

中信证券 (600030)：收入结构调整，自营业务收入大幅增长

行业分类：证券

2011.09.02

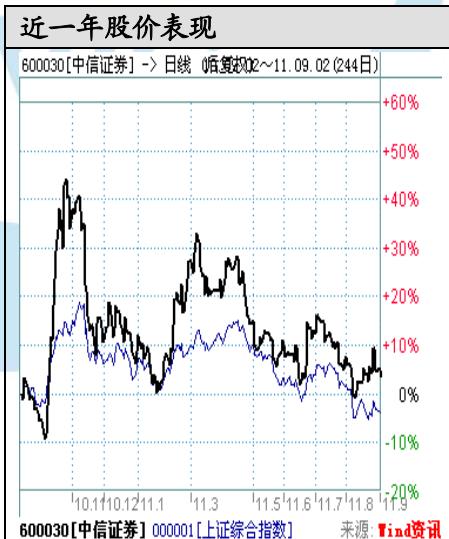
研究员：郭懿
 执业证书编号：S0640511010006
 电话：010-84802074
 联系人：刁志学、杨瑞
 电话：0755-83689065

事件：中信证券 (600030) 2011 年中报披露：公司上半年实现营业收入 75.08 亿元，同比下降 5.02%；实现归属于母公司股东的净利润 29.73 亿元，同比增长 13.12%。

投资要点：

6-12 个月目标价	14.04 元
当前股价	11.98 元
投资评级	买入

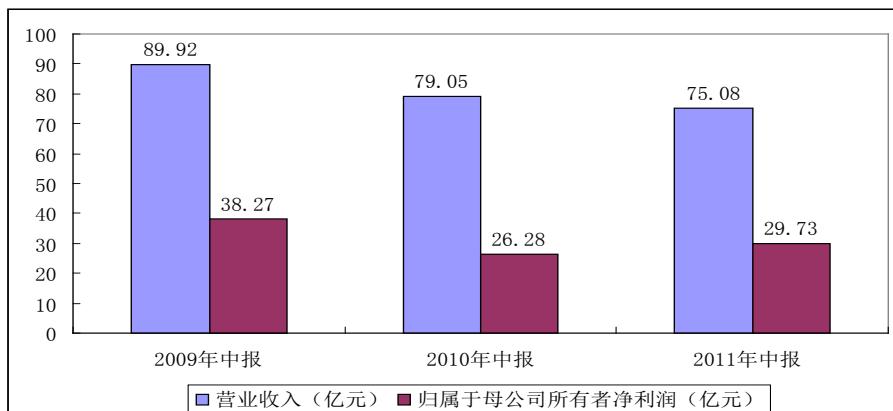
基础数据	
上证指数	2528
总股本 (百万)	9945
流通 A 股 (百万股)	9921
流通 H 股 (百万股)	0
流通 A 股市值 (百万)	118071
总市值 (百万)	119149
每股净资产 (元)	6.8
资产负债率	48.36%



- 营业收入下降，净利润及 EPS、ROE 上升**
公司上半年实现营业收入 75.08 亿元，同比下降 5.02%；营业支出 35.08 亿元，同比下降 12.01%；营业利润为 40 亿元，同比增长 2.09%，实现归属于母公司股东利润 29.73 亿元，同比增长 13.12%，基本每股收益 0.3 元，同比增长 15.38%，每股净资产 6.80 元，同比增长 12.58%；净资产收益率（摊薄）4.39%，同比上升 0.5%。净利润增长主要原因：公司合理控制成本，营业支出下降大于营业收入下滑。
- 经纪、承销、资产管理、自营业务占比优化**
公司上半年经纪业务、承销业务、资产管理业务、自营业务分别占收入比例为：27.20%、7.74%、1.43%、31.21%，较 2009、2010 年主要依赖经纪业务收入，更加注重自营业务，收入结构更加合理。
- 经纪业务下滑，佣金率下降**
公司上半年经纪业务净收入 20.42 亿元，同比下降 45.40%，佣金率为 0.0594%，比去年同期的 0.0847% 相比下滑了 0.025 个百分点，下滑幅度较大。公司单季度佣金率今年以来下滑严重，一季度佣金率为 0.063%，二季度佣金率为 0.0558%。佣金率下滑原因：证券行业各家券商为扩大开户数及交易额，相互竞争降低佣金率水平。
- 自营业务收入大增，资管业务收入增长**
公司上半年自营业务净收入（剔除对联营与合营企业的投资收益）23.43 亿元，同比增长 422%，增幅巨大，其中投资净收益为 26.67 亿元，同比增幅高达 649.95%。资产管理业务净收入 1.07 亿元，同比增长 23.77%，其中上半年新设 5 支集合资产管理计划（中信贵宾 2 号、中信贵宾 3 号、中信贵宾 5 号、中信证券卓越成长、中信红利价值），受托资产规模达 552.11 亿元，同比增长 35.40%。

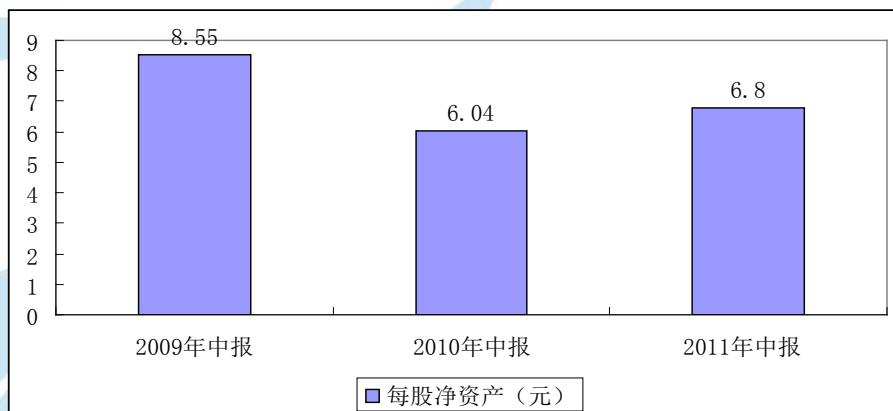
投资建议：我们预计公司 2011-2012 年的 EPS 分别为 0.78 元和 0.82 元。目前公司股价对应的 2011 年的动态 PE 为 15.3 倍，处于行业中等水平。我们给予公司 14.04 元的目标价，对应的 2011 年 18 倍的 PE，维持“买入”的投资评级。

图表 1：公司 2009-2011 年营业收入与净利润



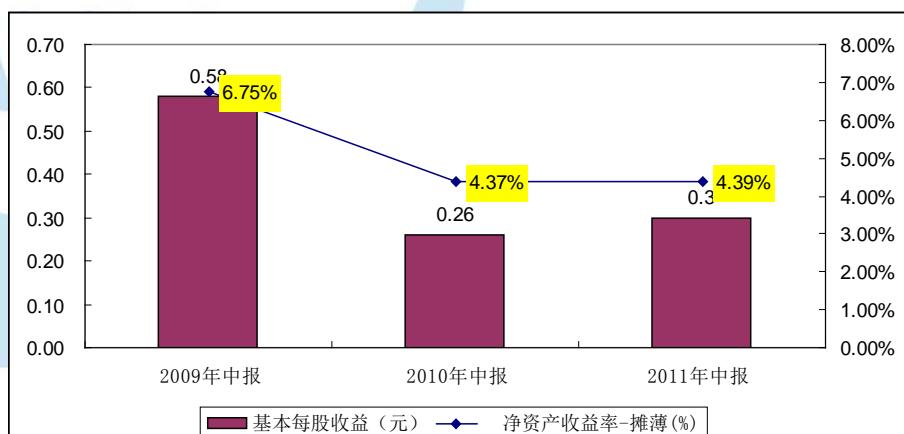
数据来源：公司公告、中航金融研究所

图表 2：公司 2009-2011 年每股净资产变化情况：



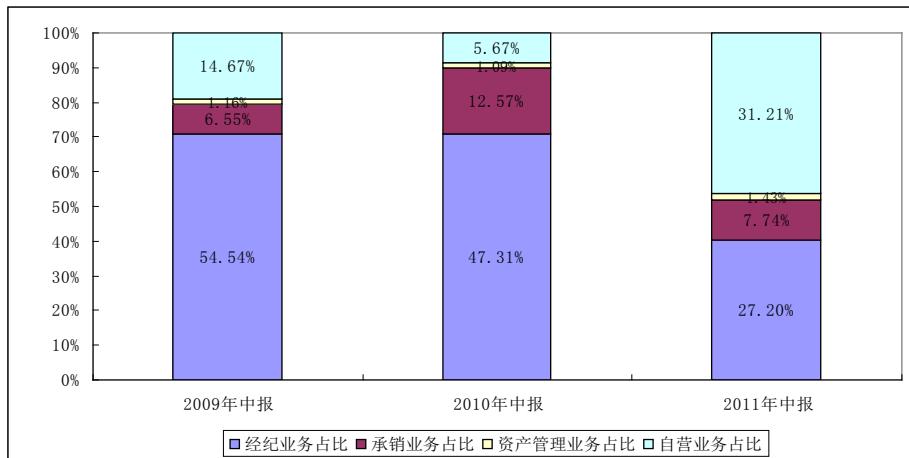
数据来源：公司公告、中航金融研究所

图表 3：公司 2009-2011 年 EPS 与 ROA 变化趋势：



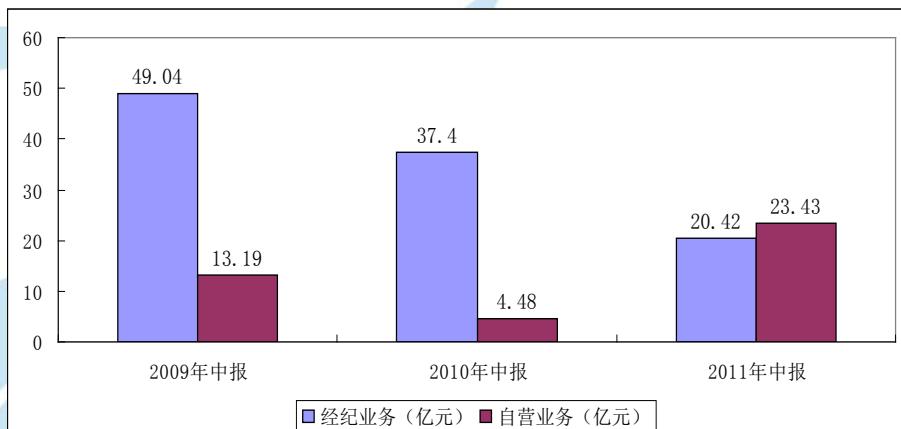
数据来源：公司公告、中航金融研究所

图表 4：公司 2009-2011 年四项基本业务收入占比情况



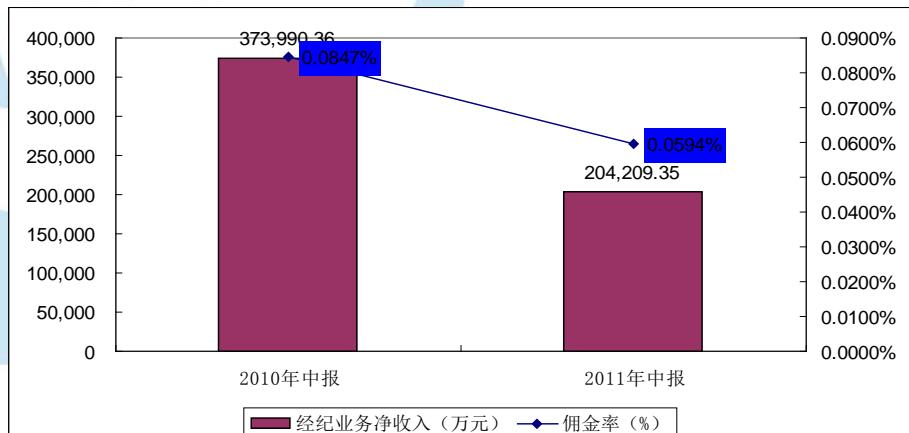
数据来源：公司公告、中航金融研究所

图表 5：公司 2009-2010 年经纪业务与自营业务净收入情况



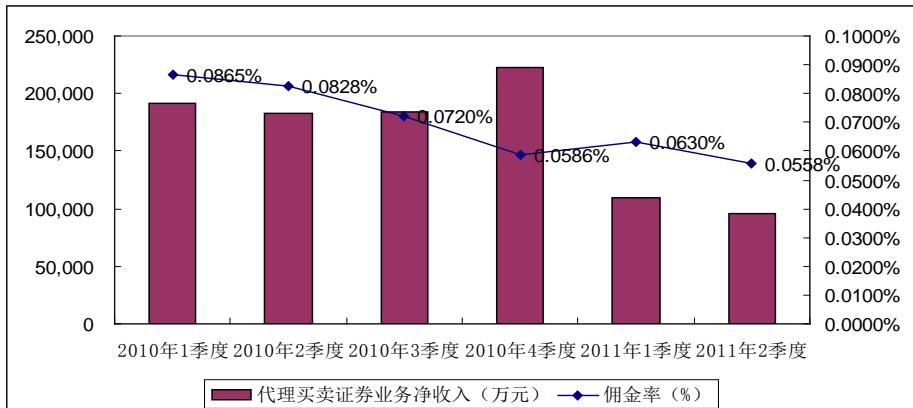
数据来源：公司公告、中航金融研究所

图表 6：公司 2010-2011 年经纪业务与佣金率变化



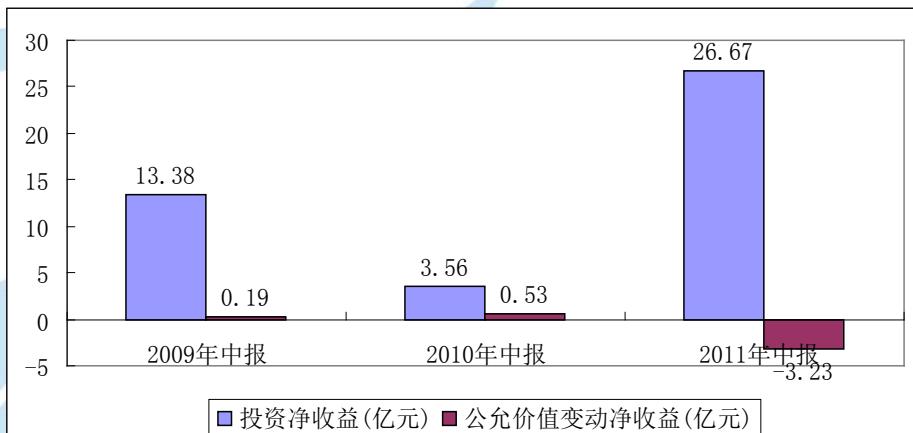
数据来源：公司公告、中航金融研究所

图表 7：公司 2010-2011 年单季度净佣金率变化：



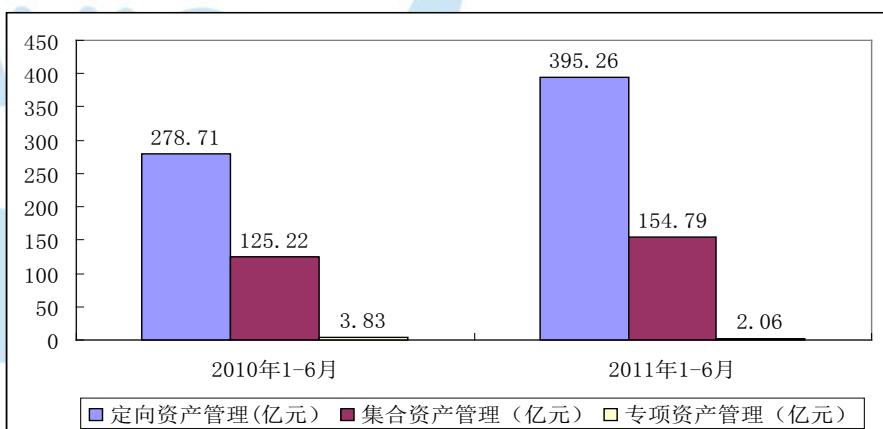
数据来源：公司公告、中航金融研究所

图表 8：公司 2009-2011 年自营业务中投资净收益与公允价值变动净收益变化：



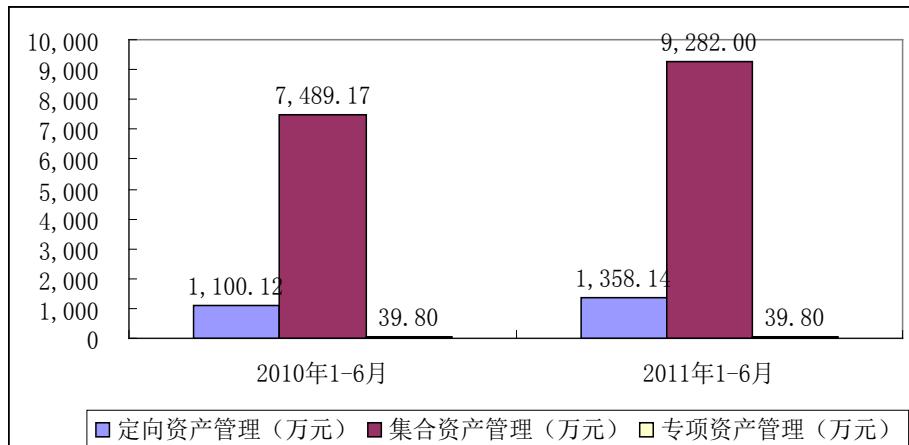
数据来源：公司公告、中航金融研究所

图表 9：公司 2010-2011 年资产管理业务分项目托管规模：



数据来源：公司公告、中航金融研究所

图表 10：公司 2010-2011 年资产管理业务管理费收入情况：



数据来源：公司公告、中航金融研究所



投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
- 持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
- 卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
- 中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
- 减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

郭懿，SAC 执业证书号：S0640511010006，经济学硕士，从事金融行业研究，秉承价值投资理念。

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，本报告清晰、准确地反映了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。

公司地址：深圳市深南大道3024号航空大厦（518000）

联系电话：0755-83692635

公司网址：www.avicsec.com

传真：0755-83688539

免责声明：

本报告并非针对或意图送达或为任何就送达、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。