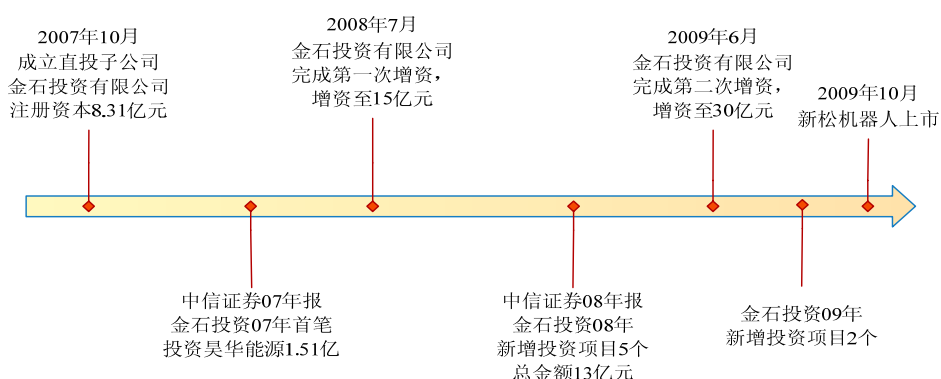
表 3：中信证券 2009 年三季度十大流通股东（百万股）

股东名称	持股数量	占总股本比例(%)
中国中信集团公司	1,555	23.45
中国人寿保险股份有限公司	366	5.53
中国人寿保险(集团)公司-传统-普通保险产品	280	4.23
雅戈尔集团股份有限公司	132	1.98
中国运载火箭技术研究院	74	1.12
柳州两面针股份有限公司	64	0.96
南京新港高科技股份有限公司	61	0.92
交通银行-易方达 50 指数证券投资基金	48	0.73
中信国安集团公司	44	0.67
交通银行-博时新兴成长股票型证券投资基金	40	0.6
合 计	2,665	40.19

资料来源：公司季报，宏源证券

4、公司 PE 业务将率先获益

上市券商中中信证券率先设立直投子公司，其投资项目推进迅速，先后两次增资至 30 亿元，并进行了积极投资（图 3）。其投入的神州泰岳和沈阳新松机器人 5332 万元已带来账面利润逾 3 亿元，根据披露的信息其还对吴华能源、中信房地产、中海金鸿天然气输送有限公司、广西丰林木业集团、贵州开磷有限责任公司、内蒙古北方重工业集团、Visiongain 等项目进行了投资，投资金额超过 13 亿元，同时根据《每日经济新闻》报道，金石投资旗下的中信联合创投也已投资了锦铁、广发银行、安联大众、中信铂业等多个项目。我们预计其 PE 收益将在两年内反映进损益表。

图 3：公司 PE 业务进展情况


资料来源：公司公告，中国证监会

5、将从融资融券试客户转移中获益

如前我们在海通证券报告中分析，我们认为由于试点机制带来的客户转移的杠

杆性，试点券商市场份额会带来较大的增长。如表 4 所示，如果为 3 家（假设为中信证券、海通证券、中投证券），则试点券商经纪市场份额增长将在 110% 左右；如果为 5 家（假设增加华泰、光大两家）试点券商经纪市场份额增长将在 59% 左右。

表 4：非试点与试点券商间客户转移测算

假设试点	市场份额	非试点与试点券商间客户转移测算			
中信母公司	2.6%	三家试点		五家试点	
海通证券	4.3%	活跃客户转移占总客户比	3.0%	活跃客户转移数量占比	3.0%
中投证券	3.0%	转移客户占活跃客户比	15.0%	转移客户占活跃客户比	15.0%
三家合计	9.9%	非试点券商业务转移比	12.0%	非试点券商业务转移比	12.0%
华泰证券	3.6%	非试点券商试点份额	90.1%	非试点券商试点份额	83.2%
光大证券	3.4%	非试点券商业务转移	10.8%	非试点券商业务转移	10.0%
五家合计	16.8%	试点券商市场份额增长	110%	试点券商市场份额增长	59%

资料来源：wind 资讯，交易所，宏源证券

具体看，获得试点资格的是中信证券母公司，截至 09 年前三季度，其经纪市场份额为 2.54%，如果其增加 110%，则中信系市场份额将达 10.54%。综合考虑 PE 业务对自营收益率的提升，我们预测公司 2009 年、2010 年 EPS 分别为 1.25 元和 1.74 元，对应 2009 年和 2011 年 PE 分别为 24 倍和 17 倍，存在明显折价，我们认为随着股权出售方案的明朗，其折价将逐渐收敛到 0，目前公司存在套利机会，给予买入评级。

估值模型与财务数据

利润表(百万元)	2007	2008A	2009E	2010E	2011E	资产负债表(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	30,871	17,708	19,564	26,845	38,026	货币资金	122,589	80,412	92,474	101,721	111,893
手续费净收入	18,956	12,798	14,960	21,955	30,617	结算备付与保证金	25,664	5,530	6,031	6,582	7,188
代理买卖证券业务净收入	13,378	7,457	9,932	14,733	22,504	交易性金融资产	2,772	6,005	9,007	13,511	16,213
证券承销业务净收入	2,194	1,783	1,564	3,033	3,033	买入返售金融资产	15,232	3,327	4,092	10,639	13,831
资产管理业务净收入	2,191	2,978	3,255	3,960	4,827	可供出售金融资产	12,906	34,099	40,919	53,195	69,153
利息净收入	991	1,706	1,245	1,507	1,808	其他资产	10,491	7,516	6,881	9,689	12,844
投资收益及公允价值变动	10,927	3,109	3,230	3,254	5,473	资产总计	189,654	136,888	159,404	195,336	231,123
其他业务收入	-3	0	128	128	128	短期借款	150	0	1,000	1,000	1,000
营业支出	-11,008	-5,873	-7,728	-10,335	-14,260	交易性金融负债	1,867	0	0	0	0
营业税金及附加	-1,322	785	-880	-1,208	-1,711	衍生金融负债	0	3	0	0	0
业务及管理费	-9,531	-6,658	-6,847	-9,127	-12,549	卖出回购金融资产款	420	8,593	2,864	2,864	2,864
营业利润	19,863	9,543	11,836	16,509	23,766	代理买卖证券款	117,806	61,070	79,627	102,490	112,739
营业外收支	41	18	0	0	0	其他负债	15,388	9,696	10,639	13,184	23,570
利润总额	13,546	8,050	9,114	12,382	17,825	负债合计	135,630	79,362	94,131	119,538	140,174
所得税	-6,358	-1,511	-2,722	-4,127	-5,942	股本	3,315	6,630	6,630	6,630	6,631
净利润	13,546	8,050	9,114	12,382	17,825	归属母公司所有者权益	51,599	55,222	62,344	72,397	86,868
归属母公司所有者净利润	12,389	7,305	8,294	11,268	16,221	少数股东权益	2,424	2,305	2,929	3,401	4,081
少数股东损益	1,157	745	820	1,114	1,604	所有者权益合计	54,023	57,526	65,273	75,798	90,949
经营指标	2007	2008A	2009E	2010E	2011E	风险指标	2007	2008A	2009E	2010E	2011E
平均总资产收益率	9.77%	4.47%	5.60%	6.35%	7.61%	净资本	36,839	38,779	58,090	71,264	85,380
平均净资产收益率	19.33%	6.84%	7.05%	8.36%	10.18%	扣除代买卖证券款负债率	24.81%	24.13%	18.18%	18.36%	23.17%
管理费用率	30.87%	37.60%	35.00%	34.00%	33.00%	自营规模/净资本	42.56%	103.42%	85.95%	93.60%	99.98%
营业收入/总资产	24.35%	10.85%	13.21%	15.13%	17.83%	权益自营规模/净资本	22.81%	9.23%	14.26%	17.50%	19.08%
每股数据(元)	2007	2008A	2009E	2010E	2011E	估值	2007	2008A	2009E	2010E	2011E
每股收益	2.0	1.1	1.3	1.7	2.4	市盈率	15	27	23	17	12
每股净资产	15.6	8.3	9.4	10.9	13.1	市净率	1.9	3.5	3.1	2.7	2.2

销售经理：万玮
联系电话：010-88085990
电子信箱：wanwei1@hysec.com

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

宏源证券评级说明	类别	评级	定义
投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6-12 个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。	公司评级	买入	未来 6-12 个月跑赢上证综指+15%以上
		增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%~+15%
		持有	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上
	行业评级	增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%以上
		中性	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上