

业绩维持龙头地位，期待创新发力

中信证券（600030）2012 年年报点评

投资要点：

◇ **净利创 5 年新低，目前仍居上市券商之首。**2012 年，中信证券实现营业收入人民币 116.94 亿元，同比下降 53.29%；实现归属于母公司股东的净利润人民币 42.37 亿元，同比下降 66.31%；实现基本每股收益人民币 0.38 元，同比下降了 69.11%；加权平均净资产收益率 4.90%，同比减少了 12.10 个百分点。2012 年度营业收入、净利润同比下降的主要原因是中信证券于 2011 年处置了华夏基金股权并取得了收益，且 2012 年度不再将华夏基金纳入合并范围。从 2007 年到 2011 年，中信证券的净利润分别为 123.89 亿元，72.81 亿元，89.84 亿元，109.44 亿元和 126.04 亿元。42 亿元净利是近年新低。与已经公布业绩的海通等券商比较，42 亿元净利仍是榜首。

◇ **传统业务各有升降，横向比较仍是行业龙头。**经纪业务方面，2012 年中信证券经纪业务收入为 36.77 亿元，比上年减少 18.63%。资产管理业务在 2012 年收入为 3.28 亿元，收入比上年大幅减少 89.9%，投行业务方面，2012 年，承销业务收入同比增加 41.44%。自营业务收入同比 649.74%。横向比较，2012 年中信证券股基交易总额为人民 3.68 万亿元，市场份额为 5.76%，同比增长 4.54%，保持市场第一。主承销市场份额 10.53%，排名市场第二，其中，现金类股票主承销项目 25 单，主承销金额人民币 368 亿元，排名市场第一。

◇ **创新业务种类齐全，部分开始贡献业绩。**代销金融产品人民币 437.06 亿元，代理销售总收入合计人民币 3,553.35 万元。约定购回式证券交易业务方面，规模同比增长 37.84%，待回购交易规模居市场前列；股票收益互换交易方面，公司获得首家试点券商资格；做市业务方面，公司成为新上市的两支 ETF 的流动性做市商。两融业务方面，融资融券余额合计为人民币 88.38 亿元，较 2011 年增长 237.78%，市场份额 9.87%，排名第一。此外，并购基金、直投业务也走在行业前列。

◇ **国际业务领跑业内。**公司 2012 年成功开展多项国际业务，同比均实现突破。并完成里昂证券 19.9%股权的收购计划，与东方汇理银行、CASAB.V. 签署里昂证券剩余全部股权转让协议。

◇ **投资建议。**公司目前 PE30.45 倍，PB1.56 倍，估值低于行业平均水平，考虑到行业处于政策创新的红利通道中，公司作为行业龙头且创新业务资格最全、开展最久、资本金实力雄厚，预计公司能在 2013 年进一步开展创新业务并使之贡献业绩。因此给予净利润 30%的增速，EPS0.59 元，对应 PE20.99 倍。综合考虑近期证券市场的活跃与 5 月创新大会对券商业务的刺激，给予推荐评级。

推荐（维持）

风险评级：一般风险

2013 年 3 月 29 日

邓茂

SAC 执业证书编号：
S0340512070001

电话：0769-22119270

邮箱：dm3@dgzq.com.cn

徐子鳌

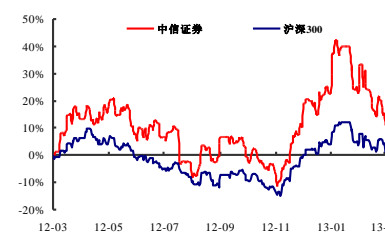
助理分析师

电话：0769-22119270

主要数据 2013 年 3 月 29 日

前收盘价(元)	12.27
总市值(亿元)	1262.54
总股本(百万股)	1101.69
流通股本(百万股)	981.46
ROE	4.9%
12 月最高价(元)	15.97
12 月最低价(元)	9.54

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

1. 业绩概览

2012 年，中信证券实现营业收入人民币 116.94 亿元，同比下降 53.29%；实现归属于母公司股东的净利润人民币 42.37 亿元，同比下降 66.31%；实现基本每股收益人民币 0.38 元，同比下降了 69.11%；加权平均净资产收益率 4.90%，同比减少了 12.10 个百分点。2012 年度营业收入、净利润同比下降的主要原因是中信证券于 2011 年处置了华夏基金股权并取得了收益，且 2012 年度不再将华夏基金纳入合并范围。如果剔除 2011 年处置华夏基金的收益和华夏基金对利润表的影响，净利同比约增加 7.7%。资产负债表上，净资产 865 亿元，总资产 1685 亿元，其中货币资金 597 亿元。

营业收入中，与其他公布业绩的券商类似，增速最快是自营业务，其次是收益于大力发展债权融资的承销业务；经纪业务和资管业务则遭遇双降。

表 1：主营业务情况

业务单元	营业收入(亿元)	营业支出(亿元)	营业利润(亿元)	营业利润率(%)	营收同比(%)	营支同比(%)	营业利润率同比
经纪业务	36.77	25.16	11.62	31.59	-18.63	1.17	减少了13.39个百分点
资产管理业务	3.27	2.65	0.63	19.28	-89.90	-88.44	减少了10.20个百分点
证券投资业务	34.56	15.96	18.60	53.83	679.74	-18.32	增加了394.62个百分点
证券承销业务	26.64	15.42	11.23	42.13	41.44	3.82	增加了20.97个百分点

资料来源：东莞证券研究所，公司年报

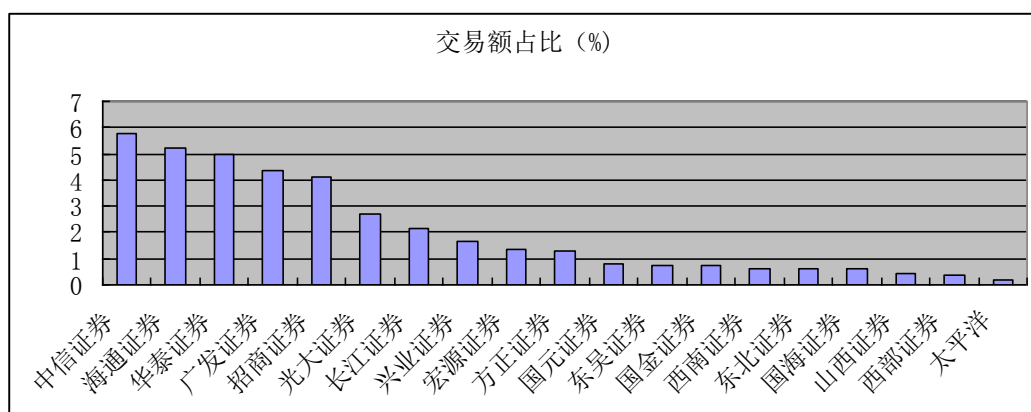
2. 业务分析

经纪业务保持市场份额增长，稳居行业首位。

2012 年中信证券在沪深交易所的股票、基金交易总额为人民币 3.68 万亿元，市场份额为 5.76%，同比增长 4.54%，保持市场第一。公司长期注重客户积累。截至 2012 年底，本集团托管的客户资产达人民币 1.66 万亿元（含未解禁的大小非客户资产），资产在人民币 500 万元以上的高净值个人客户数量较 2011 年增长 24%。机构客户方面，全年新增交易席位 102 个；全面覆盖保险资产管理公司的投研服务；QFII 客户增至 72 家，客户交易量排名市场第一。报告中看出，中信证券重视高净值客户以及机构客户的开发与维护，这种经营理念在市场活跃度回升时将会更好地助力业绩回暖。

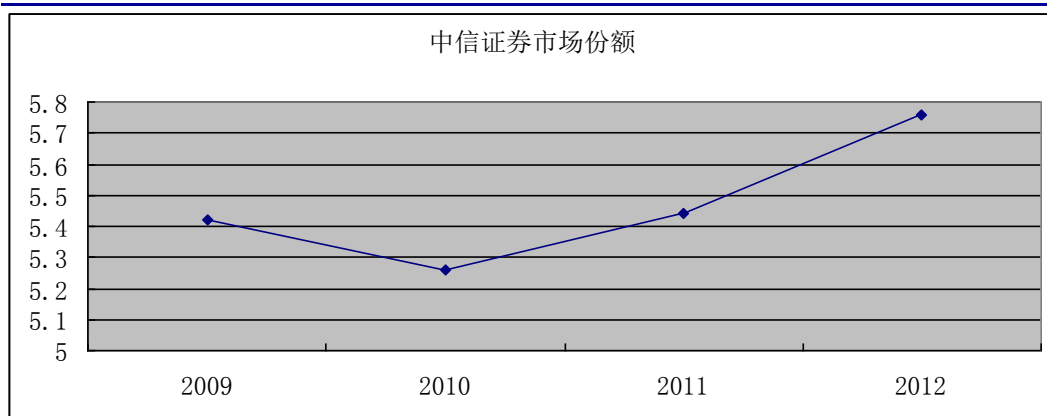
2013 年 1~2 月份，中信系在经纪业务的市场份额再次提升至 6.13%，继续稳居第一。假设 2013 年证券市场交易活跃度要比 2012 年高，佣金率能维持在万分之八左右，经纪业务在 2013 年预期能回暖，抑制住连年下跌的趋势，保持在 2012 年的水平。

图 1：上市券商交易额占比



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 2：中信证券市场份额逐年变化（去除中信建投影响）



资料来源：东莞证券研究所，公司年报

投行业务方面，股权融资保持优势，债权融资业绩靓丽。

2012 年，公司共完成股票主承销项目 30 单，主承销金额人民币 506 亿元，市场份额 10.53%，排名市场第二，其中，现金类股票主承销项目 25 单（见下表），主承销金额人民币 368 亿元，排名市场第一。现金类股票主承销项目中，完成 IPO 项目 15 单，主承销金额约人民币 173.61 亿元，排名第一；完成再融资项目 9 单，主承销金额人民币 191.36 亿元；完成可转债项目 1 单，主承销金额人民币 3.25 亿元。

2012 年，公司完成企业债、公司债、商业银行金融债、中期票据、短期融资券及资产证券化主承销项目 137 单，主承销金额人民币 2,153.55 亿元，主承销金额市场份额为 5.13%，债券承销数量与承销金额均排名同业第一。

表 2：中信证券股权融资业务

项目	2012 年		2011 年	
	主承销金额 (万元)	发行数量	主承销金额 (万元)	发行数量
首次公开发行	1,736,068.26	15	1,778,565.00	8
再融资发行	1,913,643.28	9	2,340,233.33	6
可转换债券	32,500.00	1	383,300.00	1
合计	3,682,211.54	25	4,502,098.33	15

资料来源：东莞证券研究所，公司年报

表 3：中信证券债权融资业务

项目	2012 年		2011 年	
	主承销金额（万元）	发行数量	主承销金额（万元）	发行数量
企业债	3,726,666.70	20	1,650,000	12
公司债	2,071,666.67	13	1,050,000	6
金融债	9,360,000.00	24	9,390,000	19
中期票据	3,615,000.00	30	1,890,000	14
短期融资券	1,695,000.00	15	1,350,000	8
集合票据	-	-	10,000	1
资产支持证券	1,067,194.33	35	-	-
合计	21,535,527.67	137	15,340,000	60

资料来源：东莞证券研究所，公司年报

从上两表看出，2012 年中信证券承销业务收入得以正增长 41.44%，净收入同比增长 20.52%，主要是依靠债权融资业务的突飞猛进。我们预计在 IPO 重启后，2013 年公司承销业务仍可保持 20%的增速。

另外值得关注的是，2012 年，在传统债券业务保持领先的同时，公司的私募结构化融资业务取得了长足发展，融资规模共计约人民币 159 亿元，成为国内证券公司中结构化融资业务的领跑者。

自营业务实现扭亏为盈，成为利润贡献最大的业务。

2011 年由于公司没有在三季度的市场大幅下调中控制仓位，导致 2011 年自营业务全年亏损。2012 年公司在确保实施公司股票自营转型战略的前提下，大幅增加了交易性金融资产的投入，对以证券公司、黄金、电力、军工及高端装备业为代表的蓝筹股进行了重点投资，取得了较好的投资效果。按照年报分部报告，2012 年证券投资业务贡献利润 18.6 亿，按照利润表体现，自营业务（金融资产投资收益+公允价值变动损益）收益为 33.61 亿元。

2012 年以来，另类投资业务线已开展的交易策略包括境内股指期货套利、基本面量化、统计套利、境外可转债套利等四大类策略，相信对未来的自营业务能起到稳增作用。自营业务收益受市场因素影响明显，但由于证券市场整体运行于中低点，自营风格在经历风雨之后也日渐稳增，因此谨慎预期能保持 20%的净利润增速。

资管业务规模第一，但盈利能力有待提高。

公司 2012 年资产管理业务管理资产规模人民币 2,508.39 亿元，排名同业第一。其中，集合理财产品规模、定向资产管理业务规模（含企业年金、社保基金）和专项资产管理业务的规模分别为人民币 249.23 亿元、2,224.23 亿元和 34.93 亿元。然而值得注意的是，即便全年集合理财、定向理财、专项理财的资产管理规模增长分别在 77%，374%

和 236%，全年资管管理费收入却从 217.8 万元下降至 198.09 万元。显示“通道业务”利润率并不高。2013 年资管业务不断迎来新政策，已有的资管格局势必有大变化，中信证券固有的规模优势、人才贮备和客户资源都很可能支撑公司在未来资管大发展的过程中再占先机。

各项创新业务引人注目，资本中介型业务发展值得期待。

创新业务中对业绩贡献最大的是融资融券业务（含转融通业务）。全年融资融券余额合计为人民币 88.38 亿元，较 2011 年增长 237.78%，市场份额 9.87%，排名第一。两融业务提供净利息收入达 3.56 亿元，贡献整体净利润达到 8.47%，已经从 2011 年刚起步的创新业务，成为了对公司业绩贡献显著的新业务。除此之外，公司大力发展其他资本中介型业务，其中包括约定式回购、股票质押融资、大宗交易、ETF 做市、结构性产品做市业务等。资本中介型业务是国外成熟券商主要利润贡献源之一，随着我国金融市场的日渐成熟和资本市场需求升级，中信证券在这方面有先行优势，已经成立并开展并购基金、直投公司、另类投资线、做市商等业务，再加上雄厚的资本金支撑，创新业务的发展值得期待。

海外业务领先业内。

完成香港 IPO 项目 4 单，香港再融资项目 2 单，跨境并购项目 4 单。完成境外人民币债项目 10 单，作为招标代理人完成境外人民币债项目 2 单，作为副主承销商完成美元债项目 2 单。同比均实现突破。公司在收购里昂证券之后，将更进一步发挥协同效应，促进全球业务合作伙伴的探寻和推进海外业务开展，作为国内券商中最早开始打造国际竞争力的先行者。

3. 投资建议

公司整体运营状况良好，资本金雄厚。资本中介型创新业务在政策进一步落实后有望为公司发展增添新动力。作为行业龙头和政策利益既得者，对 5 月的券商创新大会有正面预期。我们预计公司 2013 年 EPS 为 0.59 元、BPS 为 10.13，对应估值水平在 20.1 倍 PE，1.25 倍 PB，估值具有一定比较优势，维持推荐评级。

表 4：业绩预测表/估值表

中信证券（亿元）	2009A	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入	220.07	277.95	250.33	116.94	152.1	185.46
营业支出	87.46	115.26	100.22	62.63	76	82
利润总额	133.02	163.20	150.31	54.87	76	104
减：所得税	32.14	41.84	24.27	11.80	17.62	22.74
净利润	100.88	121.36	126.04	43.07	59.38	81.26
每股收益（元）	1.35	1.14	1.23	0.38	0.59	0.82
ROE（%）	15.38	17.13	16.02	4.90	6.0	7.3
PE（倍）	20.69	10.22	7.56	30.45	20.99	15.34
PB（倍）	3.39	1.76	1.10	1.52	1.25	1.12

资料来源：东莞证券研究所

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司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。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）2211943

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn