

中信证券 (600030)

买入/维持评级

股价: RMB13.00

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

华莎

(021)6849 8507

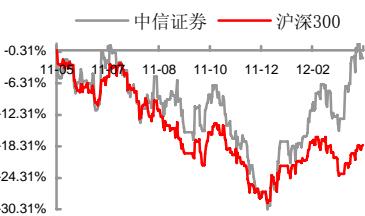
huasha@mail.hthsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	11,017
流通 A 股 (百万股)	9,839
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	129,181

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

创新业务领先, 投行逆势增长
——中信证券 2012 年 1 季报点评

- 战略:** 买方业务微调, 从资本投资到资本中介。通过近年来在买方业务上的前瞻布局, 公司收获颇丰, 包括中信建投、华夏基金股权转让以及金石投资直投业务在内的资本投资业务为公司带来了丰厚的利润。但 2011 年股指调整导致自营损失以及依靠转让子公司股权获取一次性收益的模式已难以为继, 公司目前已对买方业务战略进行了微调, 未来将更加倾向于风险较小的资本中介型买方业务, 如融资融券、大宗经纪、结构化融资、做市商等, 此类业务可以较安全地放大杠杆、扩大规模、增加稳定收益。
- 业绩:** 综合收益下滑 43% 主因归于转让华夏基金股权等多因素影响。12Q1 年中信证券营业收入、净利润、综合收益分别为 23.89 亿元、8.63 亿元、9.05 亿元, 同比-31%、-36%、-43%, 每股净利润和综合收益分别为 0.08 元、0.08 元, 综合收益同比下滑 43% 的主因归于资管、自营、经纪收入减少, 分别导致了综合收益 34、17、16 个百分点的下滑, 其中资管收入下滑源于转让华夏基金股权影响。
- 收入端:** 创新业务领先, 投行逆势增长
 - 1) 买方业务:** 创新业务保持领先优势。12Q1 年公司融资融券余额市场份额 6.4%, 待后续金通、万通获批资格后公司份额还将大幅提升; 直投业务 12Q1 有 1 个项目成功上市, 7 个项目已过会待上市, 目前项目储备丰富, 逐渐迎来丰收季; 资产管理业务由于华夏证券转让已不再并表, 公司券商集合理财业务优势突出, 市场份额排名同业第二。
 - 2) 卖方业务:** 投行收入逆势增长。12Q1 投行收入增长 27%, 远高于同业, 主要归于公司投行部门挖掘项目能力突出, 储备项目丰富, 债券发行能力较强, 适应严苛的市场环境; 经纪业务佣金率为 0.064%, 同比下降 11%, 较 11 年同比-18% 的降幅已明显收窄。
- 成本端:** 表现中规中矩。
- 投资建议:** 维持“买入”评级。主要推荐理由: 1) PB 估值非常安全; 2) 高分红率增强股价安全性; 3) 盈利提升潜力大; 4) 行业利好政策频频。
- 风险提示:** 行业政策的实际推进进度存在不确定性。

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	12,034	15,219	17,017	19,448
(+/-%)	-45.5	26.5	11.8	14.3
归属母公司综合收益(百万元, 扣非)	-45	5,408	6,020	7,009
(+/-%)	-100.6	-12,080.8	11.3	16.4
EPS(综合收益口径, 元)	-0.00	0.49	0.55	0.64
P/E(综合收益口径, 倍)	-3,172.7	26.5	23.8	20.4

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

战略：买方业务微调，从资本投资到资本中介	4
业绩：综合收益下滑 43%归于转让华夏基金股权等因素影响	4
收入端：创新业务领先，投行逆势增长	5
1) 买方业务：创新业务领先	5
2) 卖方业务：投行逆势增长	6
成本端：表现中规中矩	8
投资建议：维持“买入”评级	8
风险提示：行业政策的实际推进进度存在不确定性	9

图表目录

图 1: 12Q1 中信证券融资融券余额份额位居同业第 8	5
图 2: 中信证券经纪业务佣金率下滑呈趋缓态势	7
图 3: 中信证券经纪业务市场份额持续增长.....	7
表格 1: 中信证券扣非后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: 中信证券直投过会项目概览.....	6
表格 3: 上市券商 12Q1 年主承销份额比较	7
表格 4: 中信证券母公司成本分析 (单位: 百万元)	8

战略：买方业务微调，从资本投资到资本中介

通过近年来在买方业务上的前瞻布局，公司收获颇丰，包括中信建投、华夏基金股权转让以及金石投资直投业务在内的资本投资业务为公司带来了丰厚的利润。但 2011 年股指调整导致自营损失以及依靠转让子公司股权获取一次性收益的模式已难以为继，公司目前已对买方业务战略进行了微调，未来将更加倾向于风险较小的资本中介型买方业务，如融资融券、大宗经纪、结构化融资、做市商等，此类业务可以较安全地放大杠杆、扩大规模、增加稳定收益。

业绩：综合收益下滑 43%归于转让华夏基金股权等因素影响

12Q1 年中信证券营业收入、净利润、综合收益分别为 23.89 亿元、8.63 亿元、9.05 亿元，同比-31%、-36%、-43%，每股净利润和综合收益分别为 0.08 元、0.08 元，综合收益同比下滑 43% 的主因归于资管、自营、经纪收入减少，分别导致了综合收益 34、17、16 个百分点的下滑，其中资管收入下滑源于转让华夏基金股权影响。

表格 1：中信证券扣非后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
	11Q1	12Q1	11Q1	12Q1		
新营业收入	3,819	2,435	100%	100%	-36%	-65%
经纪	1,088	748	28%	31%	-31%	-16%
自营	1,241	866	32%	36%	-30%	-17%
投行	236	300	6%	12%	27%	3%
资管	785	55	21%	2%	-93%	-34%
利息	358	352	9%	14%	-2%	0%
其它	112	113	3%	5%	1%	0%
新营业支出	-1,673	-1,284	-44%	-53%	-23%	18%
业务及管理费	-1,515	-1,210	-40%	-50%	-20%	14%
其它	-158	-74	-4%	-3%	-53%	4%
营业外收入与支出	0	23	0%	1%	54758%	1%
新利润总额	2,146	1,173	56%	48%	-45%	-
综合收益	1,593	907	42%	37%	-43%	-
归属于母公司综合收益	1,595	905	42%	37%	-43%	-
实际所得税率	26%	23%				2%
综合收益归属母公司比例	100%	100%				0%

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：创新业务领先，投行逆势增长

1) 买方业务：创新业务领先

A. 自营业务收入同比减少 30%，归于基数较高以及公司在自营业务上趋于谨慎

12Q1 公司新自营收入 8.66 亿元（含浮盈亏），占总收入的 36%，同比减少 30%，主要归因于基数较高以及公司在自营业务上趋于谨慎。12Q1 自营资产总收益率为 1.3%（未年化），表现中规中矩。截止 12Q1 末，公司自营资产（交易性+可供出售+持有到期+长期股权投资）余额为 653.65 亿元。

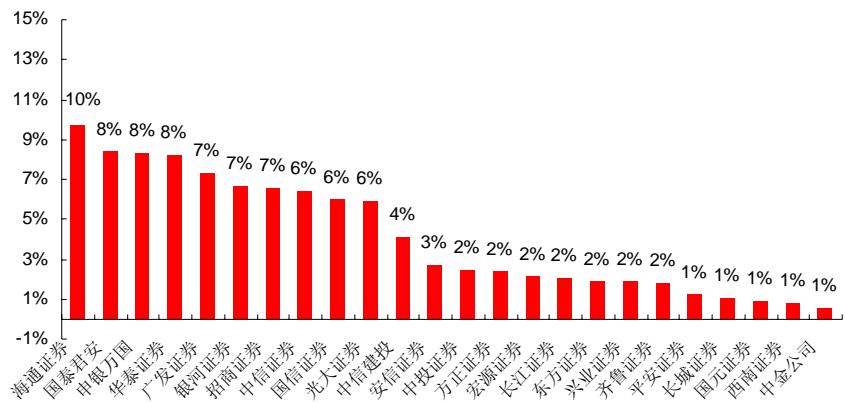
B. 资管业务收入同比下降 93%，归于不再将华夏基金纳入合并报表

12Q1 年中信证券新资管收入为 0.55 亿元，同比减少 93%，主要归因于公司 2012 年不再将华夏基金纳入合并报表范围。12Q1 年中信证券新发行 1 支集合理理财产品，募集份额为 6.13 亿，截止 12Q1 末，公司资管共有 17 支集合理理财产品，规模达到 131 亿元，市场份额约为 9%，居同业第二。

C. 融资融券业务待金通、万通获批资格后还将大幅提升

12Q1 公司融资融券余额 29.93 亿元，市场份额 6.4%，位列同业第 8 位，主要原因在于融资融券业务主要面对营业部零售客户开展，而合计占据集团旗下 160 家营业部中 92 家（占比 59%）的金通（已改名为浙江公司）、万通此前并无融资融券资格，随着业务转常规，金通、万通的营业部获批开展融资融券业务之后，公司市场份额还将大幅提升。

图 1： 12Q1 中信证券融资融券余额份额位居同业第 8



资料来源：沪深交易所网站，华泰联合证券研究所

注：上交所于 11 年 3 月开始披露信用交易数据

D. 直投业务将迎来丰收季

公司持有金石投资 100% 股权，2012 年 3 月公司追加金石投资注册资本至 52 亿元。12Q1 金石投资有 1 个项目成功上市，还有 7 个项目已经过会等待上市。公司直投业务目前在同业中处于领先业务，并逐渐迎来丰收季。

表格 2：中信证券直投过会项目概览

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
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
浙江开山	4,000	500	10,700	2011-8-19
掌趣科技	246	246	12,275	已过会未上市
东江环保	5,000	357	12,548	2012-4-26
百隆东方	5,000	500	60,000	已过会未上市
海思科	2,000	295	36,000	2012-1-9
人民网	1,500	207	20,732	2012-4-27
江苏太平洋石英	2,345	350	16,785	已上会未审核
华灿光电	3,750	188	15,000	已过会未上市
天和防务	1,800	180	9,000	已过会未上市
喜临门	3,750	750	15,750	已过会未上市
润和软件	N.A.	300	5,575	已过会未上市
艾启威	2,185	252	10,000	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

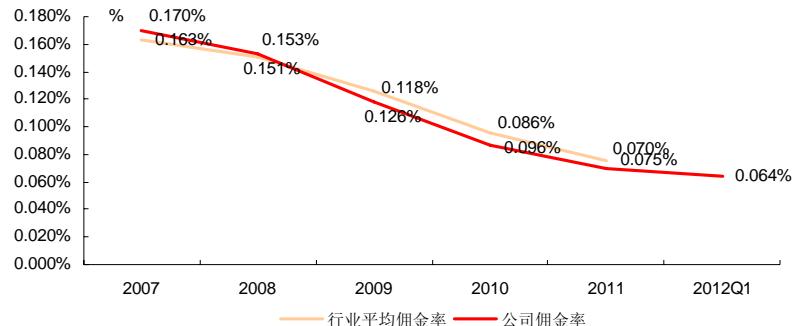
2) 卖方业务：投行逆势增长

A. 经纪业务：佣金率下降幅度收窄

中信证券 12Q1 年经纪业务收入 7.48 亿元，同比下降 31%，主因归于市场成交额下降以及佣金率下滑。

12Q1 公司经纪佣金率为 0.064%，同比下降 11%，下降幅度相比 2011 年同比-18% 的降幅已明显收窄，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、研究等支持提升佣金议价能力，此外，目前公司的佣金率水平相对市场平均佣金率 0.075% 已经具有较强的竞争力。

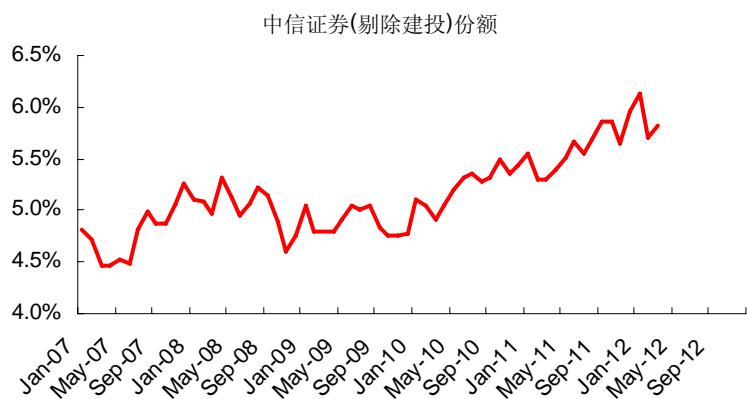
图 2： 中信证券经纪业务佣金率下滑呈趋缓态势



资料来源：证券业协会、上市公司公告、华泰联合证券研究所

中信证券 12Q1 经纪业务合并份额达到 5.83%，同比高增 8.65%，继续延续 10 年以来的增长势头，部分原因归于 12Q1 公司营业部数量同比增长 13%，超过行业 8% 的平均增速。

图 3： 中信证券经纪业务市场份额持续增长



资料来源：证券业协会、上市公司公告、华泰联合证券研究所

B. 投行业务业务收入逆市增长 27%

公司投行业务收入 3.0 亿元，同比增长 27%，主要归于公司投行部门挖掘项目能力突出，储备项目丰富，债券发行能力较强，适应严苛的市场环境（12Q1 市场股权融资额同比减少 26%）。12Q1 公司完成 5 家 IPO 主承销，承销金额 69 亿元；15 家债券主承销，承销金额 31 亿元，市场份额领先。

表格 3：上市券商 12Q1 年主承销份额比较

上市券商	合计	首发	增发	配股	可转债	债券发行
中信	10%	19%	0%	N.A.	N.A.	10%
广发	5%	7%	6%	N.A.	N.A.	4%
海通	11%	3%	0%	N.A.	N.A.	15%
华泰	0%	4%	0%	N.A.	N.A.	0%
招商	2%	1%	13%	N.A.	N.A.	0%
光大	1%	0%	5%	N.A.	N.A.	0%
长江 (长江承销)	1%	0%	0%	N.A.	N.A.	1%

国元	0%	1%	0%	N.A.	N.A.	0%
西南	1%	0%	0%	N.A.	N.A.	1%
宏源	5%	1%	4%	N.A.	N.A.	6%
兴业	1%	0%	0%	N.A.	N.A.	1%
太平洋	1%	0%	0%	N.A.	N.A.	1%
东北	0%	1%	0%	N.A.	N.A.	0%
国金	1%	1%	1%	N.A.	N.A.	1%
山西 (中德证券)	0%	0%	2%	N.A.	N.A.	0%
方正 (瑞信方正)	0%	0%	0%	N.A.	N.A.	0%
国海	1%	0%	4%	N.A.	N.A.	1%
国都	0%	0%	0%	N.A.	N.A.	0%

资料来源：wind, 华泰联合证券研究所

成本端：表现中规中矩

由于合并报表数据存在转让华夏基金股权的影响，12Q1 与去年同期口径不可比，因此，我们使用母公司数据进行比较，来观察公司成本变化。

12Q1 年中信证券母公司营业支出和业务及管理费分别为 8.07 亿元、7.58 亿元，分别同比增长 8%、15%，表现中规中矩。

表格 4：中信证券母公司成本分析（单位：百万元）

	金额		占比		同比
	12Q1	11Q1	12Q1	11Q1	
营业支出	807	745	47%	44%	8%
业务及管理费	758	660	45%	39%	15%

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

预计中信证券 2012-13 每股综合收益为 0.49 元、0.55 元，对应 PE 分别为 26、24 倍，12PB 为 1.64 倍，维持“买入”评级，主要推荐理由：

1) 估值非常安全

最新 PB 仅为 1.64 倍，仍然处于历史较低水平，甚至已接近于拥有更高财务杠杆的间接融资类的银行业。

2) 高分红率增强股价安全性

目前股价对应 2011 年分红收益率为 3.3%，接近于一年期储蓄利率的 3.5%，进一步增强了股价的吸引力。

3) 盈利提升潜力大

雄厚净资本实力与连续多年 A 类 AA 监管评级将助公司优先获得创新业务试点资格，目前账面仍有 298 亿元闲置资金，应用到创新业务中诸多买方业务上可进一步提升公司盈利。

4) 行业利好政策频频

2012年是证券行业的政策大年，传统业务将受益于股票市场的资金供给增加趋势，创新业务将受益于资本市场服务于实体经济的功能落地。中信证券作为行业领跑者将充分受益。

风险提示：行业政策的实际推进进度存在不确定性

**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的投资建议。