



Research and
Development Center

首次覆盖：具有先发优势的龙头券商

—— 中信证券（600030.sh）深度报告

2012 年 12 月 19 日

王松柏
首席行业分析师

证券研究报告

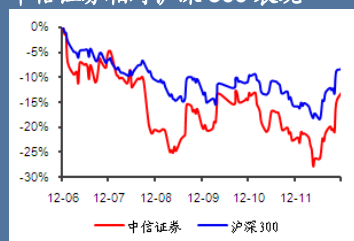
公司研究——报价报告

中信证券（600030.sh）



首次评级

中信证券相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据（2012-12-18）

收盘价（元）	11.83
52 周内股价波动区间(元)	9.04-13.99
最近一月涨跌幅(%)	12.18
总股本(亿股)	110.17
流通 A 股比例(%)	99.78
总市值(亿元)	1299

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院
1 号楼 6 层研究开发中心
邮编：100031

王松柏 行业首席分析师
执业编号：S1500512080001
联系电话：+86 10 63081428
邮箱：wangsongbai@cindasc.com

杨 腾 研究助理
联系电话：+86 10 63081244
邮箱：yangteng@cindasc.com

首次覆盖：具有先发优势的龙头券商

中信证券深度报告

2012 年 12 月 19 日

目标价：14.23 元

本期内容提要：

- ◆ **投资亮点：传统业务基础+去监管政策红利。**1、中信证券在经纪、投行业务市场份额中均处于行业领先地位，为新业务的扩张提供了优质的客户和渠道基础；2、对经纪业务依赖度较低，在差异化转型中已经具有先发优势；3、净资本规模、风控水平和综合能力使其成为新业务试点的首选券商，将长期享受“优先布局”的去监管政策红利。
- ◆ **财务预测与估值：**在 2012 年、2013 年日均股票交易额分别为 1300 亿元、1500 亿元的假设下，公司 2012 年、2013 年每股收益分别为 0.35 元、0.43 元。采用部分加总法对公司各业务模块进行估值，得到公司合理估值为 14.23 元，首次覆盖给予增持评级。
- ◆ **风险提示：**里昂证券财务报表纳入合并范围可能影响公司整体业绩水平；自营业务的波动性可能影响公司的盈利。

公司报告首页财务数据

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万元)	27794.90	25033.19	10664.56	12718.86	14292.39
增长率 YoY %	26.30%	-9.94%	-57.40%	19.26%	12.37%
净利润(百万元)	12136.05	12604.49	3852.72	4802.37	5557.60
增长率 YoY%	20.30%	3.86%	-69.43%	24.65%	15.73%
净利率%	40.70%	50.24%	35.94%	37.58%	38.72%
净资产收益率 ROE%	16.06%	14.52%	4.44%	5.32%	5.91%
每股收益 EPS(元)	1.14	1.14	0.35	0.43	0.50
市盈率 P/E (倍)	11	11	34	27	23
市净率 P/B(倍)	1.69	1.53	1.50	1.45	1.39

资料来源：wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2012 年 12 月 18 日收盘价

目 录

公司背景	1
公司业务分析	2
盈利模式：对经济业务依赖度远低于行业平均	2
盈利能力：规模优势明显	4
经纪业务：市场份额基础扎实	5
投行业务：份额领先，近年承受项目小型化压力	8
集合资管业务：2012 年规模增长迅速	9
自营业务：权益类资产比重较高	11
国际业务：净资产投入大幅增加，寻找核心盈利模式	13
盈利预测	14
经纪业务收入 2012 年下降 20%，2013 年上升	14
投行业务收入将维持增长，但存在结构变化	15
资产管理业务或存在超预期增长可能	16
2012、2013 年净利润分别为 48.4 亿元、58.9 亿元	17
公司估值	18
风险提示	20

表 目 录

表 1：中信证券 2012 年新成立集合资管计划	10
表 2：中信证券经纪业务预测	15
表 3：中信证券投行业务预测	16
表 4：中信证券资产管理业务预测	16
表 5：中信证券自营业务预测	17
表 6：中信证券业务及管理费预测	17
表 7：中信证券部分加法估值	18
表 8：2013 年每股收益敏感性分析	19
表 9：2013 年每股净资产敏感性分析	19
表 10：2013 年每股价值敏感性分析	20

图 目 录

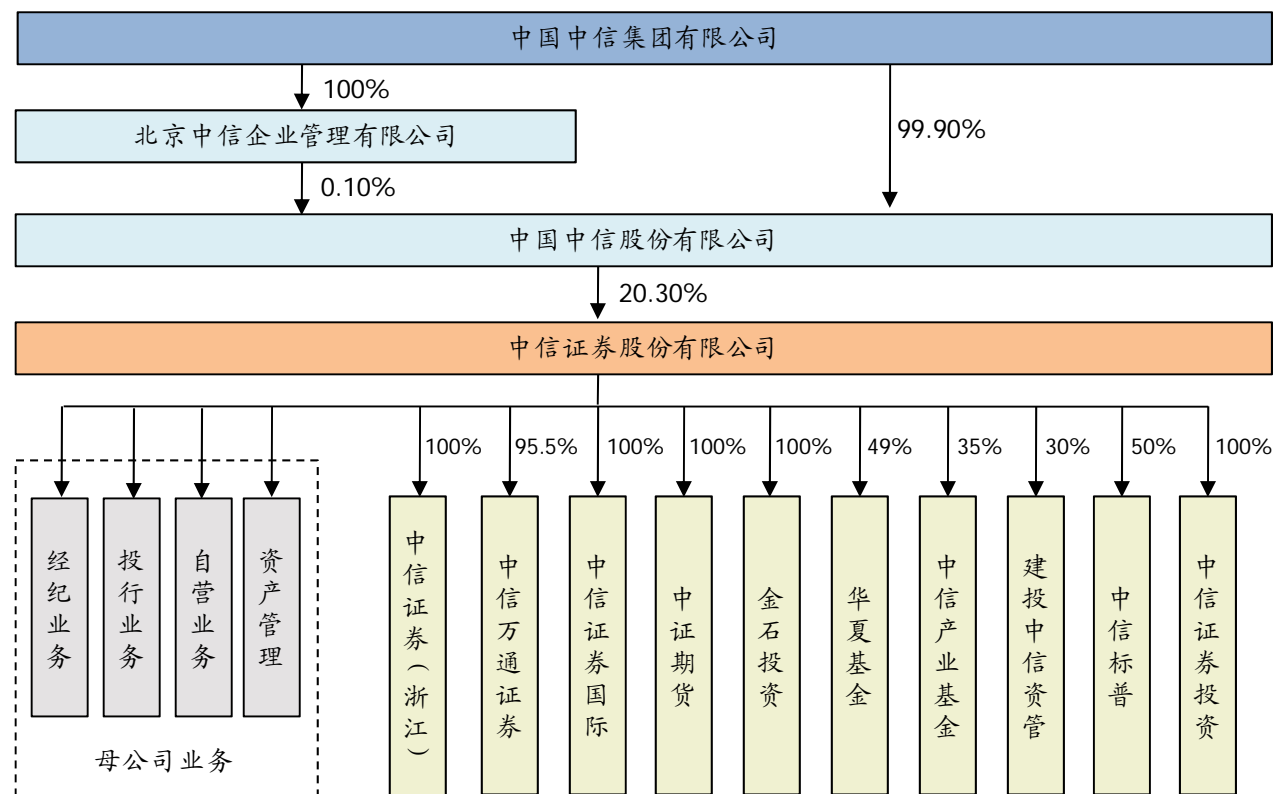
图 1：中信证券组织架构	1
图 2：证券行业收入结构	2
图 3：中信证券收入结构*	3
图 4：上市证券公司收入结构（2012 年前三季度）	3
图 5：中信证券净利润率	4
图 6：上市证券公司盈利能力格局	5
图 7：上市证券公司营业部均交易额（2012 年前三季度）*	6
图 8：上市证券公司经纪业务净佣金率（2012 年前三季度）	6
图 9：中信证券经纪业务净佣金率	7
图 10：上市证券公司经纪业务格局（2011 年）	7
图 11：上市证券公司投行业务格局（2012 年 1 至 11 月）	8
图 12：中信证券 IPO 项目承销个数	9
图 13：中信证券集合资产管理市场份额	10
图 14：中信证券自有资产规模	11
图 15：中信证券自有资产构成	12
图 16：上市证券公司自有资产构成	12
图 17：中信证券国际业务净资产规模	13
图 18：中信证券国际业务净利润和 ROE	14

公司背景

中信证券前身为 1995 年成立的中信证券有限责任公司，1999 年改制为中信证券股份有限公司。2003 年 1 月公司通过首次公开发行人民币普通股（A 股）于上交所上市，2011 年 10 月通过首次公开发行境外上市外资股（H 股）于香港联交所上市。

公司主要股东为中国中信集团有限公司，其前身为成立于 1979 年的中国国际信托有限公司，目前已发展成为涵盖实业和金融领域的国有独资公司。中信集团的金融领域涉及银行、证券、信托、保险、基金，具有较强的综合优势和协同效应。中信证券是中信集团的证券业务平台，除母公司证券业务外，旗下有 10 个主要的参、控股公司，涉及特定区域证券经纪业务（中信证券（浙江）、中信万通证券）、证券投资业务（中信证券投资）、期货业务（中证期货）、基金业务（华夏基金）、直投业务（金石投资、中信产业基金）、资产管理业务（建投中信资管）、信息咨询业务（中信标普）、海外业务（中信证券国际）。

图 1：中信证券组织架构



资料来源：公司数据，信达证券研发中心

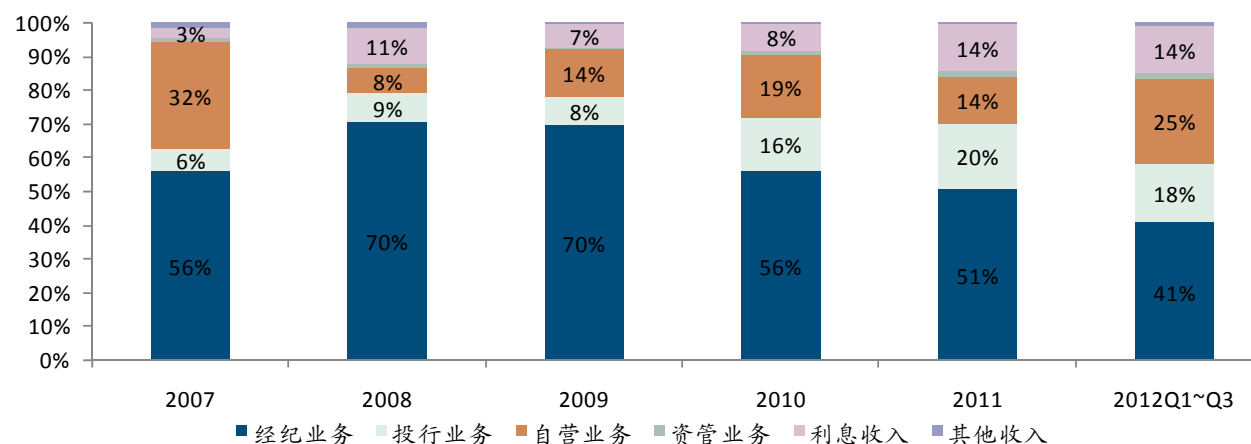
公司业务分析

盈利模式：对经济业务依赖度远低于行业平均

通过分析证券行业收入结构可以看出，中国的证券公司普遍对经纪业务依赖度较高，这造成证券公司的盈利模式雷同。但比较中信证券收入结构与行业收入结构可以看出，中信证券历年的经纪业务收入占比通常低于行业水平 10 个百分点以上，部分年份低于行业平均水平 25 个百分点以上；而自营和投行业务的收入占比通常高于行业水平。除此之外，2007 年至 2011 年华夏基金纳入并表范围的年份中，基金管理公司收入占比在 15% 左右。

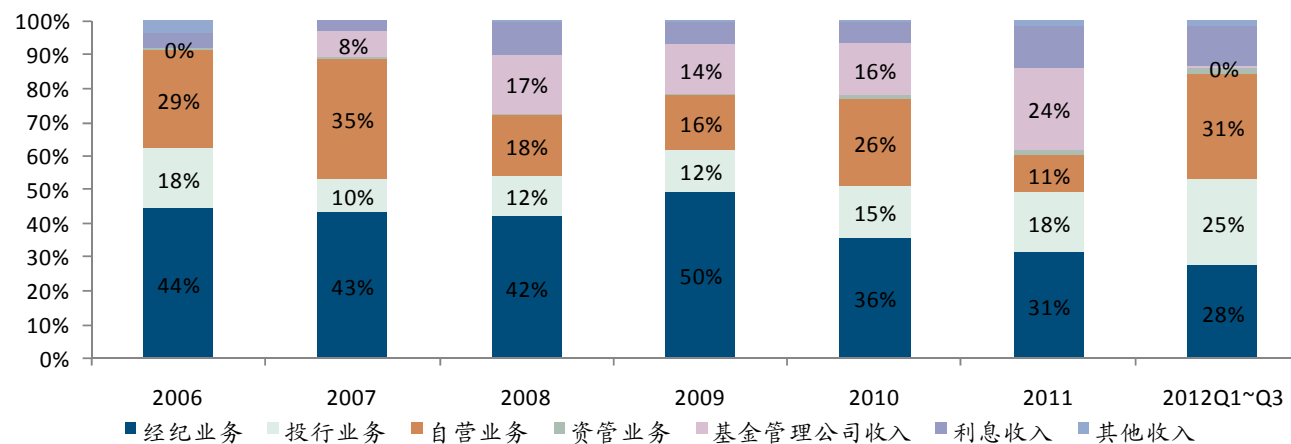
中信证券近年来在融资融券、约定购回式交易等资本中介业务以及股指期货、固定收益等自营业务上的扩展使公司业绩对传统通道业务的依赖度进一步逐年降低。从 2011 年起，经纪业务收入在中信证券收入占比中已降低至 30% 以下。经纪业务收入占比降低使业绩对市场交易量的敏感性降低，在市场交易量上升或下跌时股价弹性减小；但在行业整体对经纪业务依赖程度较高从而行业盈利模式雷同的现状下，降低对经纪业务的收入占比是增加业务层次、创造差异化的基础。

图 2：证券行业收入结构



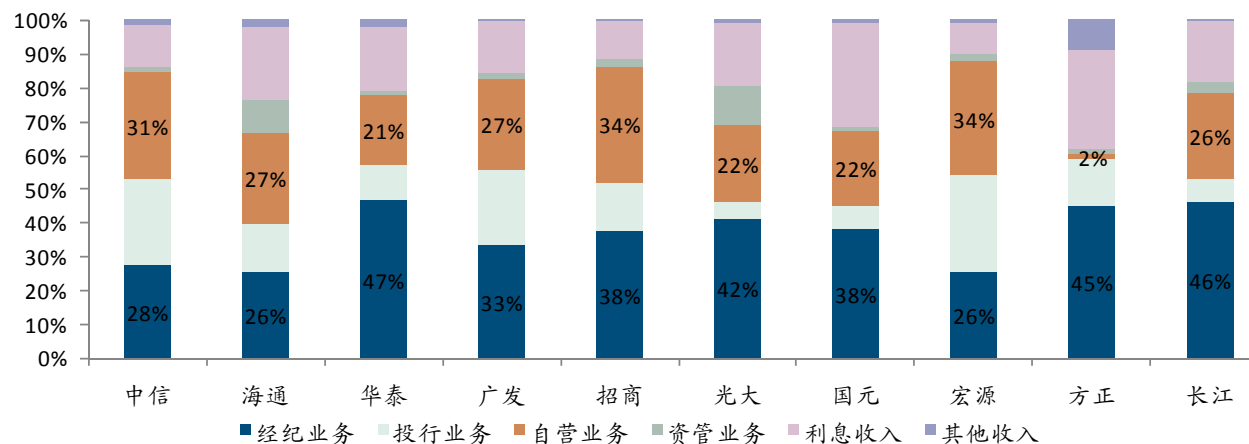
资料来源：中国证券业协会，信达证券研发中心

图 3: 中信证券收入结构*



资料来源: 公司数据, 信达证券研发中心 *已剔除 2010 年出让中信建投股权、2011 年出让华夏基金股权的一次性损益

图 4: 上市证券公司收入结构 (2012 年前三季度)

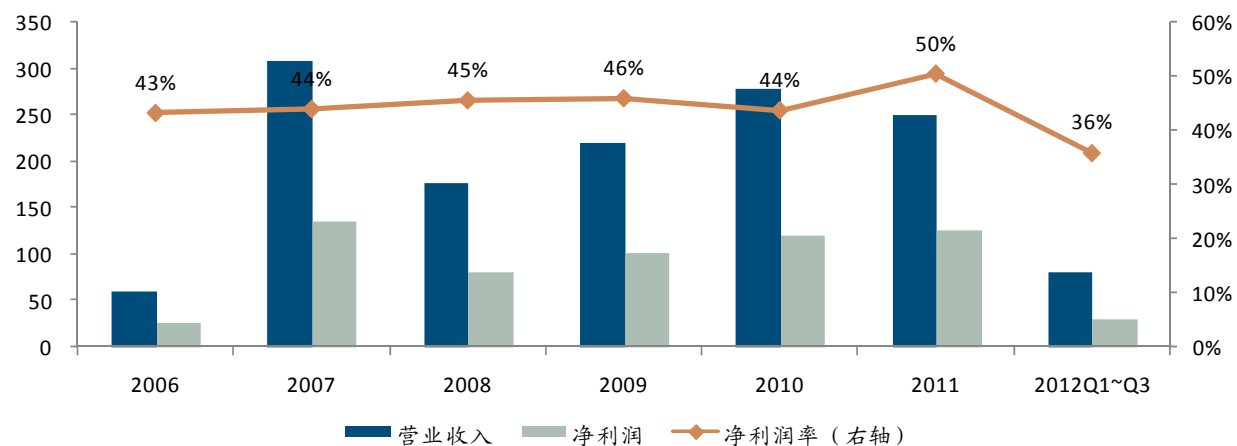


资料来源: 公司数据, 信达证券研发中心

盈利能力：规模优势明显

受 A 股市场波动和股权转让的一次性收益影响（如 2010 年转让中信建投股权、2011 年转让华夏基金股权），中信证券各年份之间收入规模并不均衡，存在较大的波动性；但其净利润率却较为稳定，从 2006 年至 2011 年 5 年中均在 45% 左右，规模的优势使其利润率在弱市中具有较强的防御边际。

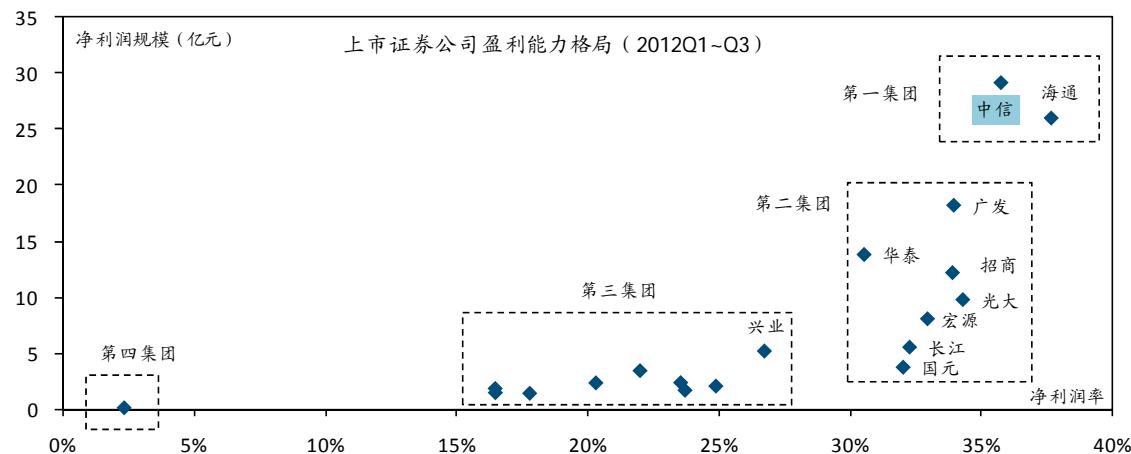
图 5：中信证券净利润率



资料来源：公司数据，信达证券研发中心

通过分析 2012 年前三季度上市证券公司的盈利能力可以看出，净利润规模和净利润率之间呈现十分明显的正相关性。根据上述两个指标可以将 19 家上市券商划分为明显的四个集团，其中中信证券处于第一集团，规模优势和盈利能力优势十分明显。前三季度中信证券净利润为 29 亿元，处于上市证券公司第一位；净利润率为 36%，处于上市证券公司第二位。

图 6：上市证券公司盈利能力格局



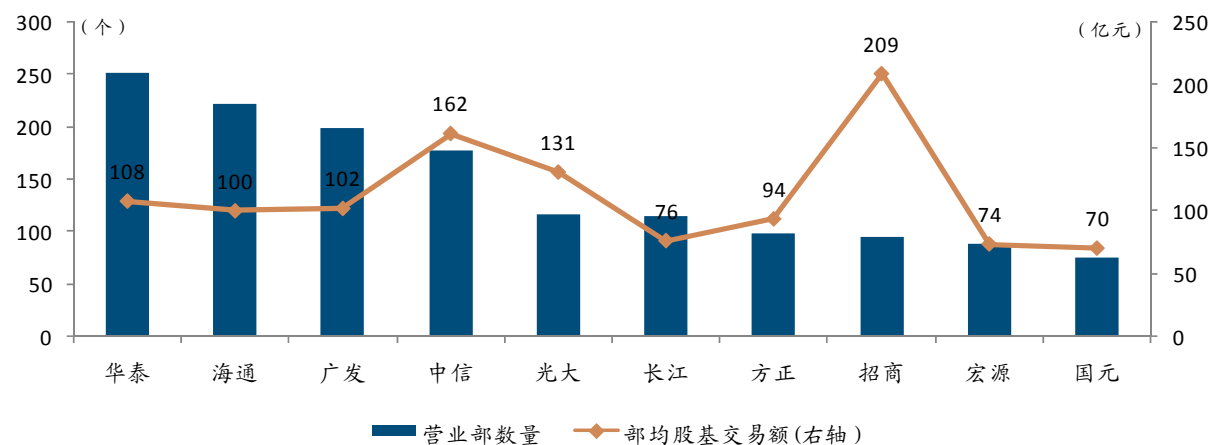
资料来源：公司数据，信达证券研发中心

经纪业务：市场份额基础扎实

中信证券经纪业务由母公司及中信证券（浙江）、中信万通证券两个子公司开展，三个公司按照地理区域划分业务范围。截至 2012 年 6 月 30 日，中信证券共有 178 个证券及期货营业部，营业部数量在上市证券公司中排名第四。2012 年前三季度均股票基金交易额 162 亿元，在前十大上市证券公司中排名第二，次于招商证券。但中信证券经纪业务净佣金率高于招商证券，2012 年前三季度净佣金率为 0.78‰。

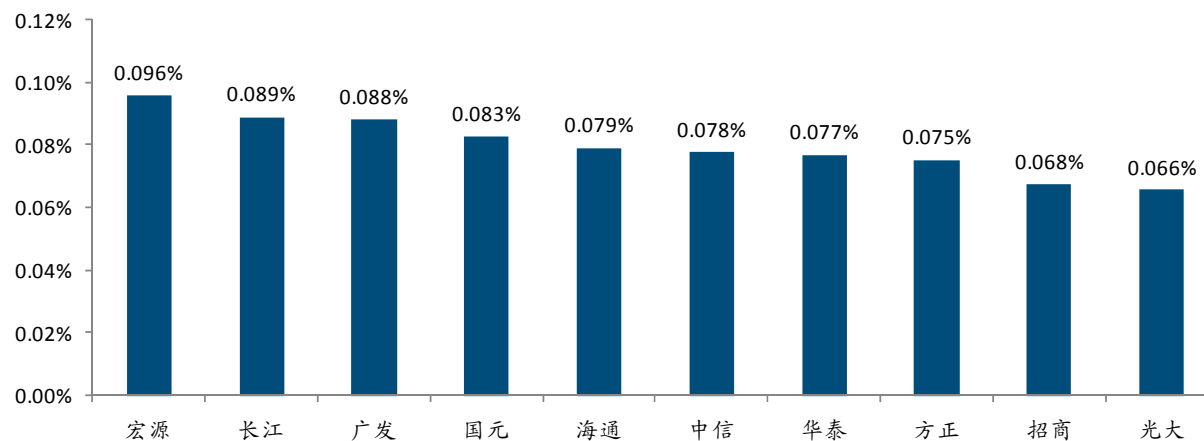
中信证券经纪业务净佣金率在 2012 年有明显的企稳回升的趋势，这一趋势比行业整体趋势明显。这与中信证券营业部侧重于东部沿海等经济较为发达区域的布局有关。在中西部地区佣金竞争进入较为激烈阶段时，上述地区的佣金战已逐渐见底。2011 年中信证券经纪业务市场份额占有率为 5.48%，机构经纪业务市场份额为 5.74%，两者均在上市证券公司中处于第一位，与华泰证券同处于上市证券公司经纪业务第一集团。

图 7：上市证券公司营业部均交易额（2012 年前三季度）*



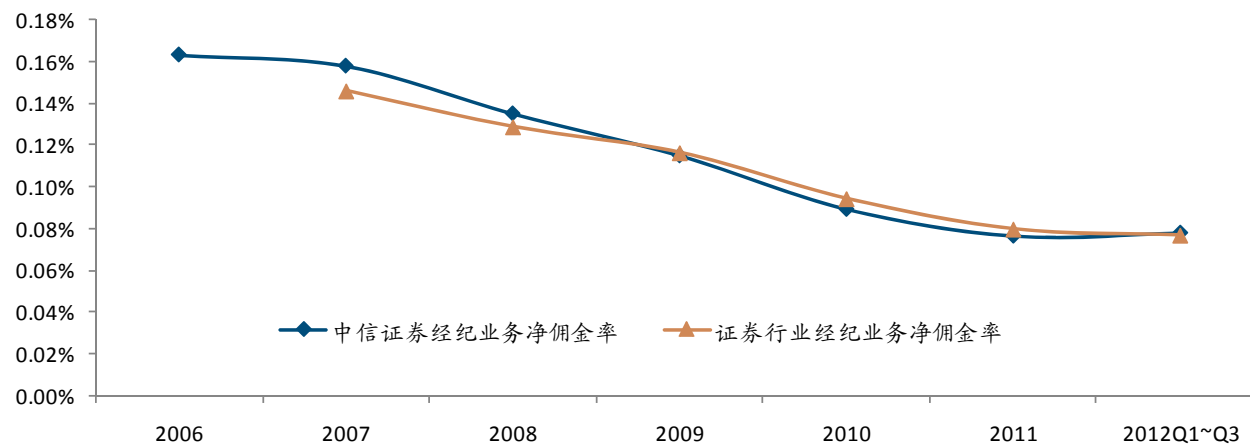
资料来源：公司数据，上海证券交易所，深圳证券交易所，信达证券研发中心 *营业部数量为截至 2012 年 6 月 30 日数据

图 8：上市证券公司经纪业务净佣金率（2012 年前三季度）



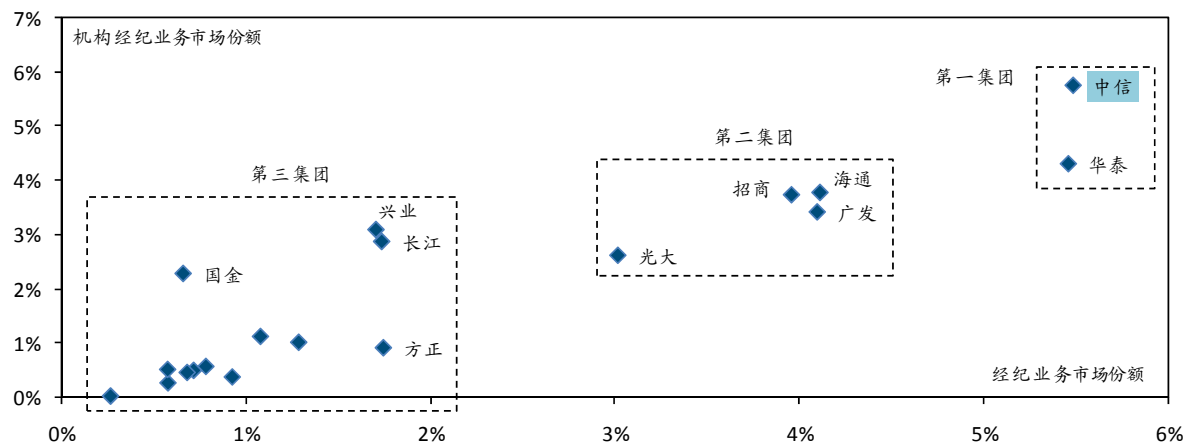
资料来源：公司数据，上海证券交易所，深圳证券交易所，信达证券研发中心

图 9: 中信证券经纪业务净佣金率



资料来源: 公司数据, 上海证券交易所, 深圳证券交易所, 信达证券研发中心

图 10: 上市证券公司经纪业务格局 (2011 年)



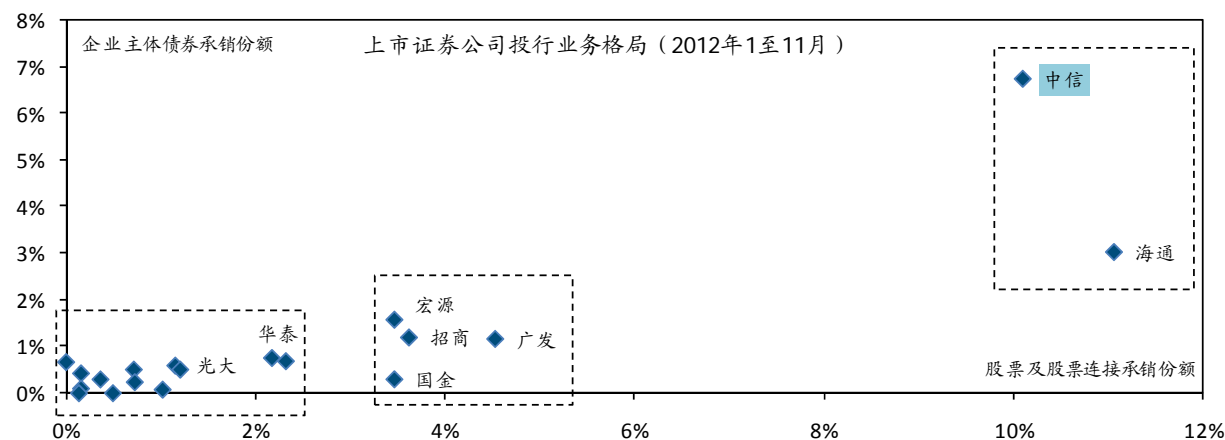
资料来源: 上海证券交易所, 深圳证券交易所, WIND 资讯, 信达证券研发中心

投行业务：份额领先，近年承受项目小型化压力

中信证券在股票承销和债券承销领域均占有领先的市场份额。2012 年 1 至 11 月，中信证券股票及股票连接承销市场份额为 10.1%，市场份额略低于海通证券，在上市证券公司中排名第二；企业主体债券承销市场份额为 6.73%，在上市证券公司中排名第一。2012 年股票一级市场整体规模同比进一步下滑，截至 11 月底全市场股票及股票连接承销额仅为 3065 亿元；而上市证券公司市场份额占有率则呈进一步分化趋势：中信证券和海通证券市场份额高于 10%，而其余上市证券公司市场份额均在 5% 以下。

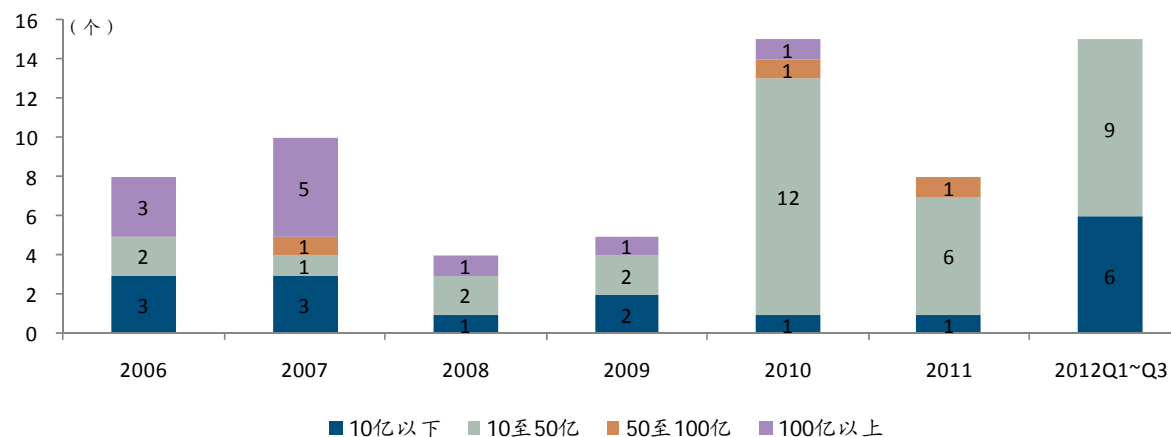
受全市场项目可获得性的影响，中信证券权益类投行业务近年来呈现项目小型化趋势。以 IPO 承销为例，中信证券 2006 年参与主承销的 100 亿以上的大型项目的个数为 3 个，2007 年为 5 个，2008 至 2010 年均为每年 1 个，而 2011 年至今为 0 个。2012 年前三季度中信证券 IPO 承销项目为 15 个，均为 50 亿以下规模项目，其中 10 亿至 50 亿规模项目 9 个，10 亿以下规模项目 6 个。

图 11：上市证券公司投行业务格局（2012 年 1 至 11 月）



资料来源：WIND 资讯，巨潮信息网，中国债券信息网，信达证券研发中心

图 12: 中信证券 IPO 项目承销个数



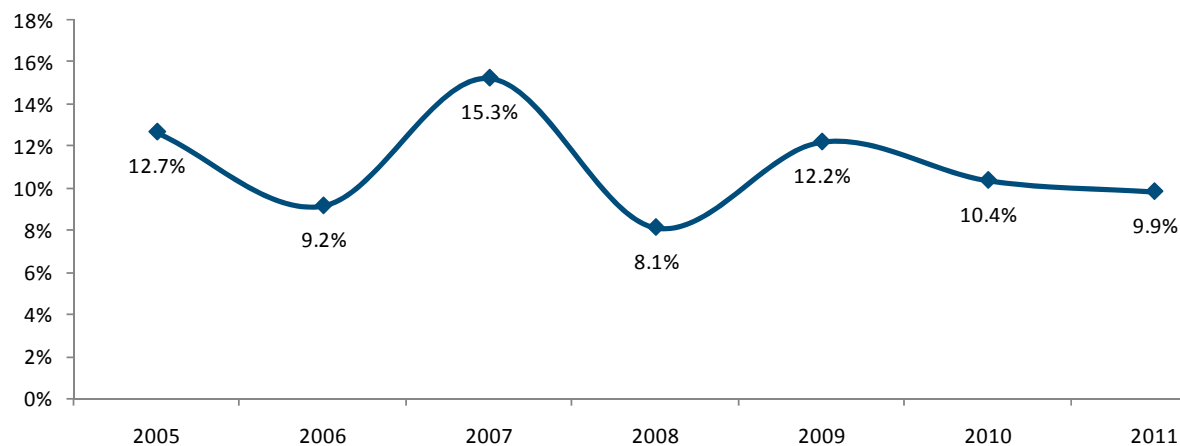
资料来源：WIND 资讯，巨潮信息网，中国债券信息网，信达证券研发中心

集合资管业务：2012 年规模增长迅速

截至 2011 年底，中信证券已发行了中信证券股债双赢集合计划、中信证券债券优化集合计划、中信证券聚宝盆集合计划等 14 只处于存续期的产品（其中中信证券聚宝盆集合计划为伞形集合资产管理产品，旗下包括 3 只系列产品）。从集合计划的规模来看，中信证券的集合资产管理规模占行业总规模比重在 10% 附近波动。

2012 年 1 至 11 月中信证券新成立了 8 只集合资产管理计划，总募集规模为 59.8 亿元，其中包括中信贵宾定制 1 号、2 号两只限额特定集合资产管理计划。

图 13: 中信证券集合资产管理市场份额



资料来源: WIND 资讯, 公司数据, 信达证券研发中心

表 1: 中信证券 2012 年新成立集合资管计划

产品代码	产品简称	成立日期	管理费率(%)	成立规模(亿份)
J12004.OF	中信可转债	2012-3-2	1.00	6.13
J12045.OF	中信贵宾定制1号	2012-4-27	n.a	5.01
J12046.OF	中信贵宾定制2号	2012-4-27	n.a	5.01
J12058.OF	中信贵宾8号	2012-8-2	1.50	3.10
J12057.OF	中信贵宾7号	2012-8-23	1.50	1.50
J12085.OF	中信现金增值	2012-9-3	0.00	5.30
J12099.OF	中信季季增利纯债	2012-10-26	0.90	22.65
J12110.OF	中信月月增益	2012-11-7	0.55	11.06

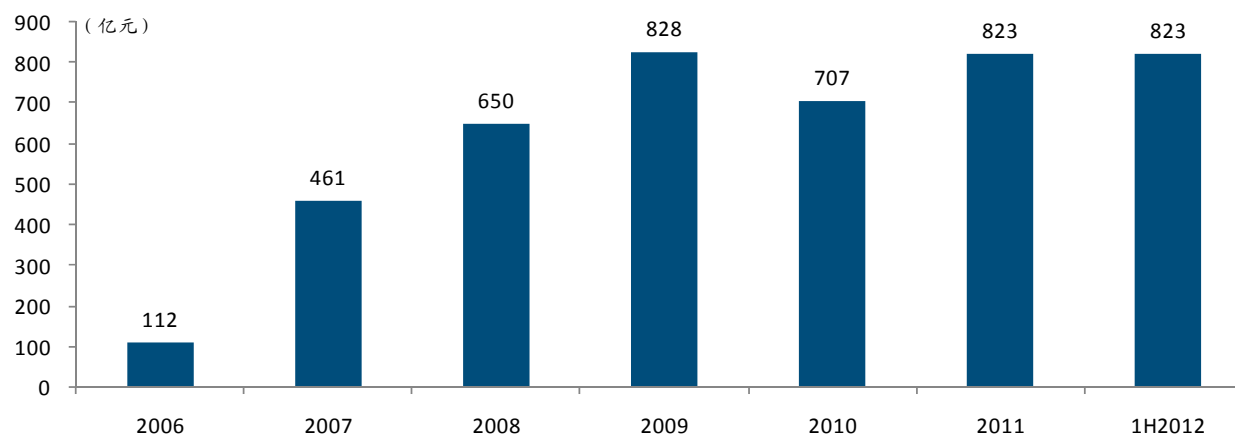
资料来源: WIND 资讯, 公司数据, 信达证券研发中心

自营业务：权益类资产比重较高

经过 2006 至 2007 年的牛市及增发，中信证券自有资产规模在 2006 至 2009 年迅速扩张。截至 2012 年上半年，中信证券自有资产规模为 823 亿元，居于上市证券公司中第一位，且远远领先第二名海通证券（671 亿元）及第三名华泰证券（396 亿元）。

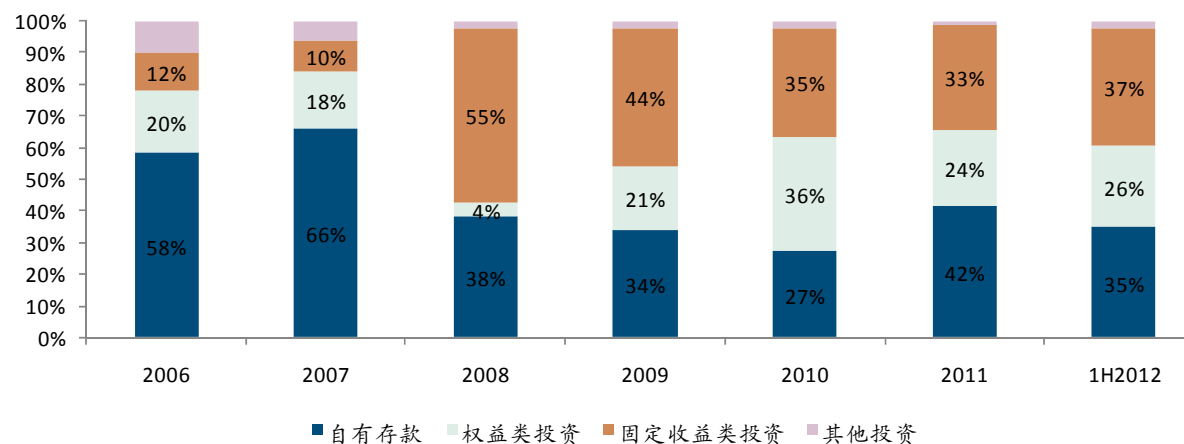
中信证券的资产构成在牛熊市中转换幅度较大。2008 年熊市中权益类投资比重仅为 4%，而 2010 年中达到 36%。以 2008 年为分界点，中信证券提高了固定收益类投资的比重，而降低了存款资产的比重。但总体而言，中信证券的权益类资产比重依然相对较高，截至 2012 年上半年末，权益类投资的比重为 26%，在十大上市证券公司中排名第三，仅次于光大证券和方正证券。权益类资产的比重较高使自营业务波动性相对较大，在牛市中弹性较强，而在熊市中则可能具有较大的下跌风险。

图 14：中信证券自有资产规模



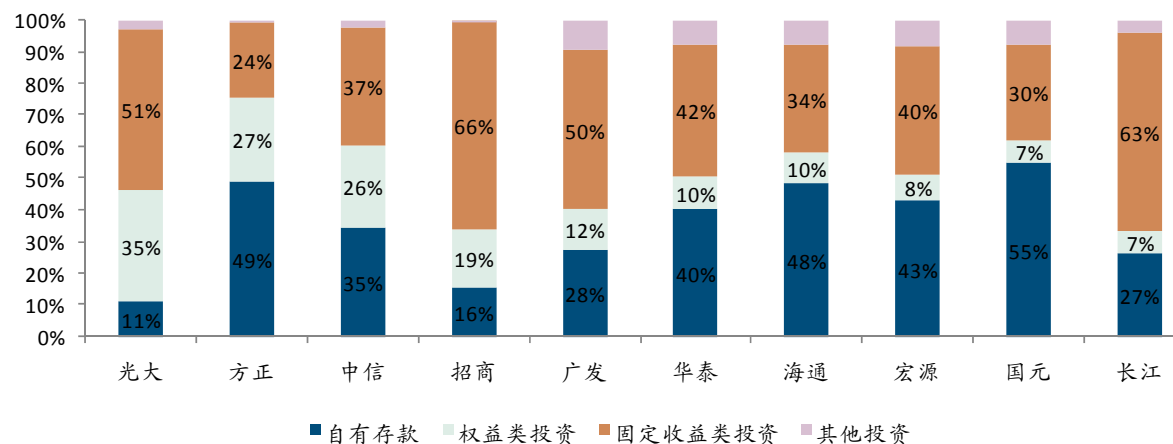
资料来源：公司数据，信达证券研发中心

图 15: 中信证券自有资产构成



资料来源: 公司数据, 信达证券研发中心

图 16: 上市证券公司自有资产构成



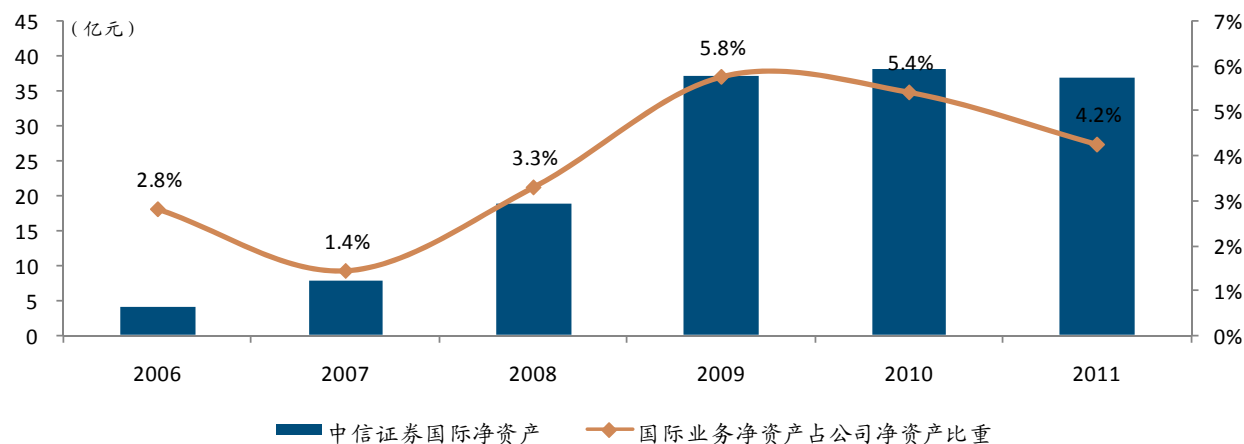
资料来源: 公司数据, 信达证券研发中心

国际业务：净资产投入大幅增加，寻找核心盈利模式

中信证券的国际业务主要通过其全资子公司平台——中信证券国际有限公司（以下简称中信证券国际）开展。中信证券国际设立于 2005 年 9 月，此后不断增加净资产投入。截至 2011 年末，中信证券国际净资产为 36.96 亿元人民币，占全公司合并报表净资产比重为 4.2%。在国内证券公司中，中信证券对于国际业务板块的前景和扩张尤其看重，公司 2012 年正式开启了收购里昂证券的程序。根据公司公告，里昂证券 19.9% 的股权已于 2012 年 7 月 20 日完成交割，剩余 80.1% 亦于 2012 年 11 月 5 日签署转让协议。若收购里昂证券全部股权的程序顺利完成，中信证券对国际业务板块的投入比重将进一步增加至净资产的 13% 以上。

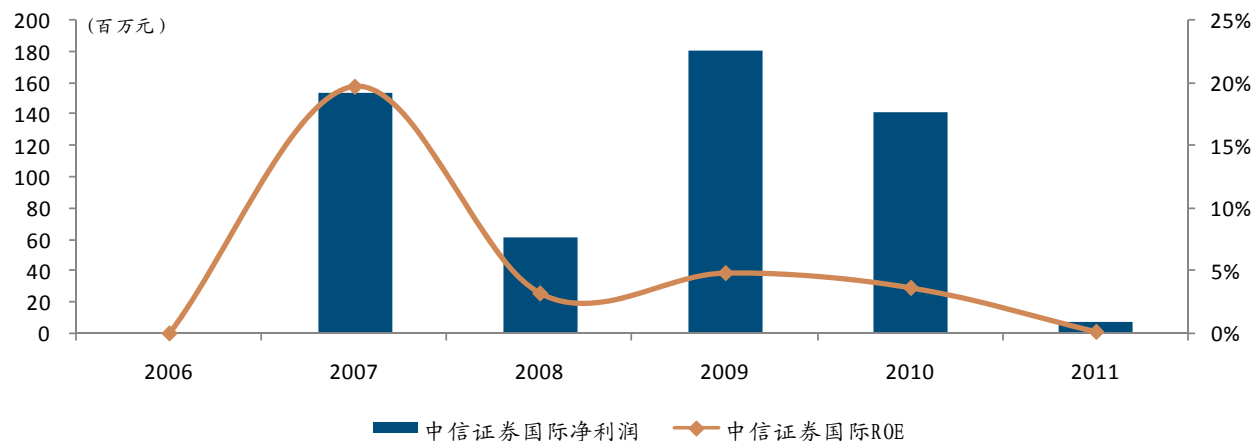
受全球市场波动的影响，中信证券国际成立以来净利润和 ROE 波动较大，2006 年 ROE 曾达到 19.7%，而 2011 年仅为 0.18%。在完成对里昂证券的收购之后如何整合资源，结合中信证券、中信证券国际和里昂证券各自的优势建立核心盈利模式，将是中信证券国际业务板块的在未来一段时期的重要任务。

图 17：中信证券国际业务净资产规模



资料来源：公司数据，信达证券研发中心

图 18: 中信证券国际业务净利润和 ROE



资料来源：公司数据，信达证券研发中心

盈利预测

经纪业务收入 2012 年下降 20%，2013 年上升

受市场环境影响，2012 年沪深股票交易额较 2011 年有较大幅度的下降，截止 11 月底，全年累积日均股票交易额为 1274 亿元。市场交易量的大幅下降导致中信证券经纪业务收入同比也将受到一定影响。在净佣金率方面，中信证券净佣金率在 2012 年相对 2011 年出现了一定程度的回升，前三季度净佣金率约为 0.078%。在 2012 年、2013 年日均股票交易额分别为 1300 亿元、1500 亿元，净佣金率分别为 0.078%、0.072%的假设下，公司 2012 至 2013 年经纪业务收入分别为 28.67 亿元、30.48 亿元。在 2012 年、2013 年融资融券年均余额分别为 46.57 亿元、76.13 亿元，融资融券利率维持在 8.6%等假定下，中信证券利息净收入分别为 12.04 亿元、12.22 亿元。

表 2: 中信证券经纪业务预测

经纪业务收入预测 (亿元)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
日均股票交易额	2,255	1,728	1,300	1,500	1,600
沪深股基交易总额 (双边)	1,139,233	862,971	639,267	737,616	787,565
中信证券股基交易市场份额	8.03%	5.41%	5.72%	5.72%	5.72%
中信证券股票基金交易额	91,512	46,726	36,566	42,192	45,049
代理买卖证券业务净手续费率	0.086%	0.077%	0.078%	0.072%	0.068%
代理买卖证券业务净收入	78.69	36.07	28.67	30.48	30.63
融资融券年均余额	8	21	47	76	93
融资融券利率	7.75%	11.62%	8.60%	8.60%	8.60%
存款年均余额	1,109	761	612	519	505
客户存款	873	493	375	390	400
净利差	1.20%	1.84%	1.70%	1.70%	1.70%
利息净收入	13.03	14.01	12.04	12.22	14.55

资料来源: 上海证券交易所, 深圳证券交易所, 公司数据, 信达证券研发中心

投行业务收入将维持增长, 但存在结构变化

2012 年的弱市行情对股票一级市场造成较大影响, 截至 11 月底股票及股票连接融资总额仅为 3065 亿元。但由于 2012 年企业主体债券融资额的增长幅度较大, 以及中信证券在这一领域的承销市场份额较高, 使得中信证券的债券类承销收入增幅较大, 从而承销保荐收入规模同比不会受到较大影响。在未来三年内, 我们预计中信证券投行业务收入仍将持续增长, 但收入内部结构将出现变化, 固定收益类、资产证券化类业务的收入占比将逐渐升高, 而股票承销类收入占比将降低。在中信证券 2012 年、2013 年股票及股票连接承销市场份额分别为 10.00%、8.00%, 企业主体债券承销市场份额为 7.00%、8.50% 的假设下, 中信证券 2012 年、2013 年投行业务收入分别为 16.49 亿元、23.21 亿元。

表 3: 中信证券投行业务预测

投行业务收入预测 (亿元)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
股票及股票连接融资额	9,677	5,283	3,665	7,558	8,392
股票及股票连接主承销市场份额	14.48%	8.52%	10.00%	8.00%	8.00%
中信证券股票及股票连接主承销额	1,401	450	367	605	671
企业主体债券融资额	10,089	16,915	26,180	26,162	29,048
企业主体债券主承销市场份额	9.81%	8.27%	7.00%	8.50%	8.50%
中信证券企业主体债券主承销额	989	1,399	1,833	2,224	2,469
承销保荐收入	29.03	14.85	16.49	23.21	25.77

资料来源: WIND 资讯, 公司数据, 信达证券研发中心

资产管理业务或存在超预期增长可能

2012 年证券行业去监管的一个重要部分是资管业务管制的放松, 包括集合资产管理备案制、定向资产管理审批放松、资产证券化业务重启等, 而中信证券在资产管理方面具有项目来源、产品设计和渠道的多方面优势。我们预期中信证券集合、定向资管业务在未来数年内将出现较快速度的增长, 且增长速度很可能超预期。在对定向资管业务相对保守的假定下, 中信证券 2012 至 2014 年资产管理业务净收入分别为 2.62 亿元、3.66 亿元和 5.12 亿元。

表 4: 中信证券资产管理业务预测

资产管理业务收入预测 (亿元)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
集合资产管理业务期末规模	114	141	150	250	300
集合资产管理业务费率	1.39%	1.48%	1.50%	1.50%	1.50%
集合资产管理业务净收入	1.6	1.9	2.2	3.0	4.1
定向资产管理业务净收入	0.2	0.3	0.4	0.7	1.0
资产管理业务净收入	1.80	2.17	2.62	3.66	5.12

资料来源: WIND 资讯, 公司数据, 信达证券研发中心

自营业务稳步增长

中信证券自营业务 2011 年受到市场波动影响较大，我们预计 2012 年将从收益率上有一定回升。预计公司 2012 年、2013 年自营业务收入分别为 32.07 亿元、41.28 亿元，对联营企业和合营企业的投资收益分别为 6.73 亿元、7.53 亿元。

表 5: 中信证券自营业务预测

自营业务收入预测 (亿元)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
上证指数涨幅	-14.31%	-21.68%	0.00%	10.00%	10.00%
证券投资期末规模	514	479	474	498	524
证券投资收益率	10.69%	2.52%	6.50%	8.50%	9.50%
自营业务收入	56.79	12.55	32.07	41.28	48.52
对联营企业和合营企业的投资收益	0.24	4.16	6.73	7.53	8.65

资料来源：上海证券交易所，公司数据，信达证券研发中心

2012、2013 年净利润分别为 38.53 亿元、48.02 亿元

综合以上各业务模块预测，我们预测中信证券 2012 年实现营业收入 106.65 亿元，同比下降 57.4%；2013 年实现营业收入 127.19 亿元，同比上升 19.3%。2012 年同比降幅较大，主要由于 2011 年中信证券出售华夏基金 51% 股权获得的一次性收益使两年的营业收入不可比。

由于弱市中人力资源费用的降低，2012 年业务及管理费将比 2011 年下降，但由于营业收入的下降，业务及管理费占营业收入的比重将从 32.01% 上升至 49.57%。在此假定下，我们预测中信证券 2012 年、2013 年净利润分别为 38.53 亿元、48.02 亿元，对应每股收益分别为 0.35 元、0.43 元。

表 6: 中信证券业务及管理费预测

业务及管理费预测 (亿元)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
人力资源费用	69.8	50.0	23.5	28.0	31.4
折旧费	2.4	1.9	3.3	3.3	3.3
租赁费	4.1	3.3	3.1	3.4	3.7
投资者保护基金	2.8	1.7	1.1	1.3	1.4
其他	26.2	23.3	21.9	24.0	25.5
业务及管理费	105.35	80.13	52.87	59.95	65.33
业务及管理费/营业收入	37.90%	32.01%	49.57%	47.14%	45.71%

资料来源：公司数据，信达证券研发中心

公司估值

在目前证券公司业务线条设置的条件下，自营业务、非自营业务板块能够较为明显区分，创新业务范畴清楚。自营业务主要由自有资金投资规模和收益率驱动，非自营业务由中介服务的市场份额驱动，而创新业务尚处于成长期，不同业务板块核心驱动因素有所不同，因此我们采取部分加总法对公司进行估值。

表 7：中信证券部分加总法估值

自营业务估值(百万元)	2012F	2013F
现金和证券投资规模	58,537	60,407
直接投资规模	7,441	7,441
直接投资价值	27,548	30,303
其他投资	2,439	2,439
自营业务价值	88,525	93,149
自营业务每股价值(元)	8.04	8.46
自营业务市净率(P/B)	1.02	1.04
非自营业务估值(百万元)	2012F	2013F
非自营业务净利润	2,732	3,135
非自营业务市盈率(P/E)	10.00	10.00
非自营业务价值	27,319	31,345
非自营业务每股价值(元)	2.48	2.85
创新业务估值(百万元)	2012F	2013F
创新业务净利润	408	717
创新业务市盈率(P/E)	55.00	45.00
创新业务价值	22,434	32,287
创新业务每股价值(元)	2.04	2.93
部分加总法(sum-of-the-parts)估值(元)	2012F	2013F
总价值	138,278	156,782
每股价值	12.55	14.23
对应市盈率(倍)	36.07	32.80
对应市净率(倍)	1.60	1.75

资料来源：公司数据，信达证券研发中心

我们采用 P/B 方法对自营业务进行估值，使用折现法得到 2013 年自营业务 P/B 倍数为 1.02 倍，对应自营业务 2012 年、2013 年每股价值分别为 8.04 元、8.46 元；对非自营业务和创新业务采用 P/E 估值方法估值，对非自营业务给予 10 倍 P/E 倍数，对应 2012、2013 年非自营业务每股价值分别为 2.48 元、2.85 元；对 2012、2013 年创新业务分别给予 55 倍、45 倍 P/E，对应 2012、2013 年创新业务价值分别为 2.04 元、2.93 元。将自营业务、非自营业务及创新业务价值加总，得到 2012 年、

2013 年末中信证券每股价值分别为 12.55 元、14.23 元。

根据对每股价值的敏感性分析，在 2013 年日均股票交易额 1100 亿元至 1900 亿元的情景假定下，中信证券的每股价值区间为 13.71 至 14.76 元。

表 8: 2013 年每股收益敏感性分析

13年每股收益 (元)		日均股票交易额 (亿元)								
		700	900	1,100	1,300	1,500	1,700	1,900	2,100	2,300
净手续费率 (%)	0.052%	0.28	0.30	0.32	0.35	0.37	0.39	0.41	0.44	0.46
	0.057%	0.29	0.31	0.34	0.36	0.39	0.41	0.43	0.46	0.48
	0.062%	0.29	0.32	0.35	0.37	0.40	0.43	0.46	0.48	0.51
	0.067%	0.30	0.33	0.36	0.39	0.42	0.45	0.48	0.50	0.53
	0.072%	0.31	0.34	0.37	0.40	0.43	0.46	0.50	0.53	0.56
	0.077%	0.32	0.35	0.38	0.42	0.45	0.48	0.52	0.55	0.58
	0.082%	0.32	0.36	0.40	0.43	0.47	0.50	0.54	0.57	0.61
	0.087%	0.33	0.37	0.41	0.44	0.48	0.52	0.56	0.59	0.63
	0.092%	0.34	0.38	0.42	0.46	0.50	0.54	0.58	0.62	0.66

资料来源：公司数据，信达证券研发中心

表 9: 2013 年每股净资产敏感性分析

13年每股净资产 (元)		日均股票交易额 (亿元)								
		700	900	1,100	1,300	1,500	1,700	1,900	2,100	2,300
净手续费率 (%)	0.052%	8.00	8.02	8.05	8.07	8.09	8.11	8.14	8.16	8.18
	0.057%	8.01	8.03	8.06	8.08	8.11	8.13	8.16	8.18	8.21
	0.062%	8.02	8.04	8.07	8.10	8.12	8.15	8.18	8.20	8.23
	0.067%	8.02	8.05	8.08	8.11	8.14	8.17	8.20	8.23	8.25
	0.072%	8.03	8.06	8.09	8.12	8.16	8.19	8.22	8.25	8.28
	0.077%	8.04	8.07	8.10	8.14	8.17	8.20	8.24	8.27	8.30
	0.082%	8.05	8.08	8.12	8.15	8.19	8.22	8.26	8.29	8.33
	0.087%	8.05	8.09	8.13	8.17	8.20	8.24	8.28	8.32	8.35
	0.092%	8.06	8.10	8.14	8.18	8.22	8.26	8.30	8.34	8.38

资料来源：公司数据，信达证券研发中心

表 10: 2013 年每股价值敏感性分析

13年每股价值 (元)		日均股票交易额 (亿元)								
		700	900	1,100	1,300	1,500	1,700	1,900	2,100	2,300
非自 营业务 P/E (倍)	6.0	12.46	12.62	12.78	12.94	13.09	13.25	13.41	13.57	13.72
	7.0	12.64	12.83	13.01	13.19	13.38	13.56	13.75	13.93	14.11
	8.0	12.82	13.03	13.24	13.45	13.66	13.87	14.08	14.29	14.50
	9.0	13.00	13.24	13.47	13.71	13.95	14.18	14.42	14.66	14.89
	10.0	13.18	13.44	13.71	13.97	14.23	14.49	14.76	15.02	15.28
	11.0	13.36	13.65	13.94	14.23	14.52	14.80	15.09	15.38	15.67
	12.0	13.54	13.85	14.17	14.48	14.80	15.12	15.43	15.75	16.06
	13.0	13.72	14.06	14.40	14.74	15.08	15.43	15.77	16.11	16.45
	14.0	13.90	14.27	14.63	15.00	15.37	15.74	16.10	16.47	16.84

资料来源: 公司数据, 信达证券研发中心

风险提示

交易量持续下跌风险和自营业务的波动性。交易量持续下跌将导致证券公司经纪业务萎缩, 收入和利润下降; 股票市场的下跌风险将导致自营业务收入产生波动, 从而影响股价。

里昂证券并表的业绩影响。若里昂证券收购程序顺利完成, 则将纳入公司合并报表范畴, 存在影响公司整体业绩水平的可能。

	2010	2011	2012F	2013F	2014F		2010	2011	2012F	2013F	2014F
损益表摘要 (人民币百万元)						年增长率 (%)					
营业收入	27,795	25,033	10,665	12,719	14,292	营业收入	26.30%	-9.94%	-57.40%	19.26%	12.37%
手续费净收入	14,858	8,646	5,383	6,399	6,879	手续费净收入	-12.18%	-41.81%	-37.74%	18.87%	7.51%
代理买卖证券业务净收入	7,869	3,607	2,867	3,048	3,063	代理买卖证券业务净收入	-27.82%	-54.16%	-20.52%	6.33%	0.49%
证券承销业务净收入	2,903	1,485	1,649	2,321	2,577	证券承销业务净收入	20.89%	-48.83%	11.04%	40.73%	11.03%
委托管理资产业务净收入	180	217	262	366	512	委托管理资产业务净收入	23.55%	20.43%	20.62%	39.70%	39.76%
基金管理公司收入	3,447	2,783	24	24	24	基金管理公司收入	9.30%	-19.26%	-99.14%	0.00%	0.00%
财务顾问业务和其他	459	553	581	639	703	财务顾问业务和其他	45.26%	20.54%	5.00%	10.00%	10.00%
利息净收入	1,303	1,401	1,204	1,222	1,455	利息净收入	-7.00%	7.54%	-14.11%	1.51%	19.05%
投资净收益	10,960	15,563	2,650	3,240	3,789	投资净收益	215.03%	42.00%	-82.97%	22.27%	16.94%
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	24	416	673	753	865	其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-76.36%	1611.84%	61.97%	11.79%	14.86%
公允价值变动净收益	565	-755	1,231	1,640	1,928	公允价值变动净收益	996.48%	-233.60%	-263.00%	33.25%	17.56%
汇兑净收益	7	-28	-30	-31	-33	汇兑净收益	68.63%	-497.16%	5.00%	5.00%	5.00%
其他业务收入	101	206	227	249	274	其他业务收入	-33.16%	103.71%	10.00%	10.00%	10.00%
营业支出	11,526	10,022	5,773	6,588	7,193	营业支出	31.78%	-13.05%	-42.40%	14.13%	9.18%
营业税金及附加	962	488	479	586	653	营业税金及附加	-6.96%	-49.22%	-1.93%	22.27%	11.44%
业务及管理费	10,535	8,013	5,287	5,995	6,533	业务及管理费	31.43%	-23.94%	-34.02%	13.40%	8.97%
资产减值损失	18	1,514	-	-	-	资产减值损失	-105.56%				
其他业务成本	11	7	7	7	8	其他业务成本	-4.54%	-39.68%	5.00%	5.00%	5.00%
营业利润	16,269	15,011	4,892	6,130	7,099	营业利润	22.69%	-7.73%	-67.41%	25.32%	15.80%
营业外收入	86	31	33	34	36	营业外收入	-25.21%	-63.78%	5.00%	5.00%	5.00%
营业外支出	35	11	12	12	13	营业外支出	-52.22%	-67.74%	5.00%	5.00%	5.00%
利润总额	16,320	15,031	4,912	6,152	7,122	利润总额	22.69%	-7.90%	-67.32%	25.24%	15.76%
所得税费用	4,184	2,427	1,060	1,350	1,564	所得税费用	30.19%	-42.00%	-56.33%	27.37%	15.89%
净利润	12,136	12,604	3,853	4,802	5,558	净利润	20.30%	3.86%	-69.43%	24.65%	15.73%
归属于母公司所有者的净利润	11,311	12,576	3,833	4,780	5,533	归属于母公司所有者的净利润	25.91%	11.18%	-69.52%	24.70%	15.77%
少数股东权益	825	28	20	23	24	少数股东权益	-25.31%	-96.60%	-30.12%	15.38%	6.77%
资产负债表摘要 (人民币百万元)						主要驱动因素 (%)					
总资产	153,178	148,280	133,361	138,110	143,323	日均股票交易额 (人民币百万元)	225,468	172,805	130,000	150,000	160,000
客户存款	62,081	36,477	38,535	39,499	40,486	股基权证交易额市场份额	8.03%	5.41%	5.72%	5.72%	5.72%
自有存款	19,281	34,358	13,099	12,595	8,351	代理买卖证券业务净手续费率	0.09%	0.08%	0.08%	0.07%	0.07%
融资融券	1,563	2,616	6,698	8,530	10,106	净利差	1.20%	1.84%	1.70%	1.70%	1.70%
股票回购	-	-	500	200	4,000	证券投资期末规模 (人民币百万元)	51,444	47,947	47,361	49,757	52,400
交易性金融资产	14,256	19,049	18,816	19,769	20,818	证券投资收益率	10.69%	2.52%	6.50%	8.50%	9.50%
可供出售金融资产	37,188	28,898	28,544	29,989	31,581	股票及股票连接融资额 (人民币百万元)	967,707	528,325	366,517	755,781	839,173
持有至到期投资	-	-	-	-	-	股票及股票连接主承销市场份额	14.48%	8.52%	10.00%	8.00%	8.00%
长期股权投资	7,614	17,409	17,714	18,080	18,519	企业主体债券融资额 (人民币百万元)	1,008,860	1,691,511	2,617,980	2,616,163	2,904,831
固定资产	564	2,647	2,317	1,988	1,659	企业主体债券主承销市场份额	9.81%	8.27%	7.00%	8.50%	8.50%
无形资产和商誉	928	640	640	640	640	集合资产管理业务期末规模 (百万元)	11,403	14,066	15,000	25,000	30,000
其他资产	9,703	6,187	6,497	6,821	7,162	集合资产管理业务费率	1.39%	1.48%	1.50%	1.50%	1.50%
总负债	82,330	61,290	46,532	47,820	49,149	业务及管理费/营业收入	37.90%	32.01%	49.57%	47.14%	45.71%
代买卖证券款	62,081	36,477	38,535	39,499	40,486	营业税金及附加税率	3.63%	2.07%	5.06%	5.09%	5.08%
应付债券	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	所得税率	25.67%	16.60%	25.00%	25.00%	25.00%
其他负债	18,749	23,313	6,497	6,821	7,162	盈利能力 (%)					
所有者权益	70,848	86,990	86,829	90,290	94,174	净利润率	40.70%	50.24%	35.94%	37.58%	38.72%
总股本	9,946	11,017	11,017	11,017	11,017	净资产收益率	16.06%	14.52%	4.44%	5.32%	5.91%
少数股东权益	413	403	422	445	469	净资产指标 (人民币百万元)					
归属于母公司所有者权益	70,435	86,587	86,406	89,845	93,705	母公司净资产	41,050	50,030			
其中：计入所有者权益的税后自营业务收入	2,117	-723	-	-	-	母公司净资产率 (%)	66.72%	67.82%			
每股及估值指标 (人民币元)						经营数据					
每股收益	1.14	1.14	0.35	0.43	0.50	员工数量 (个)	15,476	13,260			
每股净资产	7.08	7.86	7.84	8.16	8.51	营业部数量 (个)	270	178			
市盈率	10.55	10.51	33.89	27.17	23.47	服务部数量 (个)	0	0			
市净率	1.69	1.53	1.50	1.45	1.39						

非银行金融研究小组

王松柏，首席策略分析师兼首席非银行金融行业分析师，2012 年 7 月加盟信达证券研究开发中心。曾任职于中国国际金融有限公司研究部，从事非银行金融行业研究。

杨腾，中国人民大学数量经济学硕士，2012 年 7 月加入信达证券研发中心，从事非银行金融行业研究。

证券行业重点覆盖公司

中信证券（600030）	海通证券（600837）	光大证券（601788）	广发证券（000776）	华泰证券（601688）
招商证券（600999）	长江证券（000783）	方正证券（601901）	兴业证券（601377）	宏源证券（000562）

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
刘晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示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。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。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历史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，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上； 增持 ：股价相对强于基准 5% ~ 20%； 持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间； 卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	看好 ：行业指数超越基准； 中性 ：行业指数与基准基本持平； 看淡 ：行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

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，信达证券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，投资者需自行承担风险。