



华泰联合证券
2011-10-31
金融/证券

华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

华泰联合证券
证券研究报告
公司研究 / 季报点评

华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

中信证券 (600030)

买入/维持评级

股价: RMB12.20

分析师

李聪

SAC 执业证书编号:S1000510120013

(021)6849 8610

licong@mail.hthsc.com.cn

张黎

SAC 执业证书编号:S1000510120017

(0755)8236 6995

zhanglisz@mail.hthsc.com.cn

联系人

丁文韬

(021)5010 6410

dingwentao@gjzq.com.cn

华莎

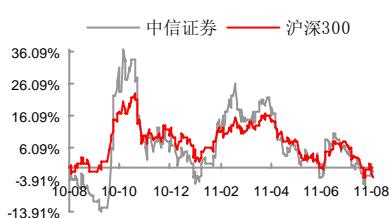
(021)6849 8507

huasha@mail.hthsc.com.cn

基础数据

总股本 (百万股)	10,941
流通 A 股 (百万股)	9,846
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	120,123

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

转型的阵痛

——2011Q3 财报点评

- 业绩:** 综合收益同比下滑 96% 主因归于自营损失影响。2011 前 3 季公司营业收入、净利润、综合收益分别为 94.50、33.33、2.01 亿元, 分别同比-24%、-17%、-96%, 每股净利润、每股综合收益分别为 0.34 元、0.02 元。综合收益同比下滑 96% 主因归于自营损失以及转让中信建投影响。自营损失是公司转型买方业务过程所难以回避的阵痛, 预计在更多非股票二级市场的投资渠道增加以及更多对冲工具的成熟运用之前, 该阵痛仍将不时困扰公司, 同时公司的业绩弹性也将大幅增加。
- 收入端:** 市场景气度对买方业务影响尤甚。中信证券的买方业务近年来迅速崛起, 但受市场股指影响, 2011 前 3 季收入结构中广义的买方业务占比下降到-1%, 主因归于市场景气度对买方业务的影响更大。
- 1) 买方业务:** 资管、融资融稳定增长, 自营亏损。2011Q3 中信证券的资管规模继续逆市增长, 融资融券余额稳步增加; 自营总收入 (含浮盈/亏) 为-23.19 亿元, 自营收益率为-4.0% (未年化), 仍然优于沪深 300 收益率-17.5%。
- 2) 卖方业务:** 经纪佣金率降幅已明显收窄。2011Q3 中信证券的经纪业务佣金率降幅已明显收窄, 市场份额继续扩大; 投行业务同比降幅有所收窄。
- 成本端:** 人力成本刚性压力依然存在。2011 前 3 季中信证券母营业支出、业务及管理费同比分别增长 29% 和 27%, 均超过 2011 前 3 季母公司营业收入-1% 的同比增速, 人力成本刚性上升压力依然存在。
- 投资建议:** 维持“买入”评级。主要推荐理由: 1) PB 估值已非常安全。2011 年 PB 仅为 1.61 倍, 已达到历史底部水平。作为直接融资模式的金融企业, 其净资产更加安全、可靠。2) 高分红率增强股价安全边际。2011 年分红收益率达到 3.70%。3) 行业性催化剂将逐渐兑现。转融通、标的券扩容、新三板扩容等行业性催化剂未来将逐渐兑现。
- 风险提示:** 转型买方业务过程中将面临业绩波动加大的阵痛。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(扣非后, 百万元)	21,998	13,079	15,173	17,081
(+/-%)	-0.0	-40.5	16.0	12.6
归属母公司综合收益(扣非后, 百万元)	7,804	1,759	5,459	6,152
(+/-%)	-19.5	-77.5	210.3	12.7
每股综合收益(扣非后, 元)	0.78	0.16	0.50	0.56
P/E(倍)	15.5	76.4	24.6	21.8

目 录

业绩：综合收益同比-96%主因归于自营损失影响	4
收入端：市场景气度对买方业务影响尤甚	4
1) 买方业务：资管与融资融券业务稳定，自营亏损	5
A.自营收益率仍然由于同期股指表现	5
B.资管规模逆势增长	5
C.融资融券份额继续位居第三	5
D.直投有望成为重要盈利增长点	5
2) 卖方业务：经纪佣金率降幅已明显趋缓	6
A.经纪佣金率降幅已明显收窄	6
B.投行收入增速降幅有所收窄	7
成本端：人力成本刚性上升压力依然存在	8
投资建议：维持“买入”评级	8
风险提示：转型买方业务过程中将面临业绩波动加大的阵痛	8

图表目录

图 1: 2011Q3 未融资融券余额市场份额	5
图 2: 中信证券合并佣金率下滑已明显趋缓.....	6
图 3: 中信证券经纪业务合并份额(剔除中信建投)稳步提升.....	7
表格 1: 中信证券利润表重构及综合收益变动归因分析(单位: 百万元)	4
表格 2: 中信证券部分直投项目一览.....	6
表格 3: 2011 前 3 季上市券商主承销份额	7
表格 4: 中信证券母公司成本分析(单位: 百万元)	8

业绩：综合收益同比-96%主因归于自营损失影响

2011 前 3 季公司营业收入、净利润、综合收益分别为 94.50、33.33、2.01 亿元，分别同比-24%、-17%、-96%，每股净利润、每股综合收益分别为 0.34 元、0.02 元。

综合收益同比下滑 96%主因归于自营损失以及转让中信建投影响。自营损失是公司转型买方业务过程所难以回避的阵痛，预计在更多非股票二级市场的投资渠道增加以及更多对冲工具的成熟运用之前，该阵痛仍将不时困扰公司，同时公司的业绩弹性也将大幅增加。

根据对 2011 前 3 季综合收益变动的归因分析，正面影响最大的是业务及管理费，贡献综合收益 18 个百分点的上升，主要归于转让中信建投影响。负面影响最大的是自营、经纪收入，分别导致综合收益 69、35 个百分点的下降。汇总来看，综合收益下滑主要归于自营损失以及转让中信建投影响。

表格 1：中信证券利润表重构及综合收益变动归因分析（单位：百万元）

	金额		占比		同比		对综合收益变动影响
	10Q1--Q3	11Q1--Q3	10Q1--Q3	11Q1--Q3	11Q1--Q3	11Q1--Q3	
新营业收入	14,026	5,446	100%	100%	-61%		-112%
经纪	5,577	2,905	40%	53%	-48%		-35%
自营	2,935	-2,319	21%	-43%	-179%		-69%
投行	1,388	1,124	10%	21%	-19%		-3%
资管	2,588	2,269	18%	42%	-12%		-4%
利息	1,046	1,055	7%	19%	1%		0%
其它	492	412	4%	8%	-16%		-1%
新营业支出	-6,450	-4,939	-46%	-91%	-23%		20%
业务及管理费	-5,888	-4,536	-42%	-83%	-23%		18%
其它	-562	-403	-4%	-7%	-28%		2%
营业外收入与支出	62	0	0%	0%	-101%		-1%
新利润总额	7,638	507	54%	9%	-93%		-
综合收益	5,855	194	42%	4%	-97%		-
归属于母公司综合收益	5,243	201	37%	4%	-96%		-
实际所得税率	23%	62%	-	-	-		-4%
综合收益归属母公司比例	90%	103%	-	-	-		1%

资料来源：公司财报，华泰联合证券研究所

注：利润表重构后各指标公式如下：

新营业收入=营业收入+资产减值+可供出售类金融资产公允价值税前变动净额

经纪业务收入=代理买卖收入

营业收入=投资收益+公允价值+资产减值+可供出售金融资产公允价值税前变动净额

投行收入=承销收入+保荐收入+财务顾问收入

资管收入=受托资管收入+基金管理收入

新营业支出=营业支出-资产减值

新利润总额=利润总额+可供出售金融资产公允价值税前变动净额

收入端：市场景气度对买方业务影响尤甚

中信证券的买方业务近年来迅速崛起，但受市场股指影响，2011 前 3 季收入结构中广义的买方业务(自营、资管、直投等)占比下降到-1%，主因归于市场景气度对买方业务的影响更大。

1) 买方业务：资管与融资融券业务稳定，自营亏损

2011 前 3 季中信证券的资管规模继续逆市增长，融资融券余额稳步增加；自营总收入（含浮盈/亏）为 -23.19 亿元，自营收益率为 -4.0%（未年化），仍然优于沪深 300 收益率 -17.5%。

A. 自营收益率仍然由于同期股指表现

2011 前 3 季中信证券自营总收入（含浮盈/亏）-23.19 亿元，同比下降 179%，自营资产总收益率 -4.0%（未年化），仍然优于同期沪深 300 下跌 -17% 的市场表现。

B. 资管规模逆势增长

2011 前 3 季中信证券资管总收入（含公募）22.69 亿元，同比下降 12%，主要源于基金管理费收入的下降了 -14%。

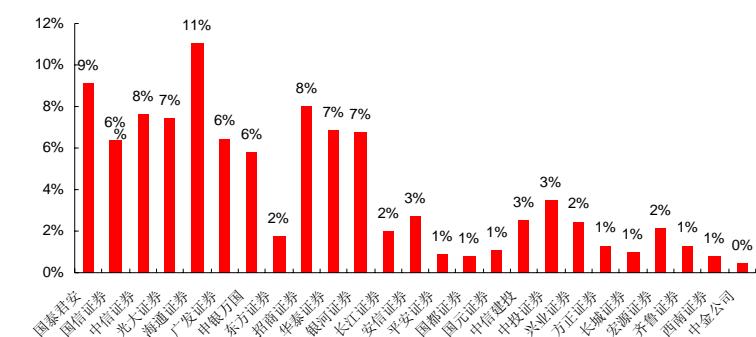
中信证券自有资产管理业务前 3 季度收入为 1.63 亿元，同比 25%，主要归于资管规模增长，2011 年中信证券新发行理财产品 6 个，规模共计 41 亿，目前净值占理财产品总净值的 26%。公司自有资管业务能够在偏弱的股市环境中依然稳步增长。

中信证券前 3 季基金管理费收入 21.06 亿元，同比 -14%，收入主要来自华夏基金贡献。2011H1 末华夏基金管理资产规模 1899 亿元，同比下降 18%。目前中信证券已完成了华夏基金 31% 股权的挂牌，后续还将继续转让剩余的 20% 股权。

C. 融资融券份额继续位居第三

2011Q3 末，中信证券融资融券余额为 25.62 亿元，市场份额分别为 7.81%，继续排在行业第三。

图 1： 2011Q3 末融资融券余额市场份额



资料来源：上交所、深交所，华泰联合证券研究所

D. 直投有望成为重要盈利增长点

2011Q3 财报中并未披露直投业务最新的进展情况，但是长期股权投资金额比 10Q3 末增加了 44.94 亿元，可见公司直投项目仍在快速推进中。

金石投资成立于 2007 年 10 月，其净资产已由股东投入的 46 亿元上升至 2010 年末的 60.6 亿元。考虑到直投项目高速推进以及创业板项目快速发行，我们判断，直投业务未来将成为公司重要的盈利增长点。

表格 2：中信证券部分直投项目一览

直投项目	投入金额(万元)	上市前持有股 份(万股)	直投项目上市前 总股份(万股)	上市时间
神州泰岳	2,772	210	12,640	2009-10-30
机器人	2,560	320	6,150	2009-10-30
昊华能源	15,120	2,400	33,400	2010-3-31
丰林木业	15,000	1,938	17,584	未过会
恒泰艾普	2,400	186	6,666	2011-1-7
天顺风能	2,301	300	20,575	2010-12-31
东软载波	2,000	300	10,000	2011-2-22
九牧王	2,501	293	45,293	2011-5-30
开山股份	4,000	500	10,700	已过会未上市

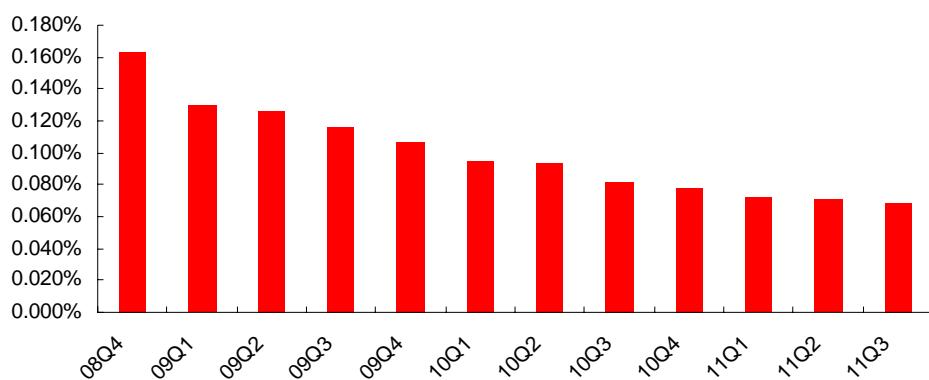
资料来源：证监会网站，公司招股说明书，华泰联合证券研究所

2) 卖方业务：经纪佣金率降幅已明显趋缓

2011Q3 中信证券的经纪业务佣金率降幅已明显收窄，市场份额继续扩大；投行业务同比降幅有所收窄。

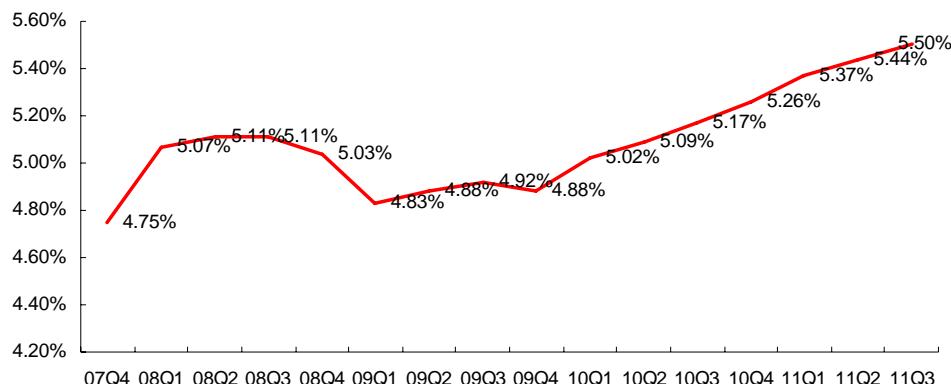
A. 经纪佣金率降幅已明显收窄

2011Q3 中信证券合并佣金率为 0.068%，单季度环比-4%，已呈现明显的下滑趋缓态势，主要归因于证券业协会发起的佣金管理以及公司强大后台研究支持提升佣金议价能力。

图 2：中信证券合并佣金率下滑已明显趋缓


资料来源：公司数据，华泰联合证券研究所

2011 前 3 季中信证券经纪业务合并份额达到 5.50%，同比高增 6.48%，继续延续 09 年以来的增长势头，主要归于公司营业部数量同比增长 16%，超过行业 14% 的增速，以及公司相比同业较低的佣金率水平提高了对客户的吸引力。

图 3： 中信证券经纪业务合并份额（剔除中信建投）稳步提升


资料来源：公司数据，华泰联合证券研究所

B. 投行收入增速降幅有所收窄

2011 前 3 季度投行收入 11.24 亿元，同比 -19%，降幅已较前 2 季 -42% 的同比降幅有所收窄。

表格 3：2011 前 3 季上市券商主承销份额

上市券商	合计	首发	增发	配股	可转债	债券发行
中信	11.46%	6.33%	9.11%	24.68%	9.28%	14.19%
广发	3.91%	2.97%	2.52%	23.46%	0.00%	3.62%
海通	3.59%	3.03%	5.39%	0.00%	0.00%	3.96%
华泰	0.94%	3.02%	0.50%	0.00%	0.00%	0.12%
招商	3.94%	4.32%	7.83%	6.88%	6.18%	1.93%
光大	1.41%	3.27%	0.28%	6.83%	0.00%	0.42%
长江 (长江承销)	0.45%	0.54%	0.90%	0.00%	0.00%	0.32%
国元	0.55%	1.34%	0.97%	0.00%	0.73%	0.00%
西南	1.72%	2.23%	1.51%	0.00%	0.00%	1.83%
宏源	2.18%	1.13%	0.85%	0.00%	0.00%	3.62%
兴业	0.94%	1.70%	0.43%	0.00%	0.00%	0.85%
太平洋	1.08%	0.93%	0.29%	1.06%	0.00%	1.55%
东北	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
国金	0.71%	2.06%	0.82%	0.64%	0.00%	0.00%
山西 (中德证券)	2.64%	2.06%	4.79%	0.00%	0.00%	2.72%
方正 (瑞信方正)	0.83%	0.00%	0.99%	0.00%	9.28%	0.46%
国海	0.56%	0.70%	0.00%	0.00%	0.00%	0.77%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：公司数据，华泰联合证券研究所

成本端：人力成本刚性上升压力依然存在

合并数据因中信建投剥离而无法进行直接的同比比较，我们使用母公司数据来代替。

2011 前 3 季中信证券母公司营业支出、业务及管理费分别为 20.38 亿元、18.40 亿元，同比增长 29%、27%，均超过了 2011 前 3 季母公司营业收入-1% 的同比增速，人力成本刚性上升压力依然存在。

表格 4：中信证券母公司成本分析（单位：百万元）

	金额		收入中占比		同比
	10Q1-Q3	11Q1-Q3	10Q1-Q3	11Q1-Q3	
营业支出	1,577	2038	38%	29%	29%
业务及管理费	1,446	1840	35%	27%	27%

资料来源：公司数据，华泰联合证券研究所

投资建议：维持“买入”评级

结合今年以来偏弱的宏观和股市环境，我们下调公司的盈利预测，预计 2011-13 年公司每股综合收益分别为 0.16、0.50、0.56 元。

同时我们仍然维持对公司的“买入”评级，主要推荐理由：

- 1) PB 估值已非常安全。2011 年 PB 仅为 1.61 倍，已达到历史底部水平。作为直接融资模式的金融企业，其净资产更加安全、可靠。
- 2) 高分红率增强股价安全边际。2011 年分红收益率达到 3.70%。
- 3) 行业性催化剂将逐渐兑现。转融通、标的券扩容、新三板扩容等行业性催化剂未来将逐渐兑现。

风险提示：转型买方业务过程中将面临业绩波动加大的阵痛

**华泰联合证券评级标准：**

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300（以下简称基准）

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上

增持 股价超越基准 10%-20%

中性 股价相对基准波动在±10% 之间

减持 股价弱于基准 10%-20%

卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准

中性 行业股票指数基本与基准持平

减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码：518048

电 话：86 755 8249 3932

传 真：86 755 8249 2062

电子邮件：lzrd@mail.hthsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码：200120

电 话：86 21 5010 6028

传 真：86 21 6849 8501

电子邮件：lzrd@mail.hthsc.com.cn

免责申明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合”）签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用，在任何情况下并不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况；同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下，华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务，可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定，分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权，未经华泰联合事先书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供投资建议。