

评级：买入 维持评级

业绩点评

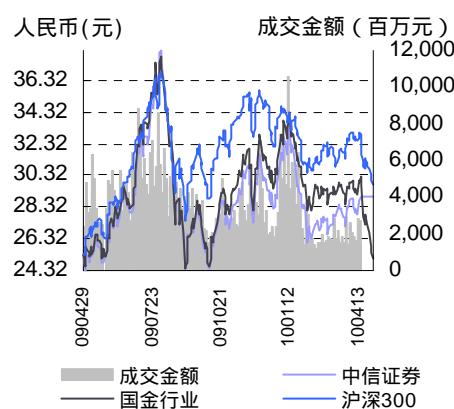
市价（人民币）：28.94 元

目标（人民币）：元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	6,570.47
总市值(百万元)	191,885.73
年内股价最高最低(元)	38.18/24.32
沪深 300 指数	3060.06
上证指数	2868.43



相关报告

- 《09 年年报点评》，2010.3.31
- 《股权处理提速,投资时机已到》，2010.3.14
- 《3 季度业绩略超预期》，2009.11.1

陈振志 联系人
 (8621)61038213
 chenzhz@gjzq.com.cn

丁文韬 联系人
 (8621)61038330
 dingwt@gjzq.com.cn

李伟奇 分析师 SAC 执业编号：S1130208120260

公司基本情况(人民币)

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	1.56	0.36	1.35	1.48	1.52
每股净资产(元)	3.53	3.23	9.29	10.34	11.38
每股经营性现金流(元)	1.43	0.86	na	na	na
市盈率(倍)	30.76	16.02	21.36	19.58	19.03
行业优化市盈率(倍)	31.82	9.62	16.76	16.76	16.76
净利润增长率(%)	30.37%	-42.47%	22.98%	9.07%	2.9%
净资产收益率(%)	21.95%	11.51%	16.38%	15.9%	14.82%
总股本(百万股)	3315.23	6630.47	6630.47	6630.47	6630.47

来源：公司年报、国金证券研究所

10 年 1 季报点评

业绩简评

- **公司 1 季度业绩符合预期。**公司 10 年 1 季度实现营业收入 40.63 亿元，同比增长 17.47%，环比下降 40.11%；实现净利润 14.99 亿元，同比下滑 0.37%，环比下滑 44.35%，实现每股收益 0.23 元。公司业绩符合我们此前的预期。

经营分析

- **公司 10 年 1 季度的经纪业务净佣金率环比继续下滑。**本期的净佣金率为 0.087%，比 09 年全年平均的 0.11% 有明显下滑。
- **自营业绩实现正收益。**公司 1 季度实现的自营业务收入（投资收益+公允价值变动损益）为 4.46 亿元，虽然环比去年 4 季度下滑 58.73%，但是同比增长 67.2%。即使剔除对联营企业和合营企业的投资收益 0.03 亿元，公司自营在二级市场的投资收益仍有 4.42 亿元的正收益。在同期市场指数下滑的情况下，公司自营业绩实现小额正收益，略好于我们和市场的预期。
- **投行业务收入同比大幅增长。**公司 10 年 1 季度的承销业务收入为 3.34 亿元，同比增长 183.63%，环比去年 4 季度下滑 75.49%。我们判断业务收入大幅增长的重要原因在于市场融资总额和公司的权益债券承销业务市场份额同比均有所增长。
- **成本费用率同比和环比均大幅攀升。**公司 1 季度的业务及管理费支出为 18.31 亿元，同比增长 39.95%，环比下降 28.03%，本期的成本费用率为 45.07%，大幅高于去年同期的 37.83% 和去年 4 季度的 37.5%。

投资建议

- **维持对公司的“买入”评级。**在日均交易额假设为 2200 亿元和不考虑创新业务贡献的基础上，公司 10 年和 11 年的 EPS 分别为 1.48 元和 1.52 元。公司目前股价对应 10 年的 PE 为 19.58 倍，维持对公司“买入”的投资评级。

公司经营基本面分析

- **公司 1 季度业绩符合预期。**公司 10 年 1 季度实现营业收入 40.63 亿元，同比增长 17.47%，环比下降 40.11%；实现净利润 14.99 亿元，同比下滑 0.37%，环比下滑 44.35%，实现每股收益 0.23 元。公司业绩符合我们此前的预期。
- **1 季度的净佣金率环比明显下滑。**公司 1 季度实现的证券经纪业务净收入为 19.01 亿元，同比下滑 8.6%，环比下滑 27.31%。在市场交易总额和市场份额均同比上升的情况下，公司经纪业务收入出现负增长说明佣金率下降较为明显，在很大程度上抵消了前两因素的正贡献。
 - 公司 10 年 1 季度的经纪业务净佣金率环比继续下滑，本期的净佣金率为 0.087%，比 09 年全年平均的 0.11% 有明显下滑。
 - 根据我们的动态跟踪，公司 1 季度的股基权债代理交易市场份额约为 8.25%，比去年同期的 7.61% 上升了 0.64 个百分点；而公司 1 季度的股票基金代理交易市场份额约为 8.46%，也较去年同期的 8.37% 上升了 0.09 个百分点。
- **自营业绩实现正收益。**公司 1 季度实现的自营业务收入（投资收益+公允价值变动损益）为 4.46 亿元，虽然环比去年 4 季度下滑 58.73%，但是同比增长 67.2%。即使剔除对联营企业和合营企业的投资收益 0.03 亿元，公司自营在二级市场的投资收益仍有 4.42 亿元的正收益。在同期市场指数下滑的情况下，公司自营业绩实现小额正收益，略好于我们和市场的预期。
 - 与 09 年底相比，公司 10 年 1 季度的自营业务规模略有缩减。公司在 09 年底的交易性金融资产和可供出售金融资产的总规模为 548.1 亿元。截止 1 季度末，该两项金融资产的总规模缩减至 521.36 亿元。从下降的幅度来分析，在主动减少自营规模和由于市场下滑导致规模被动下滑这两个可能的原因中，我们更倾向于后者。
- **投行业务收入同比大幅增长。**公司 10 年 1 季度的承销业务收入为 3.34 亿元，同比增长 183.63%，环比去年 4 季度下滑 75.49%。我们判断业务收入大幅增长的重要原因在于市场融资总额和公司的权益债券承销业务市场份额同比均有所增长。截止 1 季度末，公司权益类承销业务的市场份额为 3.92%，同比去年 1 季度的零业务有明显改善。而公司 1 季度的核心债券承销业务市场份额则为 8.09%，比去年同期的 4.51% 也有明显上升。
- **资产管理业务平稳增长。**公司 10 年 1 季度的资管业务收入为 0.41 亿元，同比增长 53.13%。此外，公司 10 年 1 季度的基金管理业务收入为 8.63 亿元，同比增长 47.24%，环比下滑 9.29%。公司目前有“中信理财 2 号”、“中信股债双赢”、“中信稳健收益”、“中信积极配置”、“中信债券优化”等 8 只存续的理财产品。加上有着稳定增长的基金管理业务，预计公司的资产管理业务仍将会维持平稳增长的态势。
- **成本费用率同比和环比均大幅攀升。**公司 1 季度的业务及管理费支出为 18.31 亿元，同比增长 39.95%，环比下降 28.03%，本期的成本费用率为 45.07%，大幅高于去年同期的 37.83% 和去年 4 季度的 37.5%。

图表1：中信证券10年1季度业绩增长情况

单位：百万元	单季 4Q09	单季 1Q10	环比增速	单位：百万元	累计 1Q09	累计 1Q10	同比增速
手续费收入	2,628.01	1,909.92	-27.32%	手续费收入	2,089.61	1,909.92	-8.60%
承销收入	1,363.46	334.12	-75.49%	承销收入	117.80	334.12	183.63%
资产管理收入	(19.95)	41.30	-307.02%	资产管理收入	26.97	41.30	53.13%
基金管理业务收入	951.30	862.89	-9.29%	基金管理业务收入	586.05	862.89	47.24%
净利息收入	455.83	346.42	-24.00%	净利息收入	305.69	346.42	13.32%
投资收益	942.70	263.21	-72.08%	投资收益	285.49	263.21	-7.80%
公允价值变动收益	137.22	182.45	32.96%	公允价值变动收益	(18.94)	182.45	-1063.31%
其他收入	325.73	123.02	-62.23%	其他收入	66.42	123.02	85.22%
业务及管理费	2,544.31	1,831.23	-28.03%	业务及管理费	1,308.48	1,831.23	39.95%
营业税金及附加	328.20	182.17	-44.49%	营业税金及附加	162.69	182.17	11.97%
资产减值损失	25.79	(8.58)	-133.27%	资产减值损失	(286.62)	(8.58)	-97.01%
其他业务支出	2.91	2.92	0.34%	其他业务支出	2.95	2.92	-1.02%
营业外净收支	0.55	11.90	2063.64%	营业外净收支	(0.36)	11.90	-3405.56%
税收	925.47	441.77	-52.27%	税收	553.03	441.77	-20.12%
少数股东权益	264.78	126.84	-52.10%	少数股东权益	213.81	126.84	-40.68%
净利润	2,693.37	1,498.87	-44.35%	净利润	1,504.41	1,498.87	-0.37%
股本	6,630.47	6,630.47	0.00%	股本	6,630.47	6,630.47	0.00%
每股收益	0.41	0.23	-44.35%	每股收益	0.23	0.23	-0.37%

来源：国金证券研究所

图表2：中信证券单季业务收入金额和结构

业务金额与占比 金额(百万RMB)	单季 1Q09	单季 2Q09	单季 3Q09	单季 4Q09	单季 1Q10	单季 1Q09	单季 2Q09	单季 3Q09	单季 4Q09	单季 1Q10
经纪业务收入	2,089.61	2,814.19	3,390.04	2,628.01	1,909.92	60.41%	51.22%	54.08%	38.74%	47.00%
自营业务收入	266.55	1,052.69	1,131.30	1,079.92	445.66	7.71%	19.16%	18.05%	15.92%	10.97%
投行业务收入	117.80	470.87	449.20	1,363.46	334.12	3.41%	8.57%	7.17%	20.10%	8.22%
资管业务收入(含基金)	613.02	739.95	849.09	931.35	904.19	17.72%	13.47%	13.55%	13.73%	22.25%
净利息收入	305.69	330.26	309.58	455.83	346.42	8.84%	6.01%	4.94%	6.72%	8.53%
其他收入	66.42	86.74	139.22	325.73	123.02	1.92%	1.58%	2.22%	4.80%	3.03%

来源：国金证券研究所

图表3：中信证券当年累计业务收入金额和结构

业务金额与占比 金额(百万RMB)	累计 1Q09	累计 1H09	累计 3Q09	累计 09	累计 1Q10	累计 1Q09	累计 1H09	累计 3Q09	累计 09	累计 1Q10
经纪业务收入	2,089.61	4,903.80	8,293.84	10,921.85	1,909.92	60.41%	54.77%	54.49%	49.63%	47.00%
自营业务收入	266.55	1,319.24	2,450.54	3,530.46	445.66	7.71%	14.73%	16.10%	16.04%	10.97%
投行业务收入	117.80	588.67	1,037.87	2,401.33	334.12	3.41%	6.57%	6.82%	10.91%	8.22%
资管业务收入(含基金)	613.02	1,352.97	2,202.06	3,133.41	904.19	17.72%	15.11%	14.47%	14.24%	22.25%
净利息收入	305.69	635.95	945.53	1,401.36	346.42	8.84%	7.10%	6.21%	6.37%	8.53%
其他收入	66.42	153.16	292.38	618.11	123.02	1.92%	1.71%	1.92%	2.81%	3.03%

来源：国金证券研究所

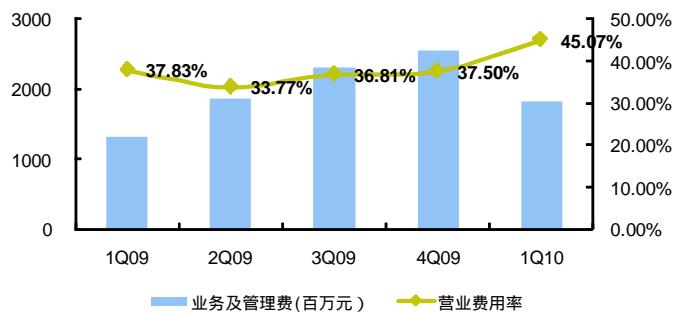
图表4：中信证券单季度业务收入环比增速情况

环比增速	单季 2Q09	单季 3Q09	单季 4Q09	单季 1Q10
经纪业务收入	34.68%	20.46%	-22.48%	-27.32%
自营业务收入	294.93%	7.47%	-4.54%	-58.73%
投行业务收入	299.72%	-4.60%	203.53%	-75.49%
资管业务收入（含基金）	20.71%	14.75%	9.69%	-2.92%
净利息收入	8.04%	-6.26%	47.24%	-24.00%
其他收入	30.59%	60.50%	133.97%	-62.23%
营业收入	58.85%	14.08%	8.23%	-40.11%

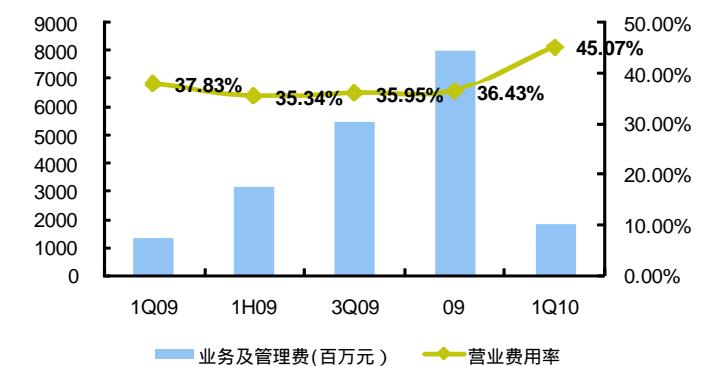
来源：国金证券研究所

图表5：中信证券当年累计业务收入同比增速情况

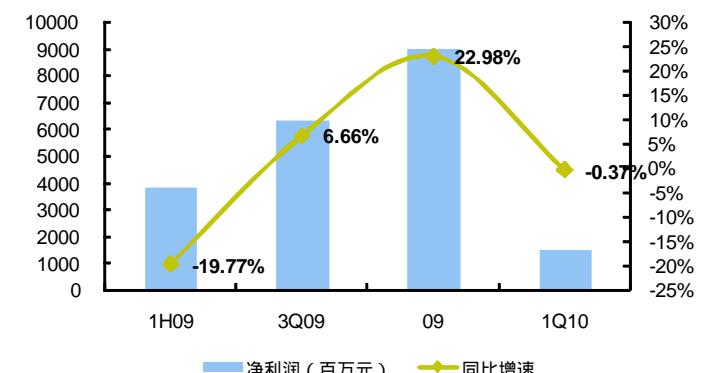
同比增速	累计 1H09	累计 3Q09	累计 09	累计 1Q10
经纪业务收入	6.24%	39.89%	46.46%	-8.60%
自营业务收入	-45.45%	-5.74%	13.52%	67.20%
投行业务收入	-36.86%	-16.81%	34.69%	183.63%
资管业务收入（含基金）	-22.22%	-5.52%	5.22%	47.50%
净利息收入	-24.58%	-27.38%	-17.84%	13.32%
其他收入	-57.83%	-40.60%	-8.29%	85.22%
营业收入	-17.95%	9.50%	24.28%	17.47%

图表6：中信证券单季度营业费用及营业费用率情况


来源：国金证券研究所

图表7：中信证券当年累计营业费用及营业费用率情况

图表8：中信证券单季度净利润环比增速情况


来源：国金证券研究所

图表9：中信证券当年累计净利润同比增速情况


图表10：中信证券 10 年 1 季度的股基权债代理交易市场份额同比有所上升

按照股基权债交易额计算	2008年12月	2009年3月	2009年4月	2009年5月	2009年6月	2009年7月	2009年8月	2009年9月	2009年10月	2009年11月	2009年12月	2010年1月	2010年2月	2010年3月
中信证券合并	8.12%	7.61%	7.69%	7.78%	7.86%	7.91%	7.90%	7.91%	7.90%	7.90%	7.89%	8.19%	8.17%	8.25%
中信证券母公司	2.79%	2.49%	2.46%	2.50%	2.53%	2.53%	2.52%	2.51%	2.50%	2.47%	2.46%	2.59%	2.56%	2.50%
中信建投	3.35%	3.10%	3.15%	3.18%	3.20%	3.22%	3.21%	3.22%	3.20%	3.21%	3.21%	3.28%	3.27%	3.37%
中信万通	0.70%	0.70%	0.71%	0.71%	0.71%	0.71%	0.71%	0.71%	0.71%	0.70%	0.70%	0.68%	0.68%	0.68%
中信金通	1.28%	1.32%	1.36%	1.39%	1.41%	1.45%	1.46%	1.48%	1.49%	1.51%	1.52%	1.64%	1.66%	1.71%
海通证券合并	4.60%	4.29%	4.26%	4.26%	4.25%	4.27%	4.25%	4.26%	4.27%	4.28%	4.29%	4.34%	4.41%	4.45%
长江证券	1.46%	1.63%	1.66%	1.66%	1.64%	1.60%	1.57%	1.57%	1.57%	1.58%	1.59%	1.74%	1.73%	1.76%
东北证券	0.64%	0.69%	0.70%	0.70%	0.71%	0.71%	0.71%	0.70%	0.70%	0.71%	0.70%	0.71%	0.72%	0.74%
国元证券	0.88%	1.07%	1.08%	1.08%	1.07%	1.07%	1.08%	1.11%	1.13%	1.15%	1.15%	1.19%	1.18%	1.21%
宏源证券	1.02%	1.28%	1.29%	1.30%	1.29%	1.29%	1.28%	1.27%	1.27%	1.28%	1.28%	1.33%	1.35%	1.34%
太平洋证券	0.22%	0.25%	0.25%	0.26%	0.26%	0.27%	0.27%	0.27%	0.27%	0.28%	0.28%	0.26%	0.26%	0.26%
国金证券	0.58%	0.68%	0.70%	0.69%	0.68%	0.67%	0.68%	0.68%	0.68%	0.68%	0.68%	0.76%	0.78%	0.79%
光大证券	3.05%	3.18%	3.18%	3.19%	3.19%	3.20%	3.22%	3.23%	3.22%	3.20%	3.19%	3.08%	3.06%	3.05%
招商证券	3.98%	3.93%	3.93%	3.94%	3.96%	3.97%	3.98%	3.99%	3.99%	4.00%	4.01%	4.09%	4.03%	4.03%
华泰证券合并	6.53%	5.85%	5.73%	5.66%	5.56%	5.48%	5.50%	6.00%	5.99%	5.94%	5.94%	5.82%	5.78%	5.74%
西南证券	0.54%	0.55%	0.55%	0.56%	0.56%	0.57%	0.57%	0.58%	0.58%	0.60%	0.61%	0.66%	0.67%	0.68%
广发证券合并	4.32%	4.22%	4.26%	4.29%	4.31%	4.38%	4.41%	4.40%	4.41%	4.44%	4.45%	4.48%	4.46%	4.47%

来源：国金证券研究所

图表11：中信证券 10 年 1 季度的股票基金代理交易市场份额同比有所上升

按照股票基金交易额计算	2008年12月	2009年3月	2009年4月	2009年5月	2009年6月	2009年7月	2009年8月	2009年9月	2009年10月	2009年11月	2009年12月	2010年1月	2010年2月	2010年3月
中信证券合并	8.56%	8.37%	8.38%	8.41%	8.44%	8.46%	8.48%	8.45%	8.43%	8.39%	8.36%	8.48%	8.50%	8.46%
中信证券母公司	2.94%	2.75%	2.68%	2.67%	2.68%	2.68%	2.69%	2.65%	2.62%	2.58%	2.56%	2.67%	2.62%	2.50%
中信建投	3.32%	3.36%	3.40%	3.43%	3.43%	3.42%	3.41%	3.41%	3.40%	3.39%	3.37%	3.28%	3.33%	3.35%
中信万通	0.80%	0.78%	0.79%	0.79%	0.78%	0.78%	0.78%	0.78%	0.78%	0.78%	0.77%	0.75%	0.75%	0.76%
中信金通	1.50%	1.48%	1.51%	1.52%	1.54%	1.58%	1.59%	1.62%	1.63%	1.65%	1.66%	1.78%	1.80%	1.86%
海通证券合并	4.31%	4.22%	4.20%	4.19%	4.17%	4.18%	4.17%	4.16%	4.15%	4.14%	4.14%	4.11%	4.11%	4.14%
长江证券	1.45%	1.48%	1.48%	1.47%	1.47%	1.46%	1.44%	1.45%	1.46%	1.48%	1.49%	1.66%	1.66%	1.66%
东北证券	0.74%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.75%	0.77%	0.80%
国元证券	0.95%	1.05%	1.06%	1.07%	1.07%	1.06%	1.06%	1.06%	1.06%	1.07%	1.07%	1.06%	1.06%	1.08%
宏源证券	1.03%	1.29%	1.30%	1.30%	1.29%	1.28%	1.28%	1.28%	1.28%	1.28%	1.28%	1.32%	1.34%	1.35%
太平洋证券	0.26%	0.28%	0.28%	0.29%	0.29%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.27%	0.28%	0.29%
国金证券	0.70%	0.77%	0.78%	0.77%	0.75%	0.74%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	0.74%	0.76%	0.75%	0.74%
光大证券	3.34%	3.20%	3.16%	3.13%	3.11%	3.09%	3.09%	3.10%	3.10%	3.10%	3.10%	3.11%	3.12%	3.13%
招商证券	3.88%	3.97%	3.96%	3.97%	4.00%	4.03%	4.05%	4.06%	4.06%	4.07%	4.08%	4.21%	4.13%	4.10%
华泰证券合并	5.68%	5.49%	5.44%	5.41%	5.36%	5.32%	5.32%	5.75%	5.75%	5.74%	5.76%	5.84%	5.86%	5.89%
西南证券	0.55%	0.57%	0.58%	0.58%	0.59%	0.59%	0.59%	0.60%	0.61%	0.62%	0.63%	0.69%	0.70%	0.73%
广发证券合并	4.81%	4.55%	4.56%	4.57%	4.59%	4.66%	4.69%	4.69%	4.70%	4.73%	4.73%	4.75%	4.75%	4.77%

来源：国金证券研究所

图表12：中信证券 10 年 1 季度权益类 (IPO、增发和配股) 承销的市场份额同比上升

权益类承销市场份额	2009年3月	2009年4月	2009年5月	2009年6月	2009年7月	2009年8月	2009年9月	2009年10月	2009年11月	2009年12月	2010年1月	2010年2月	2010年3月	
中信证券合并	0.00%	1.35%	1.11%	1.25%	10.95%	16.27%	17.17%	16.12%	14.18%	12.95%	1.64%	1.29%	3.92%	
中信证券母公司	0.00%	1.35%	1.11%	1.25%	10.95%	16.27%	16.31%	14.98%	12.33%	10.08%	1.64%	0.93%	3.67%	
中信建投	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.86%	1.14%	1.85%	2.87%	0.00%	0.36%	0.25%	
中信万通	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	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%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
海通证券	1.28%	0.64%	0.53%	1.37%	1.00%	0.79%	0.95%	0.99%	1.40%	1.53%	0.00%	10.40%	7.43%	
长江证券	0.00%	0.00%	0.61%	6.22%	3.15%	2.48%	2.15%	1.95%	2.54%	2.01%	1.60%	0.90%	0.63%	
东北证券	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.10%	0.37%	0.96%	0.67%	
国元证券	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.32%	0.29%	0.23%	0.50%	0.73%	0.41%	0.61%	
宏源证券	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.15%	0.25%	0.20%	0.26%	3.00%	1.90%	1.94%	
太平洋证券	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
国金证券	0.00%	0.00%	0.78%	0.61%	0.46%	0.42%	0.89%	0.81%	0.65%	0.51%	0.31%	0.17%	0.54%	
西南证券	2.66%	5.24%	5.73%	4.46%	2.66%	2.10%	1.81%	1.64%	1.32%	1.04%	0.50%	0.61%	0.58%	
光大证券	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.12%	0.61%	0.76%	0.00%	0.00%	0.59%
招商证券	0.00%	0.00%	0.00%	0.87%	0.44%	1.42%	1.50%	1.64%	1.32%	1.63%	2.85%	2.09%	2.53%	
华泰证券合并	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.27%	1.35%	1.08%	1.89%	5.12%	3.14%	2.48%	
国信证券	6.02%	3.02%	2.49%	7.68%	3.89%	4.59%	4.93%	4.96%	4.87%	4.66%	6.35%	4.07%	3.03%	
国泰君安	15.25%	7.65%	6.29%	4.90%	2.48%	1.95%	3.34%	3.03%	2.43%	2.40%	0.54%	0.30%	0.21%	
广发证券合并	0.89%	0.45%	0.74%	0.58%	0.60%	0.83%	0.98%	0.89%	1.14%	1.01%	3.19%	1.80%	1.75%	

来源：国金证券研究所

图表13：中信证券 10 年 1 季度的核心债券类（企业债、公司债和可转债）承销业务市场份额同比有所上升

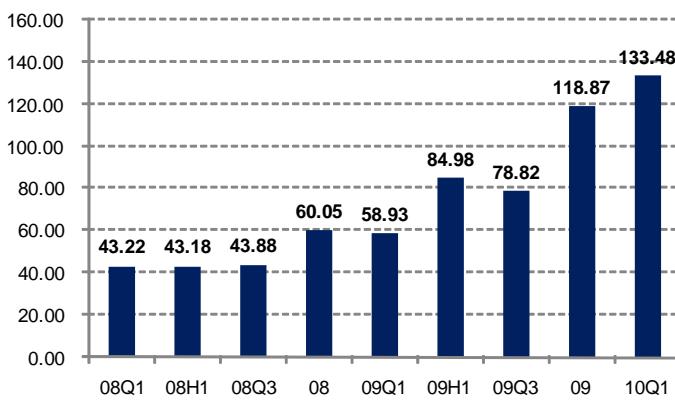
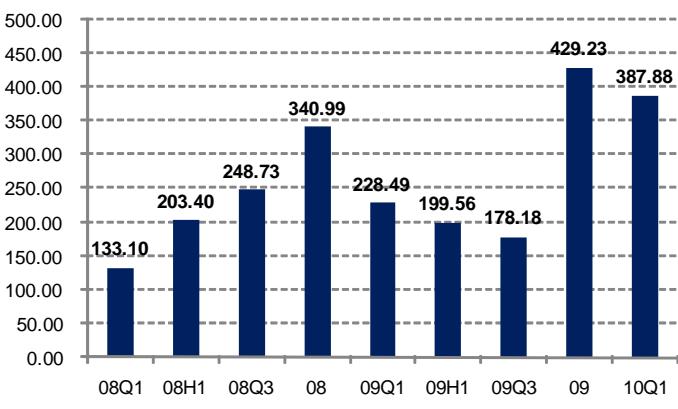
核心债券承销市场份额	2009年3月	2009年4月	2009年5月	2009年6月	2009年7月	2009年8月	2009年9月	2009年10月	2009年11月	2009年12月	2010年1月	2010年2月	2010年3月
中信证券合并	4.52%	12.96%	12.79%	15.20%	13.40%	14.76%	13.78%	14.26%	12.66%	12.78%	4.44%	10.17%	8.09%
中信证券母公司	0.00%	9.62%	8.68%	9.39%	8.28%	8.74%	9.25%	8.81%	7.23%	7.10%	0.00%	0.00%	0.00%
中信建投	4.52%	3.34%	4.11%	5.81%	5.13%	6.02%	4.53%	5.45%	5.42%	5.68%	4.44%	10.17%	8.09%
中信万通	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	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%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
海通证券	0.00%	0.00%	0.00%	0.55%	0.72%	1.07%	1.19%	1.81%	1.84%	1.64%	0.00%	0.00%	0.00%
长江证券	0.00%	0.72%	1.58%	1.23%	1.09%	0.96%	0.72%	1.28%	1.05%	1.13%	0.00%	0.00%	0.00%
东北证券	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
国元证券	4.22%	2.65%	1.93%	1.51%	1.33%	1.17%	0.88%	0.74%	0.61%	0.94%	0.00%	0.00%	0.00%
宏源证券	2.30%	1.44%	1.61%	1.26%	1.11%	0.98%	1.34%	2.03%	2.03%	2.09%	2.37%	2.27%	2.95%
太平洋证券	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.96%	1.20%	0.95%
国金证券	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.76%	0.62%	0.55%	0.00%	0.00%	0.00%
西南证券	0.00%	0.77%	0.56%	0.44%	0.39%	0.34%	1.65%	2.28%	2.61%	2.98%	0.00%	5.98%	4.76%
光大证券	0.00%	0.48%	0.35%	0.27%	0.24%	0.21%	1.23%	1.03%	1.96%	2.40%	2.28%	0.92%	1.30%
招商证券	0.77%	0.48%	3.15%	2.46%	4.59%	4.05%	4.57%	5.69%	6.17%	5.49%	0.00%	5.98%	4.76%
华泰证券合并	2.50%	2.24%	1.63%	2.64%	4.02%	3.81%	3.11%	2.94%	2.41%	3.09%	0.00%	1.91%	2.47%
国信证券	1.84%	2.60%	1.89%	2.30%	2.99%	2.65%	2.79%	3.25%	3.40%	3.03%	0.00%	0.00%	1.90%
国泰君安	7.82%	7.12%	5.18%	5.04%	5.74%	5.40%	7.63%	6.42%	7.53%	6.90%	9.86%	3.99%	5.07%
广发证券合并	1.53%	0.96%	0.70%	0.55%	0.48%	0.43%	0.32%	0.54%	0.71%	0.87%	0.00%	1.67%	2.76%

来源：国金证券研究所

图表14：中信证券 10 年 1 季度的基金管理业务（参股基金公司）规模同比增长较为明显

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		
			09Q1	10Q1	增长率	09Q1	10Q1	份额增减
中信证券	华夏基金	100.00%	2,027.50	2,564.95	26.51%	10.28%	9.92%	-0.36%
	中信基金	100.00%						
海通证券	海富通基金	51.00%	356.12	458.19	28.66%	1.81%	1.77%	-0.04%
	富国基金	27.775%	467.66	566.10	21.05%	2.37%	2.19%	-0.18%
长江证券	长信基金	49.00%	213.41	275.75	29.21%	1.08%	1.07%	-0.01%
	诺德基金	30.00%	40.25	44.73	11.12%	0.20%	0.17%	-0.03%
国元证券	长盛基金	41.00%	268.00	395.04	47.40%	1.36%	1.61%	0.25%
	东方基金	46.00%	84.36	103.82	23.07%	0.43%	0.40%	-0.03%
东北证券	银华基金	21.00%	504.47	747.10	48.10%	2.56%	2.89%	0.33%
	无		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%
	国金通用		0.00	0.00		0.00%	0.00%	0.00%
西南证券	银华基金	29.00%	504.47	747.10	48.10%	2.56%	2.89%	0.33%
	光大保德信基金	67.00%	294.16	398.26	35.39%	1.49%	1.54%	0.05%
光大证券	大成基金	25.00%	740.58	977.15	31.94%	3.76%	3.78%	0.02%
	广发基金	48.33%	779.74	1,104.71	41.68%	3.95%	4.27%	0.32%
广发证券	易方达基金	25.00%	967.20	1,558.25	61.11%	4.90%	6.03%	1.13%
	南方基金	45.00%	1,060.42	1,147.98	8.26%	5.38%	4.44%	-0.94%
华泰证券	友邦华泰基金	49.00%	149.64	220.68	47.47%	0.76%	0.85%	0.09%
	博时基金	49.00%	1,244.41	1,412.36	13.50%	6.31%	5.46%	-0.85%
招商证券	招商基金	33.30%	343.98	355.47	3.34%	1.74%	1.37%	-0.37%

来源：国金证券研究所

图表15：公司的交易性金融资产规模（亿元）**图表16：公司的可供出售金融资产规模（亿元）**

来源：国金证券研究所

盈利预测及投资建议

- 维持对公司的“买入”评级。在日均交易额假设为 2200 亿元和不考虑创新业务贡献的基础上，公司 10 年和 11 年的 EPS 分别为 1.48 元和 1.52 元。公司目前股价对应 10 年的 PE 为 19.58 倍，维持对公司“买入”的投资评级。

图表17：中信证券 10 年盈利预测的敏感性分析

	EPS	股票基金日均交易额							
		2,050	2,100	2,150	2,200	2,300	2,400	2,500	
市 场 份 额	8.00%	1.40	1.42	1.43	1.45	1.47	1.50	1.53	
	8.20%	1.42	1.43	1.45	1.46	1.49	1.52	1.55	
	8.40%	1.43	1.45	1.46	1.48	1.51	1.54	1.57	
	8.60%	1.45	1.46	1.48	1.49	1.53	1.56	1.59	
	8.80%	1.46	1.48	1.49	1.51	1.54	1.58	1.61	
投 资 成 本 / 净 资 产	自营平均投资收益率								
	EPS	-19%	-14%	-9%	-4%	1%	6%	16%	26%
	86.94%	0.48	0.68	0.89	1.09	1.30	1.50	1.92	2.33
	83.94%	0.50	0.70	0.90	1.10	1.30	1.50	1.89	2.29
	80.94%	0.53	0.72	0.91	1.10	1.30	1.49	1.87	2.25
	77.94%	0.56	0.74	0.92	1.11	1.29	1.48	1.85	2.22
	34.00%	0.94	1.02	1.10	1.18	1.26	1.35	1.51	1.67
	31.00%	0.97	1.04	1.12	1.19	1.26	1.34	1.48	1.63
	28.00%	1.00	1.06	1.13	1.19	1.26	1.33	1.46	1.59
	25.00%	1.02	1.08	1.14	1.20	1.26	1.32	1.44	1.55
营 业 费 率	股票基金日均交易额								
	EPS	2,050	2,100	2,150	2,200	2,300	2,400	2,500	
	40.50%	1.27	1.29	1.30	1.32	1.34	1.37	1.40	
	37.50%	1.35	1.37	1.38	1.40	1.43	1.46	1.49	
	34.50%	1.43	1.45	1.46	1.48	1.51	1.54	1.57	
	31.50%	1.51	1.53	1.54	1.56	1.59	1.62	1.66	
	28.50%	1.59	1.61	1.62	1.64	1.67	1.71	1.74	

来源：国金证券研究所

图表18：中信证券盈利预测表（单位：百万元，每股数据均为元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	30,871.13	17,707.62	22,006.52	23,786.76	24,413.19	28,285.26
手续费净收入	15,991.43	10,283.50	13,909.16	15,476.08	16,295.72	17,061.37
手续费收入	16,761.37	10,843.53	12,758.28	16,453.02	17,291.47	18,081.55
手续费支出	769.94	560.03	1,150.88	976.95	995.75	1,020.18
承销收入	2,803.17	1,782.84	2,401.33	2,205.38	2,327.35	2,463.77
受托管理收入	161.54	149.87	146.09	259.45	305.59	362.32
净利息收入	990.92	1,705.61	1,401.36	1,907.10	1,979.28	2,044.48
利息收入	2,285.64	3,234.05		2,751.87	2,911.91	3,088.54
利息支出	1,294.72	1,528.44		844.77	932.63	1,044.07
投资收益	7,575.64	6,450.84	3,478.92	3,611.96	3,143.40	5,932.15
公允价值变动	3,351.15	-3,341.38	51.54	67.41	53.02	53.02
其他业务收入	2.72	676.34	618.12	259.39	308.83	368.16
营业支出	11,008.18	8,164.96	8,746.14	9,289.73	9,535.33	11,046.85
业务及管理费	8,922.03	6,658.16	8,016.05	8,206.43	8,422.55	9,758.42
营业税金及附加	1,321.63	784.76	1,033.64	1,070.40	1,098.59	1,272.84
资产减值损失	146.84	709.34	-315.27	-	-	-
其他业务支出	8.96	12.70	11.72	12.89	14.18	15.60
上缴投资者保护基金	608.72					
营业利润	19,862.95	9,542.66	13,260.38	14,497.03	14,877.86	17,238.41
营业外收入	59.20	41.09	114.33	120.05	126.05	132.35
营业外支出	17.97	23.02	72.72	79.99	87.99	96.79
利润总额	19,904.18	9,561.38	13,301.99	14,537.09	14,915.92	17,273.97
所得税	6,358.39	1,511.15	3,213.80	3,634.27	3,728.98	4,318.49
所得税率	31.94%	15.80%	24.16%	25.00%	25.00%	25.00%
净利润	13,545.79	8,050.23	10,088.19	10,902.81	11,186.94	12,955.48
少数股东损益	1,157.26	745.23	1,104.17	1,104.17	1,104.17	1,104.17
归属母公司所有者的净利润	12,388.53	7,305.00	8,984.02	9,798.64	10,082.77	11,851.31
Per share data	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
股本，期末(mn)	3,315.23	6,630.47	6,630.47	6,630.47	6,631.47	6,632.47
EPS(basic)	3.74	1.10	1.35	1.48	1.52	1.79
EPS(Diluted)	3.74	1.10	1.35	1.48	1.52	1.79
BVPS	15.56	8.33	9.29	10.34	11.38	12.65
BVPS(Diluted)	15.56	8.33	9.29	10.34	11.38	12.65

来源：国金证券研究所

图表19：中信证券财务数据

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E		2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
每股数据							盈利能力						
股本，期末(mn)	2,981.50	3,315.23	6,630.47	6,630.47	6,630.47	6,631.47	投资收益率	48.11%	75.28%	10.93%	7.18%	6.38%	5.38%
EPS	0.80	3.74	1.10	1.35	1.48	1.52	代理买卖手续费率	0.14%	0.16%	0.14%	0.12%	0.12%	0.12%
BVPS	0.27	15.56	8.33	9.29	10.34	11.38	营业费率	41.93%	28.90%	37.60%	36.43%	34.50%	34.50%
资产增长率							人员薪酬费率	20.81%	19.34%	22.56%	23.49%	20.70%	20.70%
总资产增长率	213.21%	198.05%	-27.82%	51.08%	2.40%	9.60%	ROE	20.22%	26.25%	14.58%	16.38%	15.90%	14.82%
生息资产增长率	325.48%	211.23%	-45.40%	59.48%	2.72%	12.23%	ROA	3.91%	7.14%	5.88%	4.88%	5.17%	4.84%
投资性资产增长率	89.37%	236.56%	159.81%	34.56%	-2.47%	0.00%	ROAE	27.72%	42.39%	15.07%	17.27%	16.75%	15.53%
非生息资产增长率	16.02%	53.15%	-99.22%	27.97%	11960.40%	20.20%	ROAA	5.93%	10.70%	4.93%	5.87%	5.22%	5.06%
负债增长率							杠杆效应	5.17	3.68	2.48	3.36	3.08	3.06
客户资产增长率	278.14%	181.65%	-48.16%	84.18%	-1.18%	0.00%	收入结构						
应付款项增长率	180.25%	143.97%	15.00%	115.00%	15.00%	10.00%	手续费净收入	51.08%	51.80%	58.07%	63.20%	65.06%	66.75%
业务收入增长率							利息净收入	5.03%	3.21%	9.63%	6.37%	8.02%	8.11%
手续费净收入增长率	779.06%	500.73%	-35.69%	35.26%	11.27%	5.30%	承销收入	18.72%	9.08%	10.07%	10.91%	9.27%	9.53%
机构销售收入增长率	311.85%	99.16%	30.00%	30.00%	20.00%	10.00%	投资收益	18.31%	35.39%	17.56%	16.04%	15.47%	13.09%
金融产品销售收入增长率	0.00%	0.00%	-30.00%	10.00%	10.00%	10.00%	资产管理收入	0.67%	0.52%	0.85%	0.66%	1.09%	1.25%
咨询服务收入增长率	197.83%	1377.58%	30.00%	30.00%	20.00%	20.00%	其他业务收入	6.19%	-0.01%	3.82%	2.81%	1.09%	1.27%
租赁收入增长率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	200.00%	成本结构						
利息净收入增长率	210.12%	308.72%	42.15%	-33.98%	28.30%	5.82%	业务及管理费	110.61%	81.05%	81.55%	91.65%	88.34%	88.33%
投资收益增长率	NA	387.17%	-9.95%	-47.87%	7.03%	-12.97%	员工薪酬	49.64%	66.91%	60.00%	64.48%	60.00%	60.00%
总承销收入增长率	364.37%	139.36%	-23.15%	25.84%	12.09%	5.53%	资产减值准备	-24.71%	1.33%	8.69%	-3.60%	0.00%	0.00%
资产管理收入增长率	0.00%	361.41%	17.60%	16.75%	16.98%	17.78%	营业税金及附加	14.06%	12.01%	9.61%	11.82%	11.52%	11.52%
收益增长率							上缴投资者保护基金	0.00%	5.53%	4.34%	2.68%	2.82%	2.82%
营业收入增长率	407.38%	492.33%	-42.64%	24.28%	8.09%	2.63%	总资产结构						
业务及管理费增长率	271.95%	308.30%	-25.37%	20.39%	2.38%	2.63%	存款及备付金	75.54%	71.33%	62.40%	67.23%	65.24%	65.47%
营业支出增长率	227.02%	457.21%	-25.83%	7.12%	6.22%	2.64%	投资性资产	7.32%	8.27%	29.76%	26.50%	25.24%	23.03%
净利润增长率	-492.70%	422.49%	-41.03%	22.98%	9.07%	2.90%	长期投资	3.30%	0.34%	1.89%	1.66%	0.43%	0.47%
每股收益增长率	-393.30%	369.90%	-70.52%	22.98%	9.07%	2.88%	固定资产	1.36%	0.74%	0.64%	1.15%	0.71%	0.78%
经营效率							非客户资产结构						
营业部数量	166	169	169				存款及备付金	36.85%	25.50%	32.50%	29.16%	26.85%	33.73%
部均交易额	12,133	52,125	33,458				投资性资产	18.83%	21.48%	53.42%	57.30%	53.12%	44.20%
部均手续费收入	16.85	83.57	46.84				长期投资	8.50%	0.88%	3.40%	3.59%	0.90%	0.90%
							固定资产	3.50%	1.91%	1.14%	2.49%	1.50%	1.50%

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	0	15	24	27	50
买入	1	12	18	19	37
持有	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.46	1.44	1.43	1.44

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 2008-08-10	买入	21.50	24.83 ~ 26.53
2 2008-10-29	买入	17.85	N/A
3 2009-04-30	买入	24.32	N/A
4 2009-07-26	买入	34.70	N/A
5 2009-08-16	买入	32.56	N/A
6 2009-11-01	买入	27.03	N/A
7 2010-03-14	买入	27.71	N/A
8 2010-03-31	买入	28.42	N/A

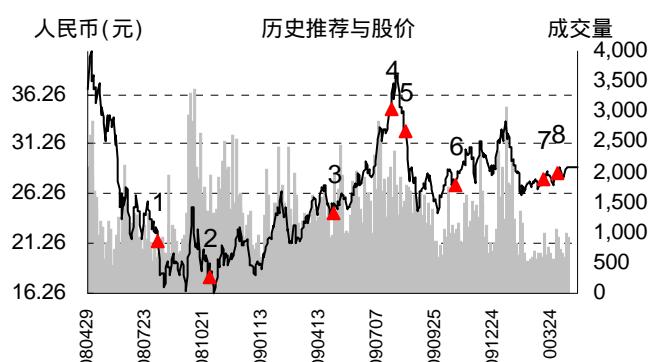
来源：国金证券研究所

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


长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

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。

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。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券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，国金证券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。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311
传真：(8621)-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：200011
地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号
谷泰滨江大厦 15A 层

北京

电话：(8610)-66215599-8832
传真：(8610)-61038200
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100032
地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：(86755)-82805115
传真：(86755)-61038200
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室