

分析师： 刘俊 (8627) 65799532 liujun@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120002

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

年报点评：传统业务指标改善，创新业务进入回报期

事件描述

中信证券（600030）发布了 2010 年年报，主要看点如下：

- 2010 年公司实现营业收入 277.95 亿元，同比增长 26.30%；实现净利润（归属于母公司所有者）113.11 亿元，同比增长 25.91%；每股收益 1.14 元，同比增长 26.67%；
- 投资收益同比大幅增长是公司业绩同比增长的主因，全年实现股权和证券投资收益共计 115.25 亿元，同比增长 226.39%；在股权投资方面，通过出售中信建投 53% 股权实现收益 85.86 亿元，从而导致总体投资收益大幅增长；公司经纪业务市场份额增速较快，但由于佣金费率同比下滑导致经纪业务收入同比下降 28.50%；此外，公司投行、资管、基金和利息收入分别为 29.03、1.81、10.06 和 13.03 亿元，业绩较为稳定；
- 公司融资融券、股指期货、直接投资和国际业务日益成熟，稳居行业前列，逐渐成为公司新的业绩增长点：其中中证期货实现净利润 0.43 亿元，同比增长 258.33%；融资融券利息收入为 0.77 亿元，同比增长 327.78%；与此同时，直投子公司所投项目逐渐进入回报期，金石投资全年共实现净利润 4.14 亿元，同比增长 220.93%；

我们认为，公司业绩同比增长的主要原因在于出售中信建投股权的贡献，除去这部分投资收益（85.86 亿元），公司业绩较去年下滑 12.71%，佣金费率下降是业绩下滑的主要原因；与此同时，公司经纪业务市场份额持续增长、佣金费率即将率先企稳，自营、投行和资管业务稳定增长，创新业务，尤其是融资融券和直投业务将在 2011 年进入收获期，预计公司 2011 年 EPS 为 0.89 元，对应 PE 为 16.67 倍，给予“推荐”评级。

事件评论

第一，投资收益同比大幅增长是业绩增长主因

公司全年实现股权和证券投资收益共计 115.25 亿元，营业收入占比高达 41.46%，较去年的 35.31 亿元增长 226.39%；在股权投资方面，公司通过出售中信建投 53% 股权实现收益 85.86 亿元，从而导致总体投资收益大幅增长，在证券投资方面，公司实现证券投资收益 51.14 亿元，同比增长 53.85%，公允价值变动损益 5.65 亿元，同比增长 9.96%，衍生工具的良好运用是公司证券投资收益增长的主要原因。

第二，经纪业务收入占比逐渐下滑

公司全年股基交易额（不包括中信建投）为 58363 亿元，同比增长 7.84%，远高于市场和上市券商平均水平，在大券商中增幅居首位；与此同时，公司 2010 年经纪业务市场份额（不包含中信建投）为 5.26%，同比增长 6.22%，旗下中信金通经纪业务增速迅猛是公司经纪业务市场份额持续快速增长的主因；

公司全年平均佣金费率为 0.0865%，较去年减少 28.72%，其中三季度单季佣金费率为 0.0838%，环比下降 12.72%，

四季度单季佣金费率为 0.0756%，环比下降 9.78%，佣金费率下降趋缓并有望率先企稳；全年代理买卖证券净收入为 78.09 亿元，较去年减少 28.50%，营业收入占比由 2009 年的 49.63% 降至 2010 年的 28.09%。

第三，投行居行业之首，资管及基金业务收入稳定

公司全年实现投行业务收入 29.03 亿元，较去年增长 20.89%，营业收入占比达 10.44%，共完成股票及债权承销项目 56 个，承销金额达 1781 亿元，市场份额 11.23%，居全行业之首；其中完成 30 个股票主承销项目，承销金额达 982 亿元，居行业第 2 位，完成债券主承销 26 个，主承销金额 393 亿元，居行业第 3 位。

公司全年实现资管业务收入 1.81 亿元，同比增长 23.82%，旗下华夏基金实现净利润 10.06 亿元，同比略微下滑 9.21%，利息收入 13.03 亿元，同比略降 7%。

第四，创新业务逐渐成为业绩增长点

2010 年公司融资融券、股指期货、直接投资和国际业务日益成熟，稳居行业前列，逐渐成为公司新的业绩增长点：其中中证期货实现净利润 0.43 亿元，同比增长 258.33%；融资融券利息收入为 0.77 亿元，同比增长 327.78%；

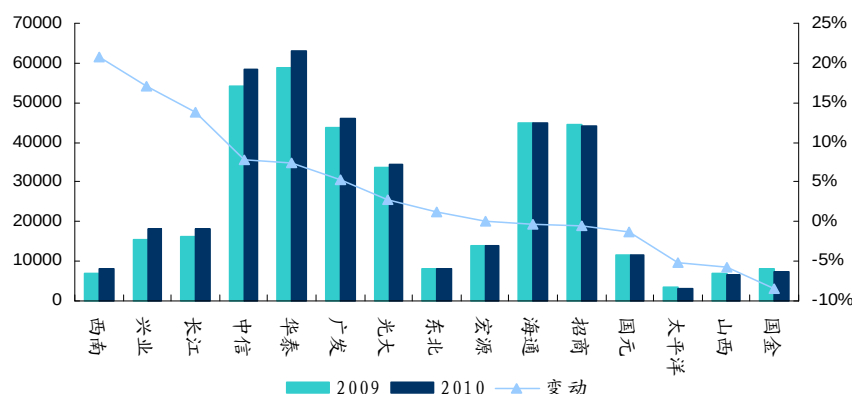
与此同时，直投子公司所投项目逐渐进入回报期，金石投资全年共实现净利润 4.14 亿元，同比增长 220.93%；截至目前，金石投资所投项目中，已有昊华能源、机器人、神州泰岳、天顺风能、恒泰艾普、东软载波等公司成功上市，丰林木业、九牧王业已过会，随着中小板和创业板解禁高潮来临，公司未来股权投资获益丰厚，直接投资业务将成 2011 年公司新的业绩增长点。

第五，投资评级与风险提示

公司全年业务及管理费用为 105.35 亿元，同比增长 31.43%；2010 年公司费用收入比为 37.90%，较去年 36.438%，的水平略有上升；

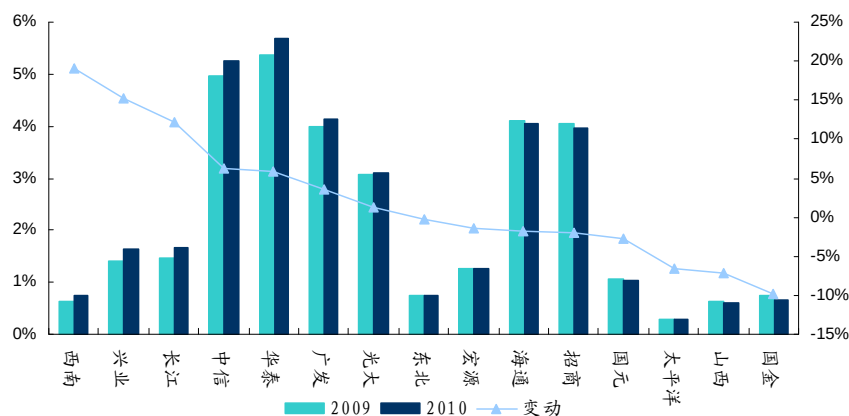
我们认为，公司业绩同比增长的主要原因在于出售中信建投股权的投资收益贡献，除去这部分投资收益（85.86 亿元），公司业绩较去年下滑 12.71%，佣金费率下降是业绩下滑的主要原因；与此同时，公司经纪业务市场份额持续增长、佣金费率即将率先企稳，自营、投行和资管业务稳定增长，创新业务，尤其是融资融券和直投业务将在 2011 年进入收获期，预计公司 2011 年 EPS 为 0.89 元，对应 PE 为 16.67 倍，给予“推荐”评级。

图 1：2010 年公司股基交易额同比增长 7.84%



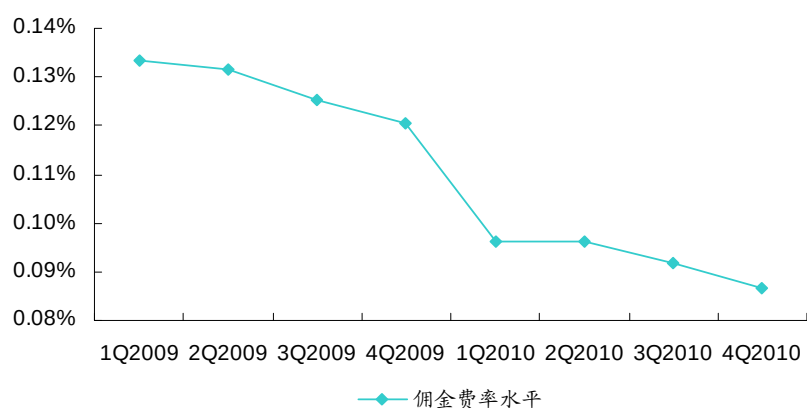
资料来源：长江证券研究部

图 2：2010 年公司股基市场份额同比增长 6.22%



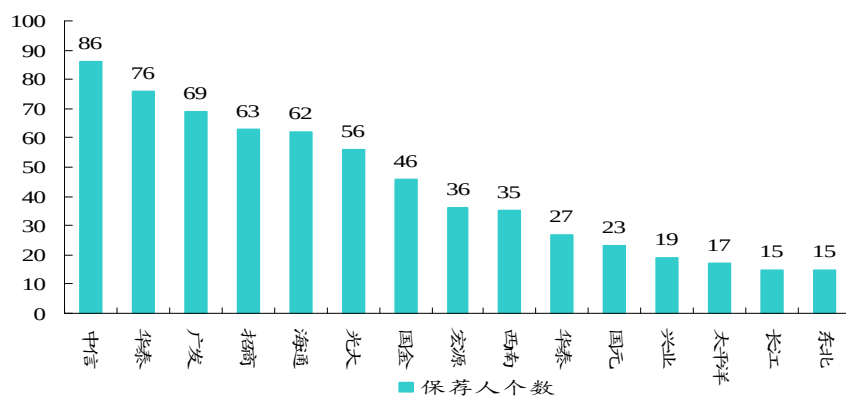
资料来源：长江证券研究部

图 3：公司 2010 年末佣金费率水平为 0.0865%



资料来源：长江证券研究部

图 4：截至目前公司保代数量为 86 人



资料来源：wind，长江证券研究部

表 1: 公司证券自营收入一览 (单位: 亿元)

	2010	2009
证券投资收益	51.14	33.24
其中: 出售交易性金融资产收益	3.51	3.85
出售交易性金融负债收益	0.00	0.00
出售可供出售金融资产投资收益	26.61	17.20
出售持有至到期投资的投资收益	0.00	-0.02
金融资产持有期间收益	18.04	12.29
衍生金融工具的投资收益	2.98	-0.08
公允价值变动损益	5.65	0.52
其中: 交易性金融资产	1.33	0.55
交易性金融负债	0.00	0.00
衍生金融工具	4.32	-0.03

资料来源: 长江证券研究部

表 2: 2010 年公司股票发行规模排名

行业排名	机构名称	发行家数	发行规模	行业排名	机构名称	发行家数	发行规模
2	中信证券	26	891.90	22	兴业证券	9	104.05
4	海通证券	25	484.98	23	西南证券	10	85.40
11	招商证券	27	287.31	25	华泰证券	9	77.09
13	广发证券	25	243.63	27	中德证券	8	75.88
14	华泰联合	27	224.76	28	国元证券	8	64.84
16	国金证券	13	163.46	32	东北证券	7	48.89
18	光大证券	9	135.23	34	太平洋证	5	45.26
20	宏源证券	11	131.15	40	长江证券	6	35.22

资料来源: 长江证券研究部

表 3: 2010 年公司 IPO 发行规模排名

行业排名	机构名称	承销家数	募集资金合计
1	中信证券	15	473.10
6	海通证券	12	254.25
10	招商证券	20	198.70
11	华泰联合	23	198.16
12	广发证券	21	194.42
14	国金证券	9	116.71
16	宏源证券	9	105.37
18	光大证券	8	80.23
20	西南证券	7	63.37
22	中德证券	7	59.02
23	华泰证券	7	53.87
25	国元证券	6	44.50

29	兴业证券	5	33.88
30	太平洋	4	29.99
31	东北证券	5	29.47
42	长江证券	2	12.79

资料来源：长江证券研究部

表 4：2010 年 1-12 月上市券商企业债承销规模排名

行业排名	机构名称	承销家数	募集资金合计	联席保荐家数
8	招商证券	9	130	6
11	宏源证券	10	115.6	4
13	光大证券	8	99	6
14	中信证券	7	82.5	7
15	广发证券	8	81.5	7
16	西南证券	6	70	4
17	中德证券	4	66.7	4
24	海通证券	7	54	0
29	太平洋	4	35	2
30	华泰联合	4	31	0
32	兴业证券	2	28	0
34	华泰证券	3	27.5	1
36	长江证券	4	27	0

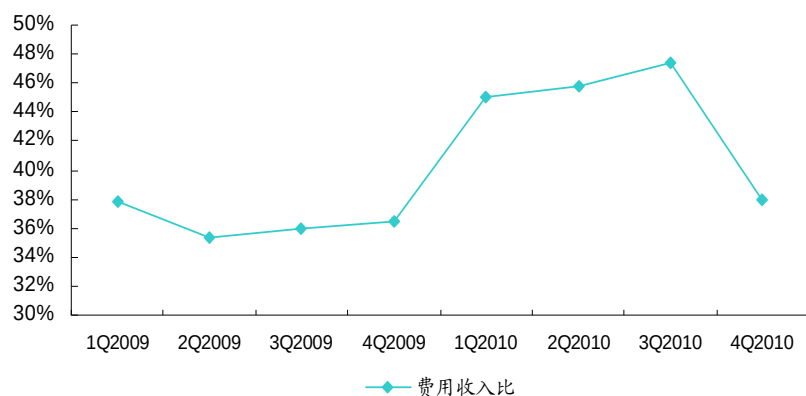
资料来源：长江证券研究部

表 5：金石投资已投项目一览

已投项目明细	初始成本	已投项目明细	初始成本
中信房地产股份有限公司	4.23	江苏润和软件股份有限公司	—
贵州开磷（集团）有限公司	4.01	浙江开山压缩机股份有限公司	—
北京昊华能源股份有限公司	1.51	青岛东软电脑技术有限公司	—
中油金鸡天然气输送公司	1.55	天顺风能股份有限公司	0.20
广西丰林木业集团股份有限公司	1.50	合肥威尔燃油系统有限责任公司	—
内蒙古北方重工业集团有限公司	1.47	西安天和投资控股集团有限公司	—
兰州兰石机械设备有限责任公司	1.06	湖北杰之行服饰有限公司	—
富奥汽车零部件股份有限公司	0.58	九牧王	—
恒泰艾普石油天然气技术服务股份有限公司	—	中国投资担保有限公司	—

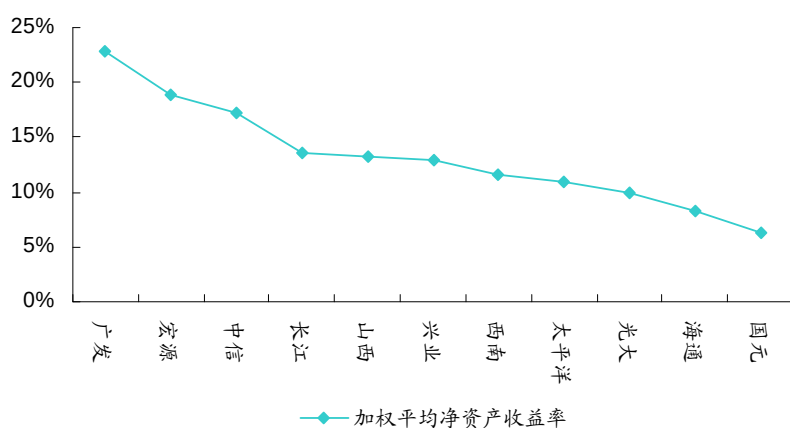
资料来源：长江证券研究部

图 5：公司费用收入比为 37.90%



资料来源：长江证券研究部

图 6：公司加权平均净资产收益率高达 17.28%



资料来源：长江证券研究

财务报表及指标预测

利润表 (百万)					资产负债表 (百万)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
代买卖证券收入	7,809	6,626	7,801	9,144	现金及银行存款	64,719	78,308	103,637	98,605
承销业务净收入	2,903	1,600	2,322	2,613	结算备付金	15,637	4,346	4,998	5,497
资产管理净收入	181	187	220	242	交易性金融资产	14,256	15,682	17,250	18,975
利息净收入	1,303	1,526	1,804	2,046	存出保证金	1,007	4,207	5,482	7,255
投资净收益	10,960	9,005	4,800	5,914	买入返售金融资产	1,866	2,053	2,258	2,484
公允价值变动	565	660	795	800	可供出售金融资产	37,188	42,923	37,188	49,394
营业收入合计	27,795	19,625	17,763	20,779	长期股权投资	7,614	8,756	7,614	8,756
营业税金及附加	962	903	817	956	固定资产	2,491	2,217	2,125	2,027
业务及管理费	10,535	6,869	6,217	7,273	资产总额	153,178	167,287	189,470	202,133
营业成本合计	11,526	7,771	7,034	8,228	交易性金融负债	0	0	0	0
利润总额	16,320	11,853	10,729	12,550	卖出回购金融款	6,902	7,592	6,902	7,592
所得税	4,184	2,845	2,468	2,887	代理买卖证券款	62,081	71,393	78,533	86,386
少数股东损益	825	180	165	193	应付款项	8,956	3,149	10,456	3,384
净利润	11,311	8,828	8,096	9,471	负债总额	82,330	84,963	98,684	100,211
EPS	1.14	0.89	0.81	0.95	少数股东权益	413	578	698	857
PE	12.98	16.67	18.18	15.54	普通股股东权益	70,435	81,746	90,088	101,065
PB	2.1	1.7	1.5	1.2	负债及股东权益	153,178	167,287	189,470	202,133

分析师介绍

刘俊（武汉），武汉大学经济学硕士，现为长江证券研究部金融业分析师，具有金融领域 6 年的研究经历。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。