

中信证券 (600030.sh)

各项业务全面领先，行业转型与创新业务的受益者

曹恒乾 分析师

电话: 020-87555888-8419

eMail: chq@gf.com.cn

执业编号: S0260511010006

并购与上市成就行业第一，收入结构均衡，业绩有保障

较早地登录资本市场以及成功的收购整合，使得公司各项业务获得了长足发展，在上市之后的第三年，2006 年公司营业收入升至行业第一，并且一直保持至今，2002 年-2010 年的收入复合增长率达到 52%（全行业为 42%）。目前公司收入结构均衡，经纪业务占比降至 3 成左右，在弱市下依然有稳定的业绩表现。

传统业务不存竞争短板，经纪业务盈利保证系数高

中信在经纪业务市占率，自营投资规模与收益率，承销市占率和集合理财市场规模上都位居行业前列，在传统业务竞争上不存在明显短板。而且在佣金战导致行业集中度下降的环境下，中信证券市占率持续增长，在三季度合计市占率达到 5.60%，已经超过了华泰系当季 5.46% 的水平，重回第一的位置。公司的部均股基交易额在上市券商中排名第二，经纪业务保本对应的市场日均换手率为 0.48%，历史数据表明低于这个值的概率很低，目前公司佣金率低于行业平均水平，大幅调整压力相对较小，表明公司经纪业务的盈利能力有较强保障。

创新业务布局最早，实力最强，国际化开始提速

中信在直投、股指期货投资、融资融券和国际业务上全面布局，创新业务的收入占比已经达到 10% 以上。未来随着股票约定式回购、客户保证金管理等资本中介型业务的推出，公司在客户资源以及资本实力上的优势将在创新业务开展上发挥重要作用。同时 H 股增发完成后，公司在国际化进程中又迈进一步，随着海外收购以及业务整合的进行，国际业务的实力将大大增强。

盈利预测与风险提示

不考虑华夏股权转让的投资收益，预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.41 元，0.67 元和 0.79 元，每股净资产 7.58 元，7.91 元和 8.43 元，对应 12 年 PE 为 17X，PB1.4X，给予买入评级。未来存在交易额与指数下跌，佣金率再度下降的风险，同时创新业务推出受阻也将影响公司股价表现。

预测及评估

单位: 亿元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	220.1	277.9	118.4	145.6	174.9
利润总额	133.0	163.2	60.6	99.9	117.9
净利润	89.8	113.1	44.9	74.0	87.3
净利润增长率	23%	26%	-60%	65%	18%
每股收益 (元)	1.35	1.14	0.41	0.67	0.79
每股净资产	9.29	7.08	7.58	7.91	8.43
市盈率	8.5	10.0	28.1	17.0	14.5
市净率	1.2	1.6	1.5	1.4	1.4
每股红利(元)	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50

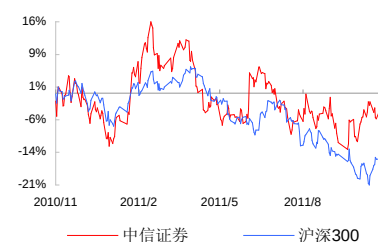
数据来源: 中信证券股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	11.43 元
合理价值	16.50 元
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	0.09	-5.38	-13.47
沪深 300	0.55	-8.04	-17.20

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

11017/9815

主要股东:

中国中信集团公司

主要股东持股比例 20.30%

流通 A 股比例 89.09%

财务比率

ROE	16.06%
ROA	6.28%
资产负债率	53.75%
每股净资产 (元)	7.08

2010 年报数据

目录索引

一、公司背景介绍——借助上市与收购成为行业龙头.....	4
（一）上市得先机，并购增实力，三年坐上头把交椅.....	4
（二）各项指标全面领先，业务结构持续优化，国际化迈出关键一步.....	5
二、传统业务发展均衡，不存在竞争短板.....	7
（一）经纪业务——实力持续提升，为业务转型积累资源，盈利有保证.....	7
（二）自营业务——投入加大，风格转换，直投与衍生品投资收益可观.....	12
（三）投行业务——曾经的寡头步入列强争霸时代，收入占比依然稳定.....	16
（四）资管业务——集合理财规模行业第一，经纪业务转型重要一环.....	19
三、创新业务布局最早，实力最强.....	21
（一）融资融券松绑，子公司参与业务实力还将进一步提升.....	21
（二）国际业务——发展提速，内生长+外延扩张齐头并进.....	23
四、盈利预测与投资建议.....	25
五、风险提示.....	26

图表索引

图 1：证券金融控股集团布局完整.....	5
图 2：中信证券收入结构持续优化.....	6
图 3：2011 年上半年上市券商收入结构对比.....	6
图 4：中信证券营业部遍布全国.....	7
图 5：截至 2011 上半年中信证券营业部分布情况.....	8
图 6：经纪业务竞争激烈，CR10 明显下降.....	9
图 7：中信证券表现突出，市占率持续提升.....	9
图 8：中信证券与行业佣金率对比（2011Q3）.....	9
图 9：中信证券与行业佣金率降幅对比.....	10
图 10：中信证券经纪业务保本换手率与历史换手率对比.....	11
图 11：中信证券自营投入高增长（亿元）.....	12
图 12：中信证券自营收入占比提升至 20%（亿元）.....	12
图 13：投资资产占比——按投资类型分.....	13
图 14：投资资产占比——按投资期限分.....	13
图 15：中信证券自营收益率稳定性较高.....	13
图 16：高盛 2010 年投资业务收入结构.....	15
图 17：中信证券保代数量行业第三.....	16
图 18：市场 IPO 融资结构发生变革.....	17
图 19：大项目减少，IPO 平均募资额下滑.....	17
图 20：中信证券母公司投行收入及占比（亿元）.....	18
图 21：中信证券母公司财务顾问收入及占比（亿元）.....	19
图 22：中信证券母公司资产管理业务收入及占比情况（亿元）.....	20

图 23: 美国券商各项业务收入占比变化趋势.....	20
图 24: 美国券商各项业务年均复合增长率.....	20
图 25: 融资融券余额增长情况.....	22
图 26: 融资融券交易额情况.....	22
图 27: 融资融券余额排名前十券商市占率.....	23
图 28: 台湾券商融资融券集中度高于整体集中度.....	23
图 29: 中信证券国际资产规模迅速提升（亿元）.....	24
图 30: 中资香港券商净资产对比（亿元）.....	24
表 1: 证券行业历年营业收入 TOP5 券商排名（亿元）.....	4
表 2: 2011 上半年中信证券 VS 行业平均各项指标对比（亿元）.....	5
表 3: 2011 上半年部均交易额对比（亿元）.....	10
表 4: 券商经纪业务利润率及对应保本交易额（亿元）.....	11
表 5: 2011 上半年券商基金分仓收入（TOP10）.....	12
表 6: 2011 年上半年券商股指期货投资收益（亿元）.....	14
表 7: 券商自营投资子公司成立情况.....	14
表 8: 金石投资已投项目数量及金额.....	15
表 9: 07-10 年金石投资财务数据（亿元）.....	15
表 10: 近几年中信证券重大承销项目一览（亿元）.....	16
表 11: 发行市场由寡头垄断向充分竞争转换.....	17
表 12: 2010 年中信证券财务顾问业务情况.....	18
表 13: 中信证券受托资产管理业务情况（亿元）.....	19
表 14: 2010 年券商各项创新业务收入（亿元）.....	21
表 22: 010 年中资券商香港子公司收入及盈利情况（亿元）.....	23
表 16: 中信证券 H 股募集资金用途分解（亿元）.....	24
表 17: 里昂与盛富证券的收入及盈利情况（亿元）.....	25
表 18: 盈利预测关键假设.....	26

一、公司背景介绍——借助上市与收购成为行业龙头

（一）上市得先机，并购增实力，三年坐上头把交椅

中信证券前身为中信证券有限责任公司，于1995年10月在北京成立，并于1999年改制为股份有限公司，目前公司在净资本、营业收入以及净利润指标上，均位列国内券商第一位。实际上，从公司的历史来看，与国泰君安、海通证券、广发证券以及申银万国这些国内的老牌券商相比，中信证券的成立时间并不算早，但却是国内大型券商中登录资本市场最早的一家。公司在2003年获证监会核准公开发行4亿股，募集资金近18亿元，成为国内真正意义上的第一起券商IPO。也正是由于较早地登录了资本市场，获得了重要的融资渠道，并在随后的2006年和2007年两次进行增发，分别融资46亿元和250亿元。夯实了资本实力的中信证券通过收购中信万通（2004年）、中信建投（2005年收购，于2010年出售53%股权，目前仅持有7%）、中信金通（2006年）以及华夏基金（2007年收购，51%股权已挂牌成交），使得公司各项业务获得了长足发展，在上市之后的2006年，经过三年时间公司营业收入首次位居行业第一，并且一直保持至今，2002年-2010年的收入复合增长率达到52%（全行业为42%）。从这几年的收入情况来看，中信证券与第二名均拉开了较大的差距，奠定了其作为国内龙头券商的地位。

表 1：证券行业历年营业收入 TOP5 券商排名（亿元）

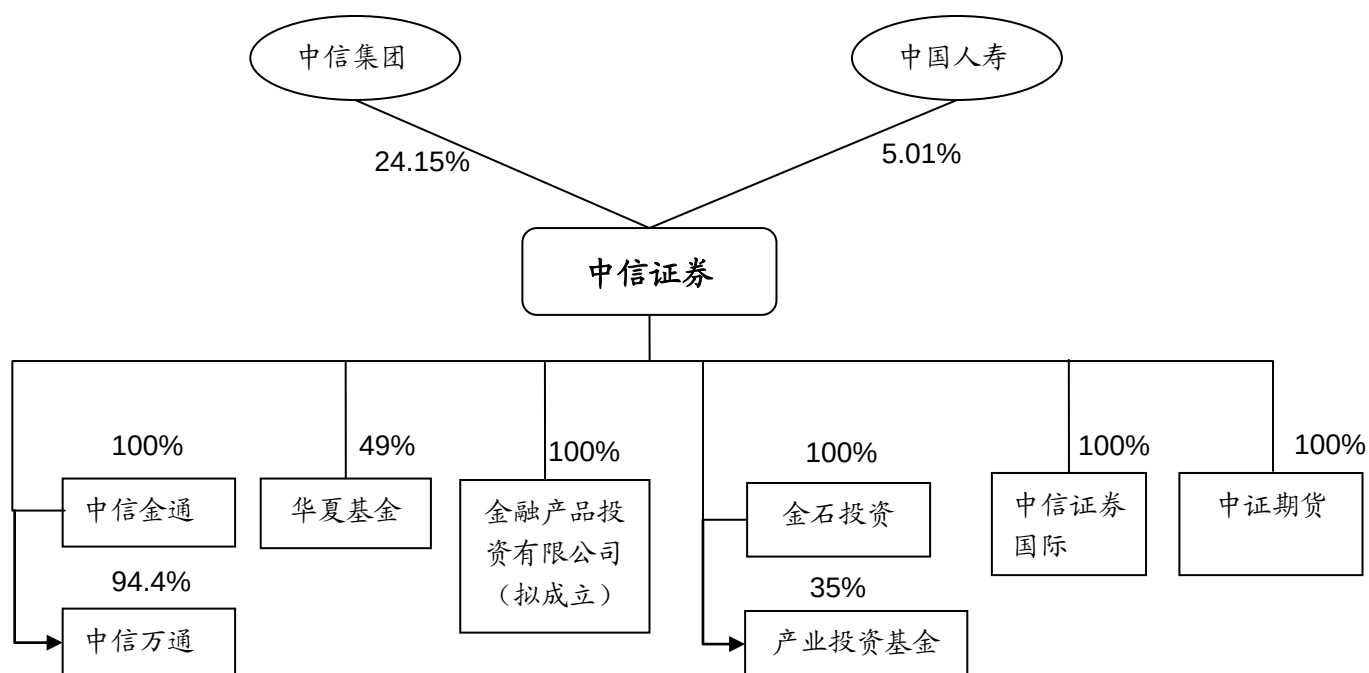
2002		2003		2004		2005		2006	
券商	营业收入	券商	营业收入	券商	营业收入	券商	营业收入	券商	营业收入
国泰君安	15.31	国泰君安	12.20	国泰君安	19.01	中金公司	20.19	中信证券	59.91
申银万国	14.17	申银万国	10.95	申银万国	11.48	国泰君安	12.61	国泰君安	41.90
广发证券	7.82	中信证券	8.44	中信证券	9.66	中信证券	10.27	广发证券	41.11
中信证券	7.63	广发证券	7.23	广发证券	9.64	银河证券	9.74	银河证券	34.29
光大证券	5.69	湘财证券	5.58	招商证券	6.62	申银万国	7.72	中金公司	32.92
2007		2008		2009		2010		2011H1	
券商	营业收入	券商	营业收入	券商	营业收入	券商	营业收入	券商	营业收入
中信证券	308.71	中信证券	177.08	中信证券	220.07	中信证券	219.95	中信证券	75.08
广发证券	170.99	国泰君安	124.31	国泰君安	123.49	广发证券	102.19	海通证券	52.47
银河证券	144.69	广发证券	72.06	广发证券	104.70	海通证券	97.68	国泰君安	42.44
国泰君安	142.28	海通证券	70.07	海通证券	99.40	华泰证券	89.00	国信证券	34.97
申银万国	134.90	华泰证券	62.81	银河证券	98.04	国泰君安	87.55	华泰证券	33.95

数据来源：证券业协会、wind资讯、广发证券发展研究中心

注：2010年扣除了转让中信建投的投资收益58亿元

从股权结构来看，中信集团作为中信证券的第一大股东，持股达到23.45%，并通过全资子公司中信国安集团间接持有0.7%股权，合计持股比例达到24.15%，是公司的实际控制人。另外，中国人寿作为战略投资者持有公司5.01%的股权，是公司第二大股东，其余前十大股东的持股比例均未超过5%，前十大股东持股比例为37%，股权结构分散。以中信证券母公司为控股平台，公司主要控股及参股公司包括了期货、基金、另类投资、PE和海外子公司，拥有包含融资融券、直投、股指期货IB、股指期货投资等创新业务资格，具备了完整的证券金融控股集团形态。

图 1：证券金融控股集团布局完整



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

（二）各项指标全面领先，业务结构持续优化，国际化迈出关键一步

从财务指标的对比来看，中信证券在主要的财务指标上都保持着绝对的领先地位，同时在费用控制上要优于行业平均水平，费用率为43%，优于行业平均7个百分点，体现了公司在各项业务上的规模效应，盈利指标也处于较优的水平。

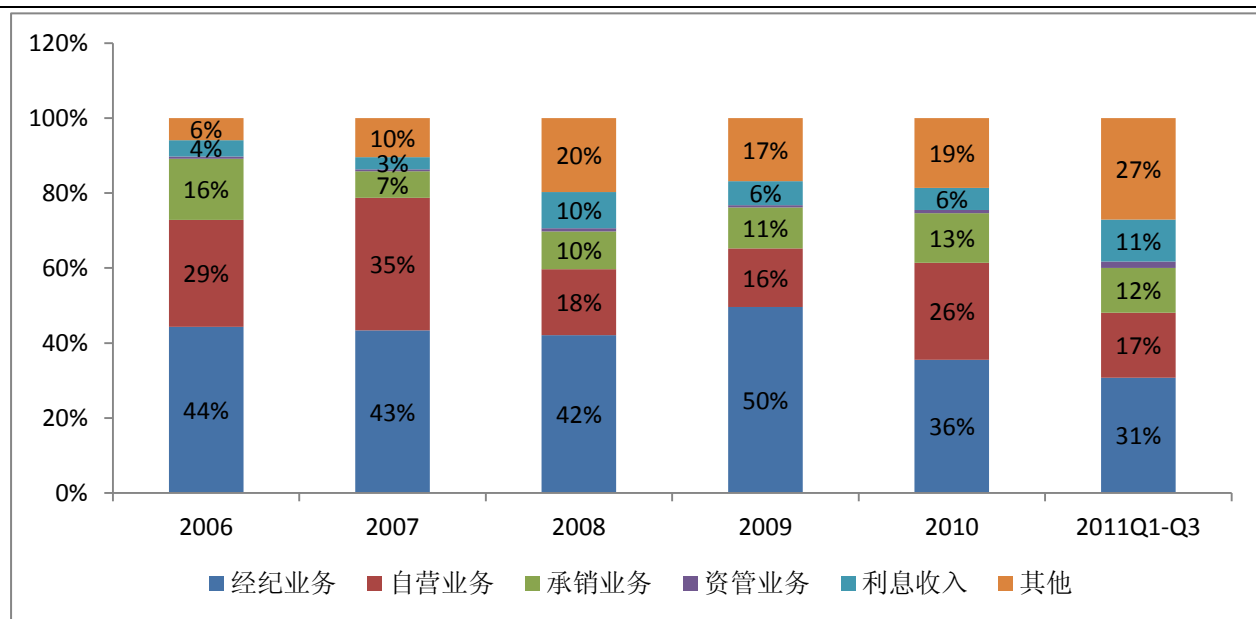
表 2：2011 上半年中信证券 VS 行业平均各项指标对比（亿元）

	营业收入	管理费用	净利润	总资产	净资产	净资本	费用率	净利率	ROE
数值	75	32	30	1318	677	386	43%	40%	8.8%
行业平均	10.7	5.4	3.6	228	76	53	50%	34%	9.5%
行业排名	1		1	1	1	1			

数据来源：中国证券业协会、wind资讯、广发证券发展研究中心

由于中信证券在业务转型上布局较早，06年即已提出大力发展买方业务的战略意图，而且融资后拥有足够的资源对投资类业务进行资金投入和人才储备，经过几年的发展，最明显的变化就是对于经纪业务依赖度的逐渐下降，业务结构持续地优化，目前经纪业务的收入占比已经降至3成左右，自营业务、投行业务、利息收入和基金管理等业务收入占比均在10%左右，收入结构均衡。

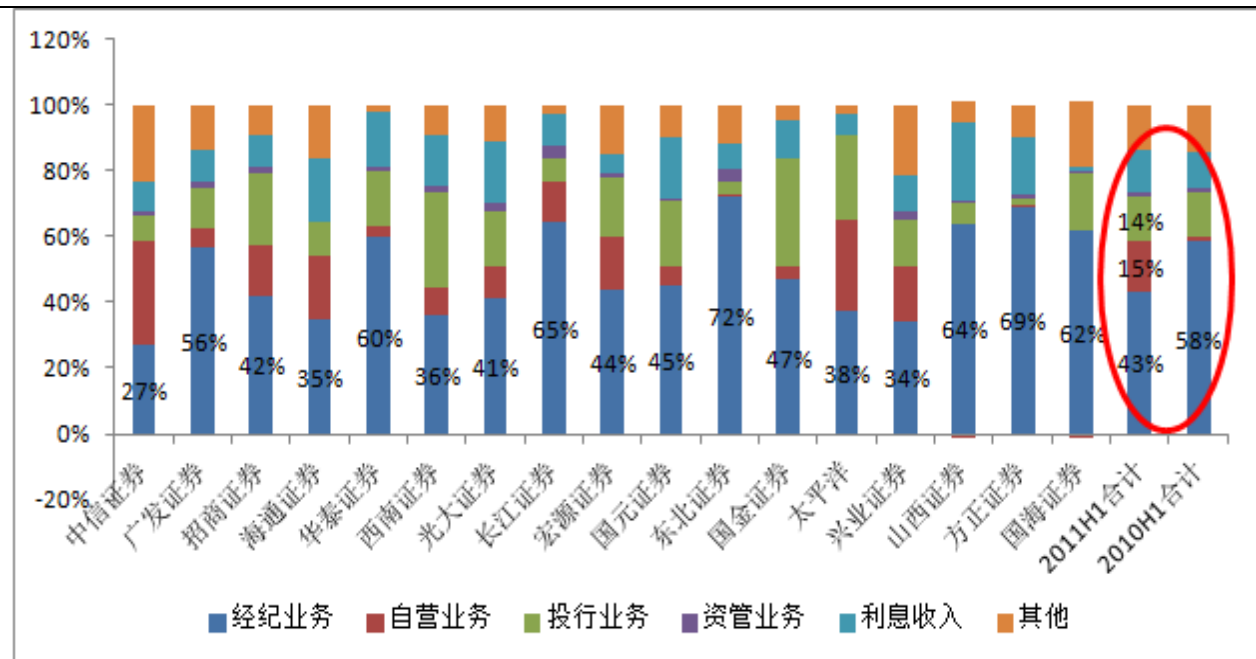
图 2：中信证券收入结构持续优化



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

考虑到三季度市场下跌导致大部分券商自营业务出现亏损，收入结构不具代表性。因此我们以2010年和今年上半年的收入结构比较来看，中信证券的收入主要由三部分构成，其中经纪业务占比约30%，投资业务占比约30%，承销业务与利息收入各占10%左右，包括基金管理、国际业务、财务顾问等业务的收入占比20%。与行业其他公司相比，收入结构均衡，在一定程度上降低了业绩跟随资本市场波动的风险。

图 3：2011 年上半年上市券商收入结构对比



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

中信证券已于9月22号进行H股的公开招股，并于10月6号在港交所上市，行使完超额配售权之后，本次发行10.7亿股，其中95%国际配售，5%公开发售，发行价为13.3

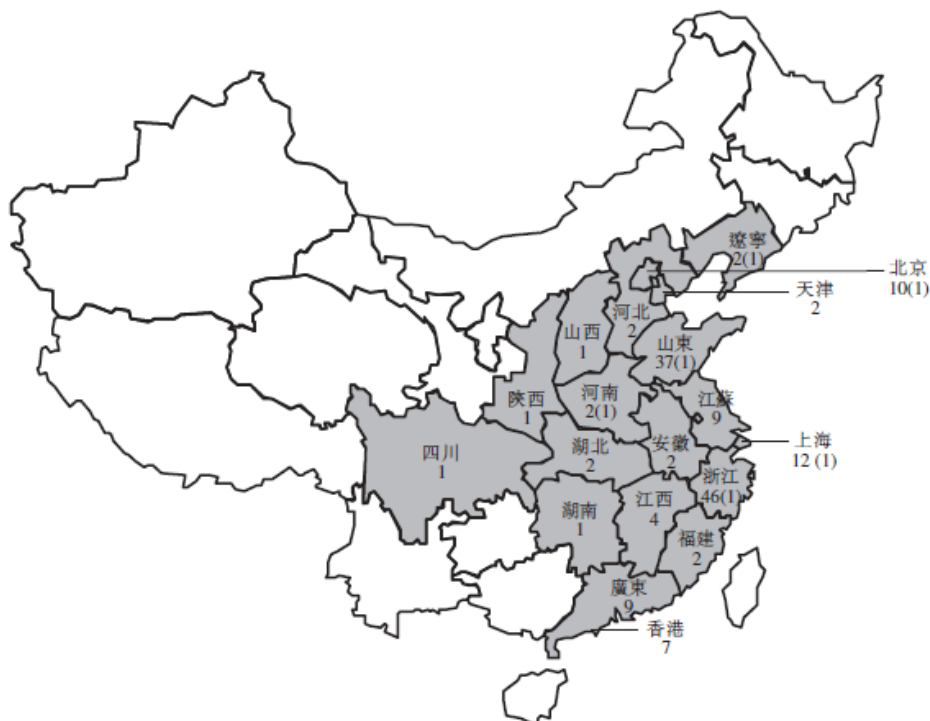
港元，按照当时的汇率换算，股价为人民币11.3元，大约募集117亿元。募集资金65%用于建立和收购海外研究平台、销售和交易网络，35%用于发展资本中介性业务，另外5%作为一般营运资金。从国外大投行的发展轨迹来看，业务的国际化是大投行之所以为大投行的重要因素，借助发行H股的机会，中信证券迈出了国际化的重要一步，成为了发展过程中的又一个重要里程碑。

二、传统业务发展均衡，不存在竞争短板

（一）经纪业务——实力持续提升，为业务转型积累资源，盈利有保证

经纪业务是公司的传统优势业务，截止到2011年上半年，包括母公司中信证券、中信金通和中信万通在内，公司共有营业部151家，其中期货营业部6家，主要营业网点分布在东部沿海地区。为避免同业竞争，各子公司之间分区域而治，其中，中信金通主管浙江、福建和江西省，共有营业部53家，主要业务区域位于浙江，营业部数量达到47家；中信万通主管山东、河南，共有营业部41家，以山东为主，营业部数量为38家；中信证券母公司则覆盖北京、上海、广东和江苏等经济发达省份，在全国各地布局，共有营业部66家。

图 4：中信证券营业部遍布全国



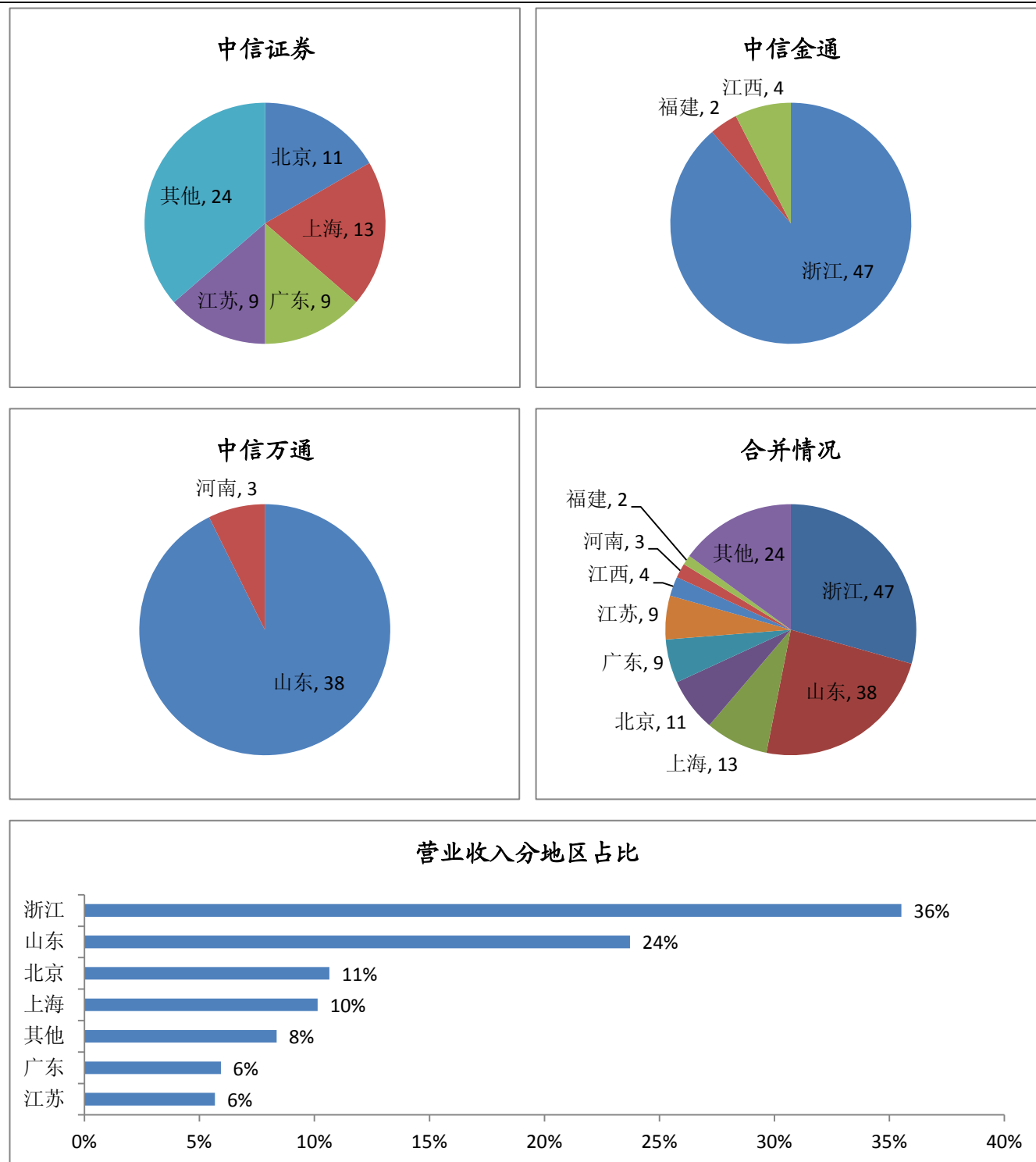
数据来源：广发证券发展研究中心

注：括号内为期货营业部数量

从各子公司的网点分布以及收入贡献的情况来看，金通与万通在营业部数量和营业

收入上都达6成以上，可见这两家子公司对于中信证券经纪业务的重要性，也正是由于有了之前对这两家券商的成功收购和整合，在经纪业务积累的客户和品牌基础之上，才最终奠定了公司的行业龙头地位。

图 5：截至 2011 上半年中信证券营业部分布情况



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

坚持积累卖方资源，市占率持续提升。由于经纪业务的差异化不明显，客户对于佣金价格的高低敏感性较高，随着佣金率管制的放开，行业佣金率由08年的0.134%下滑

至目前的0.079%的水平，下滑了41%。佣金战导致了市场竞争急剧加大，交易额排名前十大的经纪商市场份额由08年的42.6%下降到了目前的40.6%，可见在佣金战的竞争格局下，大型券商的优势受到了来自中小型券商的威胁。不过相比之下，作为第一梯队的中信证券，市占率却在这几年获得持续提升，在三季度合计市占率达到5.60%，已经超过了华泰系当季5.46%的水平，成为市占率最高的券商，在大型券商中表现突出。

图 6：经纪业务竞争激烈，CR10 明显下降

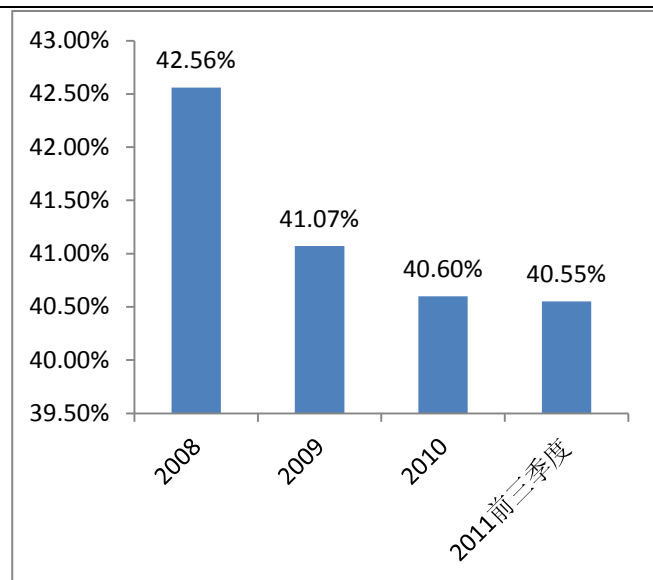
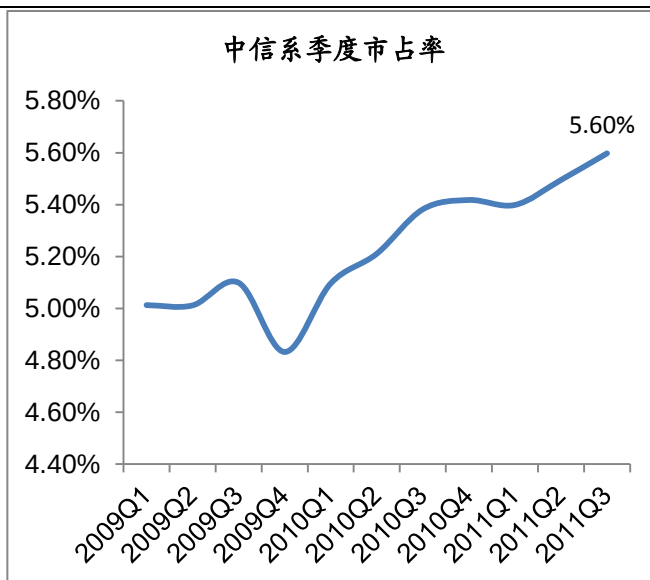


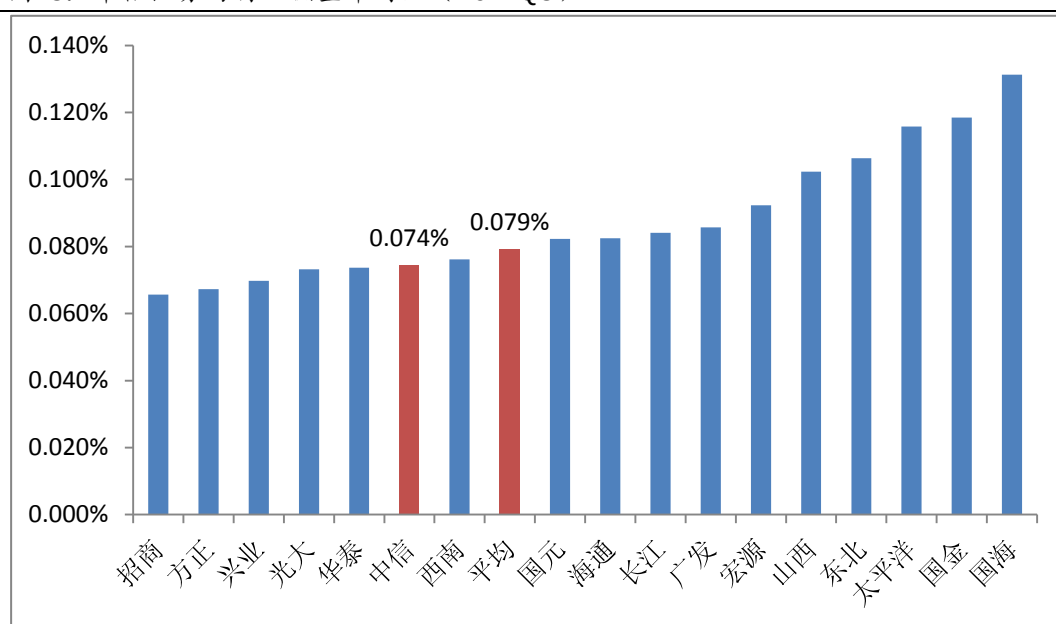
图 7：中信证券表现突出，市占率持续提升



数据来源：广发证券发展研究中心

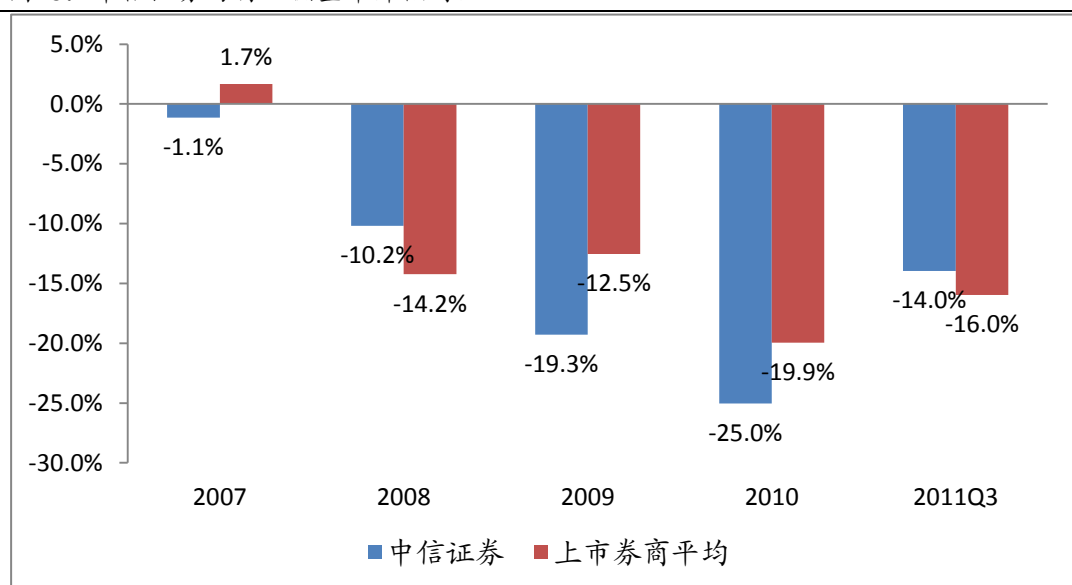
公司市占率在佣金战的背景下依旧能够获得提升，很大程度取决于主动的佣金调整策略，可以看到，这几年公司的佣金调整幅度均超过行业的平均水平，目前的佣金率也要低于行业平均，体现了以价换量，巩固经纪业务市场地位的竞争策略，这也正是印证了公司战略核心中的“卖方积累资源”。

图 8：中信证券与行业佣金率对比（2011Q3）



数据来源：公司财报、wind资讯、广发证券发展研究中心

图 9：中信证券与行业佣金率降幅对比



数据来源：公司财报、wind资讯、广发证券发展研究中心

经营效率高，部均交易额排名第二，盈利能力有保证。我们分别从部均交易额、经纪业务营业利润率以及保本交易额三个角度来评价各上市券商的经纪业务的经营效率。前两个指标越高，说明公司经纪业务的效率越高；最后一个指标越低，表明公司经纪业务抵御市场风险的能力越强。

可以看到，以**2011年中报披露**的数据计算，中信证券的部均交易额为**179亿元**，高出行业平均部均交易额（**104亿元**）**72%**，在上市券商中排名第二位。

表 3：2011 上半年部均交易额对比（亿元）

券商	营业部数量	股基交易额	部均交易额
招商证券	83	19819	239
中信证券	151	26995	179
兴业证券	55	8533	155
光大证券	112	15294	137
国金证券	24	3265	136
华泰证券	230	27382	119
海通证券	188	20438	109
广发证券	194	20680	107
平均			104
西南证券	41	3907	95
长江证券	101	8551	85
宏源证券	80	6372	80
国元证券	74	5275	71
国海证券	53	3383	64
东北证券	68	3596	53
太平洋证券	29	1366	47
山西证券	61	2852	47

数据来源：wind资讯、公司公告、中国证券业协会、广发证券发展研究中心

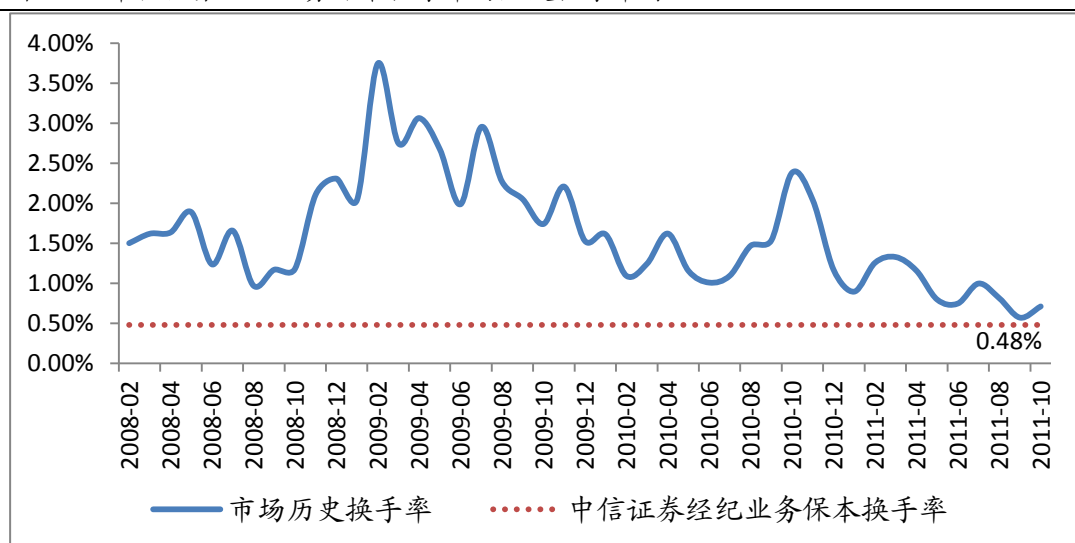
另外，根据分部报告中有关经纪业务的收入与支出数据进行测算，中信证券经纪业务的利润率为54%，高于行业52%的水平，在上市券商中位居第五位，如果按照目前的佣金率、市占率水平以及成本费用比，中信证券经纪业务保本对应的市场日均交易额**为962亿元，对应换手率为0.48%，高于行业平均水平**。虽然下半年以来，市场换手率屡创新低，经纪业务承受较大压力，不过市场换手率在经历了9月份0.57%的低点之后，在10月份触底反弹，而且从历史数据上看，换手率低于0.48%的概率非常小。公司的佣金率水平也要低于行业平均水平，按照目前的经营情况，中信证券在经纪业务上的盈利能力依然具有很强的保障。

表 4：券商经纪业务利润率及对应保本交易额（亿元）

上市券商	经纪业务利润率	保本交易额	保本换手率
海通证券	59%	837	0.42%
招商证券	58%	857	0.43%
太平洋	57%	883	0.44%
华泰证券	55%	933	0.46%
中信证券	54%	962	0.48%
兴业证券	53%	967	0.48%
宏源证券	52%	984	0.49%
平均	52%	988	0.49%
国元证券	52%	992	0.49%
国金证券	50%	1034	0.51%
光大证券	49%	1044	0.52%
山西证券	48%	1067	0.53%
西南证券	48%	1071	0.53%
长江证券	47%	1095	0.55%
广发证券	46%	1115	0.56%
东北证券	39%	1256	0.63%
国海证券	39%	1256	0.63%

数据来源：wind资讯、公司公告、广发证券发展研究中心

图 10：中信证券经纪业务保本换手率与历史换手率对比



数据来源：wind资讯、公司公告、广发证券发展研究中心

研发实力突出，机构客户资源行业第一。除了零售业务的资源在这几年不断加强之外，公司在机构客户上的资源也位居行业第一，从基金分仓的数据来看，上半年中信证券合并口径的分仓佣金收入为1.7亿元，市占率6.3%。强大的研究实力使得公司可以在经纪业务向财富管理转型的过程中，提供重要的支持，发挥协同效应。

表 5: 2011 上半年券商基金分仓收入 (TOP10)

	交易基金只数	总佣金(亿元)	市占率
中信系	427	1.70	6.3%
申银万国	389	1.60	5.9%
华泰系	437	1.30	4.8%
国泰君安	388	1.25	4.6%
国信证券	337	1.24	4.6%
招商证券	332	1.24	4.6%
中国国际	348	1.18	4.3%
东方证券	217	1.13	4.2%
海通证券	297	1.10	4.1%
安信证券	270	1.04	3.8%

数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

(二) 自营业务——投入加大，风格转换，直投与衍生品投资收益可观

投入加大，风格转积极，买方业务转型思路明确。从这几年自营规模以及占净资本比重的数据可以看到，强大的资本实力加上买方转型的战略思路，中信证券在自营业务上的投入十分巨大，从07年的146亿元上升至11年三季度的474亿元。随着自营业务投入的加大，收入贡献在近两年平均值达到了两成以上，在经纪业务增长乏力的经营环境下，自营业务成为了重要的增长动力。

图 11: 中信证券自营投入高增长 (亿元)

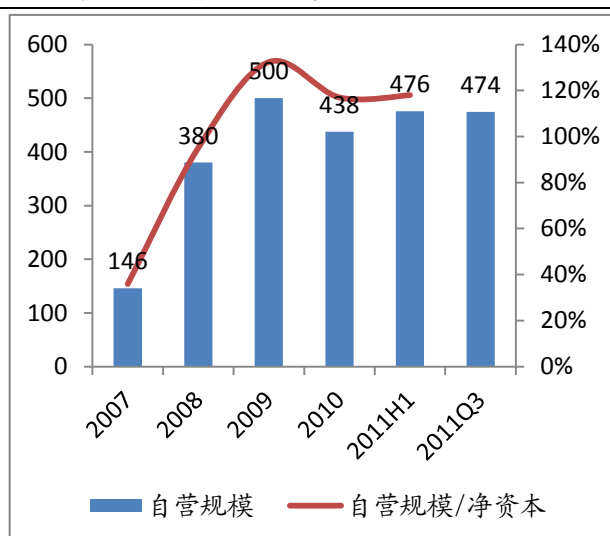
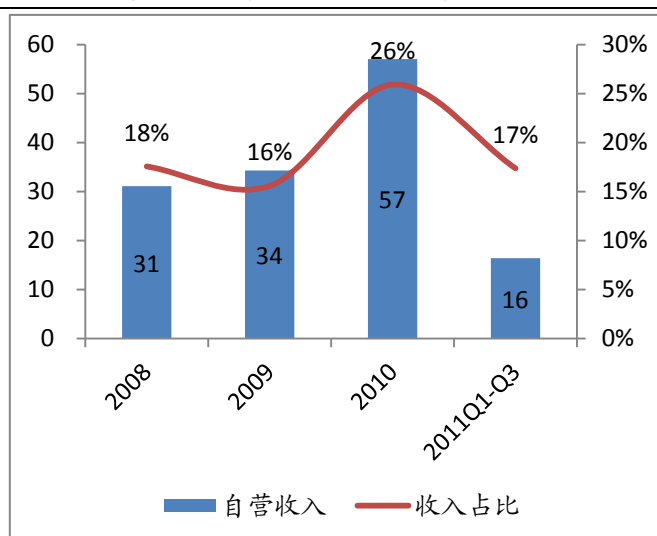


图 12: 中信证券自营收入占比提升至 20% (亿元)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

除了规模的变化之外，自营业务的另一个变化特点是风格在逐渐转向积极。开始加大了对权益类资产的配置权重，可以看到，**中信证券在权益类资产上的配置比例由08**

年的9%逐年上升，到今年上半年该比例达到54%；同时也倾向于把资产配置于较短期的投资品种上，交易性金融资产的配置比例也由08年的15%上升至今年第三季度的38%，配置上的调整也体现出公司增大自营业务收入对业绩的弹性。

图 13：投资资产占比——按投资类型分

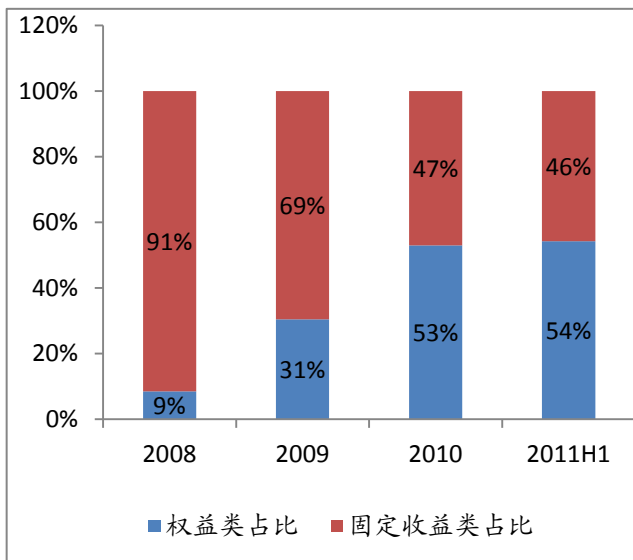
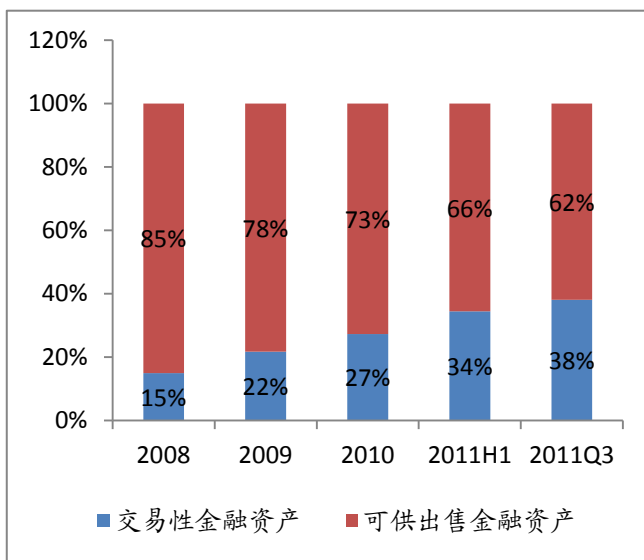


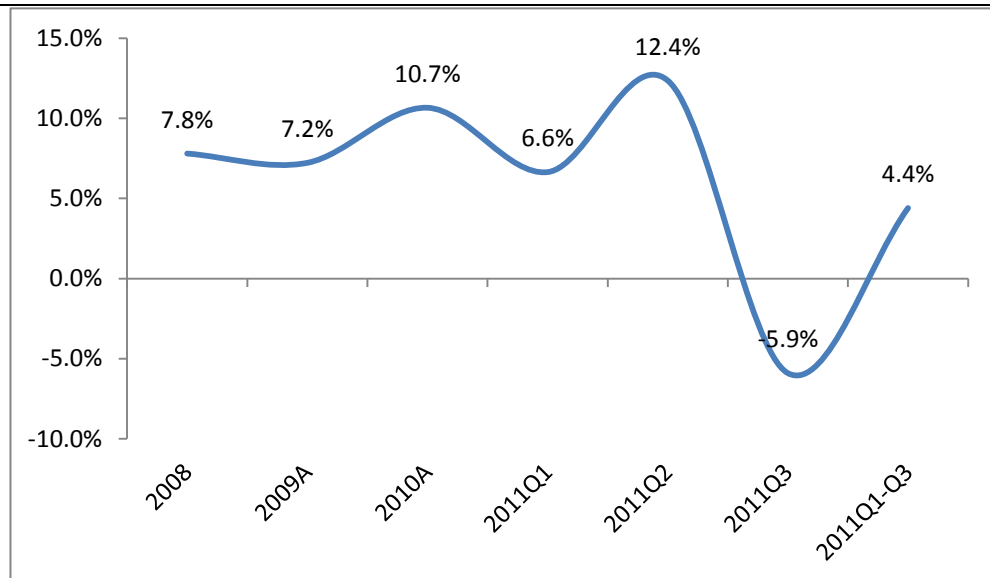
图 14：投资资产占比——按投资期限分



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

投资收益率稳定，投资实力较强。在规模投入加大，风格转向积极的过程中，中信证券在自营投资收益上一直保持在较稳定的水平：相比市场指数的大起大落，中信自营收益率在这几年都保持在较稳定的水平，即使在08年，依然获得了7.8%的收益率，今年三季度由于权益类资产规模增加，同时市场指数下跌15%，导致公司自营也出现了较大程度的亏损，但季度收益率为-1.5%，年化收益率-5.9%，仍然要远好于同期市场表现。

图 15：中信证券自营收益率稳定性较高



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

股指期货投资业务平抑自营波动，成立自营子公司试水另类投资。中信的自营业务收入在这几年均能保持对业绩20%左右的稳定贡献，除了规模投入加大，风格转换等因

素之外，股指期货套保业务的收益也功不可没。从中报已经公布了衍生品投资收益的券商情况来看，中信证券在股指期货上的投资收益达到6.1亿元，接近当期自营总收入的三分之一。公司在衍生品上的投资实力也在很大程度上平滑了自营业务的波动风险。

表 6：2011 年上半年券商股指期货投资收益（亿元）

上市券商	股指期货投资收益	占自营收入比重	占总收入比重
中信证券	6.1	26%	8%
广发证券	2.9	145%	9%
海通证券	2.2	22%	4%
华泰证券	1.9	180%	6%
兴业证券	0.3	13%	2%
宏源证券	0.04	2%	0.3%
长江证券	0.02	1%	0.2%
光大证券	-0.03	-1%	-0.1%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

传统自营业务的创新除了股指期货投资以外，证监会在今年年初发布了自营业务的指导性文件，规定了自营业务允许投资的范围，其中加入了允许券商自营投资新三板的规定，这为券商未来在场外市场开展做市业务提供了政策支持。同时，对于范围外的金融产品，比如艺术品，农产品，房地产信托等另类投资品种，允许券商设立子公司进行投资，这是买方业务进一步创新的关键举措，同时也有利于隔离创新型投资业务在母公司的风险传导。中信证券、海通证券、广发证券与光大证券已经先行成立了投资规模分别为30亿、30亿、20亿和8亿元的自营投资子公司，虽然相对于公司整个自营规模投入来说不算很大，但在买方业务的创新探索上能够先行一步，有利于未来业务转型的推进。

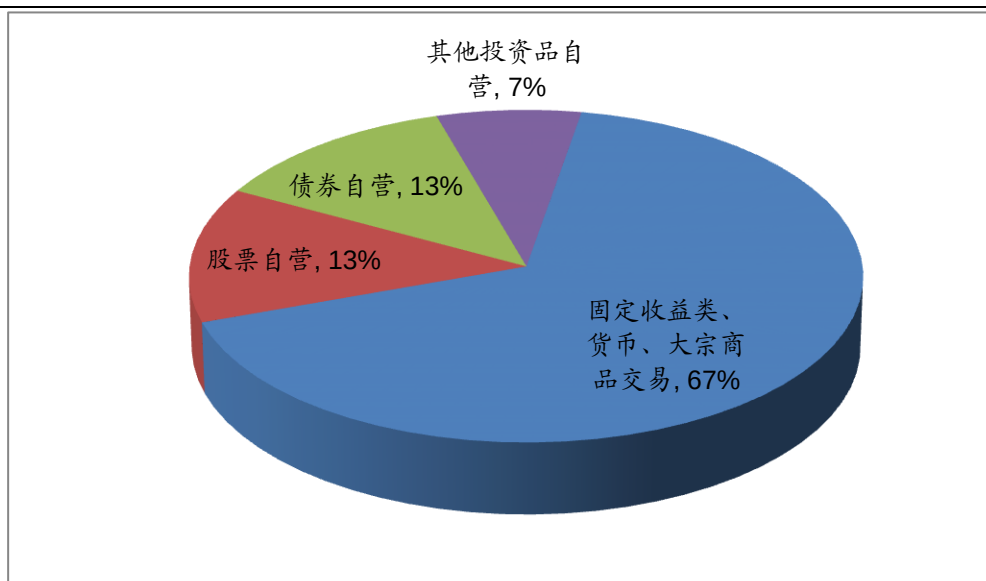
表 7：券商自营投资子公司成立情况

券商	自营子公司名称	公告日期	成立规模 (亿元)	占自营投资比例 (2011H1 数据)
海通证券	海通创新投资交易有限公司	2011/6/21	30	13%
中信证券	中信证券金融产品投资有限公司	2011/7/28	30	7%
广发证券	广发另类投资有限公司	2011/9/9	20	12%
光大证券	光大策略投资有限公司	2011/9/17	8	6%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

实际上，相对于国外券商的自营业务而言，国内券商传统自营投资的范围十分狭窄，同时不具备做市的交易机制，主要收入来自于股票和债券二级市场的本金投资收益。相比之下，国外券商的获利手段更为丰富，收入来源多元化。以高盛2010年收入为例，其自营投资收入的205亿美元中，真正来自于本金投资的收入仅为68亿美元，占比33%，其中，股票与债券自营收益各占13%，衍生品等其他自营收益占7%；而来自于固定收益类产品、货币和大宗商品交易的收入为137亿美元，占比67%，收入渠道和业务模式都十分丰富。

图 16：高盛 2010 年投资业务收入结构



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

直投规模增长迅速，提前布局迎来业绩释放。中信证券早在2007年就获得了直投业务资格，成立了金石投资，注册资本8.3亿元，是业内获得该项业务资格最早的券商。由于具备先发优势，而且公司资本实力雄厚，经过数次增资，目前注册资本已经达到46亿元，投资项目和投资金额也呈现出快速上升的趋势，截至2011年上半年，金石投资累计投资项目达到71个，投资金额53.5亿元，其中，已上市项目达到9个。

表 8：金石投资已投资项目数量及金额

	2008	2009	2010	2011 上半年
投资金额（亿元）	11.5	6.5	21.7	13.8
投资项目	5	12	37	17

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

截止到2010年的数据，**金石投资的净资产为60.6亿元，已经超过母公司累计注册资本32%，迅速实现了直投业务的内生式增长。**由于介入的时间较早，随着直投项目的逐渐上市与解禁，公司迎来了直投业绩的释放期，2009年金石投资的净利润为1.29亿元，到2010年即迅速增长到4.14亿元，业绩占比达到6%。目前的业绩贡献大部分只是来自于9个已上市公司解禁后的投资收益，而大量的投资项目还在储备期，未来公司依然可以获得持续的直投收益贡献。

表 9：07-10 年金石投资财务数据（亿元）

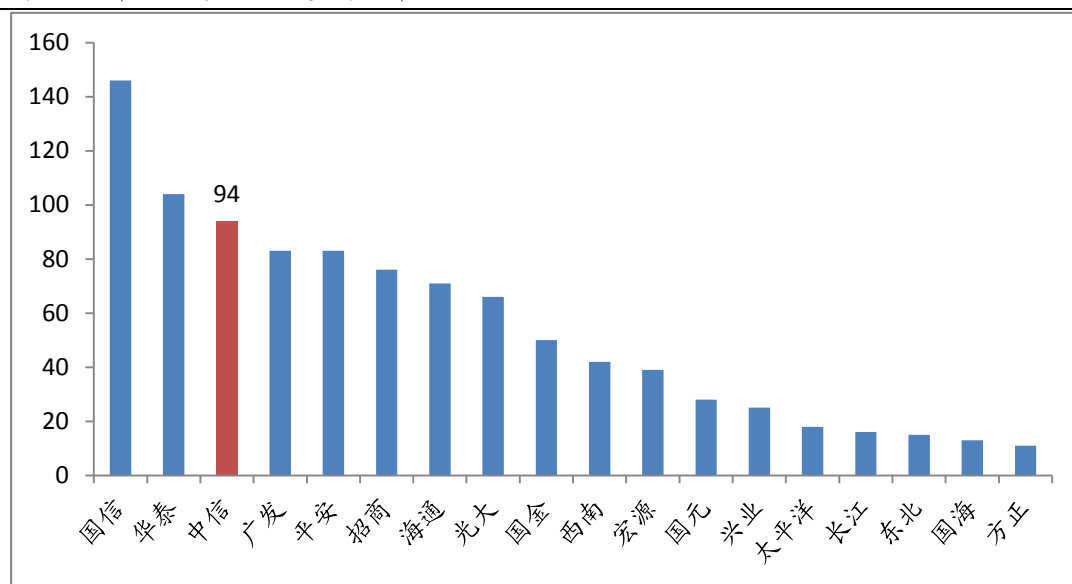
年份	注册资本	总资产	净资产	净利润	业绩占比
2007	8.3	8.3	8.3	0.01	0.0%
2008	15	17.9	17	0.11	0.2%
2009	30	34	33	1.29	1.4%
2010	46	66	60.6	4.14	5.9%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

（三）投行业务——曾经的寡头步入列强争霸时代，收入占比依然稳定

中信证券的投行业务实力处于业内领先地位，保荐代表人数量为94人，在行业内排名第三，在上市券商中排名第二。公司在大项目以及国际项目上的优势十分突出，在历年来的重大项目融资上，都能看到中信证券的身影，而且中信证券还作为联系簿记管理人以及独家财务顾问，参与了今年4月份的首只以人民币计价的房地产信托基金——汇贤产业信托在香港的发行上市。

图 17：中信证券保代数量行业第三



数据来源：证监会、广发证券发展研究中心

表 10：近几年中信证券重大承销项目一览（亿元）

年份	融资方	描述	承销金额
2011	汇贤产业信托	首只人民币计价房地产信托基金 H 股 IPO	37
2010	农业银行	当年最大规模 A+H 股 IPO	171
2009	中国中冶	当年最大规模 A+H 股 IPO	190
2008	中国铁建	当年最大规模 A+H 股 IPO	223
2007	鞍钢股份	A+H 股配股	170

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

一级市场发行由“寡头垄断”向“列强争霸”转换。由于创业板开闸以及大项目的减少，投行业务产生了较大的变化。首先在IPO融资结构上，主板的融资额占比由08年的70%下降至目前的36%，而来自于创业板以及中小板的融资额占比则分别达到3成；其次由于大项目的逐渐减少，IPO平均融资额由06年的23亿元降至目前的10亿元。

图 18：市场 IPO 融资结构发生变革

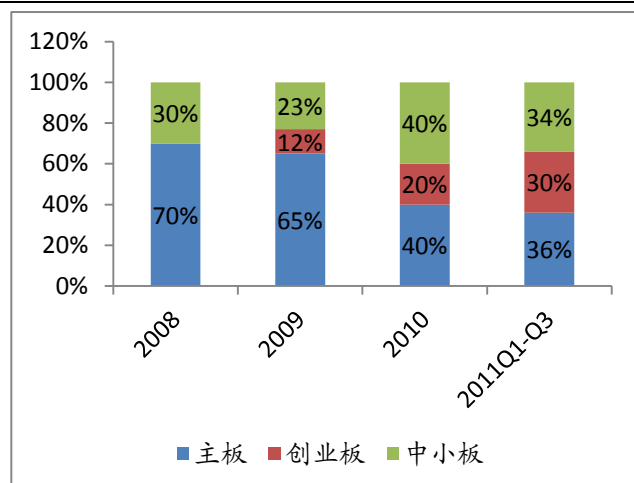
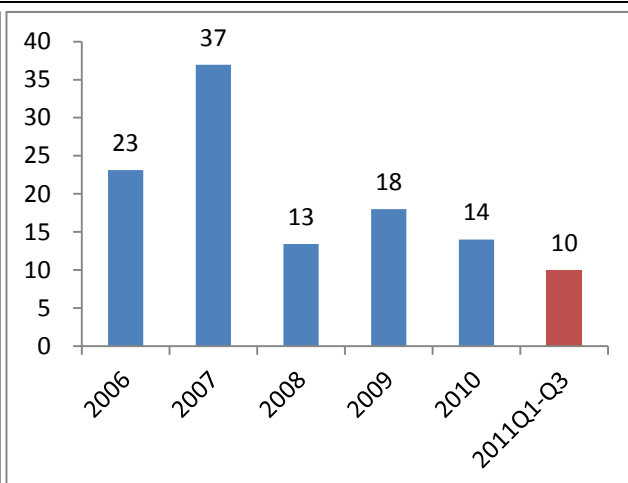


图 19：大项目减少，IPO 平均募资额下滑



数据来源：wind资讯、广发证券发展研究中心

中小项目的井喷使得一直以来在大型项目上缺乏话语权的其他券商得以迅速发展，主攻中小项目的券商承销份额大幅提升，而此前受益大项目发行，领先地位遥不可及的大型券商则受到了极大挑战，同时，随着企业债和公司债发行范围和规模的扩大，由券商承担的债券发行垄断地位也受到明显影响。一级市场发行也由此前的寡头垄断转换成竞争较充分的市场——IPO的集中度大幅下降，CR5由08年71%降至目前36%，债券承销亦如此，CR5由08年65%降至目前46%（为统一口径进行比较，这里仅将由券商承销的债券金额纳入统计范围）。另外可以发现，08年市场排名第一的券商，占据了市场20%以上的份额，而到现在排名前几位的券商之间差距已经大幅缩小，原来由“寡头垄断”的局面已经被“列强争霸”所取代，竞争变得更为充分。

作为曾经的寡头，中信证券IPO主承销的市场份额由08年的24%下滑至目前的6%，市场排名由第一跌至第三；债券主承销虽然仍保持行业第一，但市场份额由08年的26%下滑至目前的14%。

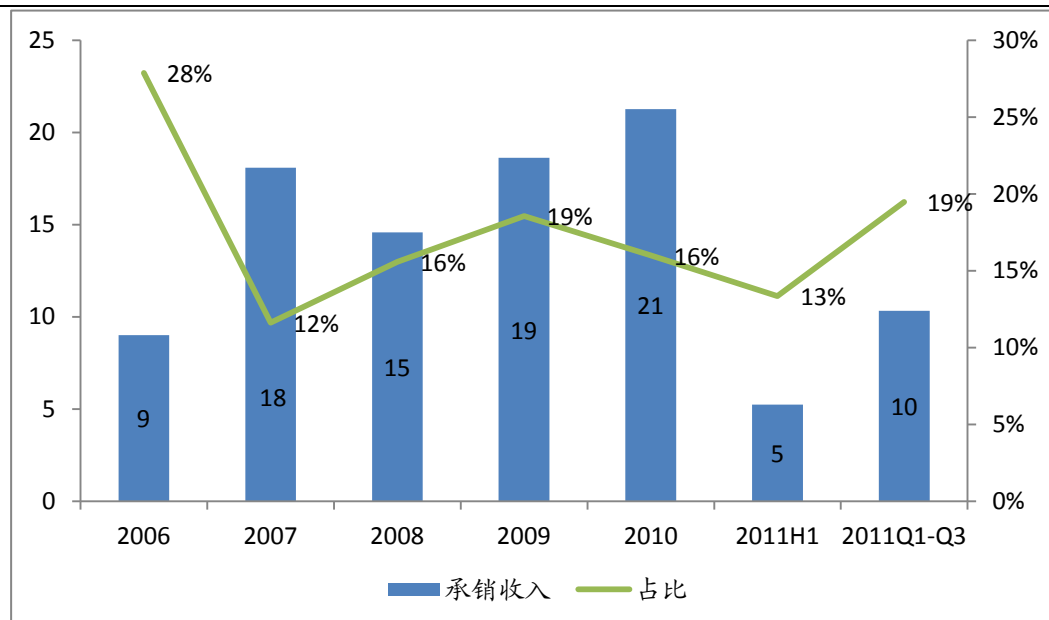
表 11：发行市场由寡头垄断向充分竞争转换

IPO 主承销			2008			2011Q1-Q3		
市场排名	券商	市场份额	券商	市场份额	券商	市场份额	券商	市场份额
1	中信证券	24%	平安证券	11%	中信证券	6%	中信证券	14%
2	中金公司	20%	国信证券	9%	安信证券	5%	中金公司	13%
3	银河证券	13%	中信证券	6%	中银国际	4.5%	国泰君安	9%
4	安信证券	10%	安信证券	5%	招商证券	6%	瑞银证券	6%
5	中银国际	4%	中信建投	4.5%				
CR5			71%	CR5	36%		CR5	46%
债券主承销			2008			2011Q1-Q3		
市场排名	券商	市场份额	券商	市场份额	券商	市场份额	券商	市场份额
1	中信证券	26%	中信证券	14%	中信证券	14%	中信证券	14%
2	中金公司	15%	中金公司	13%	中金公司	13%	中金公司	13%
3	国泰君安	13%	中银国际	9%	中银国际	9%	中银国际	9%
4	瑞银证券	6%	平安证券	5%	平安证券	5%	平安证券	5%
5	招商证券	6%	国泰君安	5%	国泰君安	5%	国泰君安	5%
CR5			65%	CR5	46%		CR5	46%

数据来源：wind资讯、广发证券发展研究中心

虽然市场地位出现下降，但是这几年公司的投行业务收入占比依然很稳定，项目储备与释放周期较平滑，对业绩的贡献均能保持在15%以上。凭借强大的实力以及国际化项目运作的经验，随着国际板的开闸，中信证券投行业务将会迎来新的机遇。

图 20：中信证券母公司投行收入及占比（亿元）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

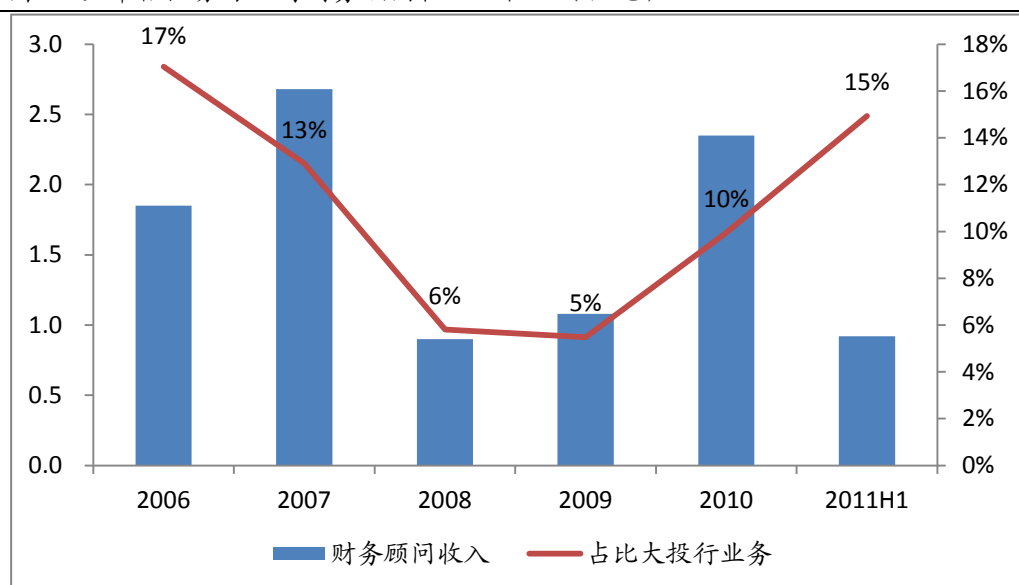
另一方面，公司在兼并重组、企业收购等业务上的领先地位依然无法动摇，2010年的情况来看，公司已经公告的项目数达到22个，涉及金额159亿美元，其中，已完成项目数8个，涉及金额53.5亿美元，市场份额达到5.9%，行业排名第二。08年至今，平均每年的财务顾问收入为1.8亿元左右，占整个大投行业务收入10%以上。

表 12：2010 年中信证券财务顾问业务情况

	已公告未完成	已完成
项目数	14	8
交易价值（亿美元）	105.3	53.5
市场份额	5.6%	5.9%
市场排名	2	2

数据来源：广发证券发展研究中心

图 21：中信证券母公司财务顾问收入及占比（亿元）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

（四）资管业务——集合理财规模行业第一，经纪业务转型重要一环

跟随行业迅速成长，规模位居第一，收入占比提升至3%。从中信证券母公司受托资产规模及构成的情况来看，从08年至今，定向理财产品规模增长最快，增长了近6倍，规模达到395亿元，集合理财规模增长2倍，截至10月份，规模达到142亿元，位居行业第一，专项理财规模则不断萎缩。不过从收入贡献来看，主要的收入来自于集合理财产品，占比达到87%。

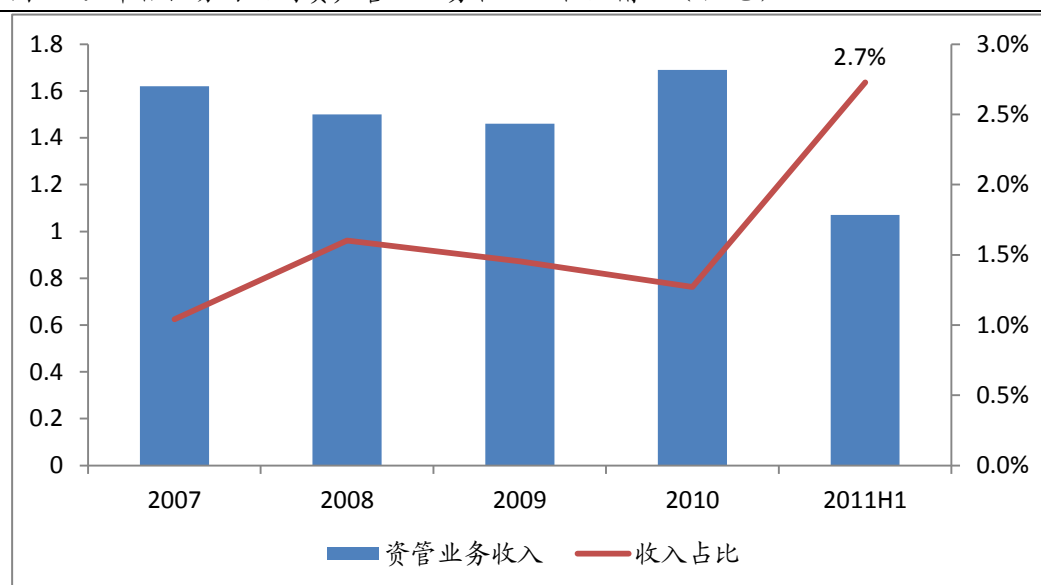
表 13：中信证券受托资产管理业务情况（亿元）

	2008		2009		2010		2011H1	
	资产规模	管理费	资产规模	管理费	资产规模	管理费	资产规模	管理费
集合理财	50	0.96	102	1.2	157	1.58	155	0.93
定向理财	60	0.53	182	0.25	299	0.23	395	0.14
专项理财	9.8	0.004	6.6	0.004	3.8	0.004	2.1	0.004
合计	119.8	1.5	290.6	1.5	459.8	1.8	552.1	1.1

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

从收入的角度看，资管业务由于是以提取管理费为重要的收入模式，与其他业务相比，资管业务的收入具有较好的稳定性，截止到今年上半年，资管业务收入占母公司收入的比例达到3%。

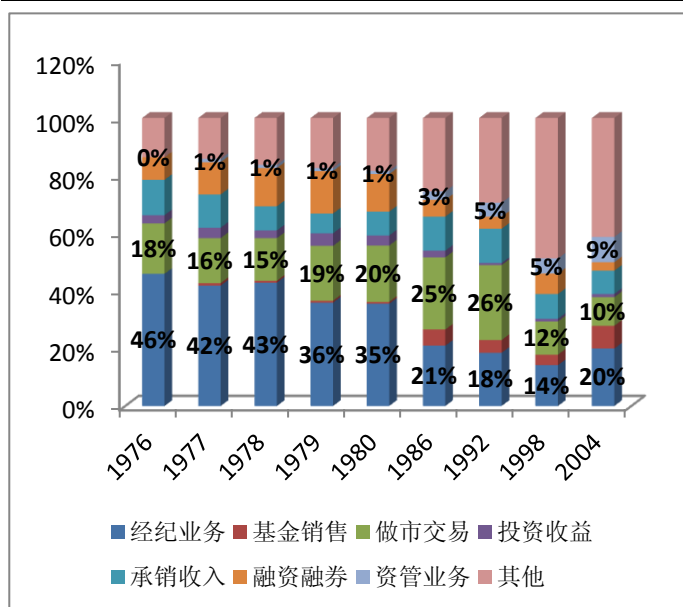
图 22：中信证券母公司资产管理业务收入及占比情况（亿元）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

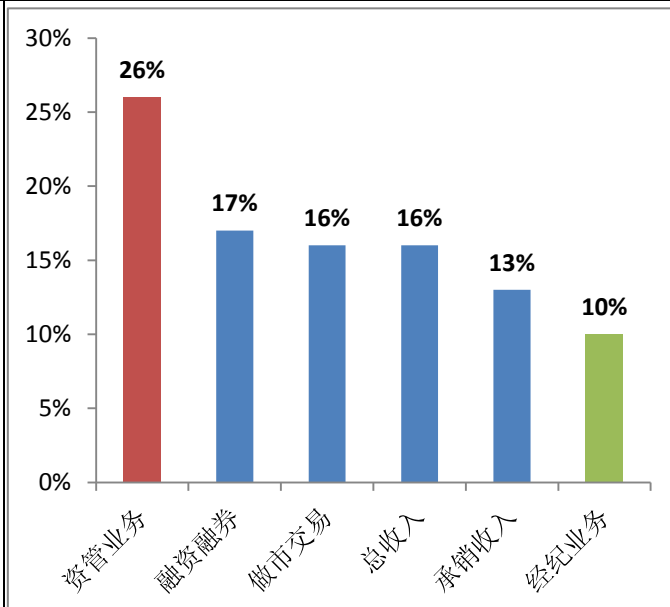
前景广阔，释放潜力有待政策支持，具备规模效应。从国外券商业务发展情况来看，随着国民财富增长，理财意识的加强，券商资管业务将获得超过其他传统业务的增长速度，美国自70年代中期佣金改革以来，资管业务的年均复合增长率高达26%，收入占比达到了9%，成为一项重要的收入来源。

图 23：美国券商各项业务收入占比变化趋势



数据来源：SIMFA（美国证券业与金融市场协会）

图 24：美国券商各项业务年均复合增长率



数据来源：SIMFA（美国证券业与金融市场协会）

对于国内券商而言，资管业务也是打造公司品牌，促进经纪业务向财富管理转型升级的重要业务资源，目前由于受到政策上的限制，发展相对滞后，比如券商的大集合理财产品，其性质上类似于现在的公募基金，但是由于投资门槛过高（5万或10万元），且不允许进行公开宣传，这样就在与公募的竞争中处于劣势；而具有私募性质的小集合产品，却由于产品的发行需要证监会审核，在产品的创新和效率上都不如私募。不过近期已经有消息称，监管层正在酝酿对券商资管业务进行松绑，有可能将会把大集合产品

定位为公募性质，降低投资门槛，另外对于小集合的发行有望改成备案制，这样将大大增强券商资管产品的竞争力。券商资管业务同时这是一个能够很好地体现规模优势的业务，在按规模收取管理费盈利模式下，资产管理规模的增长并不一定会带来成本的同比增长，目前这项业务依然处于投入阶段，随着规模增长，边际效益递增，收入的增长具有较强的潜力，再考虑到资管业务对于经纪业务转型的协同效应和品牌效应，因此无论从增长潜力和业务转型的角度看，资产管理都将成为未来重点发展的一项业务，已经处于行业领先地位的中信证券无疑将具备优势。

三、创新业务布局最早，实力最强

从国外经验和国内发展的趋势来看，创新业务是行业在未来保持增长的主要动力。目前包括股指期货套保，直投，融资融券，期货业务以及国际业务在内的创新业务已经开始为券商贡献业绩，大型券商创新优势明显，中信证券在2010年创新业务的合计收入达到20亿元，占比9%（考虑到数据的完整性和可比性，这里仅搜集了2010年的各项创新业务收入数据进行对比），而今年上半年，已经披露的数据显示，融资融券利息收入为0.9亿元，股指期货套利收入为6.1亿元，仅两者合计收入占比就达到了9%，创新业务的实力在行业里首屈一指。

表 14：2010 年券商各项创新业务收入（亿元）

上市券商	融资融券	期货业务	国际业务	股指期货套保	直投业务	合计占总收入比例
中信证券	0.77	1.5	7.7	4.3	5.82	9%
广发证券	0.25	2.91	0.43	1.6	0.05	6%
招商证券	0.9	0.93	4	未披露	0.16	9%
海通证券	0.37	2.46	7.2	0.5	1.72	13%
华泰证券	0.08	1.61	0.36	1.6		4%
光大证券	0.3	1.44		-0.12		3%
长江证券		1.2				4%
宏源证券		0.95			0.08	3%
国元证券	0.08	0.17	1.1		0.08	6%
东北证券		0.74				4%
国金证券		0.43				3%
兴业证券		0.84			0.04	3%
山西证券		0.49				3%
方正证券		1.50				5%
合计	2.8	17.2	20.8	7.9	7.9	7%

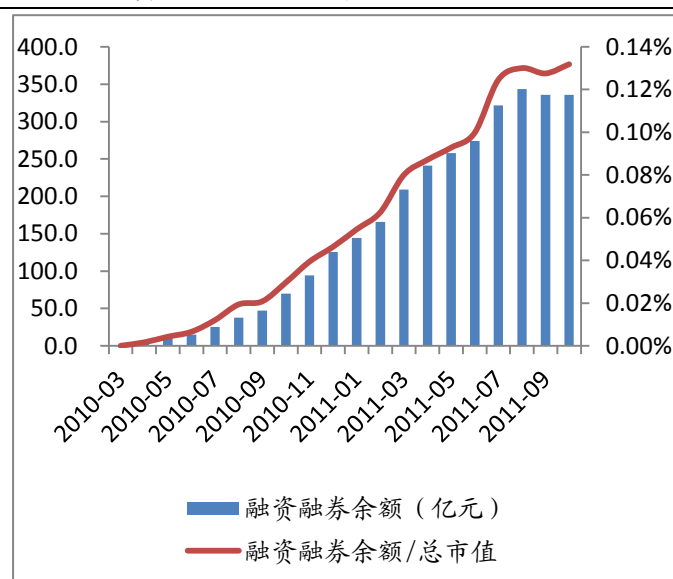
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

（一）融资融券松绑，子公司参与业务实力还将进一步提升

融资融券业务自去年初推出以来，经历了一年多的平稳运行，而且两融余额也在迅速上升，截止到10月份，余额达到336亿元，占总市值的比例为0.13%，其中以融资交

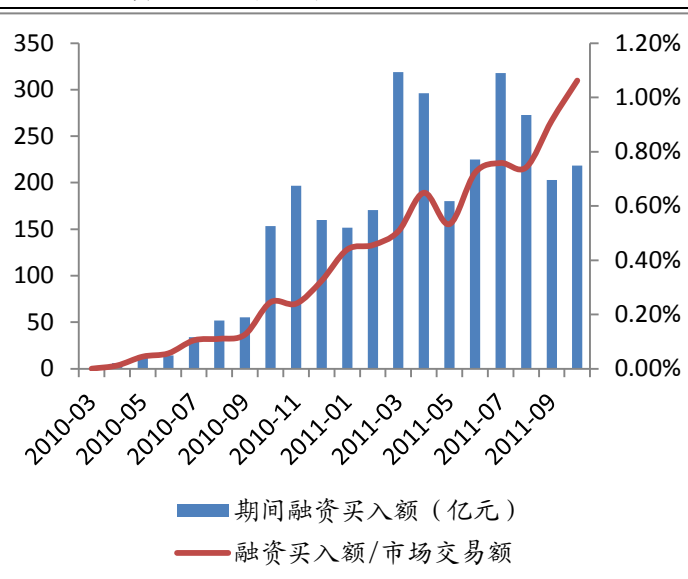
易为主，信用交易占整个市场交易额的比例为1%左右。

图 25: 融资融券余额增长情况



数据来源：上海证券交易所、深圳证券交易所

图 26: 融资融券交易额情况

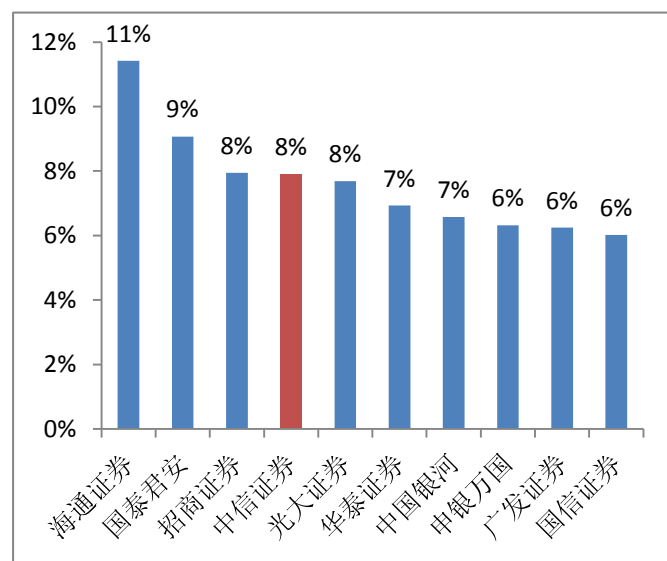


数据来源：上海证券交易所、深圳证券交易所

虽然从增速上来看，融资融券业务获得了较快的发展，但是从规模来看，目前依然是不足的。以台湾为例，信用交易的占比在35%左右，两融余额占比为2%。由于目前国内融资融券业务尚在试点开展阶段，潜力尚未完全释放。经过一年多以来作为试点业务运行，融资融券业务的平稳运营以及对券商收入的持续性贡献，也加快了监管层对于该项业务的后续配套政策推出的步伐。业界期盼已久的业务转常规成为现实，券种也由原来的90只扩充到上证180和深证100以及7只ETF基金，而且证监会已经出台了《转融通业务监督管理试行办法》，证券金融公司正式成立，这一系列的政策推出也意味着融资融券业务的进一步开放以及配套机制的建立逐渐成为现实。未来在融资融券业务发展成熟之后，按照国外经验，随着保险公司、社保基金等长线资本的主要持有方加入到借券的行列，融资融券余额还将进一步上升，收入占比有望提升至两位数以上，对于大多数券商而言，这相当于再造了一个投行部门，同时券商在融资融券业务上仅扮演资本中介的角色，这项收入的稳定性以及相对较低的风险十分具有吸引力。具体可以参考我们此前发布的创新业务专题报告《转融通与新三板推出将开辟券商新增长渠道》。

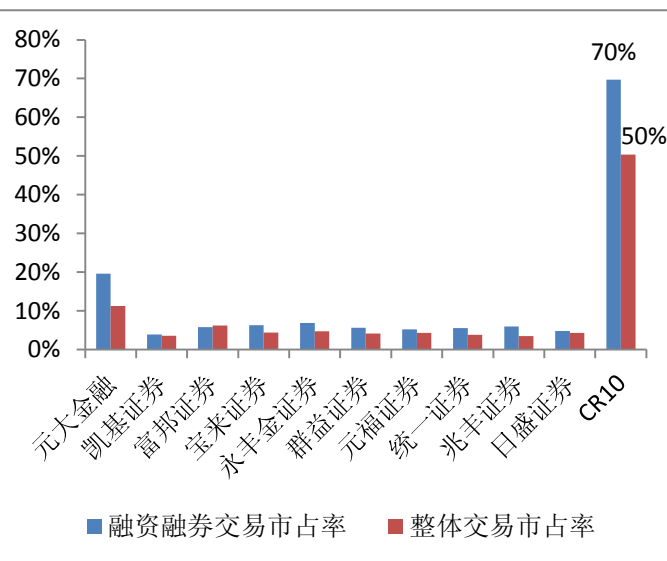
相对而言，经纪业务实力较强的券商将获得更大的业绩提升，目前融资融券试点券商共有25家，而随着试点券商的增多，已经获得试点资格的券商市场份额势必会有所下降。但根据台湾开展融资融券交易的经验，经纪业务实力较强的券商，客户结构中具有较丰富投资经验和高净值的比例较高，其参与融资融券的可能性要比一般客户大，融资融券业务的市场集中度要明显高于普通经纪业务的市场集中度，台湾前十家券商融资融券的市占率达到70%，而传统经纪业务的市占率仅有50%。

图 27：融资融券余额排名前十券商市占率



数据来源：上海证券交易所、深圳证券交易所

图 28：台湾券商融资融券集中度高于整体集中度



数据来源：台湾证券交易所

对于中信证券而言，目前的市占率在8%左右，排名第四位，但考虑到在业务试点阶段，仅允许母公司的营业部开展融资融券业务，业务转常规之后，子公司的营业部也可以开展，两家子公司的客户资源占比达到60%，仅从自身的角度来看，转常规后的增长潜力就非常巨大。假设转融通业务开放后，两融余额占比由目前的0.13%提升至0.4%，达到1200亿元，中信证券的两融余额占比依然维持8%，那么融资融券业务年收入就可达到10亿元左右，收入占比5%，净利润占比将会更高。

（二）国际业务——发展提速，内生成长+外延扩张齐头并进

资本实力增强，内生式发展提速。中信证券的国际业务主要由于子公司中信证券国际开展，业务范围包括投行、经纪、期货、资管、自营和直投等，总部设在香港，目前公司在香港拥有7家分行，员工365人，2010年实现营业收入7.7亿元，净利润1.4亿元，在所有在港中资券商中，目前的盈利能力还属于第二梯队（第一梯队为国泰君安国际和海通国际，其中海通国际于2010年以18亿港元，对应PE10倍收购香港老牌券商大福证券60%股份，实力进一步提升，仅今年上半年净利就达到1.6亿，相当于去年全年水平）。

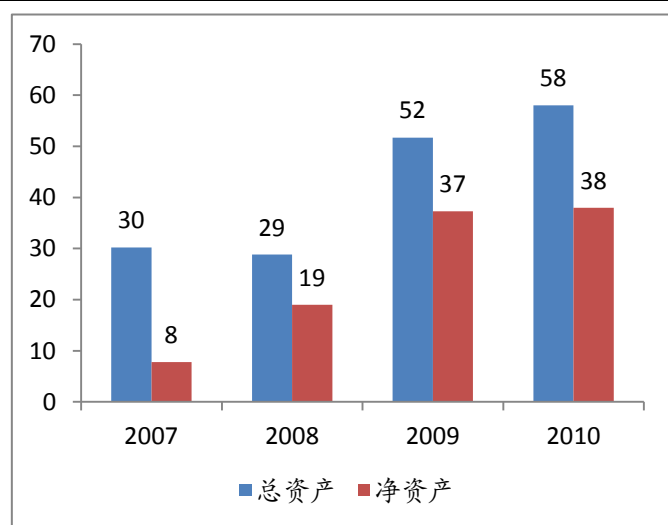
表 152： 010 年中资券商香港子公司收入及盈利情况（亿元）

	国泰君安	海通证券	申银万国	招商证券	中信证券
营业收入	6.5	7.2	5.1	4	7.7
净利润	2.5	1.6	1.9	1.7	1.4

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

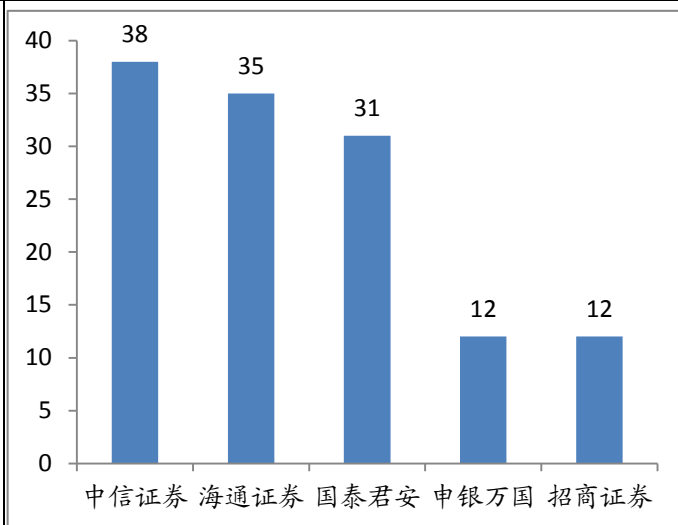
从最近几年的发展情况来看，凭借母公司强大的资本实力，中信证券国际的资产规模已经有了大幅提升（母公司分别于08和09年合计向中信证券国际增资4.25亿美元），截至2010年底，总资产与净资产分别达到58亿元和38亿元，从净资产对比来看，中信证券国际是在港中资券商里面资本实力最强的，随着资本实力的提升，中信证券的香港子公司未来将会获得更好的展业空间和业绩增长。

图 29：中信证券国际资产规模迅速提升（亿元）



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图 30：中资香港券商净资产对比（亿元）



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

H股发行将进一步提升公司国际业务实力。中信证券于9月22号进行H股的公开招股，并于10月6号在港交所上市，行使完超额配售权之后，本次发行共计10.7亿股，其中95%国际配售，5%公开发售，发行价为13.3港元，按照当时汇率换算，股价为人民币11.3元，大约募集117亿元。与发行时A股中信证券股价有5%的折价，考虑到中资非银行金融股在香港市场存在10%左右的溢价，中信证券此次相对于A股折价发行低于市场预期，不过我们可以从两个方面来解释这一举动：首先，中信证券实际上并不差钱，从中报的数据来看，公司自有的货币资金就达到了199亿元；其次，作为中信证券国际化道路的重要里程碑，折价发行不仅能够获得更多机构的青睐，保证足额认购，而且能够提供给海外机构和个人股东更多的股价增值空间，对于提升公司形象打开海外市场有较大帮助（在正式发行前，中信证券就已经获得7家基石投资者的认购，包括淡马锡投资、中东股权基金科威特投资局、中国社保基金、富邦人寿、巴西投资银行、对冲基金Och-Ziff、美国资产管理公司Waddell & Reed，认购额占此次H股集资额近一半，很大程度上保证了发行的成功实施）。

择机收购，资本实力助推外延式发展。公司在H股的招股书中披露募集资金的使用将主要分为三大部分，其中65%（约83亿元）用于建立和收购海外研究平台、销售和交易网络，30%（约39亿元）用于发展结构性产品及固定资产投资、外汇及商品业务，余下5%为一般营运资金。而按照公司在6月份的公告，其全资子公司中信证券国际将出资3.74亿美元（约合人民币24亿元）收购里昂证券和盛富证券19.9%的股权，另外，公司将出资30亿元成立金融投资子公司，完成这些投入之后，仍然有大约70亿元剩余，预计将主要用于补充净资本。按照中信证券的未来发展规划，一方面会择机运用募集资金收购更多的海外资源，另一方面会加大买方业务的投入，促进业务转型。

表 16：中信证券 H 股募集资金用途分解（亿元）

募集资金用途	可投入资金	已确定的预计投入	剩余
海外业务	83	24	59
创新投资业务	39	30	9
营运资金	6		6
资金合计	128	54	74

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

里昂证券与盛富证券简介。里昂证券与盛富证券是法国农业信贷集团成员之一的东方汇理银行的两家控股子公司。其中，里昂证券总部位于香港，法国东方汇理银行拥有其超过98%的股权（其余为管理层持股）。里昂证券的核心业务是研究和机构经纪业务，其在亚洲各主要市场的经纪业务和研究业务都名列前茅，拥有超过9000个全球性机构客户。主要业务区域位于亚洲国家，提供机构经纪、并购及资产管理服务，公司在15个亚洲城市拥有1500名员工，其中研究人员150名，研究实力在亚洲地区首屈一指，同时具有丰富的客户资源和销售网络。盛富证券总部设于巴黎，是法国东方汇理银行的全资子公司。其主要业务区域在欧洲国家，在10个欧洲国家设有分支机构，为1200多个机构投资者服务，提供股票经纪、研究和销售服务。

从近两年的收入和业绩情况来看，里昂证券的收入达到50亿元，税前利润7亿元左右（按照年底汇率换算），中信证券收购后的整合将更多地立足于亚太地区，利用里昂证券的强大实力和客户资源进行国际化经营。截至2010年底，里昂证券和盛富证券的净资产分别为5.9亿美元和3.41亿美元，以此计算，中信的收购价格对应市净率为2倍左右。

表 17：里昂与盛富证券的收入及盈利情况（亿元）

里昂证券	2009	2010	盛富证券	2009	2010	权益合计	2009	2010
营业收入	43.2	50.4	营业收入	19.7	21.6	营业收入	12.5	14.3
税前利润	8.4	7.0	税前利润	-0.4	-2.7	税前利润	1.6	0.9

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

H股增发之后，2011年的每股收益会相应被摊薄，不过我们对这部分资金在2012年带来的业绩增厚进行预测，结果表明增厚的业绩能够基本弥补每股收益的摊薄——对于国际业务资金运用部分，按照两年的平均数来计算，里昂证券与盛富证券贡献的税前投资收益为1.2亿元；对于创新投资业务资金运用部分，保守假设金融投资子公司投资收益率为5%（税前收益1.5亿元）；另外，剩余募集资金的利息及投资收益率假设为6%（税前收益4.4亿元），由此测算，募集资金2012年合计增厚的税后利润大约在5.6亿元左右，对应增发股本的每股收益为0.5元，基本上不会摊薄融资前的每股收益。之后随着国际业务进一步整合、海外网络的搭建完成以及创新投资业务释放业绩，收益将进一步得到提升。

四、盈利预测与投资建议

由于华夏基金的股权出让在年内完成，如果这部分投资收益在今年确认，将对公司业绩产生较大影响，按照转让价格计算，投资收益对应的净利润为44亿元，按照摊薄后的股本计算，对应EPS0.4元，由于子公司股权转让的投资收益属于非经营性收入，我们在做盈利预测时不考虑这部分的业绩贡献。主要几个关键指标的假设如下：

表 18：盈利预测关键假设

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
日均股基交易额（亿元）	2194	2300	1800	2300	2760
交易天数	244	242	245	245	245
经纪业务市占率	4.99%	5.30%	5.51%	5.62%	5.73%
市占率增长		6.21%	4.0%	3.0%	2.0%
净佣金率	0.115%	0.086%	0.076%	0.074%	0.073%
佣金率变化		-25%	-12%	-5%	-3%
投资业务综合收益率	7.2%	10.7%	5.0%	8.0%	8.0%
管理费用率	36.4%	37.9%	45.0%	41.4%	41.4%
综合所得税率	24.2%	25.6%	25.9%	25.8%	25.8%
每股红利（元）	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50

数据来源：wind资讯、公司财报、广发证券发展研究中心

按照上述假设，我们测算出公司2011-2013年每股收益分别为0.41元，0.67元和0.79元，每股净资产7.58元，7.91元和8.43元，对应12年PE为17X，PB1.4X，对于公司的投资价值，我们从以下三个方面进行总结：

1.业务结构均衡——公司经纪业务占比降至3成左右，有效地抵御了行业佣金率下滑导致的业绩波动，同时公司的经纪业务市占率也保持了连续上升的趋势，在三季度更是达到5.60%的最高水平，超过华泰系5.46%的份额，重新成为行业老大。

2.业务实力领先——公司在资金规模以及各项主要业务上实力全面领先，其中，经纪业务占比5.6%，投行业务占比6%，资管业务占比12%，机构客户分仓占比6%，在传统业务上几乎没有明显的短板，卖方业务所积累的客户资源也为公司向买方业务转型奠定了坚实的基础。

3.创新优势明显——公司在直投、股指期货投资、融资融券和国际业务上全面布局，创新业务的收入占比已经达到10%以上，H股增发完成后，公司在国际化进程中又迈进一步，随着海外收购以及业务整合的进行，国际业务的实力将大大增强。

综上所述，我们认为，在整个行业的传统业务面临转型、创新业务逐渐推出的过程中，中信证券凭借强大的资金实力和客户资源，均衡的业务结构以及领先的创新业务实力，能够比其他券商更平稳地度过转型阵痛期，并且将在创新业务上获得发展先机。鉴于目前公司业绩和估值均处于底部区域，具有很好的配置价值，给予买入评级。

五、风险提示

1.公司经纪业务收入占比虽然相对较低，但目前依然是重要的收入来源，自营业务投资范围较窄，目前仍然摆脱不了市场下跌的影响。如果国内外经济形势恶化，从而使投资者出现悲观情绪，造成交易额以及指数的双重下跌，将会对券商收入造成影响。

2.转融通等创新业务属于全新的业务模式，由于存在杠杆效应，一旦出现问题将会使亏损面扩大，可能会迫使监管层暂停该项业务的实施。

3.我们判断佣金率企稳只是在行政干预下的暂时性结果，按照中报的数据显示，目

前大部分券商的经纪业务依然有50%以上的利润率，经纪业务的佣金率依然存在下调的压力，未来随着转型的深入，新设营业部的再次加速，佣金率可能会再次出现大幅调整。

资产负债表

单位：亿元

报表项目	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	647.2	621.9	619.8	635.0
其中：客户存款	469.6	411.1	444.1	492.2
结算备付金	156.4	79.5	83.5	89.3
其中：客户备付金	149.5	64.5	67.7	72.4
交易性金融资产	142.6	200.4	210.4	225.2
买入返售金融资产	18.7	19.0	20.0	21.4
应收利息	3.4	3.5	3.7	3.9
存出保证金	10.1	10.3	10.8	11.5
可供出售资产	371.9	319.3	335.3	358.7
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	76.1	93.9	118.6	144.6
固定资产	24.9	29.2	30.6	32.1
无形资产	1.0	1.1	1.1	1.2
其中：交易席位费	0.1	0.1	0.1	0.1
递延所得税资产	11.3	11.8	12.4	13.1
投资性房地产	0.8	2.9	3.0	3.2
其他资产	67.4	75.4	86.9	101.3
资产总计	1531.8	1468.3	1536.2	1640.5
短期借款	1.3	7.3	7.7	8.2
卖出回购资产款	69.0	100.4	105.4	112.8
代理买卖证券款	620.8	383.2	402.4	430.6
代理承销证券款	0.7	0.7	0.7	0.8
应付职工薪酬	50.6	51.6	54.2	58.0
应交税费	38.6	39.4	41.4	44.2
应付利息	0.4	0.4	0.4	0.4
递延所得税负债	8.0	8.1	8.5	9.1
预计负债	0.2	0.2	0.2	0.2
其他负债	33.8	37.5	39.4	42.1
负债合计	823.3	628.8	660.2	706.4
股本	99.5	110.2	110.2	110.2
资本公积金	263.2	345.4	362.7	388.1
减：库存股	0.0	0.0	0.0	0.0
盈余公积金	46.8	51.3	58.7	67.4
未分配利润	206.6	228.0	224.8	230.9
风险准备	90.7	99.7	114.6	132.0
少数股东权益	4.1	4.9	5.1	5.4
归属母公司权益	704.3	834.6	870.9	928.7
所有者权益合计	708.5	839.5	876.0	934.1
负债及股东权益	1531.8	1468.2	1536.2	1640.5
每股净资产	7.08	7.58	7.91	8.43

数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心

利润表

单位：亿元

报表项目	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	277.9	118.4	145.6	174.9
手续费及佣金净收入	148.6	77.0	70.1	86.3
其中：经纪净收入	78.1	36.8	46.0	54.6
承销净收入	29.0	17.4	20.9	25.1
资管净收入	1.8	2.3	2.8	3.4
利息净收入	13.0	14.3	18.6	24.2
投资净收益	109.6	26.1	55.8	63.4
其中：联、合营企业投资收益	0.2	0.2	5.2	8.2
公允价值变动净收益	5.7	0.0	0.0	0.0
汇兑净收益	0.1	0.1	0.1	0.1
其他业务收入	1.0	0.9	0.9	0.9
二、营业支出	115.3	58.2	46.0	57.4
营业税金及附加	9.6	4.6	5.4	6.7
管理费用	105.4	53.3	40.3	50.5
资产减值损失	0.2	0.2	0.2	0.2
其他业务成本	0.1	0.1	0.1	0.1
三、营业利润	162.7	60.2	99.5	117.5
加：营业外收入	0.9	0.8	0.8	0.8
减：营业外支出	0.3	0.4	0.4	0.4
四、利润总额	163.2	60.6	99.9	117.9
减：所得税	41.8	15.7	25.8	30.5
加：未确认损失	0.0	0.0	0.0	0.0
五、净利润	121.4	44.9	74.1	87.4
少数股东损益	8.2	0.1	0.1	0.1
母公司所有者净利	113.1	44.9	74.0	87.3
六、每股收益：				
基本每股收益	1.14	0.41	0.67	0.79
稀释每股收益	1.14	0.41	0.67	0.79

数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心

主要财务比率

%

报表项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入增长率	26%	-57%	23%	20%
营业利润增长率	23%	-63%	65%	18%
净利润增长率	26%	-60%	65%	18%
净资产收益率	13.9%	5.6%	8.7%	9.7%
资产负债率	53.7%	42.8%	43.0%	43.1%
所得税税率	25.6%	25.9%	25.8%	25.8%

数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心

广发非银行金融行业研究小组

曹恒乾，分析师，英国达勒姆大学（University of Durham）金融学硕士，2008 年进入广发证券发展研究中心。

温重伟，研究助理，华南理工大学管理学硕士，2011 年加入广发证券发展研究中心。联系方式：wcw@gf.com.cn，020-87555888-8089

相关研究报告

中信证券（600030.sh）：业务结构均衡，创新业务实力最强，业绩同比增长 10%	温重伟	2011-11-01
中信证券(600030.sh)：行业龙头,受益于创新业务的推出	曹恒乾	2011-04-11

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。