

# 中信证券：将受益于创业板解禁

增持（维持）

## 投资要点：

- 佣金率随行业情况下降 13%
- 自营推动业绩环比提高，将受益于创业板解禁
- 估值具备安全边际

## 报告摘要：

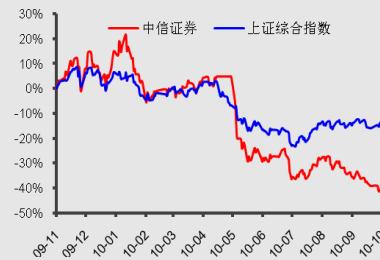
- 前三季度公司实现营业收入 124 亿元，同比下降 18%；实现归属于上市公司股东的净利润 40 亿元，同比下降 36%。EPS0.4 元，其中三季度实现净利润 14 亿元，环比增长 23%。自营推动公司业绩环比提升。
- **佣金率下滑 13%。**第三季度公司经纪业务净收入 18.4 亿元，环比持平。经纪业务市场份额为 8.68%，市场份额较中期增加 8%，这主要来自于中信证券本部和中信金通。从佣金率来看，和其他券商类似，本季度综合佣金率 0.072%，较中期下降 13%。据我们了解到，7、8 月份是行业佣金战白热化的时期，导致公司乃至行业佣金率快速下滑。随着行业对佣金率加强管理，未来佣金率能否止跌企稳，四季度将是重要的观察期。
- **受益于创业板解禁。**本季度公司实现自营收入 9.2 亿，而前两季度仅分别实现 4.4 亿、-0.4 亿，自营收益环比大涨是推动业绩环比提升的主因。从 09 年 4 季度后，公司自营业务一直保持积极态度，自营仓位维持在 520 亿左右，2010 年中期公司权益自营规模占净资产比重达 28%，上市券商中仅次于西南和东北，高权益仓位有利于公司充分享受市场上涨利好。此外，公司分别持有神州泰岳和机器人 525 万和 704 万股，目前市值达 3.2 亿和 2.3 亿，10 月 30 日，机器人股份解禁。
- **资管业务处于行业第一。**期末公司管理的集合计划达到 7 只，资产净值合计 114 亿元，位居行业首位，加上华夏基金贡献的营业收入，两项合计达 8.26 亿，占营业收入比重为 16%。
- 不考虑华夏基金和中信建投出售部分股权在本年的业绩贡献，在 2200 亿日均股票交易额及佣金率下降 30% 的假设下，公司 2010、2011、2012 年的 EPS 分别为 0.5、0.7、0.9 元，目前股价对应的市盈率为 30、23 和 17 倍，若考虑中信建投和华夏基金收入在今年的贡献，2010 年 EPS 为 0.66 元，目前股价对应的 PE 为 23 倍，给予其增持评级。

分析师：黄立军 邢波

电话：010-88085983

Email：huanglijun@hysec.com

## 市场表现



## 行业数据

股票家数 (家)	18
总市值 (亿元)	14848
流通市值 (亿元)	10328
重点公司 (家)	16
重点公司占行业市值比重	99.3%

数据来源：港澳资讯

## 相关研究

广发证券：估值已偏高	10.25
保险：万事俱备，空间将开	10.13
证券：盈利模式转变与估值变迁	10.11
保险：收入调整对保险的非对称影响	9.28
中国人寿：期待业绩催化剂	8.26

利润表(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	资产负债表(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	17,708	22,007	18,336	23,060	29,033	货币资金	80,412	129,205	142,126	156,338	171,972
手续费净收入	12,798	16,919	15,458	17,800	20,544	结算备付与保证金	5,530	11,258	12,241	13,324	14,514
代理买卖证券业务净收入	7,457	10,922	9,081	10,352	11,801	交易性金融资产	6,005	11,887	17,831	21,397	25,676
入											
证券承销业务净收入	1,783	2,401	3,033	3,336	3,670	买入返售金融资产	3,327	1,903	11,160	14,508	18,860
资产管理业务净收入	2,978	3,133	3,112	3,787	4,617	可供出售金融资产	34,099	42,923	55,800	72,540	94,302
利息净收入	1,706	1,401	1,022	1,124	1,237	其他资产	7,516	9,631	18,663	16,755	75,555
投资收益及公允价值变动	3,109	3,530	1,855	4,135	7,252		136,888	206,807	257,821	294,862	400,880
动						资产总计					
其他业务收入	0	156	0	0	0	短期借款	0	88	1,000	1,000	1,000
<b>营业支出</b>	-5,873	9,050	-7,334	-8,993	-11,032	交易性金融负债	0	0	0	0	0
营业税金及附加	785	1,034	-917	-1,153	-1,452	衍生金融负债	3	6	0	0	0
业务及管理费	-6,658	8,016	-6,418	-7,840	-9,581	卖出回购金融资产款	8,593	17,923	17,923	17,923	17,923
<b>营业利润</b>	9,543	13,260	11,001	14,066	18,000	代理买卖证券款	61,070	112,478	144,496	158,945	174,840
营业外收支	18	42	0	0	0	其他负债	9,696	11,498	22,575	36,199	122,051
<b>利润总额</b>	8,050	10,088	8,251	10,550	13,500	<b>负债合计</b>	79,362	141,993	185,993	214,067	315,813
所得税	-1,511	3,214	-2,750	-3,517	-4,500	股本	6,630	6,630	9,946	9,946	9,946
	8,050	10,088	8,251	10,550	13,500	归属母公司所有者权	55,222	61,599	68,605	77,170	81,250
<b>净利润</b>						益					
归属母公司所有者净利润	7,305	8,984	5,125	6,786	9,249	少数股东权益	2,305	3,215	3,223	3,625	3,817
少数股东损益	745	1,104	0	0	0	<b>所有者权益合计</b>	57,526	64,814	71,828	80,795	85,067
<b>经营指标</b>	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	<b>风险指标</b>	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
平均总资产收益率	4.47%	5.23%	2.21%	2.46%	2.66%	净资本	38,779	34,904	67,521	75,730	79,295
	6.84%	7.69%	3.94%	4.65%	5.84%	扣除代买卖证券款负	24.13%	31.29%	36.62%	40.56%	62.37%
平均净资产收益率						债率					
管理费用率	37.60%	-36.43%	35.00%	34.00%	33.00%	自营规模/净资本	103.42%	157.03%	109.05%	124.04%	151.31%
	10.85%	12.81%	7.89%	8.34%	8.35%	权益自营规模/净资	9.23%	40.22%	23.55%	25.20%	28.88%
营业收入/总资产						本					
<b>每股数据(元)</b>	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	<b>估值</b>	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
每股收益	1.1	1.4	0.5	0.7	0.9	市盈率	14	11	30	23	17
每股净资产	8.3	9.3	6.9	7.8	8.2	市净率	1.9	1.7	2.2	2.0	1.9

**分析师简介：**

**分析师姓名：**黄立军，宏源证券研究所非银行金融行业研究员，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 年新财富非银行金融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、广发证券、招商证券、东北证券、长江证券等

**机构销售团队**

华北区域	华东区域	华南区域
<b>牟晓凤</b> 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	<b>曾利洁</b> 010-88085790 zenglijie@hysec.com	<b>雷增明</b> 010-88085989 leizengming@hysec.com
	<b>刘爽</b> 010-88085798 liushuang@hysec.com	
	<b>孙利群</b> 010-88085096 sunliqun@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。