

中信证券 (600030)

股权转让贡献业绩增长，期待新业务突破

——2010 年业绩快报点评

梁静
021-38676850
liangjing@gjtas.com
S0880200010278

本报告导读：

股权转让贡献业绩增长。股权转让预期已反映完毕，估值安全。新业务和与里昂合资进展是催化剂。

投资要点：

- 公司发布 2010 年业绩快报。2010 年公司实现营业收入 272.3 亿元、同比增长 24.6%；净利润 109.4 亿元、同比增长 21.8%；期末净资产 705.4 亿元、较期初增加 14.5%。对应 EPS 1.10 元、BPS 7.09 元，ROE 16.75%。
- 业绩同比显著增长得益于年内完成中信建投的股权转让。该股权转让分两次完成，其中 45% 的股权交割日为 11 月 15 日，投资收益约为 60.75 亿元；8% 的股权交割日为 12 月 16 日，投资收益约为 10.8 亿元。两者合计增厚业绩 0.50 元以上，这样，公司正常经营的业绩应在 0.60 元左右，这也符合我们早前的预期。
- 佣金率快速下滑导致正常业绩显著下降。2010 年公司实现股基交易额 5.83 万亿元、同比增长 7.8%；份额 5.26%、较上年的 4.95% 显著提升(扣除了中信建投)，但佣金率下滑 20% 以上，使得经纪佣金同比下降约 20%。承销、基金管理及证券投资等其他主营业务应保持稳定。从扣除股权转让投资收益后的营业利润率仅 43% 来看，公司应在四季度大比例计提了营业费用。
- 2011 年不再并表中信建投，完成华夏基金部分股权转让也是大概率事件，这些将对业绩产生一定负面影响，但我们判断，佣金率降幅显著减缓，资产管理、融资融券和直接投资等新业务将迎来规模上的突破；而转让后现金将增加 150 亿元以上，这些都将有助于公司业绩的稳定。
- 在(日均交易额/上证综指)为(2500 亿元/3000 点)的基准假设下，且不考虑华夏基金股权转让，我们预期 2011 年公司净利润为 63 亿元，对应 EPS 0.63 元。目前股价对应于 2010 年正常经营 PE 20 倍、PB 1.74 倍，处于历史低位，安全边际高，维持增持评级。新业务和与里昂合作取得进展是催化剂。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入	17,708	22,007	27,351	15,196	17,819
(+/-)%	-43%	24%	24%	-44%	17%
经营利润 (EBIT)	9,543	13,260	15,940	8,358	10,157
(+/-)%	-52%	39%	20%	-48%	22%
净利润	7,305	8,984	10,949	6,268	7,618
(+/-)%	-41%	23%	22%	-43%	22%
每股净收益 (元)	0.73	0.90	1.10	0.63	0.77
每股股利 (元)	0.50	0.50	0.52	0.30	0.36

利润率和估值指标	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	53.9%	60.3%	58.3%	55.0%	57.0%
净资产收益率 (%)	7.1%	19.5%	24.0%	13.2%	14.6%
投入资本回报率 (%)	19%	26%	29%	15%	16%
EV/EBITDA	13	9	8	15	12
市盈率	17	14	11	20	16
股息率 (%)	4.06%	4.06%	4.20%	2.41%	2.92%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：18.00

上次预测：20.00

当前价格：12.32

2011.01.17

交易数据

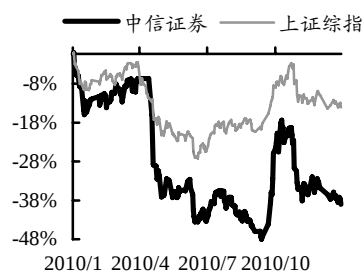
52 周内股价区间 (元)	10.42-32.49
总市值 (百万元)	122,531
总股本/流通 A 股 (百万股)	9,946/9,856
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	99%
日均成交量 (百万股)	163
日均成交值 (百万元)	2,334

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	63,526
每股净资产	6.39
市净率	1.9
净负债率	3%

EPS (元)	2009	2010
Q1	0.15	0.15
Q2	0.23	0.11
Q3	0.25	0.14
Q4	0.27	0.70
全年	0.90	1.10

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-9%	-10%	-41%
相对指数	-4%	-7%	-27%

相关报告

- 《自营进步明显，期待直投收获》
2010.10.31
- 《直投和国际化推动，盈利模式拐点隐现》
2010.10.08
- 《买方业务进步明显，估值安全边际高》
2010.08.30
- 《中信建投股权转让顺利完成》
2010.07.30
- 《子公司股权转让风险得以释放》
2010.06.29

表 1 中信证券月度数据变化

	营业收入 (百万元)	m/m(%)	净利润 (百万元)	m/m(%)	净资产 (百万元)	净利润率	EPS (元)	BPS (元)
2010.06	2,291		1,382		59,394	60%	0.139	5.97
2010.07	1,023	-55%	370	-73%	60,697	36%	0.037	6.10
2010.08	2,106	106%	1,402	279%	62,214	67%	0.141	6.26
2010.09	1,265	-40%	420	-70%	62,585	33%	0.042	6.29
2010.10	1,782	41%	721	71%	64,322	40%	0.072	6.47
2010.11	8,146	357%	4,742	558%	63,183	58%	0.477	6.35
2010.12	4,570	-44%	2,474	-48%	64,910	54%	0.249	6.53
2010.1Q	4,063	-40%	1,499	-45%	63,292	37%	0.151	6.36
2010.2Q	3,842	-5%	1,130	-12%	60,121	29%	0.114	6.04
2010.3Q	4,516	18%	1,395	9%	63,526	31%	0.140	6.39
2010.4Q	15,005	232%	6,921	396%	70,539	46%	0.696	7.09
2009	22,007	24%	8,984	23%	61,599	40.8%	0.90	6.19
2010	27,426	24%	10,944	22%	70,539	39.9%	1.10	7.09

数据来源：国泰君安证券研究

表 2: 中信证券盈利预测表

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	17,708	22,007	27,351	15,196	17,819
手续费净收入	12,798	16,919	15,106	11,322	12,464
其中: 代理买卖证券	7,457	10,922	8,614	5,332	5,860
证券承销业务	1,783	2,401	2,726	2,296	2,361
委托管理资产业务	150	146	201	203	373
基金管理费	2,828	2,987	3,169	3,091	3,412
利息净收入	1,706	1,401	1,806	1,910	2,072
投资净收益	6,451	3,479	9,978	1,044	2,043
二、营业支出	8,165	8,746	11,411	6,838	7,662
营业税金及附加	785	1,034	1,010	760	891
业务及管理费	6,658	8,016	10,401	6,078	6,771
三、营业利润	9,543	13,260	15,940	8,358	10,157
四、利润总额	9,561	13,302	15,940	8,358	10,157
减: 所得税费用	1,511	3,214	3,985	2,089	2,539
五、净利润	8,050	10,088	11,955	6,268	7,618
归属于母公司净利润	7,305	8,984	10,949	6,268	7,618
少数股东损益	745	1,104	1,007	0	0

数据来源：国泰君安证券研究

表 3: 中信证券分部估值表

		2009	2010E	2011E	2012E
经纪业务	净利润(亿元)	45	35	23	24
	PE 倍数	20	20	20	20
	市值(亿元)	890.8	702.2	451.6	481.8
自营业务	投资额(亿元)	552	639	642	668
	PB 倍数	1.00	1.00	1.00	1.00
	市值(亿元)	552	639	642	668

承销业务	净利润(亿元)	9	10	8	8
	PE 倍数	25	25	25	25
	市值(亿元)	217	243	205	211
资产管理	规模(亿元)	2,948	2,526	2,699	3,068
	Price/Aum	7%	7%	7%	7%
	市值(亿元)	206	177	189	215
现金价值(亿元)		133	204	214	224
创新溢价		0%	3%	5%	10%
市值(亿元)		2,000	2,024	1,786	1,980
每股价值(元)		20.11	20.35	17.96	19.91

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		