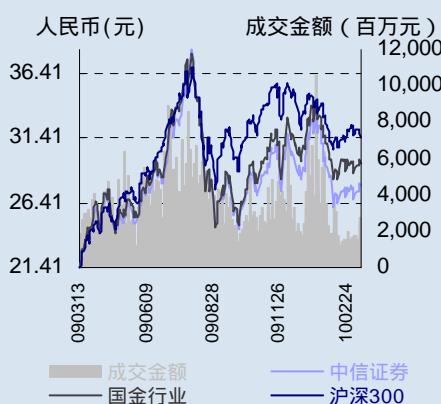


2010年03月13日

市场数据(人民币)

市价(元)	27.71
已上市流通A股(百万股)	6,570.47
总市值(百万元)	183,730.26
年内股价最高最低(元)	38.18/21.95
沪深300指数	3233.13
上证指数	3013.41
2008年股息率	0.00%


相关报告

- 1 《3季度业绩略超预期》, 2009.11.1
- 2 《中期业绩符合预期》, 2009.8.16

分析师:李伟奇
联系人:陈振志

(8621)61038213
chenzhzh@gjzq.com.cn

丁文韬

(8621)61358330
dingwt@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

中信证券 (600030.SH)

——股权处理提速，投资时机已到


基本结论

- **事件：中信证券发布公告，公司拟于近期转让部分子公司股权。**
 - ◆ 公司拟转让部分中信建投证券有限责任公司的股权，以解决与中信建投证券有限责任公司之间的同业竞争；与此同时，公司拟转让部分华夏基金管理有限公司的股权，以规范持股比例。
 - ◆ 股权转让事项需获得财政部、中国证监会的批准，并将根据相关规定，通过审计、评估，以挂牌方式转让。
 - ◆ 股权转让事项目前已取得进展。公司将在股权转让的具体方案确定后，分别提交董事会、股东大会审议。
- **我们的观点：在融资融券试点即将启动的关键时刻，中信建投和华夏基金的股权处理进展开始浮出水面，我们认为这是一种微妙而积极的信号。微妙之处体现在，在融资融券即将启动和“一参一控”可能成为试点资格参考指标的背景下，股权处理的提速无疑将从实际上和市场预期上提高公司获批试点资格的可能性。积极之处体现在，随着股权处理问题这一遏制公司股价表现多时的“靴子”即将落地，在估值优势和新业务的催化之下，公司股价有望迎来一次反弹行情。**
 - ◆ “一参一控”解决的提速将从实际上和市场预期上提高公司获得融资融券试点资格的可能性，从而利于推动股价修复。无论从主观还是客观的角度，我们认为中信证券都不应缺席第一批获得融资融券业务试点资格的券商行列。首先，从主观的角度来分析，获得融资融券业务试点资格不仅可以增加盈利渠道，而且可以抢占市场先机，从而在未来的客户资源争夺战中占据有利位置。这是国内众多券商追求的目标，中信证券也不例外。其次，从客观的角度来分析，融资融券是一项资本消耗型的业务，而且估计在业务试点初期风险控制要求较为严格。中信证券不仅具有充裕的资本金，而且在融资融券业务交易系统、管理系统和制度建设的准备工作中较为出色，公司较为符合融资融券业务的技术要求。此前，市场曾一度担心“一参一控”问题可能会使得公司失去试点的资格，从而使公司股价一度下滑。如今，股权处理问题的提速，无疑将会大大提高公司获批试点资格的可能性，从而有望改变市场预期和修复股价。
 - ◆ **融资融券和股指期货等新业务的陆续启动将有助于降低股权出售对公司经营的负面影响。**此前，在新业务启动尚不明朗的背景下，市场不仅担心股权出售会削弱公司的综合竞争力，而且还担心出售股权而获得的资金由于缺少良好的再投资机会而大幅降低公司整体的 ROE 水平。如今，随着直投业务退出渠道的完善（创业板启动）、融资融券和股指期货等新业务的即将启动，公司的投机环境已得到较大的改善，可以通过新业务的再投资收益来部分弥补股权出售对业绩的负面影响。
 - ◆ **从经营的基本面来看，中信建投在投行、资管和自营等业务方面对中信证券的贡献份额较小，其贡献主要体现在经纪业务上。**在中信证券目前

8.19% 的经纪业务市场份额中，中信建投贡献了其中的 3.28%。然而，由于中信证券业务收入对经纪业务的依赖度只有 40%-50%，远低于竞争对手 70% 的水平，这将有利于减少出售中信建投对公司业绩造成负面影响。从业绩贡献度来看，根据 07 年至 09 年的业绩情况，中信建投和华夏基金对公司业绩的贡献份额平均分别为 15% 和 12%。

- ◆ 即使在最为悲观的出售方案之下，公司目前的估值仍具有较大优势。虽然中信建投和华夏基金股权出售的比例暂未确定，但即使我们假设最为悲观的情形（即出售中信建投和华夏基金股权的比例分别为 60% 和 51%），在不考虑当期出售收益和再投资收益的情况下，公司 10 年的 EPS 约为 1.16 元。目前公司股价对应 10 年的 PE 仅有 23.9 倍，在行业中的估值优势较为明显。
- 投资建议：中信证券的投资时机已经到来，维持对公司“买入”的评级，建议投资者积极参与。

图表1：上市券商盈利预测及投资评级（注：中信证券此处尚未考虑剔除建投和华夏基金的业绩贡献，若出售中信建投和华夏基金股权的比例分别为 60% 和 51% 且不考虑当期投资收益和再投资收益，中信证券 10 年的 PE 也仅有 23.9 倍）

国内券商估值水平（10年基于日均交易额2200亿的假设）

评级	股价	EPS		PE		BVPS		PB		ROE(%)			
		12-Mar-10	09E	10E	09E	10E	09E	10E	09E	10E	09E	10E	
中信证券	买入	27.71	CNY	1.34	1.48	20.68	18.72	9.45	10.62	2.93	2.61	15.30	14.99
海通证券	买入	17.07	CNY	0.60	0.67	28.45	25.48	4.99	5.45	3.42	3.13	12.24	12.49
长江证券	买入	17.41	CNY	0.56	0.68	31.09	25.60	4.11	4.67	4.24	3.73	13.64	14.58
国元证券	持有	18.37	CNY	0.53	0.60	34.66	30.62	7.70	8.21	2.39	2.24	6.89	7.40
东北证券	买入	33.92	CNY	1.38	1.42	24.58	23.89	4.65	5.77	7.29	5.88	29.65	24.57
光大证券	买入	27.25	CNY	0.77	0.87	35.39	31.32	6.70	7.28	4.07	3.74	11.93	12.28
招商证券	持有	28.63	CNY	0.92	0.95	31.12	30.14	5.04	5.63	5.68	5.09	18.78	17.49
广发证券	买入	53.70	CNY	1.78	2.21	30.17	24.30	5.97	6.61	8.99	8.12	28.80	27.10
华泰证券	持有	22.50	CNY	0.79	0.75	28.48	30.00	2.89	5.41	7.79	4.16	29.36	14.99
西南证券	持有	16.23	CNY	0.53	0.53	30.62	30.62	2.46	2.85	6.60	5.69	21.53	18.43
Average						29.52	27.07			5.34	4.44	18.81	16.43

来源：国金证券研究所

图表2：中信证券股基权债代理交易市场份额的构成

按照股基权债交易额计算	2007年	2008年	2009年2月	2009年4月	2009年6月	2009年8月	2009年10月	2009年12月	2010年1月
中信证券合并	7.86%	8.12%	7.68%	7.69%	7.86%	7.90%	7.90%	7.89%	8.19%
中信证券母公司	2.61%	2.79%	2.59%	2.46%	2.53%	2.52%	2.50%	2.46%	2.59%
中信建投	3.21%	3.35%	3.12%	3.15%	3.20%	3.21%	3.20%	3.21%	3.28%
中信万通	0.66%	0.70%	0.70%	0.71%	0.71%	0.71%	0.71%	0.70%	0.68%
中信金通	1.38%	1.28%	1.27%	1.36%	1.41%	1.46%	1.49%	1.52%	1.64%

来源：国金证券研究所

图表3：中信证券股票基金代理交易市场份额的构成

按照股票基金交易额计算	2007年	2008年	2009年2月	2009年4月	2009年6月	2009年8月	2009年10月	2009年12月	2010年1月
中信证券合并	8.12%	8.56%	8.39%	8.38%	8.44%	8.48%	8.43%	8.36%	8.48%
中信证券母公司	2.70%	2.94%	2.84%	2.68%	2.68%	2.69%	2.62%	2.56%	2.67%
中信建投	3.30%	3.32%	3.36%	3.40%	3.43%	3.41%	3.40%	3.37%	3.28%
中信万通	0.66%	0.80%	0.76%	0.79%	0.79%	0.78%	0.78%	0.77%	0.75%
中信金通	1.46%	1.50%	1.43%	1.51%	1.54%	1.59%	1.63%	1.66%	1.78%

来源：国金证券研究所

图表4：中信证券权益类承销业务市场份额的构成

市场份额	2007年	2008年	2009年2月	2009年4月	2009年6月	2009年8月	2009年10月	2009年12月	2010年1月
中信证券合并	19.43%	13.33%	0.00%	1.35%	1.25%	16.27%	16.12%	12.95%	1.64%
中信证券母公司	18.04%	12.65%	0.00%	1.35%	1.25%	16.27%	14.98%	10.08%	1.64%
中信建投	1.39%	0.68%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.14%	2.87%	0.00%
中信万通	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
中信金通	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

来源：国金证券研究所

图表5：中信证券核心债券类承销业务市场份额的构成

市场份额	2007年	2008年	2009年2月	2009年4月	2009年6月	2009年8月	2009年10月	2009年12月	2010年1月
中信证券合并	13.92%	23.29%	0.00%	12.96%	15.20%	14.76%	14.26%	12.78%	4.44%
中信证券母公司	12.51%	18.87%	0.00%	9.62%	9.39%	8.74%	8.81%	7.10%	0.00%
中信建投	1.41%	4.42%	0.00%	3.34%	5.81%	6.02%	5.45%	5.68%	4.44%
中信万通	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
中信金通	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

来源：国金证券研究所

图表6：中信证券在中期票据、短融券等其他承销业务中承销金额的构成 (亿元)

承销金额	2007年	2008年	2009年2月	2009年4月	2009年6月	2009年8月	2009年10月	2009年12月	2010年1月
中信证券合并	395.31	482.47	48.00	188.50	353.00	830.83	863.33	1,046.73	6.00
中信证券母公司	395.31	482.47	48.00	188.50	353.00	830.83	863.33	1,031.33	6.00
中信建投	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
中信万通	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
中信金通	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：国金证券研究所

图表7：中信证券集合理财产品的构成

名称	管理人	投资类型	成立日期	到期日	管理费率(%)	成立规模(亿元)
中信建投精彩理财	中信建投	混合型	2010-1-20	2016-1-20	1.50	10.36
中信股债双赢	中信证券	混合型	2007-4-6	2012-4-5	1.50	34.61
中信积极配置	中信证券	混合型	2009-5-8	2017-5-8	1.50	9.43
中信理财2号	中信证券	混合型	2006-3-22	2012-3-21	1.50	12.05
中信稳健回报	中信证券	混合型	2010-2-25		1.50	22.51
中信稳健收益	中信证券	债券型	2009-5-8	2017-5-8	1.00	23.28
中信优选成长	中信证券	股票型	2009-5-8	2017-5-8	1.50	4.31
中信债券优化	中信证券	债券型	2009-1-6	2019-1-5	0.80	40.30

来源：国金证券研究所

图表8：中信证券基金管理业务的情况

证券公司	参控股的基金公司	参控股比例	基金公司资产管理规模(亿元)			基金公司市场份额		
			08	09	增长率	08	09	份额增减
中信证券	华夏基金	100.00%	1,980.23	2,657.59	34.21%	10.21%	9.93%	-0.28%
	中信基金	100.00%						
海通证券	海富通基金	51.00%	384.97	458.19	19.02%	1.98%	1.71%	-0.27%
	富国基金	27.775%	402.78	653.62	62.28%	2.08%	2.44%	0.37%
长江证券	长信基金	49.00%	233.64	274.72	17.58%	1.20%	1.03%	-0.18%
	诺德基金	30.00%	33.68	44.73	32.78%	0.17%	0.17%	-0.01%
国元证券	长盛基金	41.00%	273.22	484.75	77.42%	1.41%	1.81%	0.40%
	东方基金	46.00%	74.20	103.82	39.93%	0.38%	0.39%	0.01%
东北证券	银华基金	21.00%	524.33	747.10	42.49%	2.70%	2.79%	0.09%
	宏源证券	无	0.00	0.00	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
太平洋证券	无	0.00	0.00	0.00	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	国金证券	国金通用	0.00	0.00	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
西南证券	银华基金	29.00%	524.33	747.10	42.49%	2.70%	2.79%	0.09%
	光大保德信基金	67.00%	232.98	398.26	70.94%	1.20%	1.49%	0.29%
光大证券	大成基金	25.00%	707.26	1,060.46	49.94%	3.66%	3.96%	0.30%
	广发基金	48.33%	669.30	1,104.71	65.06%	3.45%	4.13%	0.68%
广发证券	易方达基金	25.00%	876.33	1,595.23	82.03%	4.52%	5.96%	1.44%
	南方基金	45.00%	1,029.36	1,222.71	18.78%	5.31%	4.57%	-0.74%
华泰证券	友邦华泰基金	49.00%	127.03	220.68	73.72%	0.65%	0.82%	0.17%
	博时基金	49.00%	1,257.45	1,504.56	19.65%	6.50%	5.62%	-0.88%
招商证券	招商基金	33.30%	396.60	355.56	-10.35%	2.05%	1.33%	-0.72%

来源：国金证券研究所

图表9：中信建投对中信证券的业绩贡献份额

	07年	08年	09H1
中信证券净利润(亿元)	123.89	73.05	38.27
中信建投净利润(亿元)	24.5	17.39	11.78
中信证券持股比例	60%	60%	60%
中信建投对中信证券净利润的贡献份额	11.87%	14.28%	18.47%

来源：国金证券研究所

图表10：华夏基金对中信证券的业绩贡献份额

	07年	08年
中信证券净利润(亿元)	123.89	73.05
华夏基金净利润(亿元)	9.02	12.24
中信证券持股比例	100%	100%
华夏基金对中信证券净利润的贡献份额	7.28%	16.76%

来源：国金证券研究所

图表11：中信证券盈利预测情况（注：由于中信建投和华夏基金的出售比例暂未确定，此盈利预测暂不剔除中信建投和华夏基金的业绩贡献，待出售比例确定后再做相关调整）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	5,211.82	30,871.13	17,707.62	21,609.89	23,616.78	25,700.13
手续费净收入	2,662.02	15,991.43	10,283.50	16,357.72	16,983.61	18,115.02
手续费收入	2,797.30	16,761.37	10,843.53	17,085.34	17,725.24	18,874.84
手续费支出	135.29	769.94	560.03	727.62	741.62	759.82
承销收入	975.90	2,803.17	1,782.84	971.52	2,071.84	2,914.02
受托管理收入	35.02	161.54	149.87	221.78	259.45	386.71
净利息收入	261.99	990.92	1,705.61	1,381.79	1,705.92	2,071.82
利息收入	568.06	2,285.64	3,234.05	2,547.81	3,035.99	3,582.30
利息支出	306.07	1,294.72	1,528.44	1,166.02	1,330.08	1,510.48
投资收益	954.23	7,575.64	6,450.84	2,410.01	2,285.07	1,862.65
公允价值变动	-	3,351.15	-3,341.38	49.99	51.51	41.09
其他业务收入	322.66	-2.72	676.34	217.08	259.39	308.83
营业支出	1,975.58	11,008.18	8,164.96	8,848.63	9,563.46	10,432.94
业务及管理费	2,185.19	8,922.03	6,658.16	7,671.51	8,265.87	8,995.05
营业税金及附加	277.70	1,321.63	784.76	972.44	1,062.76	1,156.51
资产减值损失	-488.14	146.84	709.34	193.83	222.90	256.34
其他业务支出	0.83	8.96	12.70	10.84	11.93	25.04
上缴投资者保护基金	-	608.72				
营业利润	3,236.23	19,862.95	9,542.66	12,761.26	14,053.32	15,267.20
营业外收入	25.54	59.20	41.09	43.14	45.30	47.57
营业外支出	11.87	17.97	23.02	25.32	27.85	30.64
利润总额	3,249.91	19,904.18	9,561.38	12,779.08	14,070.77	15,284.13
所得税	760.92	6,358.39	1,511.15	3,194.77	3,517.69	3,821.03
所得税率	23.41%	31.94%	15.80%	25.00%	25.00%	25.00%
净利润	2,488.99	13,545.79	8,050.23	9,584.31	10,553.08	11,463.09
少数股东损益	117.95	1,157.26	745.23	670.71	737.78	811.56
归属母公司所有者的净利润	2,371.04	12,388.53	7,305.00	8,913.61	9,815.30	10,651.54
Per share data	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
股本，期末(mn)	2,981.50	3,315.23	6,630.47	6,630.47	6,630.47	6,631.47
EPS(basic)	0.80	3.74	1.10	1.34	1.48	1.61
EPS(Diluted)	0.80	3.74	1.10	1.34	1.48	1.61
BVPS	0.27	15.56	8.33	9.45	10.62	11.88
BVPS(Diluted)	0.27	15.56	8.33	9.45	10.62	11.88

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	1	3	10	18	34
买入	0	0	4	5	21
持有	0	0	1	1	2
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.32	1.30	1.38

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2008-04-09	买入	27.06	N/A
2 2008-04-28	买入	35.01	N/A
3 2008-08-10	买入	21.50	24.83 ~ 26.53
4 2008-10-29	买入	17.85	N/A
5 2009-04-30	买入	24.32	N/A
6 2009-07-26	买入	34.70	N/A
7 2009-08-16	买入	32.56	N/A
8 2009-11-01	买入	27.03	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买；1.01~2.0=买入；2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持；4.01~5.0=卖出



投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10% - 10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。