

分析师：宋健

执业证书编号：S0050200010034

Tel: 010-59355925

Email: songj@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街5号新
盛大厦7层(100140)



中信证券(600030.SH)

中信证券半年报点评

投资要点

● 公司半年报显示,2010年上半年公司实现营业收入79亿,同比下降12%,净利润(归属于母公司)26.28亿,同比下降31.31%,基本每股收益0.26元,去年同期每股收益为0.58元。

● 公司净利润降速与行业水平持平,但上半年多项业务下降幅度均大于行业平均水平。投行业务增速也显著慢于行业水平。(见图1)

● 母公司经纪业务出现市占率和佣金率齐降的局面。公司经纪业务收入同比下降24.4%,公司合计市场份额8.45%,同比上升0.4个百分点,但母公司市场份额出现下降。公司总体佣金率为0.91%,比去年中期佣金率下降24%,因此,上半年经纪业务量不补价,佣金战使得公司明显受到影响。同时,母公司上半年市场份额出现下降,如果除去中信建投经纪业务,中信证券上半年经纪业务实际上出现了市占率和佣金率齐降的情况。

● 投资银行业务市场份额由11.55%下降到3.22%。投资银行业务同比增长69%,但比起一级市场承销发行规模同比增长300%的水平,增速远低于行业。上半年,公司投行业务市场份额显著下降,IPO市场份额由2009年的11.55%下降到3.22%。由于中小企业板和创业板上市速度加快,公司在投行领域的优势迅速被有中小企业承销优势的券商超越。

● 公司资产管理产品发行速度放慢,上半年发行两只集合理财产品。上半年行业内新发产品40只集合理财产品,公司集合理财市场上所占份额基本保持不变,(2009年11.5%,2010年上半年11.9%)。

金融服务

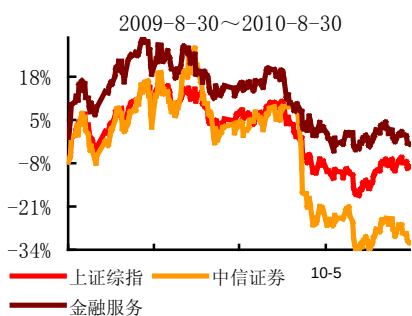
投资评级

本次评级:	谨慎推荐
跟踪评级:	维持
目标价格:	16

市场数据

市价(元)	11.77
上市的流通A股(亿股)	98.56
总股本(亿股)	99.46
52周股价最高最低(元)	11.18-35.49
上证指数/深证成指	2610.74/11034.73
2009年股息率	0.00%

52周相对市场表现



相关研究

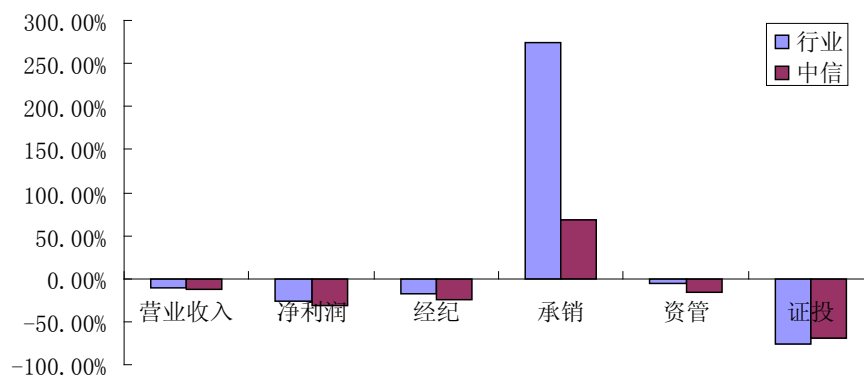
公司财务数据及预测

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	22006.52	17165	19740	22701
增长率(%)	24.27	-21	14	15
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	8984.03	5835	7200	8276
增长率(%)	22.98	-35	12	14
毛利率(%)	60.00	53.33	57.23	57.20
净资产收益率(%)	14.58	9.03	10.62	11.88
EPS(元)	1.35	0.60	0.72	0.83
P/E(倍)	13.03	20.06	16.26	14.15
P/B(倍)	2.01	1.81	1.73	1.68

来源：公司年报、民族证券

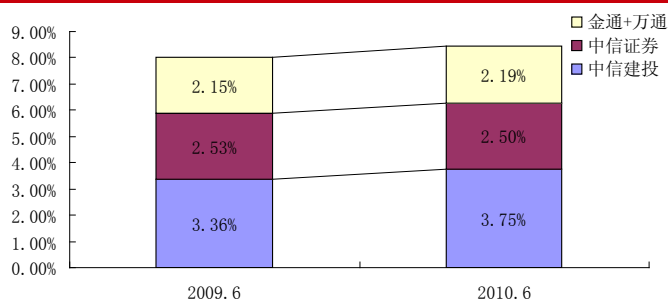
- 公司出售中信建投已经基本完成，45%的股权和 8%的股权合计售得 85.96 亿元，抵减初始投资后，投资收益 69.66 亿元。
- 目前中信证券传统业务面临市场份额流失的压力，创新业务进展缓慢，这制约了估值空间的提升。上半年对公司发展不利的市况包括：
 - 1、佣金战下，全国性大券商损失程度要高于区域性中小券商，这是中信证券经纪业务落后于行业水平的原因。
 - 2、以中小企业发行为主的发行市场新的特征使得承销大项目的中信证券投行业务优势全无。
 - 3、创新业务进展缓慢，使得大券商优势并不明显。在中小项目承销不占优势的情况下，中信证券直投承销业务直通业务不顺畅。
 - 4、子公司股权处置问题制约了公司业务发展。
- 下半年，佣金下降趋势将减缓，将减轻公司经纪业务压力。投行业务能否重夺市场份额的关键是中信证券能否适应市场特征，及时转变投行业务结构。目前公司业绩处于低谷，有改善和提升的空间和环境，公司有相对估值优势，预计中信证券 2010 年、2011 年每股收益分别为 0.60 元和 0.72 元，另外，转让中信建投产生的每股非经常性收益为 0.7 元，维持谨慎推荐投资评级。

图 1：公司各项收入变化幅度与行业水平对比



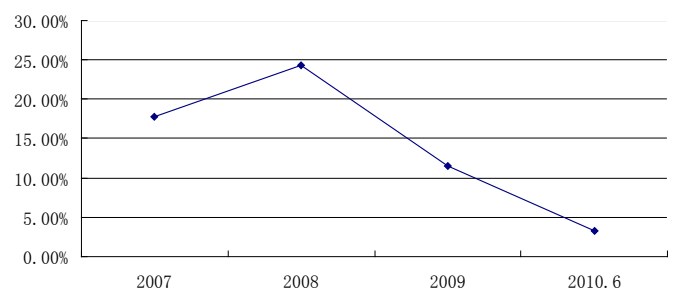
数据来源：WIND，民族证券

图 2：中信证券母公司和子公司经纪业务市场份额变动



资料来源：WIND，民族证券

图 3：中信证券投资银行业务市场份额变化



资料来源：WIND，民族证券

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元人民币

	2009	2010E	2011E	2012E
资产：				
货币资金	129205	113,531	132,442	137,270
其中：客户资金存款	101819	97,637	113,900	118,052
结算备付金	9838	9,276	10,821	11,215
其中：客户备付金	9332	8,719	10,171	10,542
交易性金融资产	11887	17,442	19,138	21,008
存出保证金	1420	1,064	1,242	1,287
其他流动资产	50	50	50	50
流动资产合计	152400	141,363	163,692	170,829
可供出售金融资产	46360	42,700	42,699	42,320
固定资产及其他	2685	3,050	3,505	3,946
递延所得税资产	954	950	997	1,047
其他资产	1676	1,907	2,056	2,521
非流动资产合计	51675	48,607	49,257	49,834
资产总计	204075	189,970	212,949	220,663
负债：				
短期借款	88	0	0	0
交易性金融负债	0	0	0	0
卖出回购金融资产款	17923	8,489	9,698	9,912
代理证券款	112478	106,424	124,151	128,677
应付款项	7984	7,284	8,043	8,977
流动负债合计	138472	122,197	141,892	147,566
长期借款	1500	1500	1500	1500
递延所得税负债	413	392	431	472
预计负债	56	25	25	25
其他负债	1552	1,274	1,320	1,451
非流动负债合计	3521	3191	3276	3448
负债合计	141993	125,388	145,168	151,014
所有者权益(或股东权益)：				
股本	6630	9946	9946	9946
少数股东权益	3215	3752	3867	4081
归属于母公司所有者权益合计	61599	60,830	63,914	65,569
所有者权益合计	64814	64,582	67,781	69,650
负债及股东权益总计	206807	189,970	212,949	220,664

利润表

单位：百万元

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	22007	17165	19740	22701
手续费及佣金	16919	13732	14805	17026
代理买卖证券	10922	8239	8883	10215
证券承销业务	2401	1590	2226	2894
受托客户资产	146	101	118	128
利息净收入	1401	1400	1400	1400
投资净收益	3479	1789	3259	3973
公允价值变动	52	104	115	125
其他业务收入	156	140	161	177
营业支出	8746	8072	8502	9775
营业税金及附加	1034	858	987	1135
管理费用	8016	7209	7501	8626
资产减值损失	(315)	(9)	0	0
其他业务成本	12	13	14	14
营业利润	13260	9093	11238	12925
加：营业外收支	42	60	60	60
利润总额	13302	9153	11298	12985
减：所得税	3214	2197	2711	3117
净利润	10088	6957	8586	9869
每股指标：				
股本（百万股）	6630	9946	9946	9946
基本每股收益	1.35	0.59	0.72	0.83

主要财务比

	2009	2010	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	22007	17165	19740	22701
营业利润	13260	9093	11238	12925
归属母公司净	8984	5835	7200	8276
获利能力				
毛利率	60.45%	53.33%	57.23%	57.20%
净利率	45.84%	40.53%	43.50%	43.47%
ROE	14.59%	9.03%	10.62%	11.88%

每股指标(元)				
每股收益	1.35	0.60	0.72	0.83
每股净资产	9.29	6.49	6.81	7.00
估值比率				
P/E	8.69	20.06	16.26	14.15
P/B	1.27	1.81	1.73	1.68

资料来源：公司报表、民族证券

分析师简介

供职于研究发展中心，现职务为行业研究员，主要负责证券行业研究工作。研究特长：定量分析、财务分析。在《中国证券报》、《上海证券报》、《中国证券》等重要期刊杂志发表数十篇文章。2007 年获公司优秀研发成果奖，2007 年度在《上海证券报》举办的“顶级券商盈利预测”中对上市公司盈利预测准确率排名第八。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中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。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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn