

动态报告

金融

非银行金融

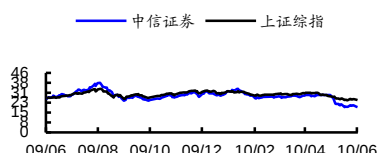
中信证券(600030)
谨慎推荐

中信建投股权出售点评

(维持评级)

2010年6月2日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

昨收盘(元)	19.49
总股本/流通A股(百万股)	6,630.47/6,570.47
流通B股/H股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	129,227.81/128,058.4
1	
上证综指/深圳成指	2,568.28/10,098.45
12个月最高/最低(元)	38.18/19.49

财务数据

净资产值(百万元)	63,291.62
每股净资产(元)	9.55
市净率	2.04
资产负债率	68.92%
息率	2.57%

相关研究报告:

《中信证券 09 年报点评: 目前估值已隐含股权出售因素(请以此为准)》——2010-4-2

《中信证券 09 年报点评: 目前估值已隐含股权出售因素》——2010-3-31

《中信证券中报点评: 自营投资积极, 浮盈对抗波动》——2009-8-17

邵子钦 非银行金融首席分析师

电话: 0755-82130468

E-mail: shaozq@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980210040000

田 良 证券信托业分析师

电话: 0755-82130513

E-mail: tianliang@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980210040001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

交易价格略高于预期, 估值基本反映股权出售因素

●方案: 以 85.86 亿元出售 53%股权

公司将以 85.86 亿元挂牌出售其所持有的 53%中信建投股权, 出售后公司持有中信建投的股权比例下降为 7%, 符合“一参一控”监管要求。股权出售方案尚需提交股东会审议, 并需获得证监会批准。

●价格略超预期: 出售 PB 为 2.22 倍

2009 年以来, 市场一致性预期出售价格将不超过 1.5 倍 PB(对应 09 年 BVPS)。而本次公告挂牌售价计算的静态 PB 为 2.22 倍, 高于市场预期 48%。

●影响: 降低 ROE1.10 个百分点至 6.97%

①减少经纪份额 25%, 降至 5.15%; ②2010 年不考虑出售股权的一次性收益, EPS 减少 0.08 元至 0.79 元; ③2010 年 BVPS 增厚 0.55 元; ④2010 年 ROE 下降 1.10 个百分点至 6.97%。

●估值: 已反映股权出售预期

2010 年中信证券动态 PE 为 24.68 倍, 略高于行业平均的 23.74 倍, PB 为 1.72 倍, 显著低于行业平均的 2.81 倍, 包含了 ROE 下降因素。目前中信证券估值正落于 ROE 与 PB 的回归线上, 说明股价已基本反映了股权出售因素。

●投资建议: 维持中信“谨慎推荐”

除交易价格略高于预期外, 其他基本符合预期, 估值也基本反映了股权出售因素。可贵的是, 在行业竞争日益加剧的情况下, 公司具有鲜明的品牌定位意识, 正逐步寻找和积聚在机构业务中的优势, 未来进展值得观察和期待。维持“谨慎推荐”评级。

财务摘要及估值

百万元	净资产	营业收入	净利润	EPS(元)	BVPS(元)	PE(倍)	PB(倍)
2007	51,599	30,871	12,389	3.74	15.56	5.22	1.25
2008	55,222	17,708	7,305	1.10	8.33	17.69	2.34
2009	61,599	22,007	8,984	1.35	9.29	14.38	2.10
2010E	65,960	18,569	5,945	0.79	11.33	24.68	1.72

注: 2010 年 EPS 未考虑股权出售的一次性因素。

方案：以 85.86 亿元出售 53%股权

中信证券公告，将以 85.86 亿元挂牌出售其所持有的 53%中信建投股权，出售后公司持有中信建投的股权比例下降为 7%，符合“一参一控”监管要求。股权出售方案尚需提交股东会审议，并需获得证监会批准。

公告称“公司将标的股权在产权交易机构挂牌转让时拆分为 45%和 8%两部分分别同步予以转让”，据此推断公司已与潜在的受让方就转让价格和股份数进行过沟通，受让方可能为两家，方案基本确定。

超预期：出售 PB 为 2.22 倍，高于市场预期

2009 年以来，市场多次传闻中信建投股权出售方案，虽对于股权的受让方、股权比例有多种猜测，但传闻一致性的认为出售价格将不超过 1.5 倍 PB（对应 09 年 BVPS）。然而，以本次公告挂牌售价计算的静态 PB 已达到 2.22 倍，高于市场预期 48%。

影响：降低 ROE1.10 个百分点

因股权转让导致的对价收入为一次性收益，不具持续性，未在 EPS 预测中考虑。但对净资产的增厚具有长期意义，已在预测中考虑。

1. 经纪业务市场份额下降 25%，降至 5.15%，排名第三。

由于中信建投业务结构偏重经纪，此次股权出售后中信系的业务线受影响最大的当属经纪业务。出售前中信系按照股权比例计算的市场份额为 6.89%（排名第一），出售后市场份额下降至 5.15%（排名第三），下降幅度为 25%。

2. 2010 年不考虑出售股权收益的 EPS 减少 0.08 元，降至 0.79 元。

基于我们 2010 年市场日均成交 2194 亿元，中信建投佣金率下降 25%的核心假设，中信建投 2010 年净利润预计为 19.63 亿元，体现到中信证券每股为 0.17 元。基于股权交割日前中信建投净利润将由中信证券享有的原则，假设 6 月底完成股权交割，股权出售将使得中信证券 2010 年 EPS 由 0.87 元减少至 0.79 元。

3. 2010 年 BVPS 增厚 0.55 元至 11.33 元。

基于上述假设，我们预计中信建投 2010 年末净资产规模为 92.73 亿元，体现到中信证券每股为 0.84 元，以 2.22 倍静态 PB 出售后，将导致中信证券 BVPS 由 10.78 元增加至 11.33 元。

4. 2010 年 ROE 下降 1.10 个百分点

基于上述假设，股权出售将使中信证券 ROE 由 8.07%下降至 6.97%，减少 1.10 个百分点。

表 1: 经纪业务市场份额及市场份额

公司名称	市场份额%			佣金率	
	2008	2009	2010 1-4	2008	2009
中信证券	2.5	2.38	2.41	0.12%	0.10%
中信金通	1.37	1.61	1.84	0.14%	0.10%
中信万通	0.74	0.74	0.73	0.15%	0.13%
中信建投	3.14	3.26	3.28	0.15%	0.12%
算术加总	7.75	7.99	8.27	0.14%	0.12%
股权比例加总 (出售前)	6.43	6.62	6.89	0.14%	0.11%
股权比例加总 (出售后)	4.77	4.89	5.15	0.13%	0.11%

资料来源: 国信经济研究所

表 2: 中信证券盈利预测

	2008	2009	2010E		2008	2009	2010E
利润表摘要 (人民币百万元)				年增长率 (%)			
代买卖证券业务	7,457	10,922	6,391	代买卖证券业务	-44%	46%	-22%
证券承销业务	1,783	2,401	2,798	证券承销业务	-19%	35%	17%
客户资产管理业务	150	146	190	投资收益	-15%	-46%	-66%
基金管理费收入	2,828	2,987	3,585	营业收入	-43%	24%	-36%
利息净收入	1,706	1,401	1,267	净利润	-41%	25%	-42%
投资收益	6,451	3,479	1,189	净资产	6%	13%	22%
公允价值变动损益	-3,341	52	200	每股盈利及估值指标 (人民币元)			
营业收入合计	17,708	22,007	14,008	EPS	1.10	1.35	0.79
归属母公司所有者净利润	7,305	8,984	5,237	BVPS	8.33	9.29	11.33
资产负债表摘要 (人民币百万元)				盈利能力 (%)			
结算备付金	5,011	9,838	5,868	ROE	13.23%	14.58%	6.97%
交易性金融资产	6,005	11,887	9,000	业务状况 (%)			
可供出售金融资产	34,099	42,923	49,328	经纪业务市场份额	4.61%	4.72%	5.15%
股本	6,630	6,630	6,630	经纪业务佣金率	0.170%	0.115%	0.085%
归属母公司所有者权益	55,222	61,599	75,136	承销业务市场份额	21.03%	18.17%	18.17%

资料来源: 国信证券经济研究所

估值: 已反映股权出售预期

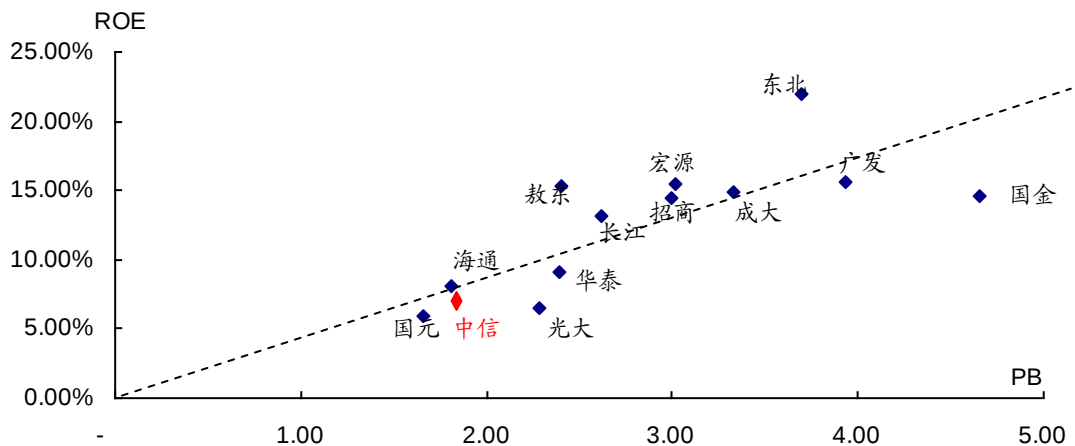
2010 年中信证券动态 PE 为 24.68 倍 (不考虑一次性出售股权因素), 略高于行业平均的 23.74 倍; PB 为 1.72 倍, 显著低于行业平均的 2.81 倍, 包含了 ROE 下降因素。目前中信证券估值正落于 ROE 与 PB 的回归线上, 说明股价已基本反映了股权出售因素。

表 2: 证券行业 PE、PB

简 称	评级	EPS (元)			PE (倍)			BVPS (元)			PB (倍)		
		2008	2009	2010E	2008	2009	2010E	2008	2009	2010E	2008	2009	2010E
中信	谨慎推荐	1.10	1.35	0.79	17.69	14.38	24.68	8.33	9.29	11.33	2.34	2.10	1.72
海通	中性	0.40	0.55	0.47	25.84	18.76	22.20	4.66	5.28	5.74	2.22	1.97	1.81
华泰	中性	0.28	0.79	0.53	50.27	17.76	26.27	2.02	2.89	5.86	6.95	4.84	2.39
广发	谨慎推荐	1.54	2.35	1.31	21.44	14.08	25.26	5.96	8.19	8.39	5.54	4.03	3.94
光大	中性	0.47	0.83	0.44	32.85	18.74	34.97	3.64	6.57	6.77	4.26	2.36	2.29
招商	中性	0.63	1.04	0.99	32.83	19.78	20.80	2.45	6.30	6.85	8.40	3.26	3.00
宏源	中性	0.37	0.79	0.81	42.57	20.03	19.57	3.41	4.48	5.23	4.63	3.53	3.02
东北	中性	0.71	1.43	1.31	31.08	15.35	16.78	3.88	4.78	5.94	5.64	4.58	3.69
国元	中性	0.36	0.53	0.46	35.90	24.18	28.04	3.23	7.70	7.67	3.96	1.66	1.66
长江	中性	0.42	0.63	0.58	27.71	18.37	19.85	2.75	4.20	4.43	4.22	2.76	2.62
国金	中性	1.51	0.52	0.45	9.44	27.66	32.05	4.33	2.59	3.07	3.30	5.51	4.66
成大	谨慎推荐	1.04	1.51	1.23	26.52	18.33	22.47	5.51	7.07	8.30	5.02	3.91	3.33
教东	谨慎推荐	1.50	2.52	1.92	20.02	11.94	15.67	8.45	10.62	12.54	3.56	2.83	2.40
平均	中性	-	-	-	28.78	18.41	23.74	-	-	-	4.62	3.33	2.81

注：假设中信建投按照 2.22 倍 PB 卖出其持有的 53% 中信建投股权，以 5.49% 倍 P/AUM 出售 51% 华夏基金股权；假设广发证券以 1.5 倍 PB 出售其持有的 60.35% 广发华福股权

资料来源：国信证券经济研究所

图 1: 证券行业 PB 与 ROE


资料来源：国信证券经济研究所

投资建议：维持“谨慎推荐”评级

行业评级“中性”。考虑到 2010 年盈利依赖经纪业务的形势难以逆转，全年交易量同比持平，佣金率继续同比下滑 17%，我们在中期策略报告中维持行业“中性”的评级，建议低配证券板块。

维持中信证券“谨慎推荐”。除交易价格略高于预期外，其他基本符合预期，估值也基本反映了股权出售因素。可贵的是，在行业竞争日益加剧的情况下，公司具有鲜明的品牌定位意识，正逐步寻找和积聚在机构业务中的优势，未来进展值得观察和期待。维持“谨慎推荐”评级。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队(含联系人)

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	赵 谦	021-60933153	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82133766
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82133766
		黄学军	021-60933142	高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 焯	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	陈 玲	0755-82130646
				杨 森	0755-82133343
				李筱筠	010-66026326
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010- 66026308	孙菲菲	0755-82133400
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝 彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908	严蓓娜	021-60933165
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82132098				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82138922	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
陈 健	010-66022025	李遵庆	0755-82130532	高 宇	0755- 82130876
苏绍许	021-60933144			侯慧娣	021-60875161
				张 旭	010-66026340
				蔺晓熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	彭怡萍	0755-82133528	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	刘舒宇	0755-82133568	戴 军	0755-82133129
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	黄志文	0755-82133928
周 琦	0755-82133568			秦国文	0755-82133528
赵学昂	0755-66025232			林晓明	021-60933154
				赵斯尘	021-60875174
				程景佳	021-60933166
				徐左乾	0755-82133090

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李 锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						黎 敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn	
						徐 冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn	