

中信证券 (600030) —

短期业绩冲击提供买入良机 未来净佣金均衡点 0.055%

行业分类：证券
2010.09.14

研究员：杜丽虹

执业证书编号：S0640210050001

郭懿

执业证书编号：S0640209090103

电话：010-84802074

Email: greta_1006@sohu.com

联系人：刁志学

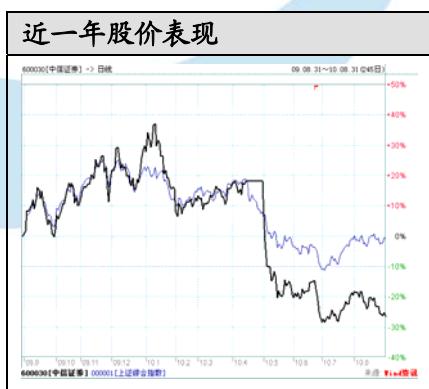
电话：0755-83689065

投资要点：

- 中信证券上半年净利润同比下滑 31.31%，主要是由于经纪业务手续费下滑、自营收入大幅下滑以及成本收入比的上升。
- 上半年公司经纪业务净手续费率继续下滑至 0.085%，同比下降 28.6%，不过二季度下滑幅度有所收窄。从国际经验看，佣金率并不会由于激烈竞争而无限下降，佣金率将在完全市场化后企稳。国外大型证券公司经纪业务的利润率（包括净利息收入）在 40%以上。目前中信证券经纪业务的利润率在 65%左右，如果利润率下滑至 40%，对应的净佣金率为 0.055%。
- 我们对各档佣金率下中信证券的合理估值进行了敏感性分析，在目前净佣金率 0.085%的条件下，中信证券的合理估值为 12.2 元；在此基础上，净佣金率每下降 1 个百分点，估值下降 0.55 元；如果净佣金率下滑至 0.055%的均衡水平，则对应的合理估值为 10.52 元；如果净佣金率下降至经纪业务成本线，则合理估值降为 9.95 元。我们认为经纪业务净手续费率跌破成本线的可能性较小，因此中信证券的合理估值区间 10.52-12.2 元。
- 短期看，子公司股权转让、净佣金率下降和自营业务亏损严重冲击了公司股价；但从长期看，不利因素已反映在股价中，目前的业绩冲击形成了较好的买入机会。

6-12 个月目标价	15 元
当前股价	11.51 元
投资评级	买入

基础数据	
上证指数	2637.50
总股本 (百万)	9946
流通 A 股 (百万股)	9856
流通 B 股 (百万股)	0
流通 A 股市值 (百万)	115512
总市值 (百万)	116567
每股净资产 (元)	6.04
ROE (TTM)	8.56%
资产负债率	64.91%
动态市盈率	22.5
动态市净率	1.94



一、上半年公司净利润同比下滑 31. 31%

中信证券上半年实现营业收入 79.05 亿元，同比下滑 12.08%，实现净利润 26.28 亿元，同比下滑 31.31%，实现每股收益 0.26 元。其中，2 季度单季实现盈利收入 38.42 亿元，环比下滑 5.45%，实现净利润 11.3 亿元，环比下滑 24.64%，实现每股收益 0.11 元。

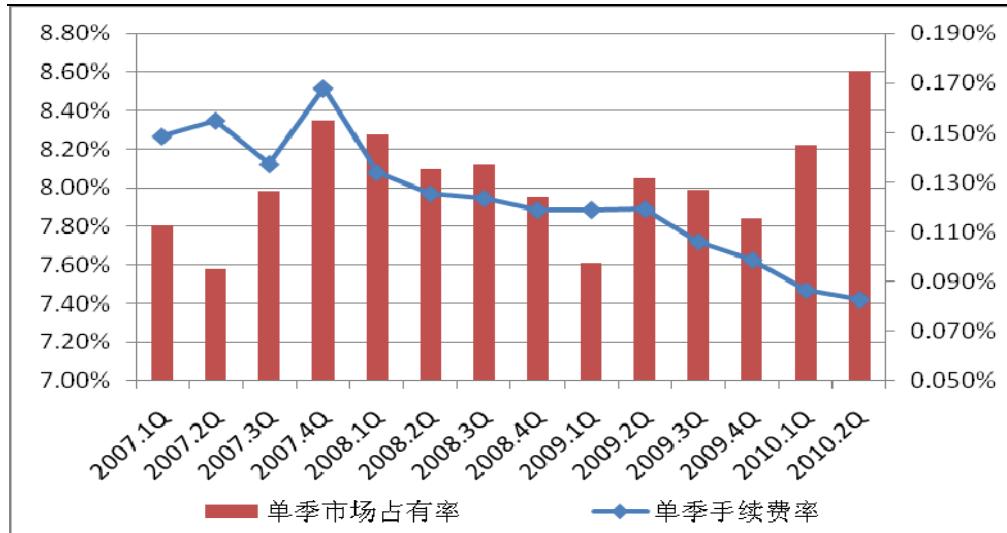
图表 1：业绩影响因素分析

	2009. 1H	2010. 1H	YoY	2010. 1Q	2010. 2Q	QoQ
经纪业务净收入	4,903.80	3,739.90	-23.73%	1,909.92	1,829.98	-4.19%
市场份额	7.86%	8.41%	0.55%	8.22%	8.61%	0.39%
净手续费率	0.119%	0.085%	-28.57%	0.087%	0.083%	-4.60%
自营收入	1,357.23	408.28	-69.92%	445.66	-37.38	-108.39%
承销收入	588.67	994	68.86%	334.12	659.88	97.50%
资管收入	1,480.16	1,969.08	33.03%	992.09	976.99	-1.52%
成本收入比	35.19%	45.73%	10.54%	45.07%	46.42%	1.36%
实际所得税率	24.68%	23.28%	-1.40%	21.37%	25.34%	3.98%
净利润	3,826.66	2,628.49	-31.31%	1,498.87	1,129.62	-24.64%

数据来源：公司公告，中航金融研究所

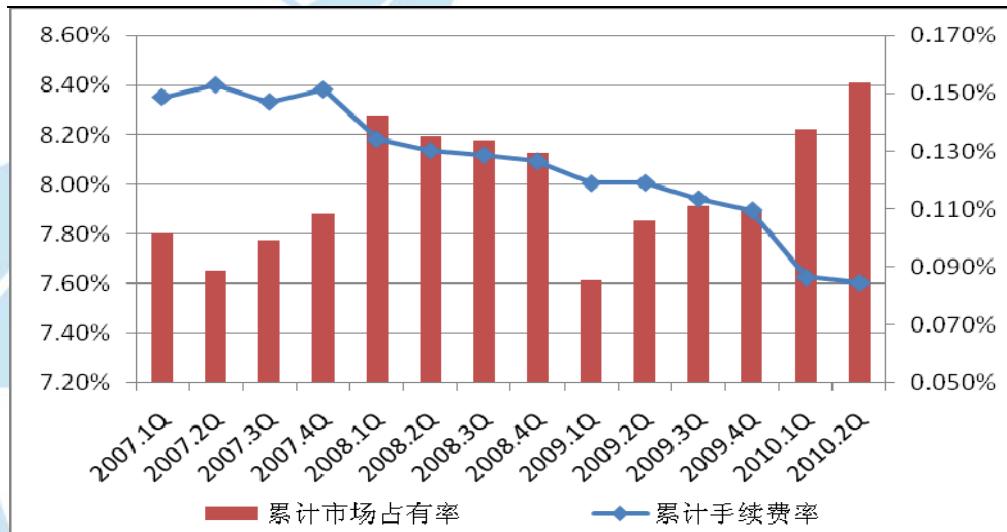
公司上半年实现经纪业务净收入 37.4 亿元，同比下滑 23.73%，其中 2 季度单季实现 18.3 亿元，环比下滑 4.19%。由于上半年市场总成交额与去年同期基本持平，而且公司经纪业务市场份额持续回升（同比上升 0.55 个百分点，累计市场份额 8.41%），因此收入的下滑主要是由于净佣金率的下降。

图表 2: 2 季度单季经纪业务市场份额继续回升，手续费率小幅下滑 (单位: %)



数据来源：公司公告，中航金融研究所

图表 3: 上半年市场份额回升 0.55 个百分点，手续费率下滑 28.6% (单位: %)



数据来源：公司公告，中航金融研究所

公司上半年实现自营业务收入 4.08 亿元，同比下滑 70%，其中 2 季度单季实现自营业务收入 -0.37 亿元，环比下滑 108%。从自营业务规模来看，2 季度末自营规模达到 527 亿元，与 1 季度基本持平。收益率下降是自营业务收入下滑的主要原因。

上半年公司成本收入比为 45.73%，较去年同期上升 10.54 个百分点，其中 2 季度单季的成本收入比为 46.42%，与 1 季度基本持平。

上半年业绩下滑的主要原因包括经纪业务佣金率的下滑、自营业务收益率的下降以及成

本收入比的上升。我们认为自营业务收益率下降是短期影响，而经纪业务佣金率下降将对公司业绩产生长期影响。我们的分析显示佣金率的底线是 0.055%，对公司价值产生 14% 的影响。

二、经纪业务：净佣金率下滑幅度放缓 0.055% 或是未来均衡点

2009 年全年，中信证券的净佣金率平均为 0.11%，经纪业务利润率 64.58%，2010 年上半年由于市场形势不好，再加上各券商纷纷将服务部升级为营业网点，导致网点供应增加，净佣金率加速下滑。上半年经纪业务的佣金率已下降到 0.085% 水平，预计利润率已经下滑至 55% 左右，作为证券公司第一大收益来源的经纪业务面临考验。

但从国际经验看，佣金率并不会由于激烈竞争而无限下降，佣金率将在完全市场化后企稳。国外大型证券公司经纪业务的利润率（包括净利息收入）在 40% 以上，嘉信（The Charles Schwab Corporation）等平价券商的营业利润率也在 38% 水平（次贷危机前）。目前中信证券经纪业务的利润率在 65% 左右，如果利润率下滑至 40% 水平，则对应的净佣金率为 0.055%。因此，我们判断平均净佣金率将在 0.055% 附近企稳。以目前佣金下降速度测算，佣金市场化过程将在 2012 年前结束，并达到新的均衡水平。

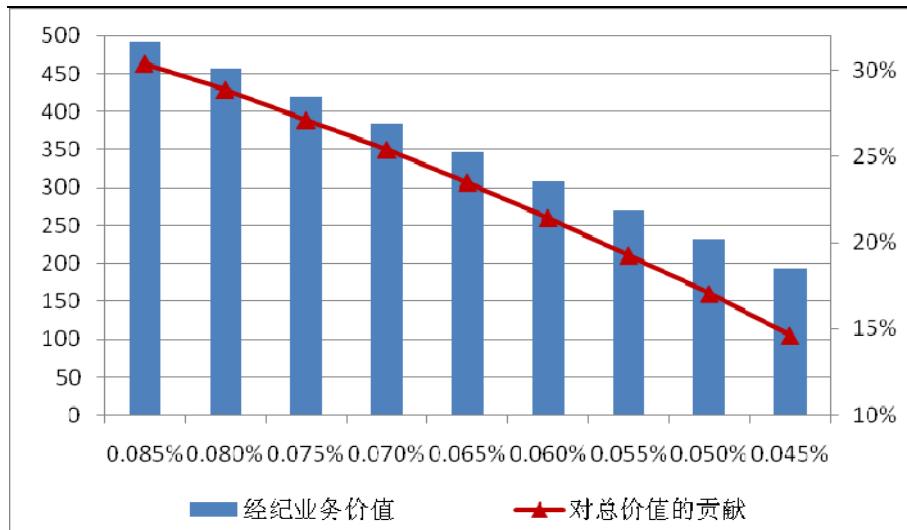
以当前 0.085% 的净佣金率测算，如果中信证券（不含中信建投）的市场份额逐步上升到 10% 左右，则经纪业务（不含中信建投）合理估值为 369 亿元，对应公司整体估值 1214 亿元；在 0.085% 的基础上，净佣金率每下降万分之一，经纪业务价值将下降 55 亿元，并导致每股价值下降 0.55 元；如果佣金率降至 0.055% 的均衡水平，则经纪业务合理价值 202 亿元，对应公司整体估值 1046 亿元；如果经纪业务佣金率下降至成本线水平，此时净利息收益成为经纪业务的唯一收益来源，经纪业务合理估值 193 亿元，对应公司整体估值 989 亿元。

图表 4：各佣金率下对应的利润率及合理估值

净佣金率	利润率	经纪业务合理估值（亿元）	经纪业务每股价值（元）	公司整体每股价值（元）
0.085%	55%	369.03	3.71	12.20
0.055%	41%	201.71	2.03	10.52
0.045%	30%	192.72	1.45	9.95

数据来源：中航金融研究所

图表 5：净佣金率下滑对经纪业务价值的影响（单位：亿元，%）



数据来源：公司公告，中航金融研究所

三、自营业务：短期业绩波动对长期估值影响较小

公司上半年实现自营业务收入 4.08 亿元，同比下滑 70%，其中 2 季度单季实现自营业务收入 -0.37 亿元，环比下滑 108%。从自营业务规模来看，2 季度末自营规模达到 527 亿元，与 1 季度基本持平，其中，权益类投资比重约占总自营投资规模的 33%。

总体看，自营业务短期业绩变化对长期估值影响较小。我们在测算时固定自营业务股票投资年均 10% 收益率、债券投资年均 4% 收益率，在根据 1:5 的配置上限要求下，年均投资回报率仅为 5%，由此推算自营业务则合理估值是 536 亿元。

四、承销及资管对长期价值贡献在 41% 左右

上半年公司实现承销业务收入 9.94 亿元，同比增长 68.86%。上半年实现资产管理业务收入（包括基金公司）19.69 亿元，同比增长 33.03%。

目前中信证券投行业务的年均市场份额在 10% 左右，我们预期未来市场份额上升到 15%，并以当前 3% 的市场扩容速度计算公司投行业务的价值为 269 亿元，贡献公司总价值的 19%。由于我国证券市场资本化率较低，因此投行业务未来的增长空间较大。但是投行业务本身风险资本回报率低于其他业务，对总价值的贡献有限。

目前华夏基金按管理规模计算的市场份额在 10% 左右，股权转让后中信证券仅持有 49%

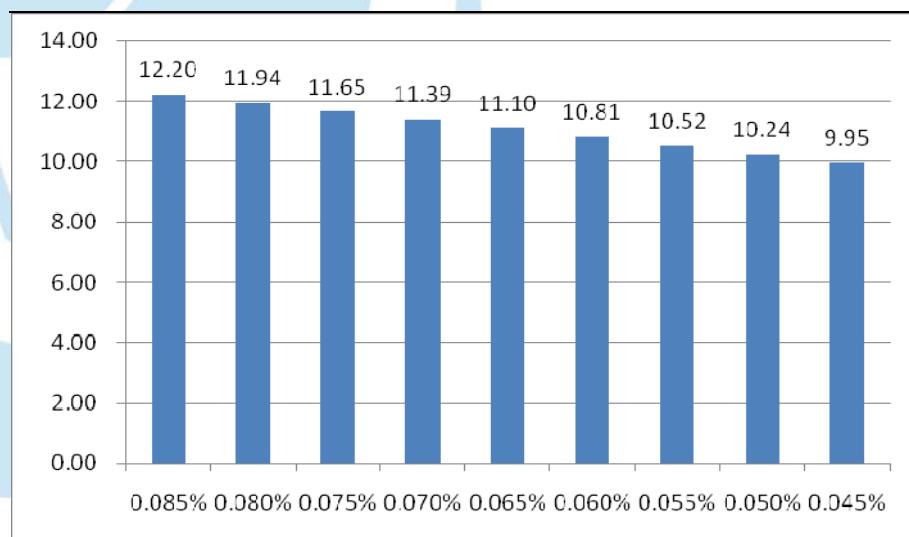
的股权。假设未来华夏基金的市场份额不变，但基金市场的整体规模快速扩张。当前中国股票型公募基金的净值仅为 1.1 万亿，相当于 GDP 的 3.2%，而 2006 年美国股票型共同基金的净值为 6.04 万亿美元，相当于 GDP 的 44.4%，要实现这一资本化率，资产管理业务在未来 10 年将实现年均 24.72% 的收入增长，以 45% 的营业利润率计算，折现价值 313 亿元，贡献总价值的 22%。

五、当前股价已反映佣金调整预期，短期业绩冲击形成较好的买入机会

我们对各档佣金率下中信证券的合理估值进行了敏感性分析，在目前净佣金率 0.085% 的条件下，中信证券的合理估值为 12.2 元；如果净佣金率下滑至我们预测的未来均衡点 0.055% 的水平，则对应的合理估值为 10.52 元；如果跌到经纪业务成本线（目前中信证券经纪业务的成本线大致在 0.045%），则合理估值为 9.95 元。我们认为经纪业务净手续费率跌破成本线的可能性较小，因此中信证券的合理估值区间 10.52-12.2 元。

中信建投及华夏基金股权转让，将对公司短期业绩产生一定的负面影响。我们认为短期业绩下降冲击公司当前股价，但对真实价值影响较小，目前的业绩冲击形成了较好的买入机会。

图表 6：各档净佣金率对应的中信证券合理估值（单位：元）



数据来源：中航金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

郭懿，SAC执业证书号：S0640209090103，经济学硕士，从事金融行业研究，秉承价值投资理念。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

公司地址：深圳市深南大道3024号航空大厦（518000）

联系电话：0755-83689524

公司网址：www.scstock.com

传真：0755-83688539

免责声明：

本报告并非针对或意图送达或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。江南证券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。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给他们生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。