

强烈推荐-A (维持)**中信证券** 600030.SH

目标估值: 18.00 元

当前股价: 15.51 元

2010 年 11 月 1 日

业绩符合预期, 转型具先发优势**基础数据**

上证综指	2979
总股本(万股)	994570
已上市流通股(万股)	985570
总市值(亿元)	1543
流通市值(亿元)	1529
每股净资产(MRQ)	6.4
ROE(TTM)	10.6
资产负债率	61.5%
主要股东	中国中信集团公司
主要股东持股比例	23.7%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	42	-18	-13
相对表现	24	-28	-15

**相关报告**

- 1、《好雨知时节-中信证券出售股权进展点评》2010/3/15
- 2、《买方地位日益明确, 估值优势仍具空间》2010/3/31
- 3、《挂牌出售华夏基金股权点评》2010/6/28
- 4、《业绩符合预期, 经纪业务费率企稳》2010/8/30

洪锦屏

0755-82960071
 hongjinping@cmschina.com.cn
 S1090210070016

罗毅, CFA

0755-82940797
 luoyi@cmschina.com.cn
 S1090208070228

中信证券前三季度每股收益 0.4 元, 完全符合我们的预期, 佣金费率下降较大, 但三季度投资收益环比回升明显, 维持强烈推荐评级。

- **业绩符合预期。**中信证券前三季度实现归属母公司的净利润 40.23 亿元, 同比下降 36%, EPS 为 0.4 元, 三季度每股收益 0.14 元, 同比下降 43%, 环比增长 23%, 完全符合我们的预期。每股净资产 6.39 元, 投资收益回升显著, 承销收入由于项目节奏放缓有所回落, 公司其他综合收益较中期末增加 20 亿元, 每股综合收益 0.53 元, 考虑四季度以来的反弹加力, 浮盈储备进一步增厚。
- **三季度佣金费率下降幅度较大。**三季度代理买卖证券业务收入 18.4 亿元, 同比下降 46%, 经纪业务收入占比下降至 41%。佣金费率二季度企稳的势头没有持续, 三季度股基费率环比下降 13% 至 0.082%, 同比下降 26%。虽然市场份额持续回升至 8.52%, 但由于费率下降较快, 总经纪业务收入降幅扩大。我们认为对于费率问题不必太过纠结, 作为行业龙头, 中信证券是最具转型优势, 同时也是最早走上转型之路的券商, 中信建投的剥离导致经纪业务在公司收入中比重的下降不可避免, 随着其重要性的降低, 佣金费率对公司的影响将弱化, 而直投、融资融券等资本消耗型的新业务贡献度将上升。
- **三季度投资收益大幅增加, 收益率好于指数。**前三季度实现自营投资收益 13.6 亿元, 其中第三季度实现 9 亿元, 其他综合收益 20 亿元, 则公司三季度共实现投资收益近 30 亿元, 收益率好于上证指数涨幅。期末交易性和可供出售金融资产合计 530 亿元, 较中期末微增 3 亿元, 规模保持稳定。
- **承销收入环比回落, 债券项目优势领先。**三季度实现承销净收入 4 亿元, 环比下降 40%, 同比下降 12%。中信证券母公司和中信建投均体现“股弱债强”的特点, 前三季度分别承销首发项目 7 个和 6 个, 债券项目 12 和 22 个。
- 目前中信建投和华夏基金的股权转让已在进程当中, 有望在年底之前完成, 预计股权出售后公司 2010 年-2012 年的 EPS 分别为 1.27 元、0.75 元和 0.81 元。考虑证券行业创新业务的规模扩大和种类不断丰富, 给予 2011 年 25 倍 PE, 目标价 18 元, **维持强烈推荐的评级。**

- **风险因素:** 交易量大幅下降, 股市波动加剧, 创新业务进程不如预期。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	17708	22007	24608	14642	16330
同比增长	-43%	24%	12%	-41%	12%
营业利润(百万元)	9543	13260	17964	9883	10370
同比增长	-52%	39%	35%	-45%	5%
净利润(百万元)	8050	10088	12638	7417	8028
同比增长	-41%	25%	25%	-41%	8%
每股收益(元)	0.73	0.90	1.27	0.75	0.81
PE	21.1	17.2	12.2	20.8	19.2
PB	2.8	2.5	2.5	2.3	2.1

资料来源: 招商证券

表 1: 2010 年业绩回顾

(百万元)	08H1	08H2	09H1	09H2	10H1	同比	环比
营业收入	10,913	6,796	8,992	13,015	7,905	-12%	-39%
营业税金及附加	496	289	410	624	374	-9%	-40%
管理费用	3,874	2784	3164	4,852	3615	14%	-25%
投资收益	843	5608	1338	2,141	356	-73%	-83%
营业利润	6,525	3018	5753	7,508	3918	-32%	-48%
所得税	1,356	155	1421	1,793	927	-35%	-48%
归属母公司净利润	4,769	2,536	3,827	5,157	2,628	-31%	-49%
EPS (元)	0.72	0.02	0.38	0.52	0.26	-31%	-49%

资料来源：公司报表，招商证券整理

表 2: 各季度业绩回顾

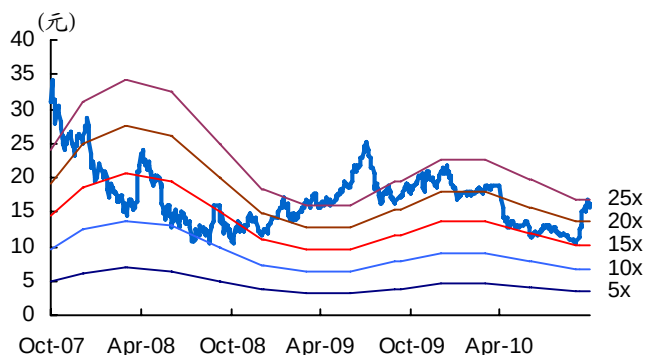
亿元	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3
营业收入	34.59	55.33	62.30	67.84	40.63	38.42	45.16
手续费及佣金净收入	28.71	41.01	47.57	51.89	32.36	34.67	32.49
利息净收入	3.06	3.30	3.10	4.56	3.46	3.55	3.45
投资净收益	2.85	10.53	11.98	9.43	2.63	0.92	7.66
公允价值变动净收益	-0.19	0.38	-1.05	1.37	1.82	-1.30	1.55
营业支出	11.87	20.51	26.06	29.01	20.08	19.80	24.55
营业税金及附加	1.63	2.47	2.96	3.28	1.82	1.91	1.80
业务及管理费用	13.08	18.56	23.08	25.44	18.31	17.84	22.73
资产减值损失	-2.87	-0.54	-0.00	0.26	-0.09	-0.00	0.00
利润总额	22.71	34.84	36.63	38.84	20.67	19.15	20.59
净利润	17.18	26.17	27.95	29.58	16.26	14.30	15.66
归属母公司的净利润	15.04	23.22	24.64	26.93	14.99	11.30	13.95
全面摊薄 EPS(元)	0.23	0.35	0.37	0.41	0.15	0.11	0.14
主要比率							
管理费	38%	34%	37%	38%	45%	46%	50%
营业利润率	66%	63%	58%	57%	51%	48%	46%
净利率	50%	47%	45%	44%	40%	37%	35%
YOY							
收入	-40%	8%	108%	78%	17%	-31%	-28%
归属母公司净利润	-40%	3%	118%	91%	0%	-51%	-43%

资料来源：招商证券

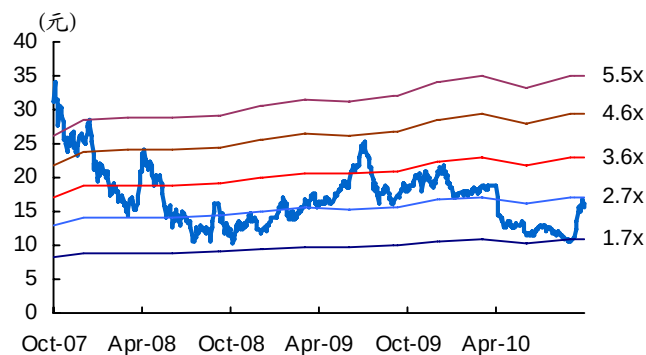
表 3: 盈利预测简表

单位: 百万	09A	10E	11E
一、营业收入	22,007	24,608	14,642
手续费净收入	16,919	11,848	9,881
其中: 代理买卖证券业务净收入	10,922	6,610	5,600
证券承销业务净收入	2,401	1,928	2,529
委托管理资产业务净收入	146	726	798
基金管理费及销售收入	2,987	2,585	954
利息净收入	1,401	1,820	2,754
投资净收益	3,479	10,918	1,973
公允价值变动净收益	52	21	32
汇兑净收益	4	0	0
其他业务收入	151	2	2
二、营业支出	8,746	6,644	4,759
营业税金及附加	1,034	492	659
业务及管理费	8,016	6,152	4,100
资产减值损失	709	0	0
其他业务成本	12	13	11
三、营业利润	13,260	17,964	9,883
四、利润总额	13,302	17,964	9,883
减: 所得税费用	3,214	3,772	2,075
五、净利润	10,088	14,192	7,808
归属于母公司所有者的净利润	8,984	12,638	7,417
少数股东损益	1,104	1,553	390
摊薄 EPS	1.35	1.27	0.75

资料来源: 招商证券

图 1: 中信证券历史 PE Band


资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 中信证券历史 PB Band


资料来源: 招商证券研发中心

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

罗毅，CFA：毕业于英国诺丁汉大学Sir Clive Granger（03年诺贝尔经济学奖获得者）经济学院，经济金融学硕士学位，华南理工大学金融学学士，于业内最先发现保险股潜在投资价值，建立保险行业的分析框架，对证券行业理解深刻。获得新财富非银行金融最佳分析师2008年度第二名，2007年度第三名，证券市场周刊水晶球奖非银行金融最佳分析师2008年第三名，2007年度第二名，金融时报(FINANCIAL TIMES)2007年度最佳分析师金融行业第二名，目前为招商证券金融行业研究副董事

洪锦屏：华南理工大学管理学硕士，2008年7月加入招商证券，从事金融行业研究

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。