

中信证券(600030)年报点评

推荐

一参一控或有新的解决思路

维持评级

金融/资本市场

发布时间: 2010 年 3 月 31 日

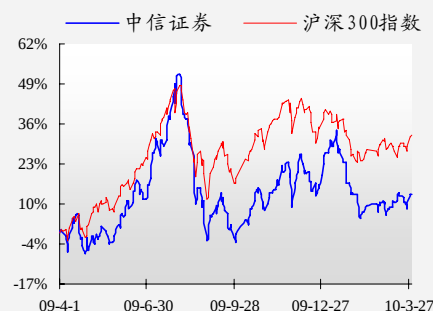
投资要点:

- 2009 年, 中信证券归属于母公司所有者的净利润为 89.8 亿元, 较去年同期增加 23%。从各项业务来看, 经纪业务收入同比增长 46.5%, 承销业务同比增长 34.7%, 投资收益同比增长 13.5%, 基金管理费收入同比增长 5.6%。从业务收入结构上看经纪业务、承销业务、基金管理业务和自营业务收入构成营业收入的主要成分。业务收入来源渠道丰富, 业务集中度较低。
- 2009 年, 中证期货、金石投资和中信产业基金共实现营业收入 3.99 亿元, 占营业收入的比重为 1.82%。公司直投的项目, 目前已经有 5 个上市, 投资成本为 24018 万元, 浮盈 200413.6 万元, 投资收益率为 834.4%, 贡献每股收益 0.3 元。公司董事会公告, 同意公司融资融券业务的额度上限为 200 亿元, 其中, 正式开展融资融券业务六个月之内额度规模上限为 120 亿元。按半年期贷款利息 4.86%和单边手续费 3%计算, 120 亿元融资融券业务规模, 将为公司带来 13.03 亿元的业务收入, 贡献每股收益 0.2 元。
- 公司董事会公告, 同意公司使用自有资金收购中信万通证券有限责任公司 8.6%的股权, 目前公司共持有中信万通 91.4%, 收购完成以后, 公司将 100%控股中信万通。目前公司虽获得了融资融券和股指期货的 IB 业务资格, 但囿于一参一控和同业竞争的限制, 下属子公司不能参与这些创新业务, 因此不能覆盖母公司以外所有的客户, 100%控股中信万通以后, 公司可能将与中信万通合并, 果真如此, 公司的创新业务客户范围将会扩大。另外, 也为解决一参一控问题走出了一步好棋: 公司合并中信万通以后, 仅将中信建投的股权卖出 20%, 便彻底解决了一参一控的问题, 因此, 100%控股中信万通意义重大。下一步棋具体怎么走, 我们将跟踪观察。

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 (%)
2009	2,200,652	24.28	898,403	22.98	1.35		21.1	
2010E	2,362,655	0.07	998,954	0.11	1.51		18.8	
2011E	2,646,203	0.12	1,106,919	0.11	1.67		17.0	
2012E	2,925,827	0.11	1,201,581	0.09	1.81		15.7	

走势图



市场数据

2010-3-31

收盘价:	28.42 元
52 周最高价:	38.80 元
52 周最低价:	23.12 元
平均持仓成本:	28.52 元

基本数据

2009Q4

总股本 (万股):	663,047
流通 A 股 (万股):	663,047
每股收益 (元):	1.35
每股净资产 (元):	9.29
每股经营现金流 (元):	9.71
市净率:	3.06

分析师: 赵新安

执业证书编号: S0550209030096

TEL: (8621)63367000-258

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、经营状况分析

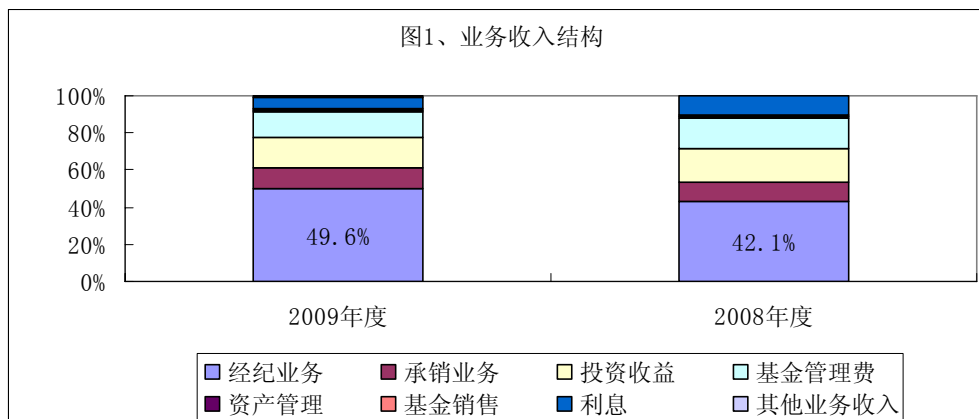
2009年，中信证券归属于母公司所有者的净利润为89.8亿元，较去年同期增加23%，每股收益1.35元。从各项业务来看，经纪业务收入同比增长46.5%，承销业务同比增长34.7%，投资收益同比增长13.5%，基金管理费收入同比增长5.6%。从业务收入结构上看经纪业务、承销业务、基金管理业务和自营业务收入构成营业收入的主要成分。业务收入来源渠道丰富，业务集中度较低。其中经纪业务收入占比为49.6%，低于行业平均水平。

表1、经营业绩对比

单位：元

项目	2009年度	2008年度	同比
一、营业收入	22,006,522,162	17,708,257,237	24.3%
经纪业务	10,921,849,767	7,457,115,660	46.5%
承销业务	2,401,334,046	1,782,839,233	34.7%
资产管理	146,085,929	149,874,004	-2.5%
基金管理费	2,987,314,604	2,828,134,810	5.6%
基金销售	166,046,394	189,574,783	-12.4%
利息	1,401,360,992	1,705,605,600	-17.8%
投资收益	3,530,453,809	3,110,087,460	13.5%
其他业务收入	151,369,186	71,133,897	112.8%
二、营业支出	8,746,139,656	8,164,957,298	7.1%
营业税金及附加	1,033,641,062	784,757,902	31.7%
业务及管理费	8,016,052,578	6,658,158,630	20.4%
三、营业利润	13,260,382,506	9,543,299,939	38.9%
四、利润总额	13,301,991,801	9,561,376,838	39.1%
减：所得税费用	3,213,795,680	1,511,147,566	112.7%
五、净利润	10,088,196,120	8,050,229,272	25.3%
六、每股收益	1.35	1.1	

资料来源：公司公告



资料来源：公司公告

二、各项业务分析

1、经纪业务

从交易额上来看，2009 年中信系证券股基权交易额为 95195.45 万亿元，同比增长 81.5%，高于全行业平均水平。2009 年佣金率为 0.139%，比去年同期略有下降。

佣金率下降，主要是受到营业部新设和迁址的影响。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。2009 年全行业新增证券营业部 600 余家，预计 2010 年还要增设 300 到 400 家。随着营业部的增加，经纪业务竞争激烈，佣金率将会继续下降。

表2、交易额同比

单位：百万元

	2009 年	2008 年	
中信系	9519545	5246069	81.5%
中信建投	3887407	2126506	82.8%
中信证券	2838751	1693219	67.7%
中信金通	1913912	926650	106.5%
中信万通	879475	499694	76.0%
全行业	119227023	67708777	76.1%

资料来源：东北证券研究所

表3、佣金率变动趋势

单位：元

	手续费	交易额	佣金率
2006 年	2,652,706,018	1,657,121,000,000	0.160%
2007 年	13,377,642,353	8,452,495,000,000	0.158%
2008 年	7,457,115,660	5,246,071,000,000	0.142%
2009 年	10,921,849,767	7,885,429,450,000	0.139%

资料来源：东北证券研究所

二、承销业务

2009 年，承销业务收入同比增加 34.7%。其中，中信证券母公司承销股票和债券分别为 650 亿元和 1275 亿元，同比增长 57.8%和 13.1%。股票承销市场份额为 18.2%，债券承销市场份额为 14.8%，仅次于中金公司。

表4、各上市券商承销业务同比

单位：万元

	机构名称	总计	首发	增发	配股	可转债	债券发行
2009 年	中信证券	19,265,100	2,335,981	4,169,682	0	0	12,759,437
	中信建投	4,260,243	1,203,713	127,600	205,406	82,100	2,641,424
2008 年	中信证券	15,404,586	2,508,700	1,174,073	440,888	2,000,000	9,280,926
	中信建投	1,925,130	0	67,177	115,623	139,000	1,603,330
同比	中信证券	25.1%	-6.9%	255.1%	-100.0%	-100.0%	37.5%
	中信建投	121.3%		89.9%	77.7%	-40.9%	64.7%

资料来源：东北证券研究所

表5、承销市场份额

单位：万元

机构名称	总计	占比	股票	占比	债券发行	占比
中金公司	27086191	22.2%	8032577	22.4%	19053615	22.1%
中信证券	19265100	15.8%	6505663	18.2%	12759437	14.8%
国泰君安	6409612	5.2%	1011437	2.8%	5398175	6.2%
中银国际	5945145	4.9%	0	0.0%	5945145	6.9%
瑞银证券	5109067	4.2%	1437109	4.0%	3671959	4.3%
中信建投	4260243	3.5%	1536719	4.3%	2723524	3.2%
银河证券	4178770	3.4%	675000	1.9%	3503770	4.1%
招商证券	3830434	3.1%	686724	1.9%	3143710	3.6%
国信证券	3407311	2.8%	2207447	6.2%	1199864	1.4%
海通证券	2440466	2.0%	750466.2	2.1%	1690000	2.0%
长江证券	1986826	1.6%	1258493	3.5%	728333.3	0.8%
华泰证券	1849948	1.5%	779948.3	2.2%	1070000	1.2%
西南证券	1761619	1.4%	644839.6	1.8%	1116779	1.3%
光大证券	1412085	1.2%	398239	1.1%	1013846	1.2%
宏源证券	1280346	1.0%	83678.96	0.2%	1196667	1.4%
广发证券	1020733	0.8%	697399.9	1.9%	323333.3	0.4%
国金证券	995767	0.8%	269885	0.8%	725882	0.8%
国元证券	460128	0.4%	135128	0.4%	325000	0.4%

资料来源：东北证券研究所

三、基金管理

公司全资子公司华夏基金管理有限公司管理着 23 只开放式基金、2 只封闭式基金、担任 78 家大中型企业年金投资管理人，并被多家客户确定为特定客户资产管理人。截至 2009 年 12 月 31 日，华夏基金管理资产规模超过 3,000 亿元，其中基金资产规模达 2,657 亿元，继续保持行业第一。

2009 年，中信证券基金管理业务收入为 29.87 亿元，同比增加 5.6%。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增长幅度较大，而管理费提取比例较低的债券型基金及货币型基金同比下降幅度较大，因此，尽管基金资产净值变动幅度不大，但结构的变化有利于基金管理费收入的提高。

表6、基金资产净值规模同比变动

单位：元

	2008 年	2009 年	同比
股票型	311,963,964,907	391,937,557,397	25.64%
混合型	357,447,917,245	368,212,728,610	3.01%
货币型	89,819,718,714	78,030,341,784	-13.13%
债券型	76,509,892,303	67,913,185,306	-11.24%

资料来源：东北证券研究所

四、自营业务

2009年,中信证券投资净收益加公允价值变动净收益为35.5亿元,同比增加13.5%。

从自营投资操作上来看,到2009年12月底,权益类投资余额为174.1亿元,同比增长386.9%,权益类资产投资余额占净资本的比重从2008年底的9.2%提高到2009年底的49.9%。随着融资融券的即将推出,公司对蓝筹股保持了较高的持仓比例,以方便开展融券业务。

表7、投资收益来源

单位:元

项目	2009 年度	2008 年度
证券投资收益	3,323,931,741.44	6,434,251,120.31
其中:出售交易性金融资产收益	384,655,711.56	302,460,387.92
出售可供出售金融资产投资收益	1,720,265,744.06	1,530,582,116.90
金融资产持有期间收益	1,228,916,264.73	1,142,356,885.81
衍生金融工具的投资收益	-8,134,660.14	6,190,143.48
公允价值变动损益	51,537,690.04	-3,341,380,871.12
其中:交易性金融资产	54,888,398.49	-136,802,779.04
衍生金融工具	-3,350,708.45	-2,879,497.30
合计	3,375,469,431.48	3,092,870,249.19

资料来源:公司公告

表8、投资状况对比

单位:元

项目	2009-12-31	2008-12-31	本年变动
交易性债券投资	10,000,503,208	5,365,800,467	86.4%
交易性权益工具投资	948,902,270	93,471,130	915.2%
其他	937,751,699	545,571,570	71.9%
合计	11,887,157,178	6,004,843,167	98.0%
可供出售债券	26,140,669,560	30,508,797,165	-14.3%
可供出售权益工具	16,470,154,308	3,484,042,769	372.7%
其他	727,754,241	820,333,468	-11.3%
合计	42,923,258,594	34,099,202,962	25.9%
权益类	17,419,056,578	3,577,513,899	386.9%
净资本	34,904,000,000	38,779,000,000	-10.0%
	49.9%	9.2%	

资料来源:公司公告

五、创新业务

2009 年，中证期货、金石投资和中信产业基金共实现营业收入 3.99 亿元，占营业收入的比重为 1.82%。公司直投的项目，目前已经有 5 个上市，投资成本为 24018 万元，浮盈 200413.6 万元，投资收益率为 834.4%，贡献每股收益 0.3 元。

公司董事会公告，同意公司融资融券业务的额度上限为 200 亿元，其中，正式开展融资融券业务六个月之内额度规模上限为 120 亿元。按半年期贷款利息 4.86% 和单边手续费 3% 计算，120 亿元融资融券业务规模，将为公司带来 13.03 亿元的业务收入，贡献每股收益 0.2 元。

表9、创新业务收入贡献情况

单位：元

	创新业务营业收入	总营业收入	占比
中证期货	63,532,100.00	22,006,522,162	0.29%
金石投资	193,155,300.00	22,006,522,162	0.88%
中信产业基金	142,979,800.00	22,006,522,162	0.65%
合计	399,667,200.00	22,006,522,162	1.82%

资料来源：公司公告

表10、直投项目浮盈状况

单位：元

	持股公司	投资对象	投入时间	持股数 (万股)	投资成本 (万元)	浮盈 (万元)	限售期
中信 证 券	金石公司	神州泰岳	2009.5	210	2772	38430	36 个月
	金石公司	机器人	2008.6	320	2560	28700.8	12 个月
	中信创投	威创股份	2007.8	802	2941	28657.8	12 个月
	中信创投	理工监测	2007.6	250	625	26625	12 个月
	金石公司	昊华能源	2007.12	2400	15120	78000	12 个月
				3982	24018	200413.6	

资料来源：公司公告

六、一参一控或有新的解决方案

公司董事会公告，同意公司使用自有资金收购中信万通证券有限责任公司 8.6% 的股权，目前公司共持有中信万通 91.4%，收购完成以后，公司将 100% 控股中信万通。目前公司虽获得了融资融券和股指期货的 IB 业务资格，但囿于一参一控和同业竞争的限制，下属子公司不能参与这些创新业务，因此不能覆盖母公司以外所有的客户，100% 控股中信万通以后，公司可能将与中信万通合并，果真如此，公司的创新业务客户范围将会扩大。另外，也为解决一参一控问题走出了一步好棋：公司合并中信万通以后，仅将中信建投的股权卖出 20%，便彻底解决了一参一控的问题，因此，100% 控股中信万通意义重大。下一步棋具体怎么走，我们将跟踪观察。

七、盈利预测和投资评级

2010 年, 随着创新业务的开拓, 创新业务将成为公司新的利润增长点, 保守估计, 将增厚每股收益 0.5 元, 鉴于中信证券估值水平较低, 我们给予推荐的评级。

表16、估值水平及市值规模

单位: 亿元

名称	市盈率	流通市值	总市值	评级
中信证券	21.7	1806.2	1822.7	推荐
广发证券	28.6	48.7	1326.5	谨慎推荐
海通证券	29.7	685.6	1409.4	谨慎推荐
华泰证券	33.1	123.1	1255.5	谨慎推荐
招商证券	37.9	103.2	1032.3	谨慎推荐
光大证券	38.1	143.6	943.7	谨慎推荐

资料来源: 东北证券研究所

表14、赢利预测

单位: 元

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
一、营业收入	22,006,522,162	23,626,553,411	26,462,030,157	29,258,266,294
手续费及佣金净收入	16,919,087,749	17,106,206,455	20,217,238,141	23,220,679,720
其中: 经纪业务	10,921,849,767	14,198,404,697	17,038,085,636	19,593,798,482
承销业务	2,401,334,046	2,713,507,472	2,984,858,219	3,432,586,952
资产管理业务	146,085,929	194,294,286	194,294,286	194,294,286
利息净收入	1,401,360,992	1,583,537,921	1,741,891,713	1,916,080,885
投资净收益	3,478,916,119	4,696,536,761	4,226,883,085	3,804,194,776
公允价值变动净收益	51,537,690	64,422,113	77,306,535	92,767,842
汇兑净收益	4,250,426	4,802,981	5,427,368	6,132,926
其他业务收入	151,369,186	171,047,180	193,283,314	218,410,144
二、营业支出	8,746,139,656	8,882,788,019	10,125,820,790	11,527,373,177
营业税金及附加	1,033,641,062	1,137,005,168	1,307,555,943	1,503,689,335
管理费用	8,016,052,578	8,016,052,578	9,058,139,413	10,235,697,537
其他业务成本	11,715,435	13,472,750	15,493,663	17,817,712
三、营业利润	13,260,382,506	14,743,765,391	16,336,209,367	17,730,893,116
加: 营业外收入	114,331,465	129,194,556	145,989,848	164,968,528
减: 营业外支出	72,722,170	82,176,052	92,858,939	104,930,601
四、利润总额	13,301,991,801	14,790,783,894	16,389,340,275	17,790,931,043
减: 所得税	3,213,795,680	3,573,491,707	3,959,707,070	4,298,335,031
五、净利润	10,088,196,120	11,217,292,187	12,429,633,205	13,492,596,012
减: 少数股东损益	1,104,166,946	1,227,748,064	1,360,440,457	1,476,783,199
归属母公司所有者净利润	8,984,029,174	9,989,544,123	11,069,192,748	12,015,812,813
六、每股收益:	1.35	1.51	1.67	1.81

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。