



谢佩洁

执业证书编号: S0730210030006

021-50588666-8025

xiepj@ccnew.com

净利下滑三成，业绩低于预期

——中信证券（600030）中报点评

研究报告-公司点评

观望（下调）

发布日期: 2010年8月30日

报告关键要素:

上半年，公司自营、经纪、资产管理三大传统业务收入大幅下滑，与此同时，业务及管理费同比大幅提升，导致公司盈利下滑31.31%。基于下半年行业经营环境不甚乐观的判断，我们下调公司评级至“观望”。

事件:

- **中信证券公布2010年中报。**2010年1-6月份，公司实现营业收入79.05亿元，同比减少12.09%；归属于上市公司股东的净利润26.28亿元，同比减少31.31%；基本每股收益0.26元。

点评:

- **业绩下滑明显，低于预期。**公司净利润同比大幅减少的主要原因是上半年证券市场低迷、佣金战激烈，公司三大传统业务——自营、经纪和资产管理业务收入均出现较大下滑，再加上，公司业务及管理费在营业收入同比减少的情况下逆向大幅提升，拖累了公司整体业绩。但公司融资融券、直投等创新业务呈现良好发展态势。此外，公司研究咨询业务上半年实现收入0.25亿元，经纪业务收入下滑趋势或将有望在未来得益于研究业务的支持而趋稳。

从单季度收入来看，第二季度，公司经纪业务实现净收入18.30亿元，较之一季度减少0.80亿元；证券承销业务实现净收入6.60亿元，较之一季度增加3.26亿元；资产管理业务实现净收入0.45亿元，较之一季度增加0.04亿元；证券自营业务实现净收入0.05亿元，较之一季度减少4.37亿元。

表1: 公司各项业务收入情况

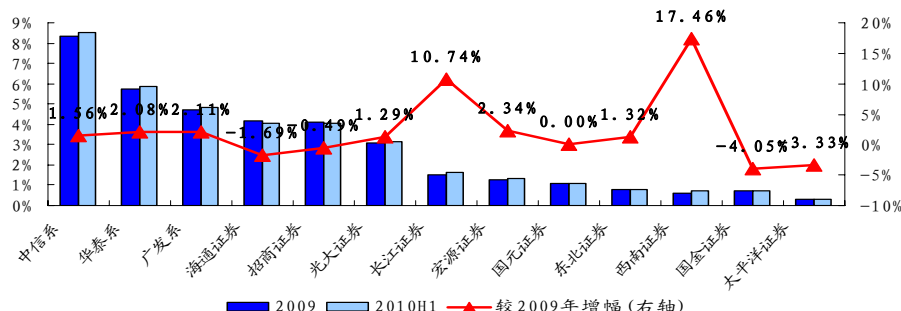
单位: 亿元

	营业收入			营业收入构成	
	2010H1	2010Q1	2010Q2	2010H1	2009
代理买卖证券净收入	37.40	19.10	18.30	71%	64.6%
证券承销净收入	9.94	3.34	6.60	18.90%	14.2%
资产管理净收入	0.86	0.41	0.45	1.6%	0.9%
证券自营净收入	4.47	4.42	0.05	8.5%	20.3%
合计	52.67	27.27	25.4		

资料来源: 中原证券研究所, 公司财务报表

- **经纪业务:** 2010年上半年，公司（含中信金通、中信万通、中信建投，下同）经纪业务实现净收入37.40亿元，较之去年同期49.04亿元减少23.74%，主要是佣金率的大幅下滑。数据显示，以股票、基金交易额衡量基准，上半年公司实现经纪业务市场份额8.49%，较之09年底的8.36%增加0.13个百分点，增加1.56%，经纪业务市场份额在上市券商及全行业均排名第1。虽然经纪业务市场份额有所提升，但平均佣金率水平出现了较大下滑。据粗略测算，上半年公司平均佣金率水平0.0962%，较之09年底的0.1204%下滑0.0242个百分点，下滑20.10%。

图1：上市券商经纪业务市场份额变化情况



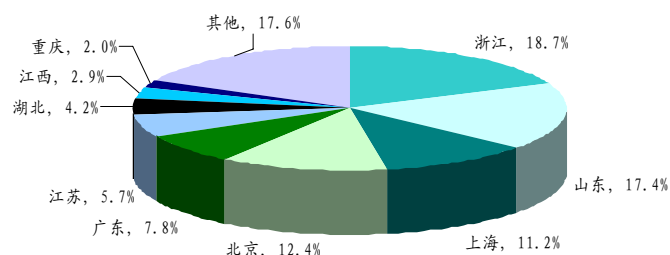
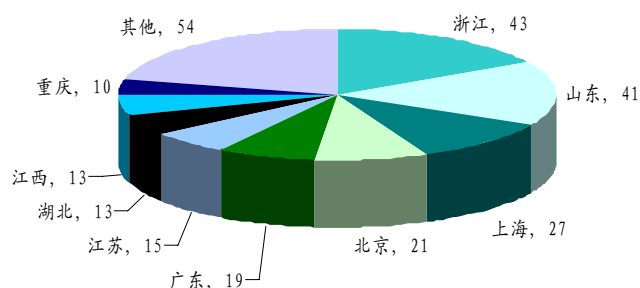
注：中信系含中信证券、中信金通、中信万通和中信建投；华泰系含华泰证券、华泰联合证券；广发系含广发证券、广发华福证券

资料来源：中原证券研究所，伟海证券精英网

网点布局情况。上半年，公司共完成中信证券（母公司）4家营业部新设，中信金通2家营业部迁址、3家营业部新设获批，中信万通5家营业部新设、5家营业部新设获批。截至6月底，公司共有256家营业部（包括中证期货6家、中信建投期货8家营业部在内），其中，营业网点分布较多的是浙江、山东、上海和北京，分别有43、41、27和21家，占16.80%、16.02%、10.55%和8.20%。

图2：公司各地区营业部分布情况

图3：上半年营业收入中，各地区营业部贡献



资料来源：中原证券研究所，公司财务报表

资料来源：中原证券研究所，公司财务报表

- **自营业务：**2010年上半年，公司自营业务实现投资收益4.47亿元，较之去年同期13.19亿元减少66.11%，主要原因是报告期内，公司出售了部分可供出售金融资产，该部分亏损6.01亿元。此外，公司剩余的可供出售金融资产部分上半年浮亏7.16亿元，该部分亏损尚未体现在利润表中。

分季度来看，公司一季度自营业务实现投资收益4.42亿元，二季度自营投资收益0.05亿元。从投资规模看，截至6月底，交易性金融资产规模157.09亿元，较09年底118.87亿元增加32.15%；可供出售金融资产规模（账面价值）370.15亿元，较之09年底429.23亿元减少13.77%。从投资品种来看，公司上半年加大了对基金的投资。

表2: 公司证券自营业务投资情况

单位: 亿元

	交易性金融资产				可供出售金融资产			
	2010H1	占比	2009	占比	2010H1	占比	2009	占比
债券	128.32	81.69%	100	84.12%	213.48	57.04%	261.41	60.32%
股票	21.42	13.63%	5.43	4.57%	112.66	30.10%	144.78	33.40%
基金	2.92	1.86%	4.06	3.42%	38.08	10.17%	19.92	4.60%
其他	4.43	2.82%	9.38	7.89%	10.08	2.69%	7.28	1.68%
合计	157.09		118.87		374.30		433.39	

资料来源: 中原证券研究所, 公司财务报表

- **投行业务:** 2010年上半年, 公司投行业务实现净收入(含证券承销、财务顾问、保荐收入) 10.90亿元, 较之去年同期5.66亿元大幅增长92.58%。

股票承销方面, 上半年公司共完成8家IPO、8家增发、2家配股的主承销项目, 募集资金达219.74亿元, 在上市券商中居第二, 在全行业排名第四; 债券承销方面, 上半年共完成1家可转债、22家债券的主承销项目, 募集资金444.65亿元, 行业排名第一。

- **资产管理业务:** 2010年上半年, 公司资产管理业务实现净收入0.86亿元, 较之去年同期1.04亿元减少17.31%。上半年, 公司新成立2只集合理财产品——“中信稳健回报”和“中信建投精彩理财”, 募集资金32.87亿元。截至6月底, 公司集合理财产品共8只, 管理资产规模124.74亿元, 占全行业集合理财产品资产总规模的10.60%。

表3: 中信系集合理财产品

	今年以来总回报(%)	上证指数期间涨跌幅(%)	成立日期	投资类型
中信理财2号	-12.16	-30.11	2006/3/22	偏债混合型
中信股债双赢	-9.78	-30.11	2007/4/6	平衡混合型
中信债券优化	2.28	-30.11	2009/1/6	混合债券型
中信稳健收益	2.00	-30.11	2009/5/8	混合债券型
中信积极配置	-11.99	-30.11	2009/5/8	偏债混合型
中信优选成长	-13.66	-30.11	2009/5/8	偏股混合型
中信建投精彩理财	-4.82	-26.13	2010/1/20	平衡混合型
中信稳健回报	-1.60	-20.64	2010/2/25	平衡混合型

注: 中信建投精彩理财和中信稳健回报为成立以来总回报及上证指数涨跌幅

资料来源: 中原证券研究所, wind资讯

- **基金管理。**截至6月底, 全资子公司——华夏基金, 管理23只开放式基金、2只封闭式基金, 资产规模2181亿元, 在60家基金管理公司中排名第一。报告期内, 华夏基金实现基金管理费收入16.24亿元, 同比增长28.85%。
- **业务及管理费。**报告期内, 公司共发生业务及管理费36.15亿元, 较之去年同期31.64亿元增长了14.3%, 主要原因是报告期内公司进行了营业网点扩张、创新业务拓展及相关人员配备等。
- **创新业务。融资融券业务:** 中信证券(母公司, 下同)是首批融资融券试点资格券商, 截至6月底, 中信证券当月平均融资融券余额1.64亿元, 占沪深两市融资融券余额的28.16%, 排名第一; **直投业务:** 直投子公司——金石投资, 目前已投资近20个项目, 包括已成功上市的神州泰岳、机器人等;



股指期货业务：报告期内，中信证券拟向中证期货增资1.5亿元，增资后注册资本3亿元，有利于后续业务的开展。

- **投资评级：**公司转让中信建投证券53%股权已于7月底尘埃落地，若能在年内如期完成，将增厚公司2010年每股收益0.69元，但鉴于中信建投证券对公司收入贡献较大，股权转让完成后短期将减少公司现有的收入来源。基于对下半年证券行业经营环境不甚乐观的判断，暂下调公司评级至“观望”。
- **风险提示：**证券自营投资收益和经纪业务收入受证券市场行情影响较大。

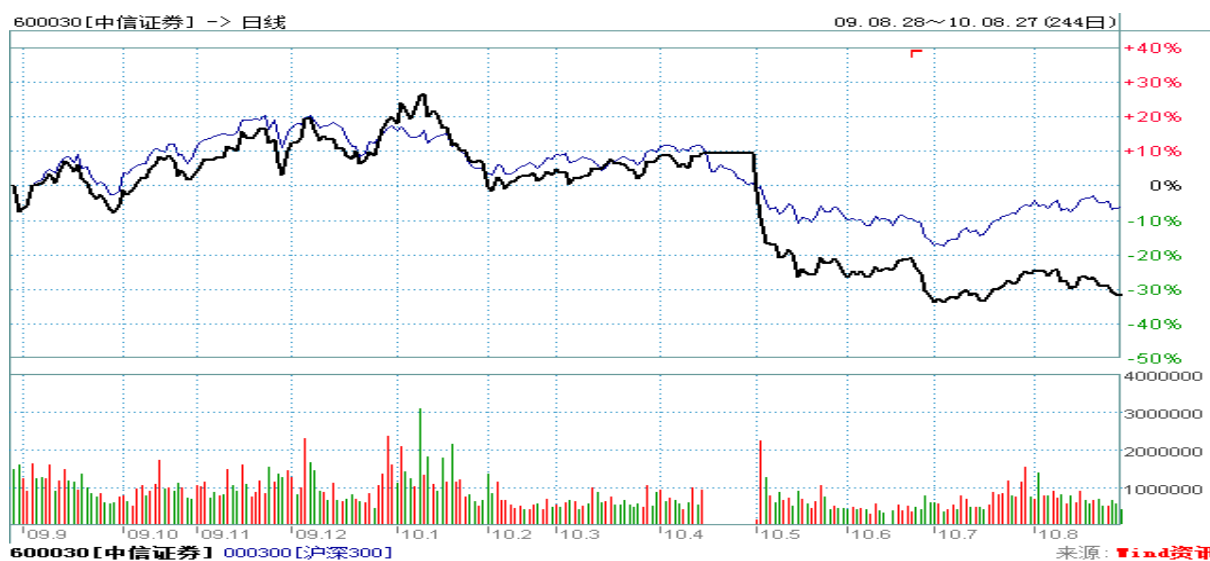
市场数据（截至2010年8月27日）

收盘价（元）	11.77
一年以来最高/最低（元）	23.09/ 11.18
上证指数	2610.74
市净率（倍）	1.85
流通市值（亿元）	1160.02

基础数据（2010年6月30日）

每股净资产（元）	6.04
每股经营现金流（元）	-2.91
净资产收益率（扣除摊薄，%）	4.29
资产负债率（%）	64.91
总股本/流通股（亿股）	99.46/98.56

中信证券相对于沪深300指数走势（最近一年）



资料来源：中原证券研究所，wind资讯



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告的版权仅为本公司所有，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、发表或引用。