

中信证券(600030)研究报告

——股价没有反映出新业务的成长空间

谨慎推荐

维持评级

金融/证券

2010年1月19日

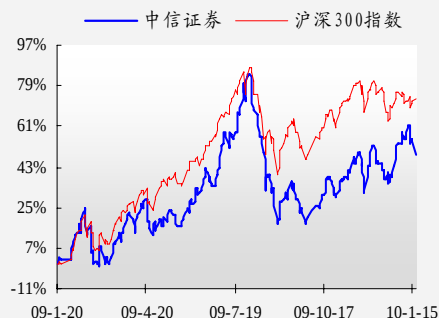
投资要点:

- 中信建投的股权转让对中信证券经纪业务收入影响明显,但对中信证券的总体业务收入和税后利润影响较小。2007年以来,中信建投为母公司贡献的净利润分别为11.87%、14.3%和18.5%,平均值为14.89%。假设中信证券出售中信建投的比例为45%,那么中信证券归属于母公司所有者净利润将减少11.2%。华夏基金股权转让对中信证券的业绩影响是将减少2.9%--5.9%的净利润,总体来说对公司的业绩影响不大。
- 两项股权转让,中信证券将获得109.05亿元至141.34亿元的现金收入,增厚每股净资产1.64元至2.13亿元。目前,融资融券、股指期货等创新业务呼之欲出,这些业务对净资本的要求比较高,资本金的扩大,将有利于中信证券创新业务的发展。
- 短期来看,中信证券出售中信建投的股权,尽管会减少经纪业务收入,但从长远角度上来说,随着创新业务的发展,经纪业务收入在公司的业绩贡献中占比越来越低,经纪业务已不是公司业务收入的主流,创新业务将成为提升公司业绩的主要动力。卖出盈利能力较低的业务,并将所获取的资金开拓盈利能力较高的创新业务,对公司的发展来说是好事。
- 中信证券净资本规模领先、经纪业务实力居行业前列、盈利能力较强,是最适合开展创新业务的公司。目前,直投业务已有9亿元左右的浮盈,占09年净利润的10%。保守估计,融资融券和股指期货也将能为公司带来10%以上的业绩贡献。目前中信证券估值水平较低,股价没有反映出新业务价值的成长空间,给予谨慎推荐的投资评级。

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		28.2	
2009E	2,084,852	17.7	1,006,004	25.0	1.35		23.0	
2010E	2,263,309	8.6	963,361	-4.2	1.32		23.5	
2011E	2,158,759	-4.6	735,679	-23.6	1.01		30.7	

走势图



市场数据

2010-1-19

收盘价:	31.00 元
52 周最高价:	38.80 元
52 周最低价:	19.93 元
平均持仓成本:	30.12 元

基本数据

2009Q3

总股本(万股):	663,047
流通A股(万股):	663,047
每股收益(元):	0.95
每股净资产(元):	8.75
每股经营现金流(元):	6.71
市净率:	3.54

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20楼

邮编: 200002

一、股权转让的影响

1、中信建投股权转让

(1) 中信建投股权转让对中信证券经纪业务收入影响大

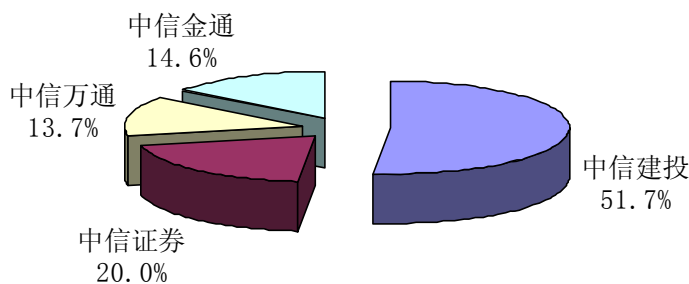
中信证券此次股权转让，将丧失对中信建投的控股权，转让后，中信建投的财务报表将不再与中信证券合并，此项转让，对中信证券的经纪业务收入影响较大。目前，中信建投拥有 105 家营业部，在整个中信系中占比为 51.7%，中信建投的经纪业务市场份额，历年稳定在 3% 以上，一直处于行业前 10 名，经纪业务收入是整个上市公司经纪业务收入的主要支柱，因此转让中信建投股权对中信证券的经纪业务收入影响较大。

表 1、中信系各券商经纪业务市场份额

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
中信建投	3.1%	3.19%	3.1%	3.3%
中信证券	2.6%	2.49%	2.5%	2.4%
中信金通	1.2%	1.42%	1.4%	1.6%
中信万通	0.6%	0.66%	0.7%	0.7%

资料来源：东北证券研究所

图 1、中信系各家券商营业部占比

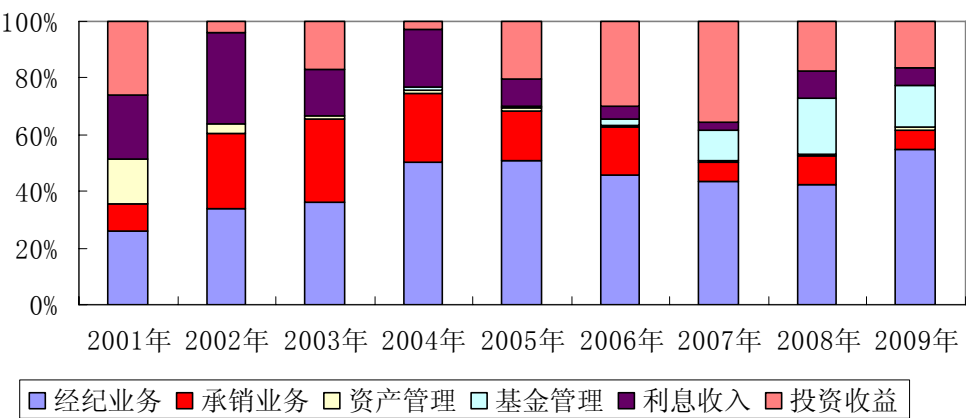


资料来源：东北证券研究所

(2) 中信建投股权转让对中信证券整体业务收入影响小

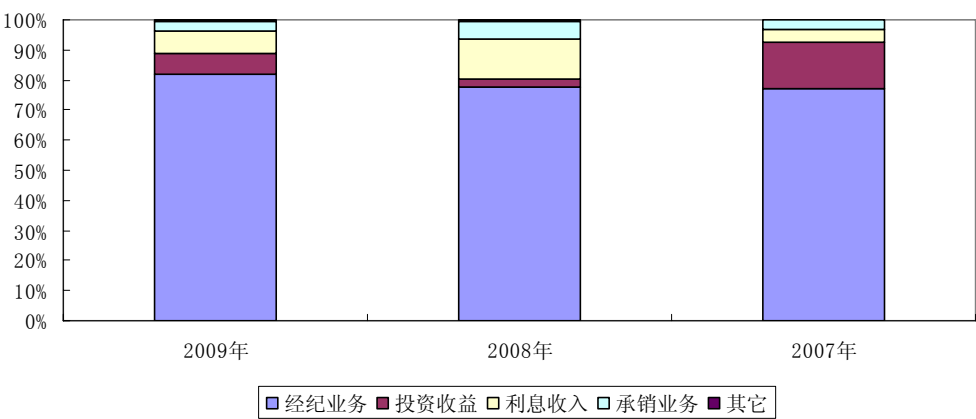
中信建投的股权转让对中信证券经纪业务收入影响明显，但对中信证券的总体业务收入和税后利润影响较小。中信证券业务收入来源丰富，在业务收入结构中，经纪业务收入占比虽高，但没有处于绝对垄断地位，而中信建投的业务收入却主要以经纪业务收入为主，因此，转让中信建投股权主要是对经纪业务的影响，对中信证券整体业务收入影响较小。

图2、中信证券业务收入结构



资料来源：东北证券研究所

图3、中信建投业务收入结构



资料来源：东北证券研究所

表 2、中信建投为中信证券的业绩贡献

单位：万元

	公司名称	营业收入	营业利润	利润总额	净利润	归属母公司所有者净利润
2007 年	中信证券	3087111.4	1986293.5	1990417.3	1354578.6	1238852.1
	中信建投	774066.1	451535.6	453004.5	244991.0	244991.0
	占比	15.04%	13.64%	13.66%	10.85%	11.87%
2008 年	中信证券	1770825.7	954330.0	956137.7	805022.9	730500.1
	中信建投	413028.5	218977.7	221354.6	173874.2	173874.2
	占比	14.0%	13.8%	13.9%	13.0%	14.3%
2009 年	中信证券	899177.0	575278.3	575538.6	433487.1	382666.5
	中信建投	260307.3	156224.5	156160.3	117788.1	117788.1
	占比	17.4%	16.3%	16.3%	16.3%	18.5%

资料来源：东北证券研究所

2007 年以来，中信建投为母公司贡献的净利润分别为 11.87%、14.3%和 18.5%，平均值为 14.89%。假设中信证券出售中信建投的比例为 45%，那么中信证券归属于母公司所有者净利润将减少 11.2%。

2、华夏基金股权转让

目前监管机构对中信证券下了最后通牒，如果华夏基金公司股权结构在 2010 年 4 月 1 日前仍不能得到规范，证监会将视情况对华夏基金公司及其股东中信证券采取进一步监管措施。华夏基金公司的股权处置成了中信证券目前的最紧迫的任务。

目前中信证券持有华夏基金公司 100% 的股权，而根据中国证监会的有关规定，对合资公司来说，基金公司主要股东的最高出资比例不超过全部出资的 49%，对中外合资基金管理公司来说，外国合营者的投资比例一般不低于 25%。这意味着，中信证券必须卖出华夏基金公司 25%—51% 的股权。按 2009 年上半年的业绩，在这个转让范围内，华夏基金股权转让对中信证券的业绩影响是将减少 2.9%—5.9% 的净利润。总体来说对公司的业绩影响不大。

表 3、华夏基金为中信证券的业绩贡献

单位：元

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年中期
基金资产净值规模	58,852,652,366	221,984,268,925	198,022,994,533	224,372,229,186
基金管理费收入	551,390,000	2,029,116,747	2,828,134,810	1,154,000,000
基金净利润	119,840,000	1,002,940,000	1,224,000,000	499,444,367
中信证券净利润	2,586,268,779	13,545,785,865	8,050,229,272	4,334,871,439
基金净利润占母公司比重	4.6%	7.4%	15.2%	11.5%

资料来源：东北证券研究所

二、净资本实力进一步提升

2008 年，华夏基金实现的净利润为 12.2 亿元，每股收益 8.87 元，在 25%—51% 的股权转让范围内，华夏基金可转让 3450 万股至 7038 万股，参照博时基金 10 倍市盈率的转让价格，中信证券转让华夏基金可获得 31.05 亿元至 63.34 亿元的现金收益。

表 4、中信建投盈利能力及资本实力与同行业对比

单位：万元

公司名称	营业收入	净利润	每股收益	股本	净资产	每股净资产	净资本
国元	123669.5	52138.9	0.36	146410.0	476859.0	3.3	333477.6
宏源	159846.8	54164.8	0.37	146120.4	497855.2	3.4	376951.5
长江	207324.2	70162.7	0.42	167480.0	460335.7	2.7	352901.4
光大	369102.1	145492.5	0.47	289800.0	1070357.2	3.7	822327.1
中信建投	413028.5	173874.2	0.64	270000.0	521382.2	1.9	436284.5
招商	491705.3	211034.8	0.63	322691.5	813779.5	2.5	379738.2

资料来源：东北证券研究所

2008 年，中信建投共实现 17.38 亿元的净利润，每股收益 0.64 元，假设中信证券将转让中信建投 45% 的股权，在 10 倍市盈率的定价下，中信证券将获得 78 亿元的现金收益。

尽管建投及华夏基金股权转让将削弱公司盈利水平，但公司资本实力也将由此进一步提升。两项股权转让，中信证券将获得 109.05 亿元至 141.34 亿元的现金收入，增厚每股净资产 1.64 元至 2.13 亿元。目前，融资融券、股指期货等创新业务呼之欲出，这些业务对净资本的要求比较高，资本金的扩大，将有利于中信证券创新业务的发展。

三、创新业务是业务发展总趋势

从美国高盛等公司的业务发展趋势上来看，国外的投资银行的业务收入来源丰富，业务收入结构越来越复杂，经纪业务收入对公司的业绩贡献相对较小，其他如资产管理、兼并收购等创新型的业务逐渐成为公司的主流。

对国内券商来说，经纪业务竞争激烈，竞争手段主要是价格竞争，因此整个行业的佣金率水平一直呈下降趋势，经纪业务的利润率也越来越低，经纪业务目前尽管仍是大多数券商的收入来源，但经纪业务的利润率越来越低。

短期来看，中信证券出售中信建投的股权，尽管会减少经纪业务收入，但从长远角度来说，随着创新业务的发展，经纪业务收入在公司的业绩贡献中占比越来越低，经纪业务已不是公司业务收入的主流，创新业务将成为提升公司业绩的主要动力。卖出盈利能力较低的业务，并将所获取的资金开拓盈利能力较高的创新业务，对公司的发展来说是好事。

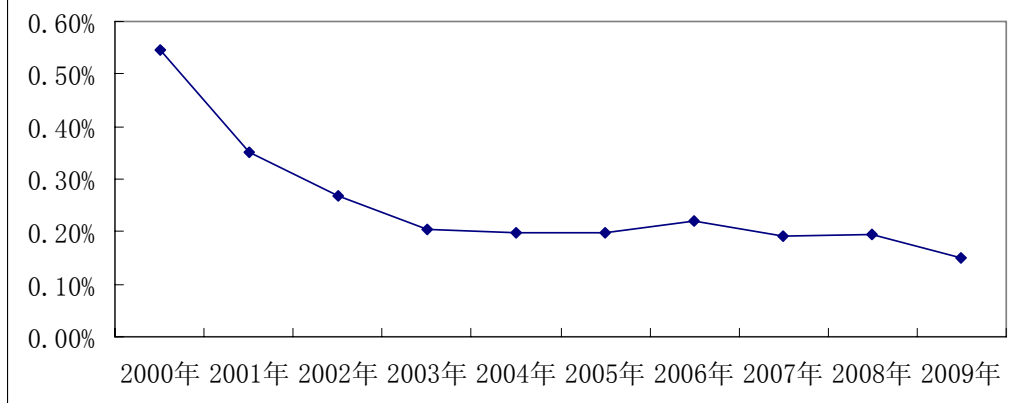
表 5、高盛业务收入结构

单位：%

	2008 年	2007 年	2006 年	2005 年	2004 年
净收入	100	100	100	100	100
Trading and Principal Investments	40.8	67.9	67.9	66.6	65.5
Total Equities	41.4	24.6	22.5	22.4	22.3
Equities commissions	22.5	10.0	9.3	11.8	12.9
Equities trading	18.9	14.6	13.2	10.6	9.4
Fixed Income, Currency and Commodities	16.7	35.2	37.9	35.4	36.9
Total Principal Investments		8.2	7.5	8.8	6.4
Gross gains	6.0	8.1	5.5	3.0	4.1
Overrides	0.3	1.0	1.1	0.7	0.5
Gross losses					
Asset Management and Securities Services	35.9	15.7	17.2	18.8	18.4
Total Asset Management	20.5	9.8	11.4	11.7	12.2
Management and other fees	19.4	9.4	8.9	10.4	10.6
Incentive fees	1.0	0.4	2.6	1.3	1.6
Securities Services	15.4	5.9	5.8	7.1	6.2
Investment Banking	23.3	16.4	14.9	14.6	16.1
Financial Advisory	12.0	9.2	6.9	7.6	8.3
Total Underwriting	11.4	7.3	8.1	7.0	7.8
Equity underwriting	6.1	3.0	3.6	2.8	3.9
Debt underwriting	5.3	4.2	4.5	4.2	3.9

资料来源：彭博

图4、经纪业务佣金率变化趋势



资料来源：东北证券研究所

四、创新业务发展空间巨大

中信证券净资本规模领先、经纪业务实力居行业前列、盈利能力较强，是最适合开展创新业务的公司。目前，直投业务已有 9 亿元左右的浮盈，占 09 年净利润的 10%。保守估计，融资融券和股指期货也将能为公司带来 10%以上的业绩贡献。

1、直投业务

创业板推出以后，目前，中信证券已完成 4 个直投项目的 IPO，潜在收入贡献达 9 亿元，投资收益率达到 10 倍。

图 6、直投业务浮盈

单位：万股/万元

投资对象	持股数	投资成本	目前市值	浮盈	投入时间	上市时间	限售期
神州泰岳	210	2,772	25,683	22,911	2009.5.18	2009.10.30	36 个月
机器人	320	2,560	23,488	20,928	2008.6.3	2009.10.30	12 个月
威创股份	802	2,941	28,792	25,851	2007.8.28	2009.11.27	12 个月
理工监测	250	625	21,275	20,650	2007.6.26	2009.12.18	12 个月
总计	1582	8898	99,238	90,340			

资料来源：东北证券研究所

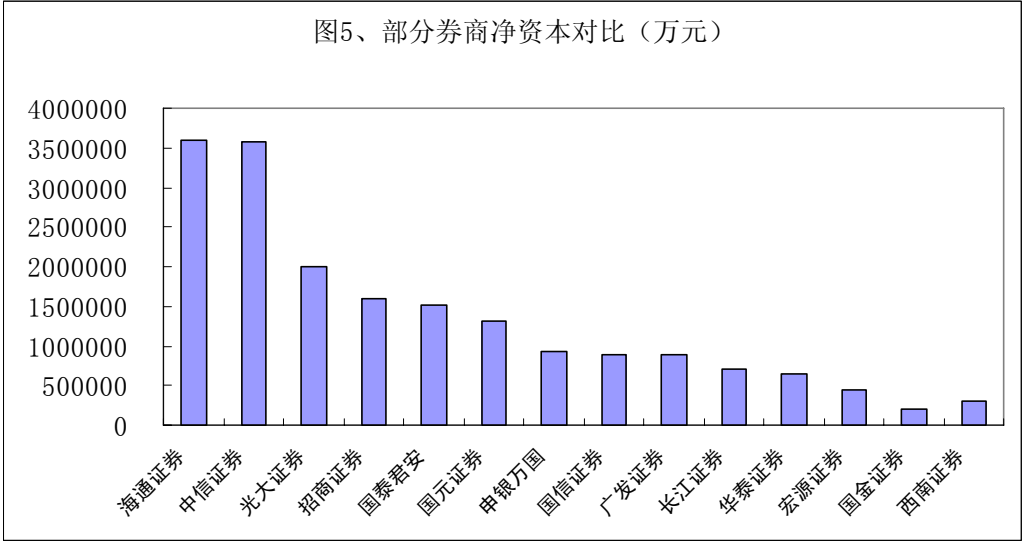
2、股指期货

根据敏感性分析，试点阶段股指期货将给整个行业带来 50 亿元左右的佣金收入，但一旦股指期货全面展开，将带来 300 亿元以上的佣金收入。另外，股指期货的保证金将为券商带来利息收入。但随着未平仓合约占股指期货交易合约的比例提高，保证金将为券商带来利息收入将大幅度增加。

3、融资融券

券商在融资融券业务中的盈利模式包括：融资利差、融券手续费等，并能增加券商的佣金收入，有望扩大客户源和市场占有率。按行业平均的交易佣金费率为 0.13%，预计融资融券在 2010 年，为证券行业带来的新增佣金收入 28.4 亿-94.8 亿元左右；假设证券公司将用 40%的净资本进行融资融券业务。预计融资融券在 2010 年为证券行业带来 40-50

亿以上的利息收入；另外，还能增加中间业务收入，扩大客户源。



资料来源：东北证券研究所

五、价值低估，股价没有反应出创新业务的成长空间

中信建投和华夏基金股权转让以后，中信证券将获得 109.05 亿元至 141.34 亿元的现金收入，增厚每股净资产 1.64 元至 2.13 亿元。净资本规模进一步扩大，将有利于创新业务的发展。目前中信证券估值水平较低，股价没有反应出创新业务的成长空间，因此，依然给予谨慎推荐的评级。

表7、券商股股指及投资评级

	P/E	P/B	投资评级
中信证券	24.43	3.5	谨慎推荐
海通证券	30.83	3.5	谨慎推荐
招商证券	40.6	11.88	谨慎推荐
光大证券	38.21	4.4	谨慎推荐
长江证券	33.3	4.71	谨慎推荐
国元证券	38.26	2.81	谨慎推荐
汇总	30.93	4.51	

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。