

非银行金融



研究员：张颖，张忆东

证书号：S0190207040090

Tel（021）38565970

E-mail: zhang_y@xyzq.com.cn

中信证券（600030）

转让中信建投 53%股权

推荐（维持）

2010 年 06 月 01 日

投资要点

事件：

中信证券发布公告，确认转让中信建投 53%的比例；挂牌价格为 85.86 亿元，最终转让价格以产权交易机构根据交易规则公开竞价确定的转让价格为准；股权在产权交易机构通过挂牌转让的方式转让，由于标的股权交易金额较大，为便于成交，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。

点评：

● 转让定价合理

中信建投 2009 年实现营业收入 60.82 亿元，净利润 26.17 亿元，净资产 73.10 亿元，净资本 58.92 亿元。按照转让价格折算，对应中信建投 09 年静态 PE 6.19x，PB 2.22x。与上市券商相比，该定价合理。（图表一）

● 对中信证券影响：整体中性偏正面，未来盈利下滑，净资本增加。

若按照挂牌价出让，2010 年可确认转让收益 71.55 亿元，增厚每股 EPS1.08 元。但未来中信证券的盈利将下滑。中信建投以经纪、投行和自营业务为主（图表二）。股权转让前，中信证券持有中信建投 60%的股份，按合并报表处理；转让后，仅持有 7%的股份，按长投的成本法核算。对 2009 年中信证券（合并）的数据进行处理，拆分出中信建投的业务。从图表三中可以看出，股权转让后，营业收入将下降 28%，净利润将下降 26%，其中经纪业务的影响最大。网点减少近一半，市场份额将下滑 41%至 4.73%。转让后，中信证券的佣金率将小幅下滑至 1.09%。中信建投原有的部分业务来自于中信证券，转让后实际业绩影响可能更低。（图表三）

净资产方面，合并报表范围减小，但是出售股权所得可以充实净资产；综合两者因素，净资产可能小幅增加。若按挂牌价出让，中信证券的净资本将增加 85 亿元至 434 亿元左右，大大充实了资本实力。

股权转让后，可以带来两方面的积极影响：一是股权规范后，保证各项传统业务的正常开展及创新业务的申请试点。二是充实资本金，为公司未来业务板块的扩张（如并购海外资产等）奠定基础。综合看来，影响中性偏正面。

- 维持中信证券推荐评级：业务发展均衡，估值具有优势。

调整 2009 年盈利情况，扣除中信建投的利润后 2009EPS 为 1.11 元，估值仍有优势；且总体看来，公司业务发展均衡，为国内上市券商的龙头。在目前市场震荡，行业整体中性评级的环境下，中信证券防御性较好，维持推荐评级。

附表：

图表 1 各券商 2009 年盈利及估值比较

公司	股价	总市值	09EPS	BVPS (2009)	静态 PE	静态 PB
中信(原)	19.49	1292.28	1.35	9.29	14.44	2.10
广发	33.02	827.83	2.46	8.19	13.42	4.03
海通	11.93	853.23	0.55	5.28	21.69	2.26
华泰	14.00	784.00	0.82	2.89	17.08	4.84
招商	20.56	737.17	1.14	6.30	18.04	3.26
光大	15.50	529.79	0.92	6.57	16.85	2.36
长江	11.61	252.08	0.68	4.20	17.07	2.76
西南	12.87	245.03	0.54	2.51	23.83	5.13
国元	12.77	250.82	0.69	7.70	18.51	1.66
宏源	15.78	230.58	0.79	4.48	19.97	3.52
国金	14.28	142.83	0.52	2.59	27.67	5.51
东北	21.92	140.14	1.43	4.78	15.33	4.59
中信建投	6.00	162.00	0.97	2.71	6.19	2.21

单位：总市值：亿元；其余单位均为元；

来源：公司财报，兴业证券研发中心

图表 2 中信建投 2009 年业务收入结构

证券投资	承销业务	自营业务
78.8%	6.4%	5.0%

来源：证券行业协会，兴业证券研发中心

图表 3 2009 年中信证券与中信建投经营数据比较

2009 年经营数据	中信证券（原）	中信建投	剔除中信建投后	降幅
利润表				
营业收入	220.07	60.82	159.25	27.6%
净利润	100.88	26.17	74.71	25.9%
净利润率	45.8%	43.0%	-	-
资产负债表				
总资产	2068.67	660.05	-	-
净资产	615.99	73.1	-	-
净资本	349.04	58.92	-	-
经纪业务				
营业部	234	120	114	51.3%
佣金率（%）	1.15	1.23	1.09	-
市场份额（%）	7.99	3.26	4.73	40.8%
部均交易额	406.8	323.95	494.01	-
投行业务				
IPO 市占率（%）	17.5	5.95	11.55	34.0%
增发市占率（%）	14.2	0.88	13.32	6.2%
配股市占率（%）	19.38	19.38	0	100.0%
债券市占率（%）	16.00	3.16	12.84	19.8%

来源：Wind，公司财报，兴业证券研发中心

单位：除注明外，亿元

附：中信建投历史变革

2005 年 11 月，中信证券与中国建银投资有限责任公司共同设立了中信建投证券，分别持有其 60%和 40%的股权。2005 年 12 月，出资 46 亿元收购华夏证券的全部业务。中信建投目前的证券评级为 A 类 A 级。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部**上海地区销售经理**

邓亚萍 电话: 021-38565916 Email: dengyp@xyzq.com.cn

盛英君 电话: 021-38565938 Email: shengyj@xyzq.com.cn

姜 洋 电话: 021-38565910 Email: jydadao@sina.com

北京地区销售经理

韩吟华 电话: 021-38565933 Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

朱元戩 电话: 021-38565941 Email: zhuyy@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。