

## 创新推动转型 量变走向质变

——中信证券(600030)公司投资价值分析

### 核心观点

**1. 抓住三大重要机遇 成就龙头地位。**从资产规模、业务规模、盈利能力、资金实力等各方面来说,公司均位于行业龙头地位。近几年公司总资产、净资产、营业收入、净利润等经营指标均列市场第一位。从公司发展历程来看,公司主要抓住了三次重大发展机遇。一是03年上市后抓住行业综合治理带来的并购机会迅速做大,确保公司充分分享06、07年的牛市盛宴。二是审时度势在06年、07年进行了定向及公开增发,分别融资46.45亿及250亿元;2011年9月又成功完成H股的发行,募资116亿,三次融资使得公司的资本实力大幅增强。三是把握创新发展的机遇,积极推动商业模式的转型,目前公司正在进行一轮新的创业,以期继续在行业竞争中占据至高点。

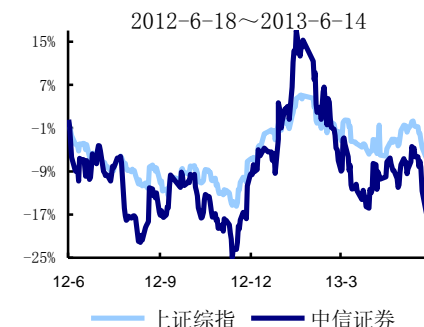
**2. 传统业务优势地位稳固 创新推动转型。**通过多年的努力,公司已经打造了完整的业务链条,投行、经纪、资管等业务多年来一直保持行业领先地位。近年来在传统通道业务产品难以满足客户投融资需求的情况下,公司通过创新积极为客户提供交易及产品方案,公司在直投、融资融券、另类投资等创新业务上积极拓展并取得了可喜的收获。公司积极探索和实践新的商业模式,推动业务转型,实现差异化竞争。对投行和经纪等以客户为导向的传统中介业务,以巩固市场领先地位为经营策略,对做市、融资融券等资本中介型业务,作为未来盈利增长点加大资源投入。2012年公司创新业务收入占比已经达到总收入的21.3%,业务结构的质变正在发生并将持续。

**3. 投资建议。**在创新发展时代,行业竞争格局将面临重新洗牌,资本实力、客户资源、人才将成为竞争的決定因素。公司资本实力已可与中型银行比肩,公司凭借传统业务领域的领先地位积累了丰富的客户资源,同时公司为创新业务的开展储备了大量的先进人才,凭借在各项创新业务上的先发优势,公司已经建立起了完备的创新业务链。在政策的大力推动下,公司创新业务不仅步入收获期,同时也将逐步显现规模效应。公司发展战略清晰且具有前瞻性,管理层执行力强,未来有望在创新发展大潮中重塑核心竞争力和差异化竞争优势,我们看好公司未来的发展前景。预计公司13、14年分别实现净利50亿元和62.82亿元,同比增速为18%和25.6%,对应EPS为0.45元和0.57元。目前公司股价对应13年、14年的PE分别为24.9和19.7倍,对应13年的PB为1.4倍,估值在同业中处于底部。考虑到未来创新业务高速增长以及杠杠运用将为公司带来ROE的实质提升,我们认为给予公司2013年2倍PB估值是较为合理的,对应目标价格为16.3元,建议逢低介入。

### 财务数据与估值

	2011	2012	2013E	2014E
主营业务收入(百万)	25,033	11,694	13488.40	16246.78
同比增速(%)	-9.94%	-53.29%	15.34%	20.45%
净利润(百万)	12,576.00	4,237.00	5001.35	6282.24
同比增速(%)	11.18%	-66.31%	18.04%	25.61%
EPS(元)	1.14	0.38	0.45	0.57
P/E	9.84	29.52	24.9	19.7

### 股价走势图



### 基础数据

总股本(万股)	1101690.84
流通A股(万股)	981466.17
52周内股价区间(元)	9.54-15.97
总市值(亿元)	1249.32
总资产(亿元)	0.00
每股净资产(元)	7.85
目标价	6个月
	12个月

### 相关报告

- 《国都证券-公司研究-公司点评-中信证券(600030):华夏基金股权挂牌出售点评》2011-05-25
- 《国都证券-公司研究-公司点评-中信证券(600030):经纪和投资拖累业绩 但可供出售浮盈增加较多》2010-11-01
- 《国都证券-公司研究-公司点评-中信证券(600030):股权出售尘埃落定 未来关注重点在于如何有效利用资金》2010-07-30
- 《国都证券-公司研究-公司点评-中信证

### 研究员: 邓婷

电话: 010-84183228

Email: dengting@guodu.com

执业证书编号: S0940510120007

### 联系人: 周红军

电话: 010-84183135

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

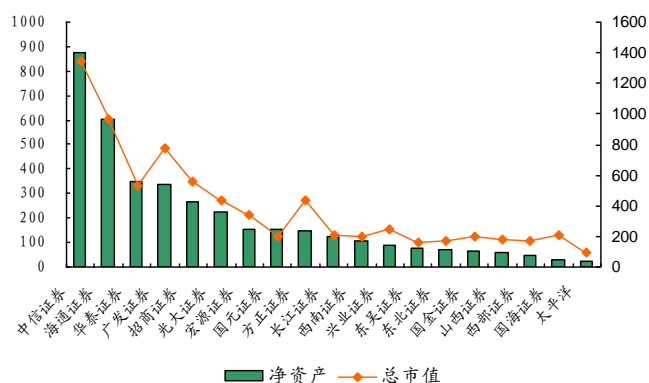
## 一. 公司基本情况

中信证券成立于 1995 年 10 月，2003 年 1 月公司在上海证券交易所上市。上市以后公司抓住行业综合治理带来的整合机会收购了华夏证券 60%的股权、万通证券 98%的股权和金通证券 100%的股权，营业部数量一举跃升至行业前列。这一次的收购整合夯实了公司的发展基础，并为公司迎接牛市的到来做足了准备。06、07 年，A 股市场迎来了史无前例的大牛市行情，市场成交额爆发增长，券商在经纪、自营、投行业务上全面丰收，作为行业龙头，公司成为最大的赢家，2007 年公司实现净利 123.88 亿，同比增长 195%；不仅如此，借助行业高度景气的推动，公司在 2006 年、2007 年进行了定向及公开增发，分别融资 46.45 亿及 250 亿元，资本实力大幅增强，成为行业中无法撼动的第一。2011 年 9 月公司又成功完成 H 股的发行，募集资金 116 亿，不仅进一步充实了资本，更重要的是将公司的国际化进程向前推动了一大步。

08 年以后，A 股市场整体表现较为低迷，公司经历着传统业务下滑、创新发展步伐缓慢的转型压力。同时受监管要求约束，公司于 10 年和 11 年出售中信建投 53%股权和华夏基金 51%股权，获得投资收益近 200 亿。出售中信建投及华夏基金股权使得公司在经纪、投行等传统通道业务以及资产管理领域的整体实力有所下降，但这也迫使公司进一步加大开拓创新业务、培育新的利润增长点的力度。公司在创新业务上进行了前瞻性的布局，准备充分，2012 年在行业创新发展的浪潮推动下，公司创新业务进入加速发展期，收入贡献占比明显提升。

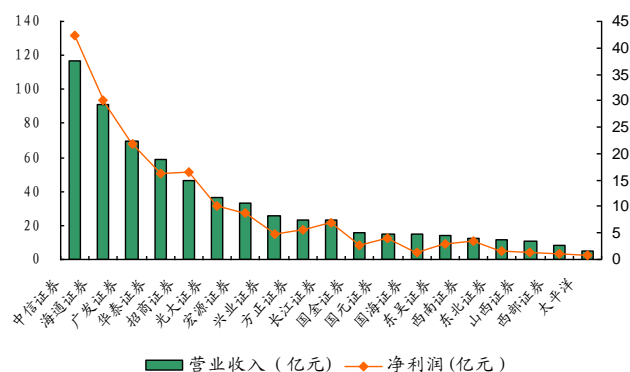
从资产规模、业务规模、盈利能力、资金实力等各方面来说，公司均位于行业龙头地位。近几年公司总资产、净资产、营业收入、净利润等经营指标均列市场第一位。

图 1：上市券商净资产规模及总市值比较



资料来源：国都证券

图 2：上市券商营业收入及净利润比较（2012 年）



资料来源：国都证券

公司旗下共有 6 家控股子公司，包括中信证券（浙江）和中信万通两家经纪业务子公司、1 家香港子公司中信国际、1 家期货子公司中证期货、1 家直投业务子公司金石投资、1 家另类投资子公司中信投资，此外公司持有华夏基金 49%的股权（近期在增持华夏基金 10%的股权）、持有中信产业基金 35%的股权、建投中信资产管理公司 30%的股权以及合资指数公司中信标普指数服务有限公司 50%的股权。

通过多年的努力，公司已经打造了完整的业务链条，投行、经纪、资管等业务多年来一直保持行业领先地位，近年来在传统通道业务产品难以满足客户投融资需求的情况

下，公司积极为客户提供交易及产品方案，通过积极创新，公司在直投、融资融券、另类投资等新业务上都获得了较好的成绩。近年来，公司积极探索和实践新的商业模式，推动业务转型，实现差异化竞争。对投行和经纪等以客户为导向的传统中介业务，以巩固市场领先地位为经营策略，对做市、融资融券等资本中介型业务，作为未来盈利增长点加大资源投入；对直投等资本型业务，则探索向产品化和客户化转型。通过业务创新，公司逐步向现金管、财富管理、托管支付、资产证券化等领域开拓，与银行、保险、信托等其他金融机构开展正面竞争。

公司第一大股东为中国中信集团公司，持有公司 20.3% 的股权，其余股东中持股比例最大的为中国人寿股份有限公司（3.28%）。中信集团为中国综合经营的先行者，目前集团已经参股或控股了中信证券、中信银行、中信信托、信诚人寿等多家金融企业，搭建起了较为完善的金融控股平台。公司具备集团综合金融服务平台，混业经营优势明显。目前，中信证券与中信集团合作的范围已经覆盖经纪、承销、资产管理、资金往来、直投等多个领域。

**表 1：公司前十大股东**

股东名称	持股数（百万）	持股比例(%)	股东性质
中国中信集团有限公司	2,237	20.30	A 股流通股
香港中央结算(代理人)有限公司	1,178	10.69	H 股流通股
中国人寿保险股份有限公司	361	3.28	A 股流通股
中国人寿保险(集团)公司-传统-普通险产品	231	2.10	A 股流通股
中国运载火箭技术研究院	106	0.97	A 股流通股
南京新港科技股份有限公司	71	0.65	A 股流通股
光大证券股份有限公司	67	0.61	A 股流通股
中信国安集团有限公司	64	0.58	A 股流通股
博时价值增长证券投资基金	59	0.54	A 股流通股
新时代信托·(丰金 12 号)集合信托计划	58	0.53	A 股流通股

来源：公司年报

## 二. 占据创新发展的至高点

证券行业正面临金融管制放松及创新发展的重大机遇。创新业务的发展是推动行业实现盈利模式转型的重要力量。作为行业标杆企业，公司是各项创新业务试点的先行者，公司已在直投、融资融券、约定购回、做市商等领域树立起了先发优势和竞争优势，并收获了创新成果。作为行业的龙头，公司既是创新业务的践行者，也是行业创新发展的推动者，凭借着超前的战略布局，公司有望在创新发展大潮中占据竞争的至高点。在创新的具体实践中，公司将大力发展资本中介业务作为未来业务的重中之重。

公司认为，投行的本质是买卖的中介，功能是组织市场，提供流动性、撮合交易，而不是将过多风险留在资产负债表上。资本中介业务虽然使用资产负债表，但自身并不承担过多的市场风险，主要赚取不同产品的流动性溢价和风险溢价。为了提高股东回报，必须充分利用自身资产负债表为客户提供服务以赚取收益。资本中介的实质是“资本+

客户+牌照”，需要资金资源、客户资源与牌照资源相互协调与配合，为客户投融资需求提供全方位的解决方案，其核心是证券公司通过创造各种产品和充当交易对手，为客户提供流动性和风险管理服务，满足客户不同的融资和投资需求。针对这一业务，公司从09年开始布局，经过四年持续的投入与探索，2012年有了较大的发展，目前业务种类已涉及融资融券、约定购回、股票收益互换、固定收益及股票做市等。

## 1. 资本中介业务全面发力

### 1.1 融资融券份额稳居行业第一

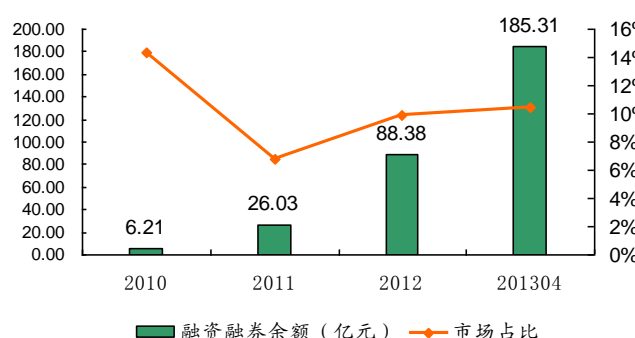
2010年3月19日，中信证券顺利取得融资融券业务资格，成为首批取得融资融券试点业务的六家券商之一。2012年5月中信金通、中信万通也获批开展融资融券业务，2012年8月公司成为首批转融通试点券商。

基于网点及客户资源优势，公司融资融券业务推进非常迅速。2012年末，公司融资融券余额达到88.6亿元，市场份额为9.87%。2012年公司融资融券业务实现净利息收入4.44亿元，收入占比3.81%。

今年以来，受益于融资融券标的额扩容以及市场行情的回暖，公司融资融券余额大幅增长，截止5月末，公司融资融券余额达到，较年初增长，增幅居上市券商中前列。我们预计2013年行业融资融券余额达到3500亿，假设公司市场份额为11%，则年底公司融资融券余额将达到385亿元，预计全年将贡献净息收入将为7.5亿左右。

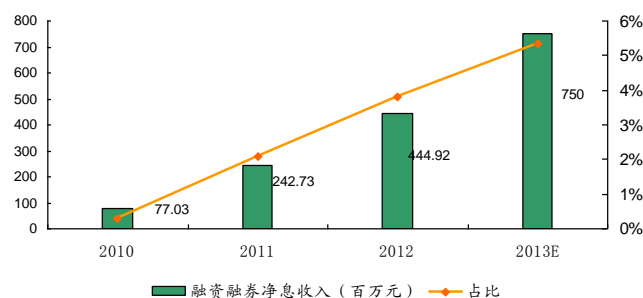
融资融券业务获批开展后，公司融资融券额度上限为200亿，近期公司董事会通过决议将公司融资融券额度提高至不超过净资产。公司在4月已将融资融券业务门槛降至“开户满六个月，资产达到10万元以上”，公司融资融券业务门槛为行业最低，这将帮助公司开发更多的潜在客户，刺激业务需求增长。

图 3：公司融资融券余额及占比



资料来源：国都证券

图 4：融资融券收入及占比



资料来源：国都证券

表 2：上市券商融资融券业务发展情况（2013 年 4 月）

机构简称	排名	融资融券余额 (万元)	市场占有率 (%)	融资融券余额 (万元)	市场占有率 (%)	融资融券余额 (万元)	市场占有率 (%)
中信证券	1	185.31	10.45	182.56	10.47	2.75	8.89
华泰证券	3	111.46	6.28	108.19	6.21	3.28	10.61



海通证券	4	107.16	6.04	103.94	5.96	3.22	10.44
广发证券	5	103.66	5.84	101.61	5.83	2.05	6.62
招商证券	7	92.24	5.20	89.60	5.14	2.64	8.53
国信证券	8	91.85	5.18	90.42	5.19	1.43	4.64
光大证券	11	67.23	3.79	64.82	3.72	2.41	7.81
方正证券	13	41.03	2.31	40.43	2.32	0.60	1.95
宏源证券	15	36.20	2.04	35.88	2.06	0.32	1.04
长江证券	17	33.62	1.90	33.09	1.90	0.53	1.72
国元证券	18	20.03	1.13	19.98	1.15	0.05	0.16
兴业证券	19	17.57	0.99	17.51	1.00	0.06	0.20
西南证券	28	12.11	0.68	11.96	0.69	0.16	0.51
东北证券	33	10.42	0.59	10.35	0.59	0.07	0.24
山西证券	47	4.73	0.27	4.73	0.27	0.00	0.01
西部证券	49	4.62	0.26	4.60	0.26	0.02	0.07
国金证券	51	4.47	0.25	4.47	0.26	0.00	0.00

来源：WIND

## 1.2 股权融资业务

2011年10月，公司首批获准开展约定购回式证券交易，开启证券公司从事融资类中介业务的先河。该项业务融资成本较低，期限灵活，年化利率约9%，较信托融资12%-15%的年化利率低3-6个百分点。购回期限最长不超过182天，分三档标准计息，28天以内、28-91天、91-182天。截止5月24日，公司约定购回余额24.64亿元左右，预计全年将产生1.5亿元的净息收入。

2013年5月23日，公司作为首批试点券商参与了上海证券交易所股票质押回购业务的首轮测试，该项业务近期将有望推出。相比约定回购式业务，股票质押式购回业务在资金来源、融资主体门槛、交易便捷性、规模期限上的灵活性优势更加突出，融资效率大幅度提高。用于股票质押回购的资金既可以是券商自有资金也可以是资管产品募集的资金，资金来源更为广泛。凭借客户资源和资金优势，我们认为股票质押回购有望成为继融资融券后又一重量级的利润增长点。

**股票收益互换业务。** 股票收益互换是指客户与券商根据协议，约定在未来某一期限内针对特定股票的收益表现与固定利率进行现金流交换——即甲方向乙方支付固定利息，而乙方向甲方支付指定的股票收益，进行互换。股票收益互换属于券商柜台（即OTC场外市场）产品。目前包括中信证券在内已经有6家券商获得了股票收益互换业务的试点资格。通过该业务模式，投资者从券商获取的潜在杠杆最高可以达到近5倍。

## 1.3 积极探索做市交易功能

在传统的经纪业务中，券商仅仅充当交易通道，其服务功能高度同质化。2012年5月创新大会后，业界呼吁恢复券商交易、结算、支付、托管等五大基础功能。作为行业创新的先行者，中信证券在探索做市交易功能上已经取得了积极进展。

做市交易是券商发挥资本中介功能的重要方向。通过担任做市商，证券公司将成为资本市场的组织者、产品的设计者、流动性的提供者、交易的参与者和对手及风险的管理者。公司从2011年起开始为ETF提供做市商服务，由于ETF基金规模增长迅速，业务规模也随之增长，目前资金额度达10亿元，未来公司做市品种将进一步拓展

至分级基金、期权等领域。

2013 年，公司继续投入大量自有资金，围绕客户需求开展上市交易基金、债券的做市交易服务，为客户提供流动性。在此基础上，公司还准备将流动性服务的标的扩展至信托产品、跨境 ETF、RQFII ETF 等；并利用香港业务平台积极拓展人民币债券做市业务，充分发挥做市商价格发现、平抑市场波动、流动性提供等功能。

公司目前正积极推进 OTC 场外市场建立并已经获得监管层批准。OTC 柜台市场主要有以下几方面的功能：一是融资功能，为中小微企业提供股权、债券等融资。二是交易功能，为私募的、非标准化的各种金融产品提供交易服务。三是孵化功能，为主板和二板市场储备和培育上市资源。四是规范功能，从公司治理、信息披露等各个方面规范企业的行为。五是投资功能，为各类投资者提供更多个性化、非标准化的理财产品和服务。公司将作为做市商发挥市场组织者、流动性和风险工具提供者以及价格发现者的作用。

## 2. 本金投资成果丰硕

### 2.1 传统自营股债并重

公司的自营投资依据对经济周期及市场发展趋势的判断进行大类资产配置，股债处于并重的地位。如 2008 年，公司大幅削减权益投资规模并加大固定收益投资头寸，在 A 股市场大幅下跌的情况下仍然取得了，2009 年市场见底回升，公司则大幅提高了权益投资的规模。2010 年 4 月股指期货的推出给券商自营模式带来了重大的变革。公司充分利用了这一工具，开展套利、套保交易，有效对冲了系统风险。2010 年-2012 年，公司权益类证券及衍生品与净资本之比的平均值为 58.05%，权益投资规模平均达 253.4 亿，无论是占比还是规模在同业中都是最高的。公司

表 3：公司自营投资规模

风险指标	2008	2009	2010	2011	2012
净资本	387.79	349	410.49	506.27	404.71
净资产			615.22	737.7	725.93
自营权益类证券及证券衍生品/净资本	8.10%	40.39%	56.86%	51.33%	65.97%
自营固定收益类证券/净资本	86.87%	91.56%	52.74%	52.12%	91.82%
权益投资规模	31.41	140.961	233.4	259.87	266.99
固定收益投资规模	336.87	319.544	216.49	263.87	371.60
净资本/净资产			66.72	68.63	55.75

来源：公司年报

公司投资能力较强。从历史收益率来看，公司投资收益的波动性小于沪深 300 指数的收益率，且收益水平往往高于沪深 300。以 2011 年为例，公司自营业务扣除股权转让收入后的收益率为 3.53%，而同期沪深 300 下跌 25.01%。2012 年公司的总投资收益率为 7.12%，略低于同期沪深 300 指数 7.55% 的涨幅。

**表 4: 公司投资收益情况 (单位: 百万元)**

项目	2010	2011	2012
成本法核算的长期股权投资收益	24.23	49.66	148.90
权益法核算的长期股权投资收益	24.29	415.76	432.17
处置长期股权投资产生的投资收益	5,797.27	13,088.17	138.20
持有交易性金融资产期间取得的投资收益	542.25	529.51	812.97
持有可供出售金融资产取得的投资收益	1,262.21	670.51	790.31
处置交易性金融资产取得的投资收益	350.79	-1,760.73	-422.67
处置可供出售金融资产等取得的投资收益	2,660.61	527.20	569.00
其他 (主要指股指期货)	298.15	2,043.28	1,194.54
合计	10,959.79	15,563.36	3,663.41
扣除一次性股权处置后的投资收益	5,162.52	2,475.19	3,525.22

来源: 公司年报

随着业务结构转型的推动, 方向性的自有资金投资在公司资产配置中的占比将呈现趋势性下降。自有资金投资的配置结构也将发生变化, 传统股票自营等高波动的资产占比将逐步下降, 低风险的债券资产占比将提升; 权益衍生品及另类投资等低风险、稳收益的资产配置占比也将逐步提升。

## 2.2 直接投资步入收获期

公司旗下的直投子公司金石投资成立于 2007 年, 成立以来金石投资主要用自有资金进行股权投资, 目前公司已经投资了个项目, 其中很多已经成功上市。金石投资确立了直接投资、基金投资并重的混合投资策略, 2011 年金石投资新增投资项目 29 单, 部分或全部退出项目 4 单; 2012 年新增投资项目 22 单, 2012 年公司直投成果丰硕, 直投项目有 9 个成功上市。

**表 5: 已上市待解禁的直投项目**

证券名称	证券代码	持股比例	限售解禁日
东江环保	002672		2013 年 10 月 26 日
华灿光电	300323		2013 年 12 月 1 日
人民网	603000		2013 年 12 月 28 日
首航节能	002665		2013 年 9 月 27 日
领先科技	000669		2013 年 12 月 14 日
太安堂	002433		2013 年 12 月 25 日
百隆东方	601339		2014 年 3 月 27 日
润和软件	300339		2014 年 1 月 18 日
喜临门	603008		2014 年 1 月 17 日
掌趣科技	300315		2014 年 6 月 28 日
东软载波	300183		2014 年 2 月 22 日

来源: 公司年报

2011 年 7 月, 证监会颁布《证券公司直接投资业务监管指引》, 将证券公司直接投资业务由试点阶段转入常规阶段并允许证券公司的直投子公司向投资者募集资金设立直投基金。在此背景下, 金石投资积极推动战略转型, 从单一资本金投资转向自有资金投资与第三方资产管理业务并重。2012 年 4 月, 金石投资获准设立中信金石投资基

金，2012 年 6 月获准设立中信并购基金，中信并购投资基金管理公司及并购基金分别于 9 月 11 月设立，首期募集资金 30 亿元。

### 2.3 另类投资贡献稳定收益

2012 年 4 月，公司成立另类投资子公司，注册资本 30 亿元，主要用于开展股权类和固定收益类的资本中介业务。股权类业务主要开展股权质押融资，结构性产品和市值管理等业务。截止 2012 年底，累计完成股权质押融资约 25 亿元，年收益率 10%以上。与银行、信托合作发行结构性产品规模达 255 亿。2012 年，公司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、境外可转债等四大类策略。另类投资业务具有低风险、收益稳定的特点，是传统方向性自营投资的重要补充。

## 三、传统中介业务巩固领先优势

### 1. 经纪业务市场份额稳固

虽然重要性下降，但经纪业务仍然是公司的基础性业务。公司拥有广泛的营业网点，中信证券母公司的 59 家营业部覆盖了包括北京、上海、广州、江苏等全国大部分省市，子公司中信证券（浙江）和中信金通深耕于浙江和山东两省，在浙江和山东具有很非常明显的区位优势，分别拥有 51 家和 42 家营业部，截止 2012 年末公司营业部总数达 181 家。经过 10 多年的经营，公司积累了丰富的客户资源，公司托管的客户资产规模高达 1.66 万亿元，拥有超过 350 万的零售客户和 500 家企业客户，海内外机构客户数达 1500 家。

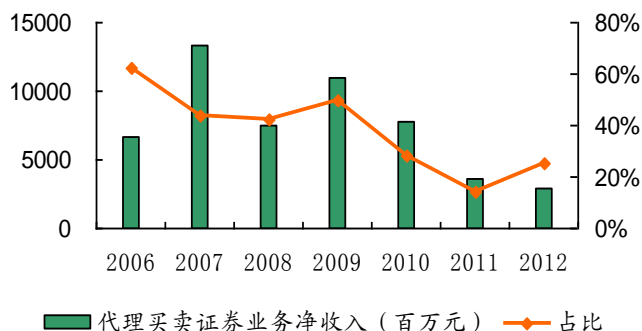
虽然市场持续低迷，成交额连续三年下滑，但近几年公司通过提升服务、开拓创新业务以及新设营业部等举措实现了市场份额的稳中有升。2012 年公司经纪业务合并市场份额 5.76%，保持行业第一地位。公司佣金率在 2008 年-2010 年期间下降幅度高于行业平均水平，自 2011 年以来开始企稳，与行业持平，公司的佣金率处于中间水平。2012 年公司佣金率为 0.079%，随着佣金费率的企稳以及市场交易额的增长，2013 年、2014 年传统经纪业务走出低谷的趋势已经比较明朗。

公司积极深化经纪业务转型，推动营业网点功能转变，将营业网点打造为公司各项业务的营销窗口和服务基地，为客户提供投资、融资双向服务。经纪业务转型主要围绕融资、销售业务展开，高度重视客户资产积累和拓展新客户群。营业网点的意义在于渠道，掌握了渠道，就掌握了客户资源，拥有了客户就可以向他们销售各种金融产品和创新服务。随着行业创新发展的推动，经纪业务中传统通道型业务的占比在逐步缩小，而包括融资融券、约定购回、金融产品代销等新业务的占比将逐步上升。2012 年公司代理买卖证券业务净收入的占比已经下降至 25%。

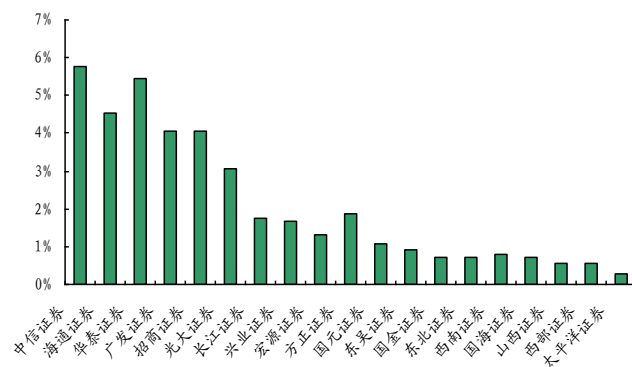
图 5：公司经纪业务收入及占比

图 6：上市券商经纪业务市场份额





资料来源：国都证券



资料来源：国都证券

表 6：上市券商净佣金费率比较

	2009	2010	2011	2012
中信证券	0.115%	0.081%	0.094%	0.079%
海通证券	<b>0.130%</b>	<b>0.107%</b>	<b>0.086%</b>	<b>0.074%</b>
华泰证券	0.108%	0.084%	0.095%	0.078%
广发证券	0.136%	0.098%	0.109%	0.088%
招商证券	0.098%	0.079%	0.083%	0.067%
光大证券	0.097%	0.077%	0.089%	0.076%
长江证券	0.121%	0.094%	0.106%	0.087%
宏源证券	0.162%	0.120%	0.123%	0.092%
国元证券	0.099%	0.103%	0.105%	0.077%
东北证券	0.162%	0.132%	0.139%	0.105%
西南证券	0.120%	0.092%	0.093%	0.065%
国金证券	0.118%	0.108%	0.127%	0.097%
方正证券	<b>0.120%</b>	<b>0.091%</b>	<b>0.095%</b>	<b>0.078%</b>
兴业证券	0.099%	0.067%	0.069%	0.056%
山西证券	0.162%	0.130%	0.140%	0.098%
西部证券	0.185%	0.158%	0.105%	0.126%
东吴证券	0.138%	0.118%	0.201%	0.098%

来源：国都证券

## 2. 投行综合实力稳居行业第一

近几年，中小板、创业板大幅扩容，公司之前奉行的“大投行、大项目”战略受到严峻挑战，市场份额出现一定程度的下滑，而专注中小项目的同业如国信、平安的市场份额则大幅提升。面对多层次市场发展带来的机遇与挑战，公司积极调整战略，加大力度开发中小企业客户，经过几年的持续努力，公司逐步在新兴消费、先进制造、信息技术、医药、食品饮料及节能环保等中小企业比较集中的领域建立起了明显的竞争优势，并成功承销了多个精品项目。2012年，公司进入集中收获期，当年成功承销了15个IPO项目，其中中小板、创业板的公司占家，募集资金额和项目数量分别居行业第一位和第二位。

**表 7: 公司股票承销市场占比**

	募集资金 (亿元)	排名	占比(%)	承销项目数	占比
2009	233.59	2.00	12.43	5	4.5
2010	399.38	1.00	8.38	12	3.46
2011	177.85	3.00	6.63	8	2.89
2012	170.12	1.00	17.10	15	10.00

来源：国都证券

公司将继续巩固传统投行业务优势，夯实战略客户基础，继续保持市场领先地位。公司在债券承销领域实力非常雄厚，市场份额稳居行业第一。公司拥有行业内最全的债券承销业务资格，在传统债券业务始终保持领先地位。2012 年公司完成企业债、公司债、金融债、中期票据、短融券主承销项目 137 单，主承销金额 2153.55 亿元，同比增长 40%，市场份额为 5.13%，承销数量及金额均居行业第一位。

除了在传统债券领域具有显著优势外，公司不断开拓业务“蓝海”，在资产证券化、结构化融资、香港人民币债等创新业务领域均取得较大突破。2012 年公司完成结构化融资 159 亿，发行资产支持证券募集 106.7 亿，并主承销了 10 单境外人民币债券项目。

**表 8: 公司债券承销情况（承销金额单位：十亿元）**

项目	2010 年		2011 年		2012	
	承销金额	发行数量	承销金额	发行数量	承销金额	发行数量
企业债	38.4	33	16.5	12	37.2	20
公司债	-	-	10.5	6	20.72	13
金融债	55.5	18	93.9	19	93.6	24
中期票据	13.1	10	18.9	14	36.15	30
短期融资券	9.7	10	13.5	8	16.95	15
集合票据	-	-	0.1	1	-	-
资产支持证券					10.67	35
合计	116.7	71	153.4	60	215.35	137

来源：公司年报

### 3. 资产管理业务规模领先

2012 年 10 月监管层发布《证券公司客户资产管理业务管理办法》及配套实施细则，该办法及细则为行业资管业务的发展进行了全面的松绑，券商资管业务的发展面临历史上最好的机遇。2012 年公司加大集合理财产品的创新发展力度，相继推出了基金精选、可转债、现金增值、季季增利、月月增益等集合理财产品，产品链得到完善，有效扩大了集合理财产品的受托资产管理规模。与此同时，公司也抓住了银证合作的机会，迅速做大了资产管理规模。截止 2012 年末，公司受托资产管理总规模为 2508.4 亿元，其

中集合理财产品和定向资产管理、专项资产管理业务规模分别为 249.23 亿、2224.23 亿和 34.93 亿。截止目前，公司管理的集合理财产品数量为 46 个，资产净值 203.22 亿，规模居行业第二位。

**表 9：公司资产管理规模（单位：百万元）**

	2,010		2011		2012	
	管理规模	管理费	管理规模	管理费	管理规模	管理费
集合理财	15,659	157.6	14,066	187.9	24,923	151.6
定向理财	29,914	22.9	46,905	29.5	222,423	46.13
专项理财	383	0.4	1,037	0.4	3,493	0.4
合计	45,956	180.9	62,008	217.8	250,839	198.1

来源：公司年报

**表 10：券商集合理财规模排名**

管理人	行业排名 (按净值)	产品数量	份额合计 (亿份)	资产净值合计 (亿元)
国泰君安证券资产管理	1	66	262.19	260.89
中信证券	2	46	207.69	203.22
东方证券资产管理	3	49	194.53	194.27
上海光大证券资产	4	50	165.80	164.49
恒泰证券	5	36	149.62	149.82
招商证券	6	38	147.33	142.43
华泰证券	7	38	138.48	132.61
广发证券	8	34	129.74	113.77
上海海通证券资产管理	9	87	97.02	113.27
安信证券	10	39	108.15	105.52
长江证券	16	20	73.34	69.55
兴业证券	17	13	50.26	50.81
宏源证券	21	20	54.27	48.91
东北证券	27	10	38.65	31.28
国海证券	29	17	30.28	29.51
国元证券	32	19	29.02	27.83
山西证券	35	5	25.77	25.19
西南证券	46	6	16.44	12.81
方正证券	48	7	12.16	10.62
东吴证券	62	5	6.21	5.66
西部证券	68	2	5.32	4.51
太平洋证券	71	4	4.10	4.10
合计	1	1,188	3274.84	3179.34

来源：wind

此外公司持有国内最大的基金管理公司华夏基金 49%的股权，近期公司已经完成对华夏基金另外 10%股权的收购，年内将重新将华夏基金并表。2012 年华夏基金净资

产为亿元，实现净利润。截至目前，华夏基金管理基金 42 只，资产规模为 2413 亿元，稳居行业第一位置。

## 四. 紧抓创新发展机遇 质变正在发生

### 1. 创新推动转型

2012 年公司明确提出要推动主营业务“从同质化竞争转向差异化竞争，从以股为主的业务模式转向股债并重的多元化业务模式，从以产品为中心转向以客户为中心”的三大转型。创新业务的发展是公司推动差异化竞争转型的重要途径。从最先推出的直投投资业务，到后来的融资融券、股指期货推出，以及 2012 年 5 月创新大会后出台的一系列创新发展的政策措施，创新业务种类已经逐步由无到有、由少至多。创新发展的环境越来越有利，创新推出的步伐越来越快，作为行业龙头公司从中受益最为直接。机会往往垂青那些有准备的人，公司在创新业务的布局推动上一直走在行业最前端。2012 年以来，除了积极推动传统经纪业务部门大力开拓融资融券、约定式购回等非通道业务外，公司在创新业务试点上还新获得转融通、股票收益互换业务及设立柜台市场试点资格；在投资业务上，公司另类投资积极运用各种市场策略获取稳定收益，金石投资获批并完成国内首家由证券公司主导的并购基金。从业务结构上来看，2012 年公司所有创新业务对总收入的贡献占比已经达到 21.3%。虽然目前创新业务还不足以撼动传统业务的主导地位，但是毫无疑问，量变的积累最终将导致质变的发生，我们相信创新业务最终将与传统业务平分秋色。

表 11：创新业务收入及占比

	2009	2010	2011	2012
创新收入（亿元）	3.50	10.10	18.00	25.00
总收入（亿元）	220.10	220.50	119.30	117.00
创新收入/总收入	1.60%	4.60%	15.10%	21.30%

来源：中信证券

从以股为主的业务模式转向股债并重的多元化业务模式是公司转型的第二个重点。无论是经纪、投行还是自营，这些业务以往都与股票市场高度相关，券商来自债券市场的收入占比非常低。随着新一轮金融改革的启动，债券市场正面临重大的发展机遇。作为与权益资产相关度很低的资产，债券在资产配置中的作用已经逐步为券商所认识到。公司在传统债券承销领域一直占据领先优势，为此公司将继续巩固在公司债、中期票据和信贷资产证券化等领域的先发优势，并加大新型债券品种和私募非通道品种的创新力度。同时公司还将在债券做市业务方面加大拓展力度。公司将透过广泛的客户网络，积极发展新客户，开拓新的需求来源，进一步提升债券产品的设计和创新的能力。

### 2. 加杠杆实现 ROE 的提升



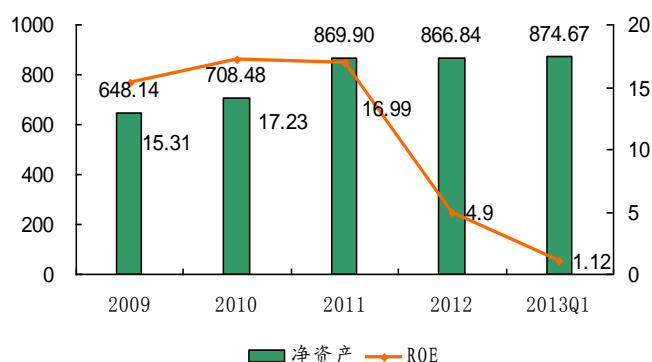
受传统业务下滑以及庞大的净资产规模拖累，2012 年公司的净资产收益率只有 4.9%，虽然与其他国内上市同业比较来看，公司的 ROE 属于中等水平，但是与国际同业相比，公司的 ROE 还有待提升。ROE 的提升一方面依赖业务利润的增加，一方面依赖提高杠杆率。从 ROA 来看，公司并不逊于国际同行，但是杠杆水平则远低于国际同业。2012 年公司的 ROA 为 2.52%，远高于高盛、摩根大通，但公司的杠杆率却只有 1.95，而国际同业普遍在 10 以上。与银行、保险等国内金融机构相比，公司的 ROE 及杠杆率也处于较低水平。

表 12：公司与国际同业比较

	中信证券	高盛	摩根大通	花旗	瑞信
ROA	2.52	0.80	0.92	0.4	0.2
杠杆率	1.95	12.40	11.56	9.76	25.9
ROE	4.90	10.23	10.98	4.1	4.3

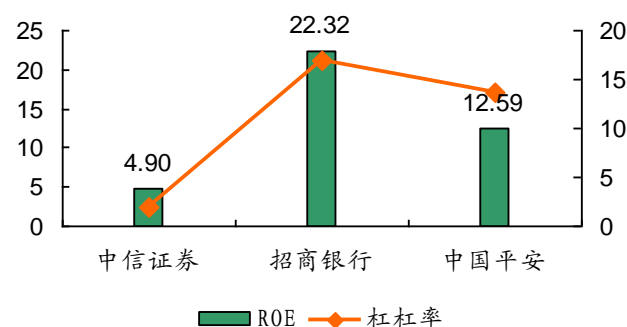
来源：Wind

图 7：公司历史净资产与 ROE



资料来源：国都证券

图 8：国内金融板块代表性公司的 ROE 及杠杆比较



资料来源：国都证券

表 13：上市券商净资产收益率比较

	2009	2010	2011	2012
中信证券	15.31	17.23	16.99	4.90
海通证券	10.61	8.02	6.58	5.15
广发证券	31.87	19.74	8.72	6.63
华泰证券	33.14	11.87	5.43	4.73
招商证券	29.84	13.70	8.28	6.39
光大证券	18.75	9.34	6.53	4.52
长江证券	23.80	13.25	3.13	5.64
宏源证券	20.08	18.76	8.90	5.86
国元证券	17.54	6.21	3.77	2.72
东北证券	34.33	16.20	(4.85)	2.09
西南证券	24.75	11.62	0.87	3.29
国金证券	21.12	14.95	6.98	4.33

太平洋	25.60	10.89	7.55	3.30
兴业证券	24.82	12.58	4.81	5.47
山西证券	21.44	12.97	3.09	2.35
方正证券	20.06	15.18	1.39	3.90
东吴证券	21.78	14.77	5.31	3.72
西部证券	32.80	18.08	6.89	2.67

来源：Wind

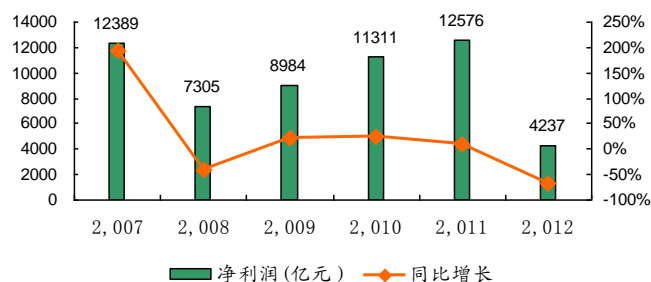
国内券商杠杆的缺失一方面是因为缺乏可以安全运用杠杆能带来稳定收益的业务；二是因为债务融资通道受限。要提高 ROE，必须在资本型投资与资本中介业务之间有效配置资本金，目前随着融资融券、约定购回等资本中介型创新业务规模的不断做大，券商已经可以较安全地放大杠杆、扩大规模、增加稳定收益。公司充分意识到了杠杆经营的紧迫性。2012 年，公司滚动发行了四期总额 200 亿的短期融资券，有效补充了流动资金需要。在 2012 年年报中，公司提出 2013 年要将公司杠杆从目前的 1.55 倍提高至 2 倍（不含客户保证金存款）。今年初公司董事会提出总额为 400 亿元的境内外一揽子发债计划，主要为发行中长期债券。近期公司已经完成 150 亿 5 年期和 10 年期公司债的发行，票面利率分别为 4.65% 和 5.05%。按照测算，若 400 亿债券额度全部用足，公司的杠杆率将提升至 2-2.5 倍。

## 五、盈利预测与投资建议

### 1. 盈利能力分析

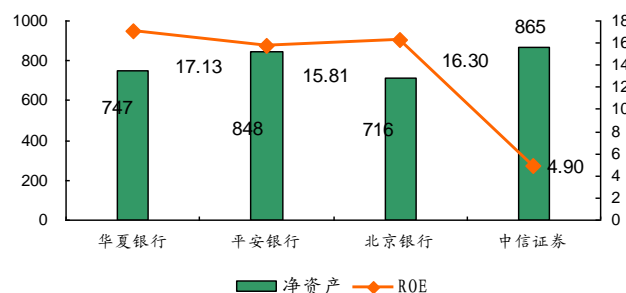
受市场低迷影响，行业传统的经纪、自营业务收入持续下滑，公司的整体盈利能力下降。中信建投及华夏基金股权出售带来的投资收益使得公司在 2010、2011 年保持了业绩的相对稳定，但这也使得公司业绩在 2012 年大幅下挫。从收入结构来看，2012 年公司对经纪业务的依赖度已经降至与国际同行相当的水平，自营投资贡献占比居第一位、投行及净息收入分别居第三、四位。公司当前的收入结构中创新业务收入的占比还是偏低，尚不能体现公司商业模式转变的效应。我们相信随着公司业务转型的推进，未来公司的收入结构中传统中介收入的占比将进一步降低，而资本中介业务收入的占比将逐步提高，从而提升公司盈利的稳定性和增长的可持续性。资本中介收入占比的提升、杠杆的运用将使得公司 ROE 逐步回归至应有的水平。

图 9：公司净利润及同比增速



资料来源：国都证券

图 10：公司净资产、ROE 与银行同业比较



资料来源：国都证券

**表 14: 公司收入结构**

	2008	2009	2010	2011	2012
代理买卖证券业务净收入	42.11%	49.63%	28.09%	14.27%	25.03%
证券承销业务净收入	10.07%	10.91%	10.44%	5.93%	15.31%
受托资产管理业务净收入	0.85%	0.66%	0.65%	0.87%	1.69%
利息净收入	9.63%	6.37%	4.69%	5.60%	10.47%
自营投资	17.56%	16.04%	41.46%	59.15%	34.89%
成本收入比	37.60%	36.43%	37.90%	32.01%	49.77%
所得税率	15.80%	24.16%	25.64%	16.15%	21.51%

来源：公司年报

## 2. 盈利预测假设

考虑到今年经济复苏的力度较温和，企业盈利增速回升较慢，我们认为市场主要还是以结构性的、阶段性的行情为主，但是投资者信心将较 2012 年明显恢复，这将为传统业务带来复苏的推动力。与此同时，在创新发展政策的大力推动下，我们预计公司的融资融券、质押融资等创新业务都将取得快速增长。盈利预测主要假设如下：

**1. 经纪业务。**2012 年两市 A 股日均交易额为 1275 亿元左右，两市成交额为 61.91 万亿，同比下降 10%。考虑到今年市场环境整体趋暖，交易活跃度明显提升，我们预计两市成交额将增长 40%左右，达到 89.51 万亿，对应日均交易额为 1785 亿元。2014 年，考虑到经济持续复苏及企业盈利明显回升，预计市场将延续回暖趋势，预测指数涨幅为 10%左右，两市成交额增长 15%，日均成交额为 2052 亿元。公司佣金费率水平已经与行业持平，不过非现场开户的发展可能给行业佣金率带来进一步下滑压力。基于以上假设，公司 2013、2014 年的代理买卖证券业务净收入规模为 40.11 亿和 45.16 亿。

**表 15: 公司代理买卖证券业务净收入预测**

	2011	2012	2013E	2014E
<b>股基权交易额</b>				
行业	68.83	63.94	89.51	102.93
公司	37833	36830	52094.82	60214.05
市场份额	6.17%	5.76%	5.82%	5.85%
<b>净佣金费率</b>				
公司	0.1000%	0.0790%	0.0770%	0.0750%
行业	0.0940%	0.0790%	0.0760%	0.0740%
代理买卖证券业务净收入	35.71	29.27	40.11	45.16

来源：国都证券

**2. 投资收益。**2012 年公司总投资收益率为 6.27%，假设公司 2013、2014 年平均投资资产额维持不变，投资收益率分别为 8%和 9%，我们预测公司 2013、2014 年公司投资收益分别为 46.5 亿元和 58 亿元。

**3. 净利息收入。**净息收入主要来自客户保证息和融资融券。随着标的范围的扩容及准入门槛下降，融资融券业务需求将迅速增长，预计 2013 年、2014 年公司融资

融券余额分别增长 200%和 50%，达到 58.7 亿和 88 亿，按照 8.6%的年利率计算，根据期初期末平均余额计算的净息收入分别为 3.3 亿元 5.9 亿元。预计 2013、2014 年公司包括客户保证金利息在内的其他净息收入分别为 4.2 亿和 3.8 亿元。

**4. 资产管理业务。**受资管新政及市场环境推动，预计公司集合管理资产规模在未来两年的复合增速将超过 60%，预计管理费收入复合增速 30%。

**5. 管理费用及税率假设。**2013、2014 年成本收入比为 49%和 47%、有效所得税率为 22%、营业税及附加税率 3.5%。

综合以上假设，我们预计公司 2013、2014 年分别实现净利润 50 亿元和 62.82 亿元，同比增速为 18%和 25.6%，对应 EPS 为 0.45 元和 0.57 元。

### 3. 投资建议

在创新发展时代，行业的竞争格局将面临重新洗牌，资本实力、客户资源、人才将成为竞争力的决定因素。公司资本实力已经可以与中型银行比肩，公司凭借传统业务领域的领先地位积累了丰富的客户资源，同时公司为创新业务的开展储备了大量的先进人才，凭借在各项创新业务上的先发优势，公司已经建立起了完备的创新业务链。在政策的大力推动下，公司创新业务不仅步入收获期，同时也将逐步显现规模效应。公司发展战略清晰且具有前瞻性，管理层执行力强，未来有望在创新发展的大潮中重塑核心竞争力和差异化的竞争优势。基于以上理由，我们看好公司未来的发展前景。根据我们的盈利预测，目前公司股价对应 13 年、14 年的 PE 分别为 24.9 和 19.7 倍，对应 2013 年的 PB 为 1.4 倍，目前公司的估值在同业中处于底部。考虑到公司未来创新业务高速增长以及杠杠运用带来 ROE 的提升，我们认为给予公司 2013 年 2 倍 PB 估值是较为合理的，对应目标价格为 16.3 元，建议逢低介入。

## 六、风险提示

- 1.经济复苏力度持续低于预期 A 股市场下跌；
- 2.创新政策及创新业务推进力度低于预期

表 16：中信证券盈利预测表（单位：亿元）

	2010	2011	2012	2013E	2014E
营业收入	27,794.90	25,033.00	11,694	13488.40	16246.78
手续费及佣金净收入	14,858.43	8,646.00	6,289	7050.40	8600.78
代理买卖证券业务净收入	7,808.65	3,571.00	2,927	4011	4516
证券承销业务净收入	2,903.05	1,485.00	1,790	1558	2,158.00
资产管理业务净收入	180.89	218.00	198	356.40	516.78
利息净收入	1,303.24	1,401.00	1,224	1728	2,380.00
投资净收益	10,959.79	15,563.00	3,663	4459	5,129.00
对联营企业和合营企业投资收益	24.29	416.00	432.00	378	487.00
公允价值变动净收益	565.1	-755.00	417.00	189	100.00
汇兑净收益	7.17	-28.00	25.00	15	23.00
其他业务收入	101.18	206.00	75.00	47	14.00
营业支出	11,525.72	10,022.00	6,263.	7081.41	8204.62
营业税金及附加	961.66	488.00	401	472.09	568.64
管理费用	10,535.35	8,013.00	5,820	6609.32	7635.99
资产减值损失	17.52	1,514.00	30.00	0	0.00



其他业务成本	11.18	7.00	12.00	0	0.00
营业利润	16,269.18	15,011.00	5,431.00	6406.99	8042.16
加：营业外收入	85.51	31.00	61.00	12	13.00
减：营业外支出	34.75	11.00	4.00	7	1.00
利润总额	16,319.94	15,031.00	5,487.00	6411.99	8054.16
减：所得税	4,183.89	2,427.00	1,180.00	1410.64	1771.91
净利润	12,136.05	12,604.00	4,307.00	5001.35	6282.24
归属于母公司所有者的净利润	11,311.34	12,576.00	4,237.00	5001.35	6282.24
基本每股收益(元)	1.14	1.14	0.38	0.45	0.57

来源：国都证券

## 国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上

### 免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

### 国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
肖世俊	研究管理、策略研究	xiaoshijun@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
赵宪栋	传媒、建材、零售	zhaoxiandong@guodu.com	王树宝	煤炭、钢铁、公用事业	wangshubao@guodu.com
刘洵	IT	liuyun@guodu.com	王双	化工	wangshuang@guodu.com
张巍	房地产	zhangweiwei@guodu.com	丰亮	汽车及零部件	fengliang@guodu.com
卢珊	食品饮料	lushan@guodu.com	王寅	医药	wangyin@guodu.com
袁放	有色、新能源	yuanfang@guodu.com	杨志刚	家电/旅游	yangzhigang@guodu.com
张咏梅	IT	zhangyongmei@guodu.com	向磊	机械	xianglei@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			

	2011	2012	2013E	2014E
主营业务收入(百万)	25,033	11,694	13488.40	16246.78
同比增速(%)	-9.94%	-53.29%	15.34%	20.45%
净利润(百万)	12,576	4,237	13488.4	16246.78
同比增速(%)	11.18%	-66.31%	218.35%	20.45%
EPS(元)	1.14	0.38	0.45	0.57
P/E	9.84	29.52	24.9	19.7