

中信证券(600030): 去粗存精

——中信建投股权转让点评

推荐

维持评级

证券/资本市场

发布时间: 2010 年 6 月 2 日

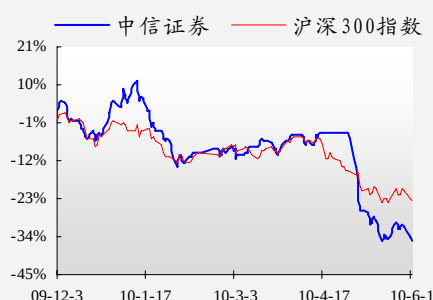
投资要点:

- 中信证券业务收入来源丰富, 在业务收入结构中, 经纪业务收入占比虽高, 但没有处于绝对垄断地位, 而中信建投的业务收入却主要以经纪业务收入为主, 因此, 转让中信建投股权主要是对经纪业务的影响, 对中信证券整体业务收入影响较小。
- 2007 年以来, 中信建投为母公司贡献的净利润分别为 11.87%、14.3%和 17.5%, 平均值为 14.5%。中信证券售出 53%的中信建投的股权, 那么中信证券归属于母公司所有者净利润将理论上减少 13.9%。
- 短期来看, 中信证券出售中信建投的股权, 尽管会减少经纪业务收入, 但从长远角度上来说, 随着创新业务的发展, 经纪业务收入在公司的业绩贡献中占比越来越低, 经纪业务已不是公司业务收入的主流, 创新业务将成为提升公司业绩的主要动力。卖出盈利能力较低的业务, 并将所获取的资金开拓盈利能力较高的创新业务, 对公司的发展来说是好事。
- 虽然中信建投股权出售以后, 传统业务贡献的业务利润将减少, 随着创新业务的开展和壮大, 创新业务贡献的利润能逐渐足以弥补这一损失。目前直投业务已经有 15 亿多元的浮盈, 融资融券和股指期货也能带来接近 8 亿元左右的收益, 不含产业基金的业务贡献, 2010 年, 预计其他 3 项创新业务能为中信证券的 EPS 增厚 0.35 元左右。目前股价没有反应出创新业务的成长空间, 因此, 依然给予推荐的评级。

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		14.7	
2010E	2,362,655	7.36	998,954	11.19	1.51		13.2	
2011E	2,646,203	12.00	1,106,919	10.81	1.67		11.9	
2012E	2,925,827	10.57	1,201,581	8.55	1.81		11.0	

走势图



市场数据

2010-6-2

收盘价:	19.90 元
52 周最高价:	38.80 元
52 周最低价:	18.85 元
平均持仓成本:	28.04 元

基本数据

2010Q1

总股本 (万股):	663,047
流通 A 股 (万股):	663,047
每股收益 (元):	0.23
每股净资产 (元):	9.55
每股经营现金流 (元):	0.57
市净率:	2.08

分析师: 赵新安

执业证书编号: S0550209030096

TEL: (8621)6336 7000 -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、股权转让收益丰厚

中信证券 6 月 2 日公告称，为符合中国证监会对证券公司的监管要求，解决同业竞争问题，公司拟转让所持中信建投证券有限责任公司 53% 的股权，转让方式为通过产权交易机构挂牌转让，挂牌价格为 85.86 亿元。本次股权转让完成后，公司将持有中信建投证券有限责任公司 7% 的股权，从而可符合监管要求。

2005 年中信建投成立时，中信证券初始投资成本为 16.2 亿元，此次拟转让部分对应初始投资额 14.31 亿元。即使扣除持股 5 年中信建投为中信证券带来的利润贡献，仅股权投资一项就将为中信证券带来 71.55 亿元的投资收益。

根据公告，此次中信建投的股权转让起拍价格为 6 元/股，参照 2009 年中信建投的每股收益为 0.97 元，对应市盈率仅为 6.19 倍，低于同期市场上其他公司转让券商股权的定价，并且，中信证券此次转让的是对中信建投的控股权，因此转让价格仍有较大的上升空间。如果按 10 倍市盈率定价，中信建投 53% 的股权转让应该能为中信证券带来将近 100 亿元的现金收入。

表 1、其他券商股权交易定价

时间	卖方	公司	股数 (万股)	起拍价格 (元/股)	PE	PB
2009 年 7 月 16 日	文汇新民报业集团	东方证券	5000	7.39	12.74	2.71
2009 年 8 月 1 日	长城信息	东方证券	5000	6	10.34	2.20
2009 年 9 月 10 日	兴业银行	兴业证券	12064	15.60	26.0	5.7
2009 年 9 月 11 日	国家开发投资公司	中银国际	18000	5	9.80	2.03
2010 年 1 月 1 日	台州市国资委	浙商证券	3000	3.3	11.38	2.19
2010 年 3 月 31 日	宝钢建筑设计院	中银万国	80.97	6.83	11.58	3.05
2010 年 4 月 1 日	航天机电	国泰君安	1500	12.6	9.40	2.54
2010 年 6 月 2 日	中信证券	中信建投	143100	6	6.19	2.2

资料来源：东北证券

当然，中信建投的股权转让能否顺利进行也有较大的不确定性。接近 100 亿元的交易额，交易门槛较高，对竞标对象提出了较高的要求，非具有强大实力背景的企业不能为。目前的股票市场走势较弱，也为买卖双方的价格谈判带来了不确定性。由于标的股权交易金额较大，为便于成交，中信证券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。将股权分割后进行转让，为交易的顺利进行创造了条件。

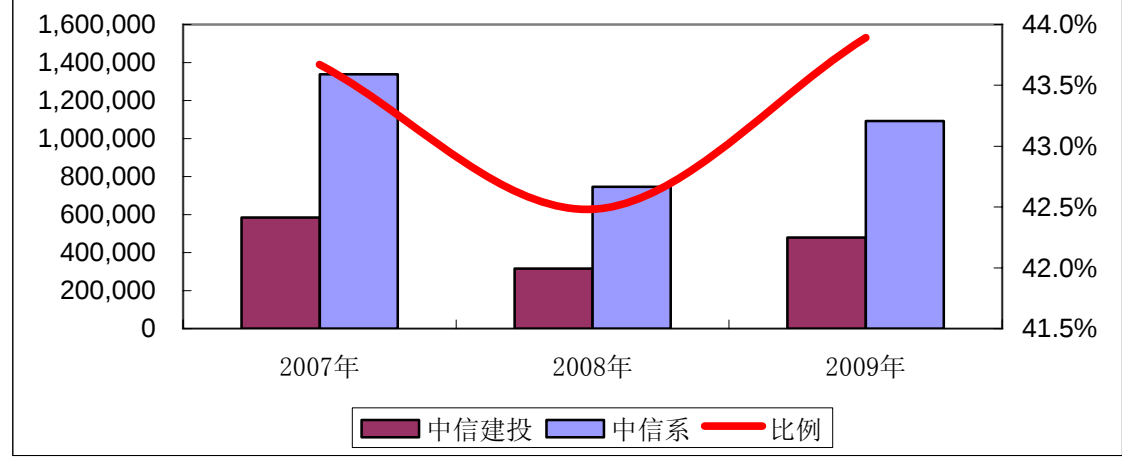
二、股权转让对中信证券的影响

1、对中信证券经纪业务收入影响大

中信证券此次股权转让，将丧失对中信建投的控股权，对中信证券的经纪业务收入影响较大。目前，中信建投拥有 105 家营业部，在整个中信系中占比为 51.7%，

中信建投的经纪业务市场份额，历年稳定在 3%以上，一直处于行业前 10 名，中信建投的经纪业务收入是整个上市公司经纪业务收入的主要支柱, 占有 40%以上的比例，因此转让中信建投股权对中信证券的经纪业务收入影响较大。

图1、中信建投经纪业务收入在中信系中占比



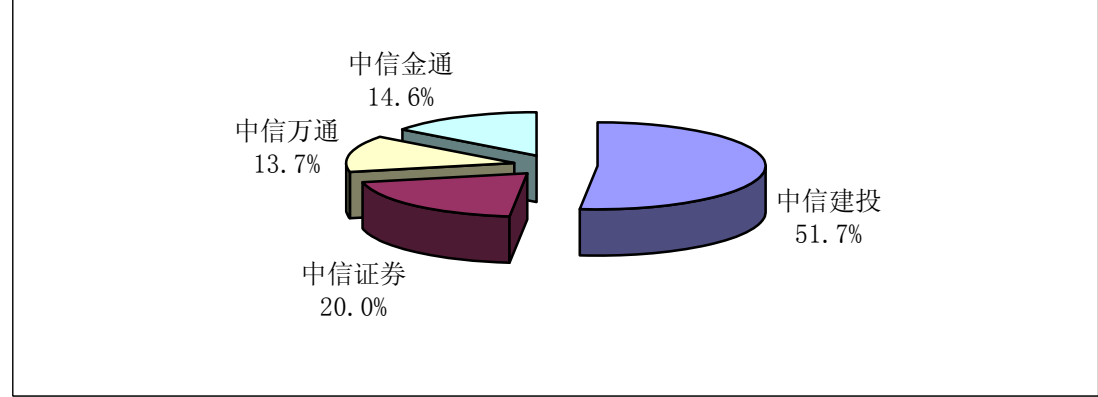
资料来源：东北证券研究所

表 2、中信系各券商经纪业务市场份额

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
中信建投	3.1%	3.19%	3.1%	3.3%
中信证券	2.6%	2.49%	2.5%	2.4%
中信金通	1.2%	1.42%	1.4%	1.6%
中信万通	0.6%	0.66%	0.7%	0.7%

资料来源：东北证券研究所

图2、中信系各家券商营业部占比

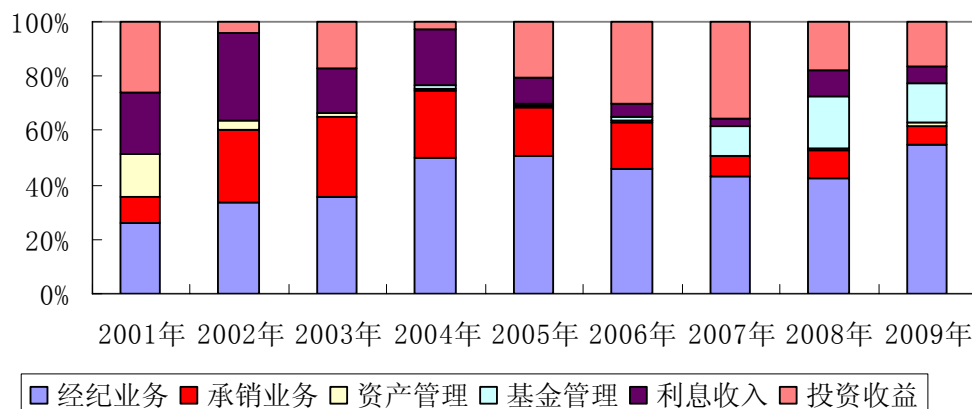


资料来源：东北证券研究所

2、中信建投股权转让对中信证券整体业务收入影响小

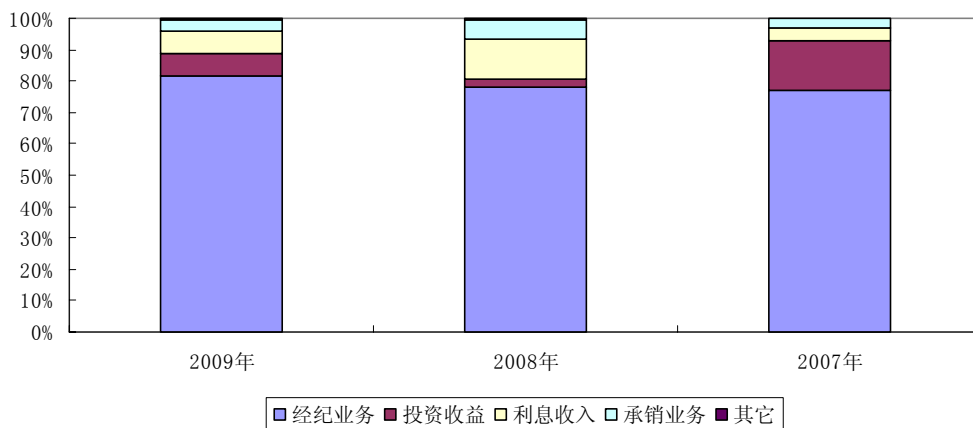
中信建投的股权转让对中信证券经纪业务收入影响明显，但对中信证券的总体业务收入和税后利润影响较小。中信证券业务收入来源丰富，在业务收入结构中，经纪业务收入占比虽高，但没有处于绝对垄断地位，而中信建投的业务收入却主要以经纪业务收入为主，因此，转让中信建投股权主要是对经纪业务的影响，对中信证券整体业务收入影响较小。

图3、中信证券业务收入结构



资料来源：东北证券研究所

图4、中信建投业务收入结构



资料来源：东北证券研究所

表 3、中信建投为中信证券的业绩贡献

单位：万元

2007 年	公司名称	营业收入	营业利润	利润总额	净利润	归属母公司所有者净利润
	中信证券	3087111.4	1986293.5	1990417.3	1354578.6	1238852.1
	中信建投	774066.1	451535.6	453004.5	244991	244991
	占比	15.04%	13.64%	13.66%	10.85%	11.87%

2008 年	中信证券	1770825.7	954330	956137.7	805022.9	730500.1
	中信建投	413028.5	218977.7	221354.6	173874.2	173874.2
	占比	14.00%	13.80%	13.90%	13.00%	14.30%
2009 年	中信证券	2,200,652	1,326,038	1,330,199	1,008,819	898,402.9
	中信建投	608,212.0	351,538.6	348,799.5	261,732.8	261,732.8
	占比	16.58%	15.91%	15.73%	15.57%	17.48%

资料来源：东北证券研究所

2007 年以来，中信建投为母公司贡献的净利润分别为 11.87%、14.3%和 17.5%，平均值为 14.5%。中信证券售出 53%的中信建投的股权，那么中信证券归属于母公司所有者净利润将理论上减少 13.9%。

三、净资本实力进一步提升

2009 年，中信建投共实现 26.06 亿元的净利润，每股收益 0.97 元。此次，中信证券拟转让所持中信建投证券有限责任公司 53%的股权，挂牌价格为 85.86 亿元，市盈率水平仅有 6.19 倍。如果按行业内券商股权转让平均 10 倍的市盈率计算，中信证券将获得近 100 亿元的现金收入。

尽管中信建投股权转让将削弱公司盈利水平，但公司资本实力也将由此进一步提升。此次股权转让，中信证券将获得近 100 亿元的现金收入，增厚每股净资产 1.5 元。直投业务、产业投资基金、融资融券和股指期货等创新业务，对净资本的要求比较高，资本金规模的扩大，将有利于中信证券创新业务的发展。

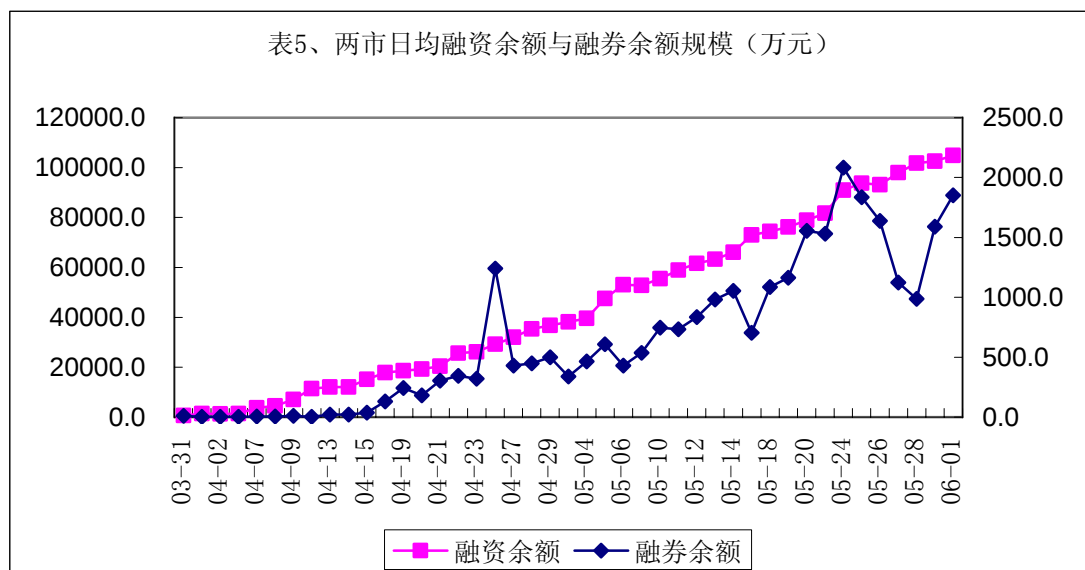
四、股权转让价款不会变成沉冗资本

在没有创新业务开展的情况下，如果出售中信建投的股权，鉴于目前中信证券净资本规模庞大，股权转让所得将会变成闲余资金沉淀下来。但随着融资融券业务的开展，股权出售后的收入却不会变成沉冗资本，将能为公司创造更高的业务收入。虽然中信建投的股权出售以后，传统业务给中信证券贡献的业务收入将减少，但创新业务贡献的利润能足以弥补这一块损失。股权转让以后，中信证券净资本规模将会大幅度扩张，这样公司将有更多的资金开展融资融券业务，还可能对下属的直投公司、产业基金以及期货公司注资，促进这些业务的发展。

在融资融券业务推出的近两个月内，沪深两市融资余额 193.7 亿元，融券余额 2.8 亿元，2 个月的交易量占 6 家具有融资融券资格券商净资本的 16%，市场需要强劲，超过了不少券商的预定规模。

根据中信证券董事会决议，中信证券融资融券额度上限为 200 亿。随着净资本的大规模扩大以及融资融券业务的强劲需求，中信证券融资融券业务也将会扩大，预计此项业务能在 2010 年为中信证券贡献 7 亿元左右的利润贡献。另外，新涌入的客户还会带来大量的交易佣金收入。

表5、两市日均融资余额与融券余额规模（万元）



资料来源：东北证券

五、创新业务是业务发展总趋势

从美国高盛等投资银行的业务发展趋势上来看，国外的投资银行的业务收入来源丰富，业务收入结构越来越复杂，经纪业务收入对公司的业绩贡献相对较小，其他如资产管理、兼并收购等创新型的业务逐渐成为公司的主流。

对国内券商来说，经纪业务竞争激烈，竞争手段主要是价格竞争，因此整个行业的佣金率水平一直呈下降趋势，经纪业务的利润率也越来越低。在上海、深圳、广州等地区，经纪业务的佣金率已降到万分之五。随着融资融券和股指期货的开展，试点券商为吸引客户，扩大优质客户的占有率，甚至可能会推出免佣金的策略。届时，经纪业务将会出现新一轮的价格战。

短期来看，中信证券出售中信建投的股权，尽管会减少经纪业务收入，但从长远角度上来说，随着创新业务的发展，经纪业务收入在公司的业绩贡献中占比越来越低，经纪业务已不是公司业务收入的主流，创新业务将成为提升公司业绩的主要动力。卖出盈利能力较低的业务，并将所获取的资金开拓盈利能力较高的创新业务，对公司的发展来说是好事。

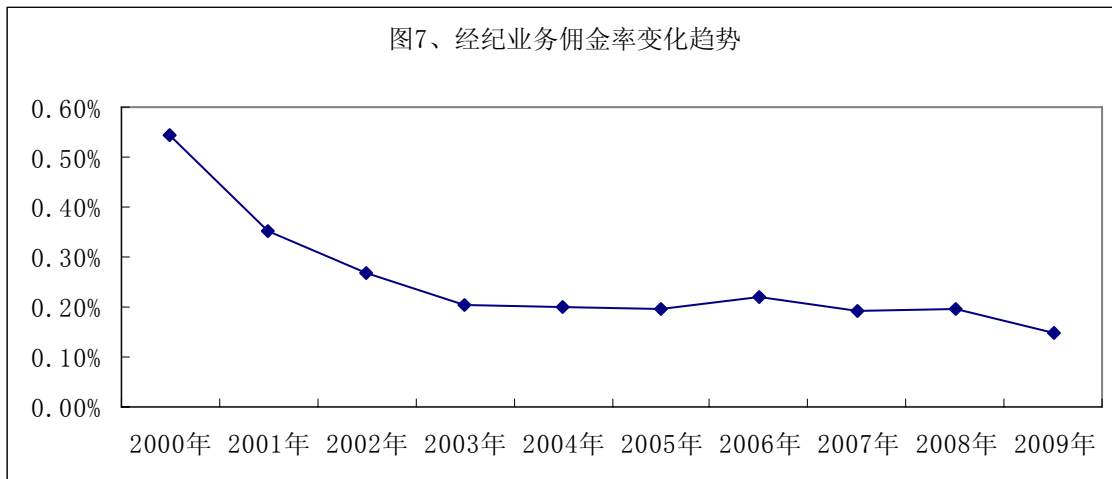
表 4、美国证券行业主要收入占比

单位：%

	1976	1980	1990	2000	2002
经纪业务	45.84	35.45	16.43	13.74	18.54
承销业务	12.27	8.28	6.03	6.9	8.86
自营业务	17.55	19.58	24.38	18.23	9.18
资产管理	0	1.75	7.2	9.63	8.4
利差收入	7.89	13.03	5.69	9.11	4.03
其它	7.84	10.78	32.18	40.63	37.22

资料来源：彭博

图7、经纪业务佣金率变化趋势



资料来源：东北证券研究所

六、中信证券创新业务发展空间巨大

中信证券净资本规模领先、盈利能力较强，是最适合开展创新业务的公司。目前，直投业务已有 15 亿元左右的浮盈，占 09 年净利润的 17%。保守估计，融资融券和股指期货将能为公司贡献 8 亿元左右的利润。中信产业基金在不久的将来也能为公司贡献丰厚的利润。

1、直投业务

创业板推出以后，目前，中信证券已完成 5 个直投项目的 IPO，潜在收入贡献达 15 亿元，投资收益率达到 7 倍。

表 5、直投业务浮盈

单位：万股/万元

投资对象	持股数	投资成本	市值	浮盈	投入时间	上市时间	限售期
神州泰岳	210	2,772	33,201	30,429	2009.5.18	2009.10.30	36 个月
机器人	320	2,560	14,490	11,930	2008.6.3	2009.10.30	12 个月
威创股份	802	2,941	13,794	10,853	2007.8.28	2009.11.27	12 个月
理工监测	250	625	26,250	25,625	2007.6.26	2009.12.18	12 个月
昊华能源	2400	15,120	85,920	70,800	2007.12.17	2010.3.31	12 个月
总计	3982	24,018		149,637			

资料来源：东北证券研究所

表 6、其它已投资项目未上市项目

公司	行业
中信房地产股份有限公司	房地产开发企业
中油金鸿天然气输送有限公司	天然气管网公司
广西丰林木业集团股份有限公司	林板一体化的人造板企业
贵州开磷（集团）有限责任公司	大型矿肥一体化企业
内蒙古北方重工集团有限公司	装备制造企业
恒泰艾普石油天然气技术服务公司	石油勘探开发行业的技术服务商

富奥汽车零部件股份有限公司	汽车零部件生产企业
兰州兰石重型装备股份有限公司	能源行业重型装备制造制造商
江苏润合软件股份有限公司	国际软件外包企业
浙江开山压缩机股份有限公司	专业空气压缩机生产厂商
青岛东软电脑技术有限公司	智能电表载波芯片及集中器生产企业
天顺风能（苏州）股份有限公司	国内专业的风电塔筒制造商
成都娱音科技股份有限公司	无线音乐集成服务提供商
西安天和投资控股集团有限公司	区域防空作战指挥系统提供商

资料来源：东北证券研究所

2、股指期货

股指期货推出 1 个多月以来，累计成交额达 5.8 万亿元，日均成交额 1928 亿元，占现货交易的 102.8%。随着其他合约的推出，股指期货的交易额将会扩大。

鉴于券商在营业网点、研究实力、资金规模以及客户资源等方面的传统优势，我们认为券商系期货公司在股指期货业务上的市场份额将远超传统期货公司。从上海金融期货交易所公布的数据来看，交易额排名前 20 家期货公司中，券商背景的期货公司有 18 家。目前中信证券控股的中证期货累计成交额 1204.7 亿元，市场份额为 2.1%。由于中信证券的 IB 业务还没有大规模展开，从券商来的客户还不是很，另外，中证期货的商品交易额占比不大，因此，期货业务对公司的利润贡献暂时还不会很大，预计 2010 年，中证期货将为中信证券贡献 1 亿元左右。

表 7、部分期货公司代理交易额及市场份额

会员	券商	累计成交额（百万元）	份额
国泰君安	国泰君安	608,453	10.67%
长城伟业	华泰证券	486,832	8.54%
海通期货	海通证券	338,814	5.94%
银河期货	银河证券	298,854	5.24%
广发期货	广发证券	311,048	5.45%
信达期货	信达证券	161,619	2.83%
天琪期货	中投证券	183,977	3.23%
浙江永安	财通证券	166,478	2.92%
上海东证	东方证券	135,475	2.38%
浙商期货	浙商证券	141,678	2.48%
中证期货	中信证券	120,470	2.11%
渤海期货	渤海证券	113,199	1.98%

资料来源：东北证券研究所

3、产业基金

目前中信产业基金已募集 90 亿人民币。作为中信产业基金宏伟蓝图里第一笔的绵阳基金已经投资了包括会稽山绍兴酒、万得资讯等在内的十家企业，投资额达 20 多亿元，剩下的近 70 亿预计在两、三年左右投完，每年投入 20-30 亿元左右。绵阳基金所投企业中，有的已经申报了 IPO，今年会有更多企业上报 IPO。目前绵阳基金手头筹备的项目还有几十个。

中信产业基金在进行项目投资时，能够提供专业的增值服务，帮助企业做战略规划和咨询，完善治理机制和结构，强化激励机制，完善管理层队伍的构建，帮助企业开拓市场以及进入国际市场，建立市场营销队伍，提升企业的运营管理和供应链管理，降低运营成本，帮助其树立一个好的品牌，帮助企业进行资本运作（包括 IPO、发债，重新规划其资本结构），帮助其对外收购，实现行业横向与纵向整合等。为了实现对企业的后续支持，中信产业基金的投资管理团队还包括来自麦肯锡的战略管理和兼并收购专家、GE 的供应链专家、宝洁的品牌营销专家等。因此绵阳基金积累了很多优质项目，并且拿到了很多难拿的项目。

中信证券投资绵阳基金 11 亿元，持有中信产业基金 71% 的股权。中信产业基金是绵阳基金的普通合伙人和执行事务合伙人。绵阳基金最低预期收益率为 10%/年，在基金达到最低预期收益率的前提下，普通合伙人提取基金总收益的 20%，若基金收益未达到最低预期收益率，普通合伙人无权取得收益分成。其管理费为 2%/年。目前，中信产业基金很多项目正处于孵化期，一旦时机成熟，各个项目便可以通过 IPO 上市，将为中信证券贡献 10 倍的利润。

七、投资评级

虽然中信建投股权出售以后，传统业务贡献的业务利润将减少，随着创新业务的开展和壮大，创新业务贡献的利润能逐渐足以弥补这一损失。目前直投业务已经有 15 亿多元的浮盈，融资融券和股指期货也能带来接近 8 亿元左右的收益，不含产业基金的业务贡献，2010 年，预计其他 3 项创新业务能为中信证券的 EPS 增厚 0.35 元左右。目前股价没有反应出创新业务的成长空间，因此，依然给予推荐的评级。

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。