

中信证券（600030）：自营和投行业务收入增长较快

增持（上调）

证券行业

当前股价：14.80 元

报告日期：2011 年 4 月 11 日

主要财务指标（单位：百万元）

	2009A	2010A	2011E	2012E
经纪业务	12,323	9,112	7,611	8,085
(+/-%)	34.49	-26.06	-16.47	6.22
自营业务	3,428	5,703	11,614	4,448
(+/-%)	10.24	66.39	103.64	-61.70
投行业务	2,401	2,903	2,135	2,348
(+/-%)	34.69	20.89	-26.46	10.00
净利润	8,984	11,311	10,827	7,296
(+/-%)	22.98	25.91	-4.28	-32.61
摊薄 EPS	1.35	1.14	1.09	0.73
(元)				

公司基本情况（2010 年 12 月 31 日止）

总股本/流通 A 股（亿股）	99.46/98.56
流通市值（亿元）	1458.64
每股净资产（元）	7.08
净资产负债率（%）	28.58

股价表现（最近一年）



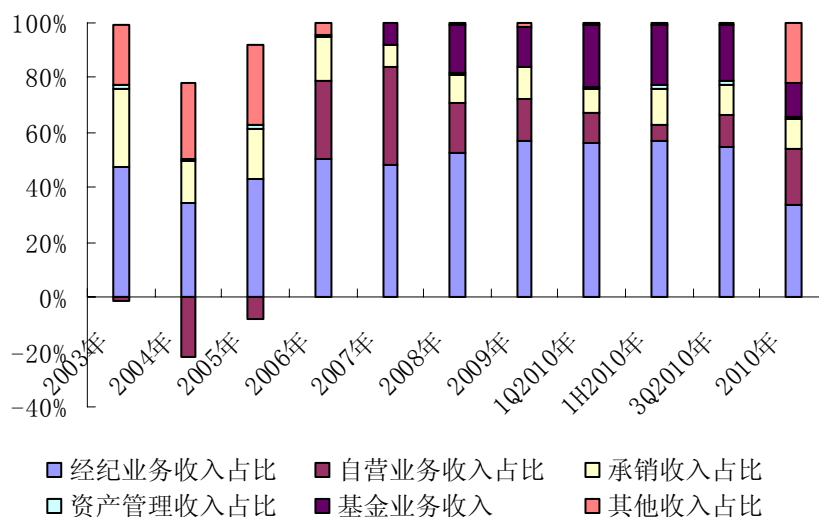
证券分析师：姚轶楠
执业证书编号：A0140511010016
【电话】010-66045746
【邮箱】yaoyan@txsec.com
服务热线 010-66045555
服务邮箱 service@txsec.com

- 中信证券 2010 年实现营业收入 277.95 亿元，同比增长 26.30%；归属母公司净利润 113.11 亿元，同比增加 25.91%；实现每股收益 1.14 元。分配预案为每 10 股派发现金 5.0 元（含税）。
- **自营和承销收入占比提升：**2010 年公司实现经纪业务和自营业务收入分别为 91.12 亿元和 57.03 亿元，实现承销业务收入 29.03 亿元，三项业务分别约占营业收入的 32.78%、20.52% 和 10.44%。不考虑出售股权的一次性收益，自营业务和承销业务收入占比较去年同期有所提升（见图 1）。
- **经纪业务市场份额上升，佣金率下滑：**公司 2010 年经纪业务收入同比下降 26.06%。股基权债口径下，2010 年公司实现代理成交额 10.39 万亿元（包含中信建投证券），同比增加 2.17%，增幅高于市场同期水平 5 个百分点；公司市场份额较去年同期提升了 0.4 个百分点至 8.29%（包含中信建投证券），维持了 2009 年的上升势头（见图 2）。其中，中信证券市场份额提升 0.33 个百分点，中信金通提升 0.31 个百分点，中信万通下降 0.02 个百分点。公司净手续费率较去年同期水平下降 0.037 个百分点至 0.075%，下降幅度为 33.14%，是公司经纪业务收入下降的主要原因。由于公司出售了中信建投的股权，因此 2011 年中信建投将不再并表，这将使得公司经纪业务收入出现明显下降。
- **自营收入大增：**公司 2010 年自营业务收入同比增长 66.39%，四季度自营业务收益高达 39.83 亿元。2010 年公司大幅增加了权益类投资规模，2010 年末公司权益类投资达到 260 亿元，较 2009 年末增加了 86 亿元，这使得公司自营收入的弹性明显加大，在四季度有利市场条件下的获得了可观的收益。公司自营投资风格偏向激进，2010 年末亿元自营投资中，债券投资占比下降 17.9 个百分点至 47.5%，权益类投资增加了 19.0 个百分点至 50.55%。由于公司出售股权尚未到账，2010 年末公司自营规模为 514.4 亿元，较 2009 年末下降 37.8 亿元。
- **投行业务收入增长：**公司 2010 年承销业务收入同比增长 20.89%。中信证券担任了海宁皮城等 14 个 IPO 项目、深发

展 A 等 13 个再融资项目的主承销商，筹资总额为 992.63 亿元，市场份额为 11.92%，排名行业次席，维持了龙头地位。

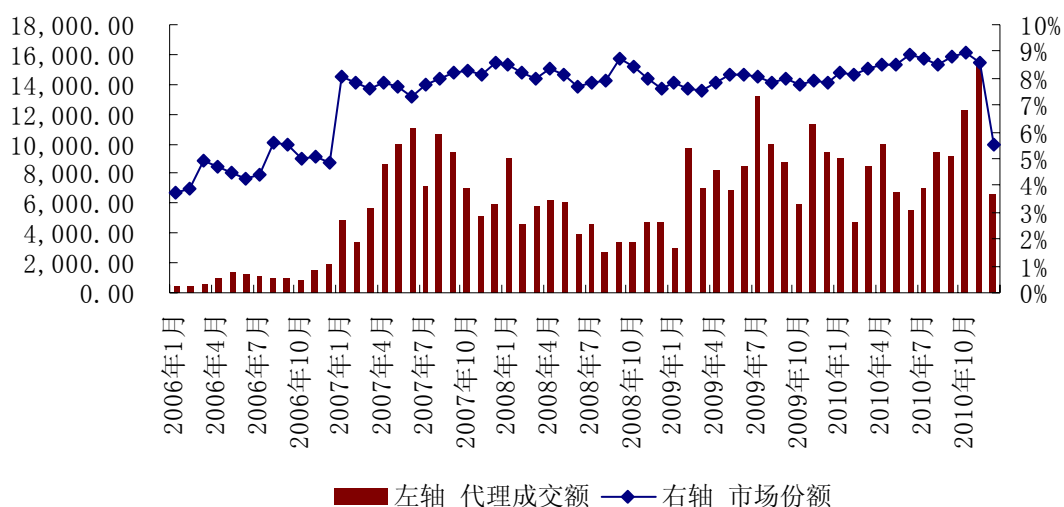
- **H 股融资启动国际化进程：**公司拟发行 H 股并申请在香港联合交易所有限公司主板挂牌上市，发行规模为不超过总股本（99.45 亿股）的 10%。公司此次发行 H 股与此前与东方汇理银行的战略合作计划密切相关。东方汇理银行将在全球的业务及客户关系与公司在华有关业务充分结合，共同建立全球证券经纪业务、亚太地区的股票资本市场和投资银行业务平台。H 股发行后，将为公司提供海外的资本运作平台，为公司的国际业务推进提供帮助。从资金面上看，中信证券并不紧张。与东方汇理银行的合作是公司寻求新的利润增长点的有益尝试，同时，公司国际化也有益于公司的业务实力和品牌价值的提升。
- **直投业务获利丰厚：**公司全资子公司金石投资 2010 年营业收入为 5.82 亿元，同比增长 201%，实现净利润 4.14 亿元，同比增长 220%，净利润率高达 71%。公司处置了部分持有的创业板企业股权应是公司收益大幅增长的主要原因。2011 年，随着公司投资的上市公司股权逐步解禁，金石投资收益将维持快速增长。
- **盈利预测及评级：**不考虑增发，我们预测公司 2011-2012 年 EPS 分别为 1.09 元和 0.73 元，以 2010 年 4 月 8 日收盘价 14.80 元计算，对应动态 PE 分别约为 13.6 倍和 20.2 倍，估值较低。尽管出售了中信建投的股权使得公司表内收入短期内有所下降，但公司行业龙头的地位依然未曾动摇，公司承销业务实力行业领先，经纪业务市场份额上升，创新业务具备先发优势。我们认为股权出售的收益将用来扩大公司的传统业务及创新业务规模，在公司强大的业务实力支撑下，资金运用效率不是问题，ROE 不会出现明显下降，上调公司的投资评级至“增持”（见表 1）。

图表 1 中信证券收入构成



数据来源：公司年报及半年报，天相投顾整理

图表 2 中信证券市场份额变化



资料来源：上海证券交易所，深圳证券交易所，天相投顾整理

表格 1 中信证券盈利预测表

单位：百万元	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	22,006.52	27,794.90	23,812.15	19,843.13
手续费及佣金净收入	16,919.09	14,858.43	8,788.49	9,238.80
其中：代理买卖证券业务净收入	10,921.85	7,808.65	6,136.24	6,276.11
证券承销业务净收入	2,401.33	2,903.05	2,135.00	2,348.49
受托管理资产业务净收入	146.09	180.89	226.11	293.95
基金业务收入	3,153.36	3,446.62	0.00	0.00
利息净收入	1,401.36	1,303.24	1,475.01	1,808.64
投资净收益	3,478.92	10,959.79	13,461.34	8,664.74
营业支出	8,746.14	11,525.72	9,288.70	10,055.75
营业税金及附加	1,033.64	961.66	744.41	776.21
业务及管理费	8,016.05	10,535.35	8,544.28	9,279.54
资产减值损失	(315.27)	17.52	0.00	0.00
营业利润	13,260.38	16,269.18	14,523.45	9,787.38
利润总额	13,301.99	16,319.94	14,523.45	9,787.38
减：所得税	3,213.80	4,183.89	3,630.86	2,446.84
净利润	10,088.20	12,136.05	10,892.59	7,340.53
归属于母公司净利润	8,984.03	11,311.34	10,827.23	7,296.49
少数股东收益	1,104.17	824.71	65.36	44.04
每股收益（摊薄，元）	1.35	1.14	1.09	0.73

资料来源：天相投顾预测

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号:ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议,仅供阅读者参考,不构成对证券买卖的出价或询价,也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果,概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有,为非公开资料,仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址:北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话:010-66045566 传真:010-66573918 邮编:100140
北京新盛	地址:北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话:010-66045566; 66045577 传真:010-66045500 邮编:100140
北京德胜园	地址:北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话:010-66045566 传真:010-66045700 邮编:100088
上海天相	地址:上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话:021-58824282 传真:021-58824283 邮编:200120
深圳天相	地址:深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话:0755-83234800 传真:0755-82709089 邮编:518041