



东兴证券
DONGXING SECURITIES

直投业务引领增长 买卖双方业务相互促进 ——中信证券（600030）2011 年中报点评

2011 年 8 月 22 日

强烈推荐/维持

中信证券

财报点评

刘家伟 执业证书编号：S1480510120001

联系人：黄琳 电话：010-66554013

msn: huanglin329@msn.cn

事件：

公司 8 月 20 日发布 2011 年中期报告，实现营业收入 75.08 亿元，同比下降 5.02%；营业利润 40 亿元，同比上升了 2.09%；净利润为 29.83 亿元，同比下降 2.38%；归属于母公司股东的净利润 29.73 亿元，同比增长 13.12%；基本每股收益为 0.30 元。

表 1：公司分季度财务指标

指标	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2
营业收入（百万元）	6,784.30	4,063.33	3,842.03	4,515.74	15,373.81	3,446.97	4,061.23
增长率（%）	78.20	17.47	-30.56	-27.52	126.61	-15.17	5.71
销售净利率（%）	45.84	40.01	38.65	37.20	43.66	39.48	39.73
净利润（百万元）	2,958.16	1,625.71	1,429.83	1,565.65	7,514.86	1,360.75	1,622.11
增长率（%）	82.05	-5.38	-45.36	-43.99	154.04	-16.30	13.45
每股盈利（季度，元）	0.41	0.23	0.11	0.14	0.73	0.14	0.16
资产负债率（%）	68.66	68.92	64.91	61.46	53.75	48.67	48.36
净资产收益率（%）	15.38	2.40	4.32	6.43	17.13	1.91	4.31
总资产收益率（%）	5.87	0.77	1.57	2.42	6.74	0.92	2.09

评论：

积极因素：

- **直投业务进入回收期，投资收益引领增长。**公司实现投资净收益26.67亿元，是上年同期的7.5倍，其中可供出售金融资产等取得的投资收益为22.62亿元。根据公司的会计政策，直接投资业务形成的投资，在被投资公司股票上市后，如对被投资公司不具有控制、共同控制或重大影响的，于被投资公司股票上市之日将该投资转作可供出售金融资产，并按相应会计政策进行初始及后续计量。公司投资收益的爆发性增长源于直投业务形成的投资带来的高收益。

公司是第一批获得直投业务试点资格的证券公司之一，并于2007年成立子公司——金石投资并开展业务。2010年金石投资的机器人及金石投资的子公司中信创投投资的理工监测和威创股份相继解禁，直投业务开始陆续进入回收期。今年上半年，又有昊华能源的股份解禁，随着获得解禁股份的出售，公司获得丰厚的投资收益。

目前，金石投资所投项目中，已上市的有神州岳泰、机器人、昊华能源、天顺风能、东软载波、九牧王以及开山股份等，随着所持有股份的进一步解禁，公司有望将浮盈变现，带来大量投资收益。

- **资产管理业务持续增长。**上半年公司实现资产管理业务净收入为1.07亿元，同比上升了23.77%。报告期内，公司新设5支集合资产管理计划（中信贵宾2号、中心贵宾3号、中心贵宾5号、中信证券卓越成长和中信红利价值）。截至上半年，公司共有12支集合理财产品，受托资产管理规模为552.11亿元，同比增长35.40%，远高于行业19.96%的平均增幅。
- **投行固收齐发力，承销业务收入来源多样化。**上半年，公司投行业务完成股权融资项目9单，其中3单IPO、4单现金类定向增发、1单配股和1单可转债，募集资金合计301.04亿元，市场份额为6.53%，排名第三位。债券承销方面，共完成主承销项目20单，融资额553.63亿元，市场份额4.63%，其中金融债券承销金额为471.35亿元，占债券承销金额的85.14%。我们判断认为，受益于我国债券市场的不断壮大以及政策对直接融资的鼓励，债券承销有巨大成长空间，公司在债券承销，尤其是金融债券承销上的优势将为将来市场份额的扩张奠定良好基础。
- **国际化进程有序推进。**国际化是公司的既定战略之一。今年6月，中信证券国际拟出资3.74亿美元收购里昂证券及盛富证券各19.9%的股权，这是公司国际化迈出的又一个坚实步伐。此次收购短期内并不会对利润造成实质性的影响，但有利于公司全球证券经纪业务平台的搭建，同时也扩大了公司在股票、研究销售和投行业务的触角，对公司未来整体发展的影响巨大。

消极因素：

- **中信建投不再并表，经纪业务与承销业务收入同比下降。**上半年，公司代理买卖证券业务净收入为20.42亿元，同比下降了45.4%；证券承销业务净收入为5.81亿元，同比下降了41.56%。两项主营业务收入的同比下降主要是因为中信建投证券股份出售，不再并表所致。为了符合证监会“一参一控”的要求，公司于2010年末出售了中信建投53%的股权，仅保留7%的股权。出售之后，中信建投不再并表。

业务展望：

- **业务转型走在前列，买卖方业务相互促进。**从收入结构来看，占营业收入比重最大的三项业务为经纪业务、基金管理业务以及投资业务（包括直投业务），占比分别为27%、19.12%和35.51%。经纪业务收入占比在营业收入中的比重持续下降，并且远远低于行业平均水平，相对于行业整体的依赖于“通道业务”的业务格局，公司的盈利格局更加多元化，业务转型走在行业的前列。

从卖方业务来看，公司保持着行业龙头的地位。上半年，公司合并实现股票基金交易量2.7万亿元，合并市场份额为5.44%，市场排名第二；公司在大型项目的承销上有明显的竞争优势，同时债券承销也占据行业龙头地位；子公司华夏基金的资产规模在公募基金领域稳居第一位，是公司营业收入的三大支柱之一。公司在卖方业务领域具有很强的品牌效应。

同时，公司及早布局买方业务。从2008年开始，公司的投资收益逐渐成为营业收入的主要来源之一，一方面，自营业务投资规模不断扩大；另一方面，直接投资业务的开展将公司的投资范围扩大到一级市场。买方业务的增长弥补了当前“通道业务”进入下行轨道所带来的营业收入的减少，卖方业务所积累的资源以及投行和研究业务的溢出效应，为买方业务的开展奠定了良好基础，买卖方布局的良性互动推动公司的不断向前发展。

- **合规要求即将达成，公司进入良性发展轨道。**公司在5月25日发布公告称，拟通过挂牌方式转让所持华夏基金51%的股权，保留49%的股权份额。在该事项完成之后，困扰公司的“一参一控”的合规要求将圆满

解决。虽然华夏基金贡献了营业收入的19%，出售股权之后，公司营业收入短期内会出现下跌，但是我们认为合规问题的解决有利于华夏基金新产品的发行以及资产规模的扩大，行业的龙头地位更加稳固，从长期来看，仍将能为公司贡献丰厚的利润。合规要求达成之后，公司经营将进入一个良性发展的轨道。

盈利预测与投资建议：

- 在2011和2012年市场日均成交额分别为2300亿元和2400亿元的谨慎预期下，我们预计公司2011年和2012年营业收入分别为180.38亿元和214.02亿元，EPS分别为0.72元和0.85元，对应的EPS分别为17倍和14倍。综合考虑公司在卖方业务上的品牌效应及优势地位、买方业务进入回收期以及国际化拓展公司未来发展方向，我们认为公司未来发展空间广阔，行业龙头地位稳固。同时，公司在买方业务上的较高比重使公司享有较好的估值弹性，给予公司24倍PE，对应目标价为17.28元，相对当前股价40%的上升空间，维持强烈推荐评级。

风险提示：

- 受国内外经济形势或心理预期的影响，若二级市场交易量持续低迷，公司经纪业务收入有可能因成交额的减少继续下跌。
- 如果二级市场受到重大事件的冲击出现大幅下跌，则会影响公司自营业务以及资产管理业务的收益，致使相关业务的收入存在下跌可能。

表 2：中信证券未来两年盈利预测

万元	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	2,200,652	2,779,490	1,803,753	2,140,214
(+/-)%	25.27%	26.30%	-35.10%	18.65%
营业利润（EBIT）	1,326,038	1,626,918	1,073,233	1,284,128
(+/-)%	38.95%	22.69%	-34.03%	19.65%
净利润	1,008,820	1,213,605	716,090	845,385
(+/-)%	25.32%	20.30%	-40.99%	18.06%
每股净收益（元）	1.35	1.14	0.72	0.85

资料来源：东兴证券研究所

表 3：中信证券 2011 年中报主要指标变动情况

序号	指标变动情况	主要原因
1	营业收入同比下跌 5.02%	中信建投不再并表；投资收益大幅上升
2	代理买卖证券收入同比下跌 45.4%	中信建投不再并表
3	承销与保荐收入同比下跌 41.56%	中信建投不再并表
4	受托资产管理业务收入同比上升 23.77%	报告期内新发 5 支产品，受托资产规模扩大
5	利息净收入小幅上涨 0.24%	融资融券利息收入的增加以及拆入资金利息支出的减少
6	（投资收益+公允价值变动收益）同比上涨 474%	直投业务形成的投资的解禁，账面浮盈得以兑现
7	营业成本同比下降 12%	营业税金及管理费用的下降
8	净利润同比下跌 2.38%	中信建投不再并表；投资收益大幅上升

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘家伟

经济学博士，食品饮料行业首席分析师，消费品及服务行业研究小组负责人，2007 年加盟东兴证券研究所。

联系人简介

黄琳

中国人民大学经济学硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，从事非银行金融行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。