

资产出售在行业拐点上

增持(下调)

- 以挂牌价为基准，出售资产的 PE 为 7.7 倍、PB 为 1.8 倍。与上市券商 13-20 倍的市盈率和超过 2 倍的市净率相比，估值较低。根据既往的场外市场拍卖记录，该 PB 值也较低。
- 作为行业收入支柱的经纪业务受营业部数量激增的影响，行业佣金率快速下降，而从国际经验来看，证券交易通道佣金下降也是大势所趋，同时在自营收入低于预期的挤压下，证券行业盈利模式转变迫在眉睫，我们认为此次中信证券出售中信建投资产正处在行业拐点上。
- 考虑到监管层规定只有在对投资单位的持股比例不超过 7% 的前提下，证券公司才可以同时保持投资机构和承销机构的身份，我们认为中信建投上市是个大概率事件，而中信证券此举正是“近水楼台先得月”。
- 出售中信建投股权对中信证券的影响，我们认为短期内影响是负面的。首先未来现金流入的减少降低公司估值。在我们的基本假设下，不考虑出售中信建投所获得一次性收益及未来投资收益率，2010 年中信建投净利润 21 亿，股份出售部分为 11.1 亿，中信证券 EPS 减少 0.17 元。考虑一次性收益，由于当前股票市场震荡下行难以获得超额收益，融资融券尚需时间培育，额度尚未充分使用，其出售收入也难以获得可观收益率。其次，营业部减少，客户流失。
- 从中长期来看，我们认为影响是偏中性的。如上所述，未来经纪业务利润率将迅速下降，难以享受过去给予经纪业务的 PE 高估值，这对极度依赖经纪业务的类似中信建投的券商来讲，影响是难以估量的。
- 我们认为未来券商的竞争优势将逐步转移到资本、综合实力的比拼上。获得出售收入后，中信证券的资本金将大大充实，一方面有利于公司开展买方业务，如直投和产业基金，另一方面，从理论上讲，开展融资融券净收入将有效的冲减出售中信建投的收入损失。此外，由于监管层放开营业部批设，中信证券的营业部数量会有所增加。

分析师

黄立军 邢波

电话：010-88085983

Email: huanglijun@hysec.com

相关研究

宏源证券 * 月度报告 * 证券信托4月报：两类券商佣金率风险大 * 非银行金融 * 黄立军 邢波 2010.5.20

宏源证券 * 季报点评 * 广发证券：业绩中庸，估值稍高 * 000776 * 非银行金融 * 黄立军 邢波 2010.4.28

宏源证券 * 公司研究 * 招商证券：佣金率下滑隐忧凸显 * 600999 * 非银行金融 * 黄立军 邢波 2010.4.20

宏源证券 * 证券信托3月报：券商集合理财规模创新高 * 非银行金融 * 黄立军 邢波 2010.4.6

6月2日，中信证券发布公告，公司拟转让所持中信建投证券有限责任公司14.31%的股权，占中信建投股份53%，转让方式为通过产权交易机构挂牌转让，挂牌价格为85.86亿元，折合每股6元。本次股权转让经公司董事会审议通过后，尚需提交公司股东大会审议，并需获得中国证监会等相关监管部门的批准。

2005年，中信证券和建银投资共同设立中信建投证券，分别持有其60%和40%的股权。2009年，中信建投实现营业收入60.82亿，净利润26.17亿，EPS为0.97元，年末公司总资产660亿，净资产为73.1亿，每股净资产为2.7元。截至2009年12月31日，公司拥有证券营业部120家。公司业务结构以经纪业务为主，2009年经纪业务净收入占比达79%，远超69%的行业均值。

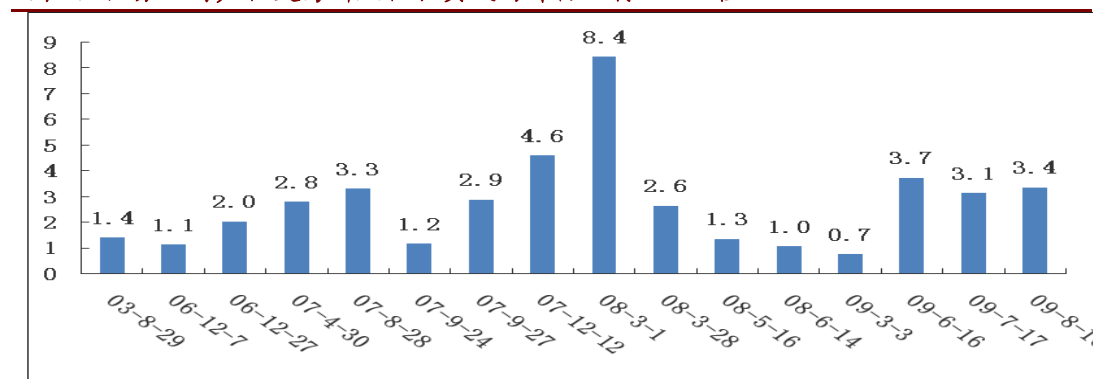
表 1：中信建投 08-09 收入结构

	2008A	2009A
经纪业务净收入	77%	79%
承销业务净收入	6%	6%
利息净收入	13%	8%
自营收益	3%	5%

资料来源：公司年报，宏源证券

在2010年市场日均股票成交额2200亿，公司佣金率下降20%达0.09%的基本假设下，公司2010年EPS为0.78元，每股净资产为3.33元，以挂牌价为基准，出售资产的PE为7.7倍、PB为1.8倍。与上市券商13-20倍的市盈率和超过2倍的市净率相比，估值较低。根据既往的场外市场拍卖记录，该PB值也较低，下图为自03年8月以来的场外券商股权转让PB值，既覆盖了国泰君安、光大、东方、齐鲁等大型券商，也覆盖了西北、华鑫、德邦、东莞等中小型券商，时间跨度上覆盖了一个完整的牛熊市周期，其估值具有较强的参考意义。

图 1：证券公司产权交易所股权拍卖或场外协议转让 PB 值



资料来源：宏源证券

从目前证券行业来看，作为行业收入支柱的经纪业务受营业部数量激增的影响，行业佣金率快速下降，而从国际经验来看，证券交易通道佣金下降也是大势所趋，同时在自营收入低于预期的挤压下，证券行业盈利模式转变迫在眉睫，我们认为此次中信证券出售经纪业务占比较高的中信建投资产正处在行业拐点上。值得一提的是，公告中提到“在公司保留持股比例上限（7%）的前提下”，考虑到监管层规定只有在对投资单位的持股比例不超过7%的前提下，证券公司才可以同时保持投资机构和承销机构的身份，我们认为中信建投上市是个大概率事件，而中信证券此举正是“近水楼台先得月”。

具体来看出售中信建投股权对中信证券的影响，我们认为短期内影响是负面的。首先未来

现金流入的减少降低公司估值。在我们的基本假设下，不考虑出售中信建投所获得一次性收益及未来投资收益率，2010 年中信建投净利润 21 亿，股份出售部分为 11.1 亿，占 2010 年中信证券合并报表归属母公司净利润的 12%，即中信证券 EPS 减少 0.17 元。考虑一次性收益，由于当前股票市场震荡下行难以获得超额收益，融资融券尚需时间培育，额度尚未充分使用，其出售收入也难以获得可观收益率。

其次，营业部减少，客户流失。年报显示，中信建投拥有营业部 120 家。而其余中信系仅有 102 家，其中中信证券仅有 41 家。证券营业部的减少意味着客户资源的减少，不但直接影响到经纪业务，而且会对公司资产管理业务、融资融券业务开展产生不利影响。

表 2：中信建投 08-09 收入结构

	营业部数量	服务部数量
中信合并	222	13
中信证券	41	1
中信建投	120	
中信金通	32	10
中信万通	29	

资料来源：公司年报，宏源证券

从中长期来看，我们认为影响是偏中性的。如上所述，未来经纪业务利润率将迅速下降，难以享受过去给予经纪业务的 PE 高估值，这对极度依赖经纪业务的类似中信建投的券商来讲，影响是难以估量的。所以出售中信建投股权是“一参一控”监管的要求，从另一角度看又不失为另类的“休克疗法”。

我们认为未来券商的竞争优势将逐步转移到资本、综合实力的比拼上。获得出售收入后，中信证券的资本金将大大充实，一方面有利于公司开展买方业务，如直投和产业基金，另一方面，从理论上讲，开展融资融券净收入将有效的冲减出售中信建投的收入损失。此外，由于监管层放开营业部批设，中信证券的营业部数量会有所增加。

分析师简介:

分析师姓名: 黄立军, 宏源证券研究所非银行行业研究员, 中国人民银行研究生院金融硕士, 2009 年加盟宏源证券研究所。2008 年新财富非银行行业最佳分析师第三名。

主要研究覆盖公司: 中国人寿、中国太保、中国平安、中信证券、海通证券、招商证券等。

宏源证券机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
李晔 010-88085956 liye@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
牟晓凤 010-88085275 muxiaofeng@hysec.com	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5% ~ +20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。