

买入 维持

中信证券 (600030)

2011 年 5 月 3 日

佣金率降幅明显趋缓，买方业务表现突出

非银行金融行业高级分析师：董乐
SAC 执业证书编号：S0850510120002
dl5573@htsec.com
021-23219374

2011 年 4 月 29 日收盘于 13.23 元

6 个月目标价：19 元

事件：中信证券发布 2011 年 1 季报。公司 1 季度实现营业收入 34.5 亿元，同比下降 15.2%，归属于母公司的净利润 13.6 亿元，同比下降 9.5%，EPS0.14 元，期末每股净资产 7.24 元，较年初增加 0.16 元。

点评：

业绩符合预期，经纪业务占比进一步下滑：公司 1 季度实现营业收入 34.5 亿元，同比下降 15.2%，环比下降 77.6%；实现净利润 13.6 亿元，同比下降 9.5%，环比下降 81.4%，对应 EPS0.14 元，总体业绩符合预期，剔除子公司股权转让对环比基数的影响，公司 1 季度净利润环比下降 53.8%。公司经纪佣金、承销、基金管理业务收入均有所下滑，但自营业务收入实现大幅提升。期末每股净资产 7.24 元，较年初增加 0.16 元。公司经纪业务占比 31.6%，较 2010 年继续下降 3 个百分点，买方业务占比 24.5%，较 2010 年下降 1.5 个百分点。

佣金率环比降幅进一步收窄：1 季度公司股票基金市场份额约 5.35%，较 2010 年增加 1.58%。1 季度实现经纪佣金净收入 10.9 亿元，同比下降 43%，建投股权转让导致基数较高是合并佣金明显下滑的主要因素，同期母公司佣金收入同比增长 5.3%。合并股票基金净佣金率 0.074%，母公司佣金率 0.067%，母公司佣金率环比下降 1.26%，降幅较 3 季度明显收窄，较 2010 年下降 9.9%。

自营业务好于预期，浮盈仍在增加：公司 1 季度实现自营收益 8.4 亿元，同比增加 90.9%、环比下降 80.6%。公司期末自营规模 487.5 亿元，较去年末下降 5.3%。推测公司累计浮盈约 34 亿元。

公司今年以来完成股票公开发行 3 单，募集资金 48.3 亿元，市场份额 3.4%，排名第 9；完成企业债券发行 1 单，募集资金 10 亿元，市场份额 0.5%，排名第 36。公司 1 季度实现投行业务收入 2.4 亿元，同比减少 29.4%，环比减少 84.4%。

直投项目上市步伐依旧：今年以来公司已有 2 单直投项目完成 IPO，截至目前浮盈已达 2 亿元，另有两单“投行+PE”项目（九牧王、浙江开山）已完成过会，公司分别持股 0.65% 与 4.67%。目前公司直投业务可兑现浮盈达 15 亿元，其中今年可兑现浮盈 13.8 亿元，折合每股 0.14 元。

买入评级，目标价 19 元。在 2011 年市场日均成交 2500 亿元的假设下，预计公司 2011-2012 年净利润 70.2 亿元以及 85.2 亿元，对应 EPS0.71 元及 0.86 元。目前公司股价对应 2011 年动态 PE19 倍，静态 PB1.8 倍，仍处行业较低水平。公司对买方业务的投入已经步入快速增长阶段，充裕的浮盈大幅提升了全年业绩的确定性，其余创新业务也将开始实质性的贡献，H 股发行将进一步提升公司境外扩张的步伐，公司盈利模式有望在行业内率先转型。我们维持买入评级，券商行业首推，给予公司 19 元目标价，对应 2011 年动态 PE27 倍、PB2.5 倍。

公司 1 季报主要亮点：

(1) 佣金率降幅明显趋缓；(2) 买方业务表现稳定；

未来面临风险：

(1) 佣金率再次快速下滑；(2) 市场波动对公司业绩造成负面影响。

表 1 中信证券盈利预测及估值表

单位：百万元	2008	2009	2010	2011E	2012E
一、营业收入	17708	22007	27795	16251	20048
手续费净收入	12798	16919	14858	7957	8761
其中：代理买卖证券业务净收入	7457	10922	7809	4716	5132
证券承销业务净收入	1783	2401	2903	2479	2728
委托管理资产业务净收入	150	146	181	227	313
基金管理费收入	2828	2987	3364	0	0
利息净收入	1706	1401	1303	1348	1472
投资净收益	3109	3530	11525	5219	6367
二、营业支出	8165	8746	11526	6849	8632
营业税金及附加	785	1034	962	663	1002
业务及管理费	6658	8016	10535	6175	7618
三、营业利润	9543	13260	16269	9402	11416
四、利润总额	9561	13302	16320	9443	11458
减：所得税费用	1511	3214	4184	2421	2937
五、净利润	8050	10088	12136	7022	8520
归属于母公司所有者的净利润	7305	8984	11311	7022	8520
单位：元					
EPS	0.73	0.90	1.14	0.71	0.86
BVPS	5.55	6.19	7.08	7.43	7.86
ROE	13.2%	14.6%	16.1%	9.5%	10.9%
单位：倍					
PE	18	15	12	19	15
PB	2.38	2.14	1.87	1.78	1.68

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 2 中信证券分部估值表

	2009	2010	2011E	2012E
经纪业务				
每股收益（元）	0.45	0.27	0.16	0.17
PE 倍数	20	20	20	20
每股价值（元）	9.04	5.50	3.74	3.95
自营业务				
每股净资产（元）	5.55	4.97	5.44	6.40
PB 倍数	1.2	1.2	1.2	1.2
每股价值（元）	6.66	5.97	6.53	7.68
承销业务				
每股收益（元）	0.10	0.12	0.11	0.12
PE 倍数	25	25	25	25
每股价值（元）	2.62	2.96	2.67	2.91
资产管理				
集合理财规模（亿元）	291	460	483	574
基金管理规模（亿元）	2,665	1,102	1,267	1,505
Price/Aum	8%	8%	8%	8%
每股价值（元）	2.38	1.26	1.41	1.67
现金价值（元）	2.80	3.83	4.02	4.22
创新溢价	0%	5%	10%	20%
合计（元）	23.50	20.30	19.79	23.67

资料来源：海通证券研究所

信息披露

分析师声明

董乐：非银行金融业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中信证券 中信证券 华泰证券 招商证券 光大证券 长江证券 西南证券 中信证券 东北证券 国金证券 西南证券 兴业证券 辽宁成大 吉林敖东 锦龙股份

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。