

中信证券：尚不确定的国际化

发行 H 股预案的点评

报告关键点：

- ☞ 冗余现金巨大背景下的H股发行对ROE将进一步摊薄
- ☞ 国际化进程存在较大不确定性
- ☞ 对公司股价影响偏负面

报告摘要：

- **中信证券公告拟发行H股并在香港上市。**主要内容包括：通过香港公开发行及国际配售的方式发行不超过发行后总股本的10%的H股股数，并授予簿记管理人不超过上述发行的H股股数15%的超额配售权；发行时间和发行价格未定。所募资金主要用于海外业务平台的构建，包括：1、建立或择机收购海外研究、销售及交易网络；2、发展资本性中介业务；3、补充流动资金。
- **H股发行价预计在10-15元人民币。**公司尚未确定发行价格，有两种方法来测算：1、目前所有在内地和香港同时上市的金融股A/H股溢价均值是0.85，若中信证券彼时A股价格为14元，那么H股二级市场价为16.5元，考虑10%的折价，发行价格为14.8元；2、目前在香港上市的中资券商国泰君安国际、申银万国的市盈率分别是10和23倍，若按照20倍来发行则发行价格为10元。综合两种估计方法中信证券H股上市的发行价在10-15元人民币。
- **不确定的国际化。**依据公告，公司最多可发行12.7亿股（行使超额配售权），如果以每股15元的价格发行，则将募集资金190亿元。2010年12月20日，公司公告称将与东方汇理银行在一家控股公司中持有对等的股权，通过控股公司整合里昂证券、盛富证券、中信证券国际在香港的机构证券经纪及股票资本市场和企业融资业务以及东方汇理银行于亚洲的股票资本市场及并购业务。这一交易结构本身有内在的不稳定性，容易陷入控制权争夺中。
- **此项事宜对公司股价负面。**按照公司最新公布的数据，2月末母公司的净资产达到627亿元，存在巨量的冗余资本，在此背景下发行H股将进一步摊薄EPS达11%。国际化虽然战略上正确，但具有较大的不确定性，若同东方汇理合资又存在控制权的不确定性。我们将观察H股发行及与东方汇理的合作进度，暂时维持公司增持-A的投资评级和18元的目标价。
- **风险提示：**国际化进程中面临的不确定性，公司H股的发行将摊薄EPS和ROE。

财务和估值数据摘要

百万元	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入	22,007	28,211	14,679	15,158	16,168
Growth(%)		28.19%	-47.97%	3.26%	6.67%
净利润	8,984	10,944	5,143	5,311	5,665
Growth(%)		21.82%	-53.01%	3.26%	6.67%
每股收益(元)	1.4	1.1	0.5	0.5	0.6
每股净资产(元)	9.3	7.1	8.1	8.4	8.8
市盈率	10	13	27	26	25
市净率	1.5	2.0	1.7	1.7	1.6
净资产收益率(%)	15.38%	16.56%	6.82%	6.49%	6.64%

评级：

增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格：

18.00 元

期限：

6 个月 上次预测： 18.00 元

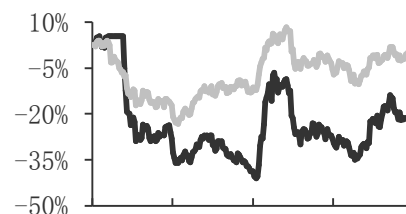
现价（2011 年 03 月 28 日）： 14.04 元

报告日期：

2011-03-29

总市值(百万元)	139,637.65
流通市值(百万元)	138,374.05
总股本(百万股)	9,945.70
流通股本(百万股)	9,855.70
12 个月最低/最高	10.42/29.27 元
十大流通股东(%)	38.53%
股东户数	816,334

12 个月股价表现



03/10 06/10 09/10 12/10

— 中信证券 — 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(6.13)	3.71	(21.74)
绝对收益	(4.56)	11.78	(21.26)

杨建海

 021-68765375
 执业证书编号

首席行业分析师

 yangjh@essence.com.cn
 S1450511020022

报告联系人

贺立

 021-68767803
 heli@essence.com.cn

前期研究成果

中信证券：净利润环比增长两成	2010-11-01
中信证券：只缺上行催化剂	2010-06-28
中信证券：一只靴子落地	2010-06-02

财务报表预测和估值数据汇总

模型更新时间

2011-03-28

利润表(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	资产负债表(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入	22,007	28,211	14,679	15,158	16,168	货币资金	129,205	142,126	156,338	171,972	189,169
手续费净收入	16,919	14,655	9,951	10,547	10,986	结算备付与保证金	11,258	13,333	14,416	15,606	16,915
代理买卖证券业务净收入	10,922	8,241	4,368	4,565	4,565	交易性金融资产	11,887	14,265	17,118	20,541	24,649
证券承销业务净收入	2,401	2,784	1,591	1,591	1,591	买入返售金融资产	1,903	21,397	25,676	30,812	36,974
资产管理业务净收入	3,133	3,447	3,791	4,171	4,588	可供出售金融资产	42,923	55,800	72,540	94,302	122,593
利息净收入	1,401	1,541	2,004	2,204	2,425	其他资产	9,631	11,948	11,948	11,948	11,954
投资收益及公允价值变动	3,530	12,015	2,724	2,406	2,757	资产总计	206,807	258,869	298,036	345,181	402,255
其他业务收入	156	0	0	0	0	短期借款	88	1,000	1,000	1,000	1,001
营业支出	-9,050	-12,695	-7,340	-7,579	-8,084	交易性金融负债	0	0	0	0	0
营业税金及附加	-1,034	-1,270	-661	-682	-728	衍生金融负债	6	0	0	0	0
业务及管理费	-8,016	-11,426	-6,679	-6,897	-7,357	卖出回购金融资产款	17,923	0	0	0	0
营业利润	13,260	15,516	7,340	7,579	8,084	代理买卖证券款	112,478	110,039	121,043	133,147	146,462
营业外收支	42	0	0	0	0	其他负债	11,498	75,847	92,020	123,559	163,582
利润总额	13,302	15,516	7,340	7,579	8,084	负债合计	141,993	186,886	214,062	257,706	311,045
所得税	-3,21	-3,56	-1,688	-1,74	-1,85	股本	6,630	9,946	9,946	9,946	9,947
净利润	10,088	11,947	5,651	5,836	6,225	归属母公司所有者权益	61,599	70,539	80,206	83,550	87,118
归属母公司所有者净利润	8,984	10,944	5,143	5,311	5,665	少数股东权益	3,215	3,230	3,768	3,925	4,093
少数股东损益	1,104	1,003	509	525	560	所有者权益合计	64,814	71,983	83,974	87,475	91,210
经营指标	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	风险指标	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
平均总资产收益率	5.23%	4.70%	1.85%	1.65%	1.52%	净资本	34,904				
平均净资产收益率	15.38%	16.56%	6.82%	6.49%	6.64%	扣除代买卖证券款负债率					
管理费用率	36.43%	40.50%	45.50%	45.50%	45.50%	自营规模/净资本	40.39%				
营业收入/总资产	12.81%	12.12%	5.27%	4.71%	4.33%	权益自营规模/净资本	91.56%				
每股数据 (元)	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	估值	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
每股收益	1.4	1.1	0.5	0.5	0.6	市盈率	10	13	27	26	25
每股净资产	9.3	7.1	8.1	8.4	8.8	市净率	1.5	2.0	1.7	1.7	1.6

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

杨建海，CFA，非银行金融行业首席分析师，毕业于北京大学，经济学硕士。2007.4 加盟安信证券研究中心。2008 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第三名。2009 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第四名。

分析师声明

杨建海声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券评级体系

公司收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

行业收益评级:

- 领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10% 以上;
同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;
落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

黄方禅	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034