

2009 年业绩跨入次高峰

中信证券（600030）

股价：28.42

跟踪报告

2010 年 3 月 31 日 星期三

陶正傲

010-59707118

tza@longone.com.cn

非银行金融行业

联系人：顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

6 个月目标价位

升值潜力 (%)

目标价确定日期:

重要数据

总股本(亿股)	66.3
流通股本(亿股)	65.7
总市值(亿元)	1884.25
流通市值(亿元)	1867.19

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	4.03	2.16
3 个月	-9.75	5.05
6 个月	16.43	3.56

个股相对上证综指走势图



相关报告:

1. 《小证券公司并不比大证券公司成长得更快——上市券商各项传统业务价值的评估》2010 年证券行业投资策略, 2009.12.25

投资要点

- 公司净利润在 2000 年达到一个阶段高峰, 在 8 年后的 2007 年又达到一个新高峰, 2008 年和 2009 年公司净利润仍在高位盘整, 2009 年估计是公司未来几年中业绩的次高峰。
- 2009 年营业费用的较大幅度增长主要是员工工资的增长, 2009 年员工工资费用列支 51.69 亿元, 占有营业费用开支的 64.48%。
- 2009 年归属于公司股东的净利润 89.84 亿元, 同比增长 22.98%; 加权平均净资产收益率达到 15.38%, 比 2008 年的 13.49% 提高了 1.89 个百分点, 但比 2007 年的 46.46%, 仍下降了 31 个百分点, 显示公司 2007 年筹资 250 亿左右大额资本金以来, 资本金回报率水平的大幅下降。
- 公司经纪业务各交易品种的市场份额全面下降, 经纪业务的综合手续费率: 2008 年为 0.139%, 而 2009 年只有 0.113%, 下降了 18.7%。所以, 尽管总交易金额 2009 年比 2008 年上升了 80%, 但代买卖证券业务净收入 2009 年比 2008 年只上升了 46.46%。
- 2009 年, 公司扣除对下属合营与联营企业投资收益后的证券投资收益与公允价值合计金额只有 34.28 亿元, 比 2008 年只增加 3.19 亿元, 显示在 2008 年市场大幅下跌后, 公司 2009 年市场大幅反弹上涨中公司过于谨慎。2009 年底交易性金融资产与可供出售金融资产中权益类投资合计金额为 174.07%, 占公司 2009 年底净资本的 49.87%。
- 2009 年投行业务收入合计为 24.01 亿元, 比 2008 年的 17.83 亿元, 增长了 34.66%, 但 2009 年全市场股票筹资费用比 2008 年的增长了 74.68%。
- 2009 年度基金管理费收入为 29.87 亿元, 收入比 2008 年 28.28 亿元, 只

增长了 5.6%。2009 年受托资产管理业务收入 1.46 亿元，比 2008 年 1.5 亿稍有减少。

- 直投业务、香港业务、期货业务等非传统业务对公司的净利润贡献目前仍很有限，而投入的资本金却不少。

- 按 2009 年公司的业绩数据，公司目前的 PE、PB 估值分别为 21 倍、3.06 倍我们认为目前 PE 估值不低，PB 估值也不便宜。只是在目前券商总体较高的估值中有一些相对低估值优势。

1. 历年来总体经营情况回顾

表1. 中信证券 1999 年以来的损益表情况

	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999
一、营业收入	220.07	177.08	308.71	59.91	10.27	9.66	8.44	7.63	18.29	21.94	9.84
手续费及佣金净收入	169.19	127.98	189.56	37.68	3.03	3.28	2.19	2.36	4.38	5.2	3
代买卖证券业务净收入	109.22	74.57	133.78	26.53							
证券承销业务净收入	24.01	17.83	21.94	9.76	1.85	1.88	2.1				
资产管理业务净收入	1.46	1.5	1.62	0.35	0.15	0.07	0.08	0.28	2.87	2.25	0.81
基金管理业务净收入	29.87	28.28									
利息净收入	14.01	17.06	9.91	2.62	1.21	0.79	1.19	1.82	2.59	1.2	1.05
投资净收益	34.79	64.51	75.76	15.64	3.07	3.05	2.49	0.67	6.21	11.62	3.94
其中：对企业投资收益	1.03	0.01	0.09	0.31							
公允价值变动净收益	0.52	-33.41	33.51	1.76							
汇兑净收益	0.04	0.23	-0.5	-0.17	0	0	0	0	0	0	0
其他业务收入	1.51	0.71	0.48	2.37	2.96	2.54	2.58	2.77	5.11	3.93	1.85
二、营业支出	87.46	81.65	110.08	26.06	6.04	7.45	4.27	6.16	9.83	7.15	3.83
营业税金及附加	10.34	7.85	13.22	2.78	0.39	0.36	0.34	0.37	1.09	1.71	0.75
管理费用	80.16	66.58	95.31	21.8	5.87	5.23	5.02	5.66	7.57	5.9	3.14
资产减值损失	-3.15	7.09	1.47	1.43	-0.22	1.86	-1.13				
其他业务成本	0.12	0.13	0.09	0.06	0		0.04	0.12	1.17	-0.46	-0.05
三、营业利润	132.6	95.43	198.63	33.85	4.23	2.2	4.16	1.47	8.46	14.79	6.01
加：营业外收入	1.14	0.41	0.59	0.26	0.04	0.04	0.03	0.02	0.02	0.02	0.02
减：营业外支出	0.73	0.23	0.18	0.12	0.48	0.09	0.06	0.04	0.16	0.62	0.02
四、利润总额	133.02	95.61	199.04	33.99	3.79	2.16	4.14	1.45	8.32	14.19	6
减：所得税	32.14	15.11	63.58	8.13	0.5	0.42	0.48	0.34	2.01	2.9	2.12
五、净利润	100.88	80.5	135.46	25.86	3.3	1.73	3.65	1.1	6.31	11.29	3.88
减：少数股东损益	11.04	7.45	11.57	1.52	-0.7	0.08					
母公司股东的净利润	89.84	73.05	123.89	24.35	4	1.66	3.65	1.1	6.31	11.29	3.88
六、每股收益：											
(一) 基本每股收益(元)	1.35	1.1	4.01	0.89							
(二) 稀释每股收益(元)	1.35	1.1	4.01	0.89							

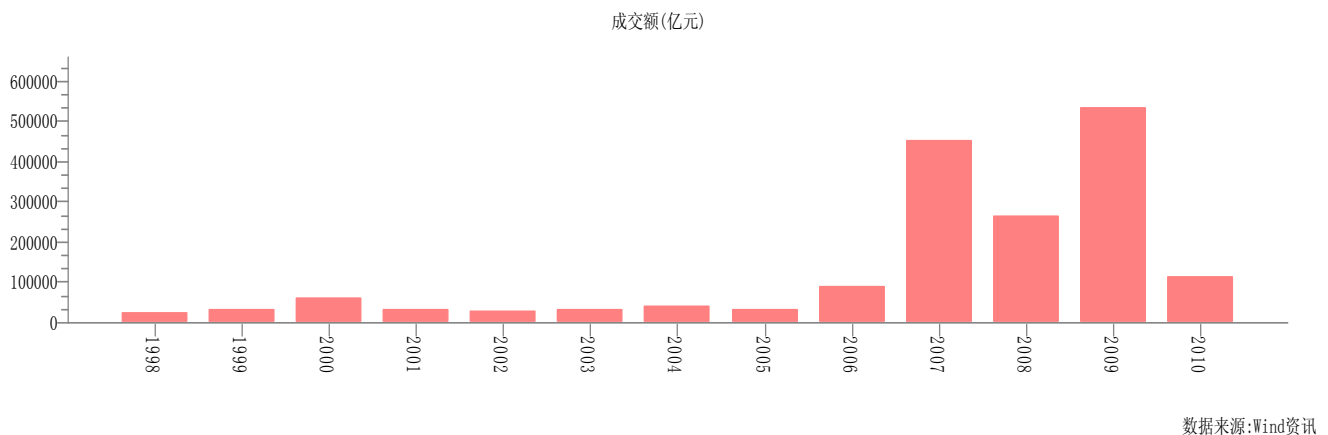
数据来源：WIND

1.1 公司历年净利润在 2000 年和 2007 年分别达到阶段性的高峰

公司净利润在 2000 年达到一个阶段高峰，在 8 年后的 2007 年又达到一个新高峰，两者净利润相差接近 11 倍。公司净利润在 2007 年达新高峰后，2008 年度净利润比 2007 年高峰时下降了 41.04%，而 2009 年则比 2008 年回升了 22.98%，这样 2009 年净利润仍比 2007 年高峰期的净利润下降 27.48%。

公司的经纪业务收入和投资业务总收益为公司净利润创造 2007 年新高峰作了巨大贡献，并为公司 2007 年至 2009 年总体较高水平的收入与净利润水平作出了最大的贡献。而经纪业务收入的大幅增长主要来自市场交易金额水平的大幅上升，而不是公司经纪业务市场份额的上升所致。

图1. 1998 年以来市场历年的交易金额变化情况



2010 年 1-3 月份以来市场交易总金额仍维持较高的水平，2010 年的总交易额分另占 2007、2008 和 2009 年总交易金额的 25.49%、43.61%和 21.76%，显示进入 2010 年一季度以来市场总体交易额仍处于接近于 2007 年平均水平而稍低于 2009 年平均水平的情况，券商的经纪业务收入有望保持在较高水平。

资产管理业务收入贡献相当有限，承销业务收入尽管其本身增长不少，但该收入占总收入的比重仍是相当有限。基金管理费收入最近二年均超过承销业务的总收入。

1.2 营业费用的较大幅度增长主要是员工工资的增长

公司 2009 年 80.16 亿营业费用中，员工工资费用列支 51.69 亿元，占所有营业费用开支的 64.48%，比 2008 年的此项占比 55.79%，高出不少。正像在公司 2009 年年报中指出的那样：“2009 年度业务及管理费较上年增加 1,357,893,947.79 元，增加比例为 20.39%，主要是由于集团利润总额增加，导致当年集团的员工费用增加所致。”

2. 2009 年总体与各项业务经营情况

2009 年公司营业总收入为 220.07 亿元，比 2008 年的 177.08 亿元，增长了 24.28%；

2009 年归属于公司股东的净利润 89.84 亿元，同比增长 22.98%；加权平均净资产收益率达到 15.38%，比 2008 年的 13.49%提高了 1.89 个百分点，但比 2007 年的 46.46%，仍下降了 31 个百分点，显示公司 2007 年筹资 250 亿左右大额资本金以来，资本金回报率水平的大幅下降；

2009 年每股收益为 1.35 元，较 2008 年提高 22.73%。2009 年底公司的净资产为 616 亿元。

2.1 经纪业务经营情况

2009 年，公司合并实现股票基金交易量 90,685 亿元，合并市场份额 8.36%（交易所口径，下同），排名市场第一位。

表2. 2008-2009 年中信证券经纪业务交易情况

证券种类	2009 年交易额		2009 年份额	2008 年交易额		2008 年份额
	上交所	深交所		上交所	深交所	
股票	58,186.03	30,337.30	8.31%	30,977.51	13,770.88	8.49%
基金	1,221.32	940.14	11.06%	884.63	432.60	11.84%
权证	4,069.04	441.61	4.20%	5,385.64	1,009.44	4.60%
其他债券	902.89	324.18	13.58%	973.37	132.65	14.05%
合计	64,379.28	32,043.23	8.03%	38,221.15	15,345.57	7.82%

数据来源：公司年报

公司各交易品种的市场份额全面下降，股票交易市场份额下降了 0.18%；基金交易业务下降了 0.78%；债券业务下降了 0.47%，权证业务下降了 0.4%。

经纪业务的综合手续费率：2008 年为 0.139%，而 2009 年只有 0.113%，下降了 18.7%。所以，尽管总交易金额 2009 年比 2008 年上升了 80%，但代买卖证券业务净收入 2009 年比 2008 年只上升了 46.46%。

2.2 投资业务收入情况

2007 至 2009 年，公司扣除对下属合营与联营企业投资收益后的证券投资收益与公允价值合计金额分别为 34.28 亿元、31.09 亿元和 109.18 亿元。而 2007 至 2009 年上证综指的年涨幅分别为 96.66%、-65.39%和 79.98%。可见公司 2009 年自营投资业务收入较低，显示在 2008 年市场大幅下跌后，公司 2009 年市场大幅反弹上涨中公司过于谨慎，而导致投资收入水平较低。

2009 年末公司自有银行存款货币资金仍高达 273.72 亿元，从 2009 年底的交易性金融资产与可供出售金融资产的构成来看，交易性金融资产中权益工具投资期末为 9.37 亿元，比去年底增加了 8.55 亿元；可供出售金融资产中权益类期末投资金额为 164.7 亿元，比去年底的 34.84 亿元，增加了 129.86 亿元。交易性金融资产与可供出售金融资产中权益类投资合计金额为 174.07%，占公司 2009 年底净资本的 49.87%。**如果 2009 年股市总体是调整下行的年份，那么公司自营投资业务将面临较大的投资风险。**

2.3 投行业务情况

2009 年，公司投资银行业务完成股票主承销项目 20 单，其中 5 单 IPO 项目，15 单增发项目，主承销金额合计 864.90 亿元，市场份额 24.13%，排名市场第一位（中国证券业协会口径）。

债券业务完成企业债、公司债、可转债等债券主承销项目 35 单，主承销金额 487.04 亿元，市场份额 11.30%，排名同业第一位（中国证券业协会口径），并荣获《亚洲金融》杂志“年度本土最佳债券行”。

2009 年投行业务收入合计为 24.01 亿元，比 2008 年的 17.83 亿元，增长了 34.66%，但全市场 2009 年股票筹资费用比 2008 年的增长了 74.68%。

2.4 基金管理业务收入情况

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、亚洲债券基金二期中国子基金及多只全国社保基金投资组合，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 年度基金管理费收入为 29.87 亿元，收入比 2008 年 28.28 亿元，只增长了 5.6%。

2.5 资产管理业务收入情况

报告期内，公司成立两款集合资产管理计划——“债券优化”集合计划及创新产品“聚宝盆”伞型集合计划，发行规模均远超同期证券公司理财产品首发平均规模，截至 2009 年 12 月 31 日，公司集合资产管理计划规模超 100 亿元；公司获选成为全国社保基金转持股份管理人；新增单一企业年金客户 26 家。

2009 年受托资产管理业务收入 1.46 亿元，比 2008 年 1.5 亿稍有减少。

2.6 下属主要子公司的参股公司经营情况

表3. 主要子公司及参股公司的经营情况

公司	注册资本	持股比例	2009 年净利	2009 收入	2009 末净资产	2009 末总资产
中信建投	27	60%	26.17	60.8	73.1	660
中信金通	8.85	100%	9.88	21.54	22.53	221.6
中信万通	8	91.40%	5.24	12.65	20.87	121.2
中信证券国际	37.36 (亿港元)	100%	1.81	6.17	37.28	51.67
华夏基金	2.38	100%	11.08	31.26	27	34.07
中证期货	1.5	100%	0.11	0.63	1.66	8.52
金石投资	30	100%	1.29	1.93	33.4	34.3
中信产业基金	1	71%	0.19	1.43	1.15	1.77
建投中信资管	19	30%	-0.14		13.48	23.4

数据来源：公司年报

直投业务、香港业务、期货业务等非传统业务对公司的净利润贡献目前仍很有限，而投入的资本金却不少。

公司未来中信建投的部分股权出售，将影响对其合并报表，从而对公司未来的业绩产生较大影响，而按监管要求出售的情况，公司很难按较公允的价值出售此部分股权，估计折价出让的可能性很大。

2.7 2009 年利润分配预案

1、每 10 股派发现金红利 5.00 元（含税），实际分配现金利润为 3,315,233,800 元，占可供现金分配利润的 32.22%。2009 年度剩余可进行现金分红部分未分配利润 6,972,666,648.49 元转入下一年度。

2、资本公积每 10 股转增 5 股，实际资本公积转增股本为 3,315,233,800 元。转增后，公司总股本由 6,630,467,600 股变更为 9,945,701,400.00 股。

3. 2009 年经营的重大投资活动及公司最新的重大经营事项

报告期内，公司向中信证券国际的投资额为 160,328.75 万元，较 2008 年度的投资额 111,814.90 万元增加 48,513.85 万元，增加幅度为 43%。增资完成后，中信证券国际的实收资本已由 191,550 万港元增加至 373,675 万港元。

报告期内，公司对金石投资有限公司进行了第二期增资 15 亿元，至此，全部 21.69 亿元已增资完毕，增资完成后，金石投资的注册资本已由 15 亿元增加至 30 亿元。

公司于 2010 年 3 月董事会决议：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；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（注：公司现持有 91.4%）；

2010 年 3 月 12 日公司公告：《中信证券股份有限公司关于拟转让部分子公司股权的公告》内容如下：

1、根据《证券公司设立子公司试行规定》及相关监管要求，公司拟转让**部分中信建投证券有限责任公司的股权**，以解决与中信建投证券有限责任公司之间的同业竞争；

2、根据《证券投资基金管理公司管理办法》及相关监管要求，公司拟转让**部分华夏基金管理有限公司的股权**，以规范持股比例。上述股权转让事项需获得财政部、中国证监会的批准，并将根据《金融企业国有资产转让管理办法》（财政部令第 54 号）和《金融控股公司财务管理若干规定》（财政部财金[2009]89 号文）的相关规定，通过审计、评估，以挂牌方式转让。**目前，上述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。上述股权转让未

影响公司的持续经营能力，但可能影响公司的并表范围，提醒投资者理性投资，注意风险。

4. 公司的估值情况及评级

按 2009 年公司的业绩数据，公司目前的 PE、PB 估值分别为 21 倍、3.06 倍，我们认为即将推出的融资融券与股指期货业务对公司未来的净利润增长影响有限，基于公司未来的净利润在 2009 年基础上并不能保持较快增长的预期，我们认为目前 PE 估值不低，PB 估值也不便宜。只是在目前券商总体较高的估值中有一些相对低估值优势。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

姓名, 陶正傲 非银行金融行业分析师

重点跟踪公司: 中国人寿, 中国平安, 中国太保, 中信证券, 海通证券, 安信信托, 光大证券, 招商证券和宏源证券

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122