



上市公司动态研究报告

证券业

获得首批试点资格和“同业竞争” 问题解决是估值修复的起点

中信证券低估值的解释:市场的担忧

据测算,不考虑股权转让一次性收益,公司动态 2010PE 为 23.28;如果考虑到股权转让带来的一次性收益的话,公司 2010 动态 PE 将为 13.28。这表明中信证券相较于行业估值水平存在较大折价。我们认为其原因是市场对以下因素的担忧:短期内业绩下降、业务发展受阻以及公司发展前景不甚明朗的担忧。

获得试点资格和发布股权转让公告表明:市场担忧得到大大缓解
中信证券日前还发布公告称:子公司股权转让事项已取得重大进展。我们仍然坚持前期判断:即中信证券获得首批融资融券试点资格的概率极高。我们认为,这两个事件时点的一致决不是巧合的,而是:这两者是相互关联和相互决定的。

这标志着之前市场的担忧:中信证券同业竞争带来的(1)未来出售子公司股权导致业绩下降(2)各项业务开展受阻基本得到了大大缓解。

中信证券的发展将逐渐步入正常轨道。由于这些问题的解决,前期估值的异常低水平也将向正常估值水平回归和修复。

获得试点资格和发布公告后,中信证券应享有行业正常估值水平
转让子公司后的中信证券,其经纪业务市场份额大约为 4.7%,排行业第 4 名。经纪业务收入也排名行业第 4 名,从投行来看,以募集资金金额来计,转让子公司后市场份额为 15.8%,排行业第 2 名,仅次于中金。

以海通证券为基准,推导出在海通股价 17 元左右的情况下,按照各业务可比估值指标,中信证券的股价应该在 32.3 元。

投资建议

基于公司发展的不确定性有了较大程度的消除,我们认为公司的估值水平将向正常水平回归。维持对公司的增持评级。

预测和比率

	2009A	2010F	2011F	2012F
主营收入(百万)	17707.62	21945.45	24696.55	27782.05
主营收入增长率	-42.64%	23.93%	12.54%	12.49%
净利润(百万)	7305.00	8976.09	9844.40	11119.28
净利润增长率	-41.03%	22.88%	9.67%	12.95%
EPS(元)	1.10	1.35	1.48	1.68
P/E	25.15	20.47	18.66	16.52
P/B	3.33	3.01	2.71	2.43

中信证券(600030)

维持

增持

魏涛

weitaotao@csc.com.cn

010-85130975

执业证书编号: S1440209080391

发布日期: 2010 年 03 月 15 日

当前股价: 27.71 元

目标价格 6 个月: 35.00 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1 个月	3 个月	12 个月
1.4/1.5	-7.4/1.4	31.7/-9.8
12 月最高/最低价(元)		38.80/0
总股本(万股)		663,047
流通 A 股(万股)		657,047
总市值(亿元)		1,837
流通市值(亿元)		1,821
近 3 月日均成交量(万)		9,461
主要股东		
中国中信集团公司		23.45%

股价表现



相关研究报告



中信证券目前低估值的解释：市场的担忧

我们认为中信证券相较于行业估值水平的较大折价，是市场对以下因素的担忧：短期内业绩下降和业务发展受阻以及公司发展前景不甚明朗的担忧。

中信目前估值水平很低，见下表。

表 1：转让前中信证券相对于行业估值水平存在大幅低估

单位：元

	中信（转 让前）	海通	招商	光大	长江	宏源	国元	广发
2009 年 EPS	1.35	0.55	1.01	0.84	0.63	0.77	0.53	1.78
2009PE	20.47	31.09	28.27	32.48	27.49	28.01	34.79	30.67
2010 年 EPS	1.48	0.64	1.04	0.97	0.66	0.83	0.69	1.84
2010PE	18.66	26.79	27.42	28.18	26.55	25.79	26.70	29.65
2011 年 EPS	1.68	0.74	1.19	1.12	0.76	0.92	0.79	2.13
2011PE	16.52	23.13	23.98	24.33	22.97	23.28	23.14	25.61
2009 年 BVPS	9.20	5.29	6.14	6.58	4.11	4.18	7.70	6.53
2009PB	3.01	3.23	4.66	4.14	4.23	5.16	2.38	8.35
2010 年 BVPS	10.24	5.80	6.98	7.93	4.64	4.24	8.25	8.00
2010PB	2.71	2.94	4.10	3.44	3.75	5.08	2.23	6.81
2011 年 BVPS	11.41	6.39	7.93	8.83	5.24	5.10	8.89	9.71
2011PB	2.43	2.67	3.61	3.09	3.32	4.22	2.07	5.62

资料来源：中信建投证券研究发展部

考虑到了中信证券转让子公司股权后带来的业绩下降和净资产增厚后，公司的动态估值情况如下表。2010 年不考虑股权转让一次性收益，公司动态 PE 为 23.28，仍为行业最低水平。如果考虑到股权转让带来的一次性收益的话，公司 2010 动态 PE 将为 13.28。这表明目前公司估值存在一定折价。

表 2：转让子公司股权后中信证券相对于行业估值水平仍存在一定低估

单位：元

	中信（转 让后）	海通	招商	光大	长江	宏源	国元	广发
2009 年 EPS	1.35	0.55	1.01	0.84	0.63	0.77	0.53	1.78
2009PE	20.46	31.09	28.27	32.48	27.49	28.01	34.79	30.67
2010 年 EPS	1.19*	0.64	1.04	0.97	0.66	0.83	0.69	1.84
2010PE	23.28	26.79	27.42	28.18	26.55	25.79	26.70	29.65
2011 年 EPS	1.37	0.74	1.19	1.12	0.76	0.92	0.79	2.13
2011PE	20.23	23.13	23.98	24.33	22.97	23.28	23.14	25.61
2009 年 BVPS	9.42	5.29	6.14	6.58	4.11	4.18	7.70	6.53
2009PB	2.94	3.23	4.66	4.14	4.23	5.16	2.38	8.35
2010 年 BVPS	11.34	5.80	6.98	7.93	4.64	4.24	8.25	8.00
2010PB	2.44	2.94	4.10	3.44	3.75	5.08	2.23	6.81



2011 年 BVPS	12.47	6.39	7.93	8.83	5.24	5.10	8.89	9.71
2011PB	2.22	2.67	3.61	3.09	3.32	4.22	2.07	5.62

*注：没包括股权转让的一次性收益。如果考虑到股权转让的一次性收益，则 2010 年 EPS 为 2.09 元，2010PE 也将下降为 13.28 元。考虑到

获得试点资格和发布公告表明：市场的担忧已经基本消除

中信证券日前还发布公告称：目前，子公司股权转让事项已取得重大进展。公司将继续积极落实监管要求，并在上述股权转让的具体方案确定后，分别提交董事会、股东大会审议。

中信证券全程参与了前期关于融资融券业务申请的所有进程。我们仍然坚持前期判断：即中信证券获得首批融资融券试点资格的概率极高。

我们认为，中信证券日前发布子公司股权转让进展公告的时点，和中信证券完成融资融券申报并即将获得首批融资融券试点资格的时点二者之间的一致决不是巧合的，而是：这两者是相互关联和相互决定的。

这标志着之前市场的第 1 个担忧：中信证券同业竞争——（1）未来出售子公司股权导致业绩下降（2）同时还影响未来各项业务开展得到了大大缓解。

随着子公司股权问题的解决和开展业务障碍的消除，中信证券的发展将步入正常轨道。由于这些问题的解决，前期估值的异常低水平也将向正常估值水平回归和修复。

估值将向正常水平回归

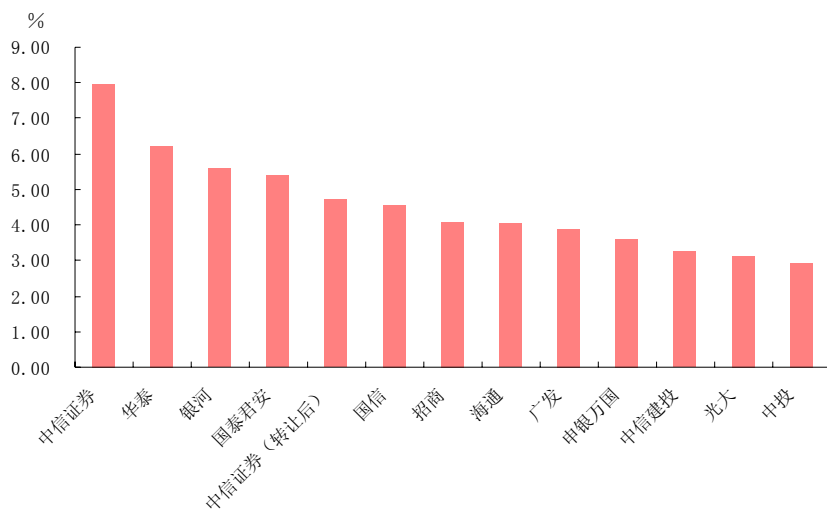
未来中信的市场地位大概是什么情况呢？转让子公司后的中信证券，其经纪业务市场份额大约为 4.7%，低于华泰证券、银河证券和国泰君安，但高于国信证券和招商证券，排行第 4 名。

经纪业务收入也排名行业第 4 名，低于银河证券、华泰证券和国泰君安，但高于广发证券（转让华福后）。

从投行来看，以募集资金金额来计，转让子公司后市场份额为 15.8%，排行第 2 名，仅次于中金。

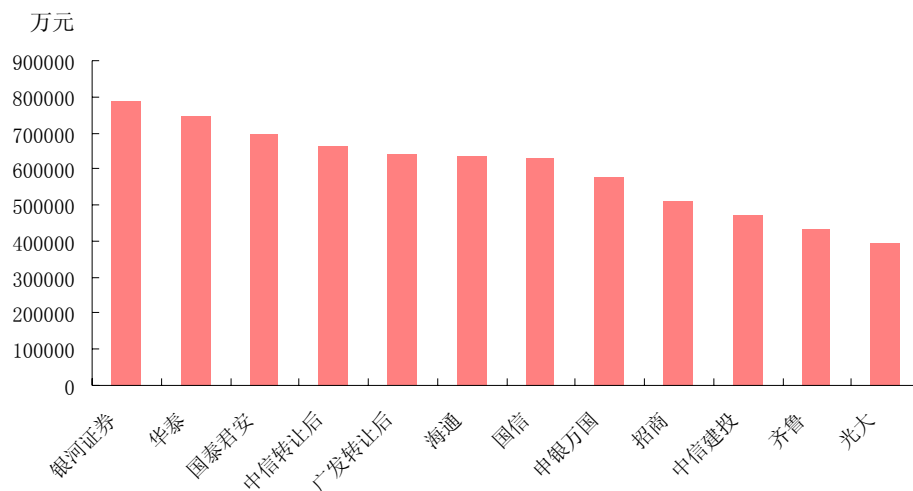


图 1：中信证券转让子公司后的市场份额排第 4 位



资料来源：中信建投证券研究发展部

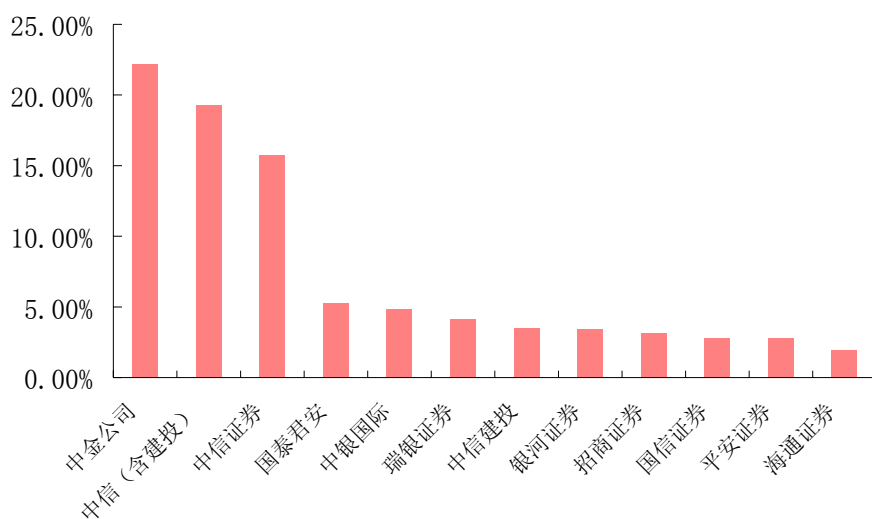
图 2：中信证券转让子公司后的经纪业务收入排第 4 位



资料来源：中信建投证券研究发展部



图 3：中信证券转让子公司后的投行承销业务仍名列行业前列



资料来源：中信建投证券研究发展部

根据中信证券未来各业务线的规模和市场地位，我们以海通证券为基准，推导出在海通股价 17 元左右的情况下，按照各业务可比估值指标，中信证券的股价应该在 32.3 元。其中，自营业务按 1.5PB 估值，基金和资产管理业务按照 7% 的 AUM 法进行估值。

如果自营业务按照 1.2PB 来估值的话，那么中信证券的股价应该在 31 元。

表 3：分部汇总估值法下各券商的估值情况分析

单位：亿元

	海通	中信	中信股权转让后	光大	招商	华泰	广发
自营业务 PB	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
自营业务价值	634.19	1009.47	1110.87	376.01	362.31	474.59	347.36
基金价值	29.33	190.67	139.33	38.87	62.33	48.18	68.20
投行业务价值		100.00	100.00				
资管业务价值	2.93	15.40	15.40	8.51	3.96	10.41	1.69
经纪业务价值	738.06	521.64	775.15	508.02	683.67	865.88	936.56
总市值	1404.52	1837.17	2140.75	931.41	1112.28	1399.06	1353.80
股本	82.28	66.30	66.30	34.18	38.85	56.00	25.07
股价（元）	17.07	27.71	32.29	27.25	28.63	24.98	54.00
加权持有的基金规模	400	2600	1900	530	850	657	930
资管规模	40	210	210	116	54	142	23

资料来源：中信建投证券研究发展部

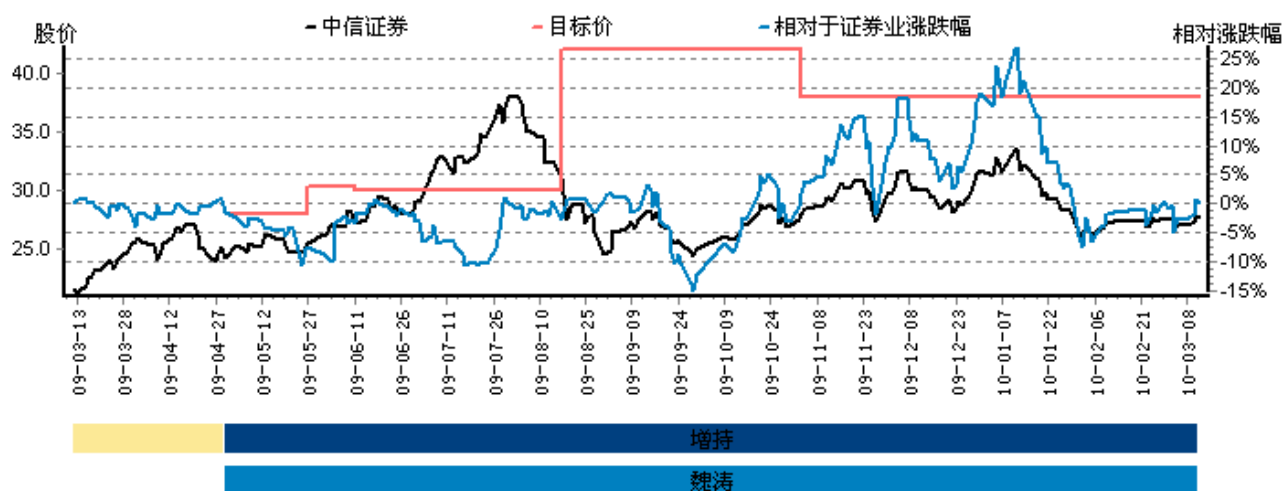


未来估值水平的进一步提升，取决于中长期因素

我们对中信证券 6 个月目标价为 35 元。

更远期的中信证券的未来估值水平和股价的进一步提升，则取决于公司发展前景的明朗化。只有待股权转让的一切尘埃落定时，才能根据中信证券未来在中信集团中的地位，乃至未来公司的治理结构、业务战略走向等因素来作出判断。

附：





评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。



分析师介绍

魏 涛：北京大学管理学博士，CPA，中信建投非银行金融业分析师，金融地产组组长。对信托行业本质和证券行业发展趋势有深入了解，擅长在大金融视野内研究各细分金融子行业。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

上海 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

中国 上海 200120

朝内大街 188 号 4 楼

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8610) 8513-0588

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8610) 6518-0322

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，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，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。