

分析师： 宋健

执业证书编号： S0050200010034



Tel: 010-59355925

Email: songj@chinans.com.cn

地址： 北京市金融大街 5 号新

金融服务

投资评级

本次评级： 谨慎推荐

跟踪评级： 维持

市场数据

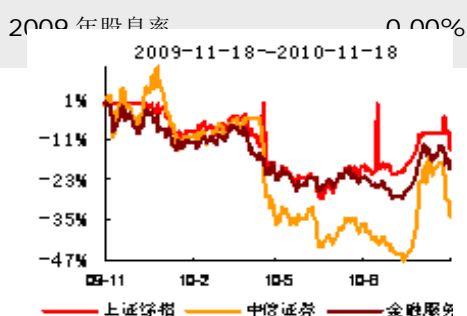
市价(元) 13.10

上市的流通 A 股(亿股) 98.56

总股本(亿股) 99.46

52 周股价最高最低 (元) 10.42-35.49

52 周相对市场表现



相关研究

广发证券(000776)深度研究 2010.3.15

中信证券(600030.SH)

利用充足资本 抓住转型契机 重塑业务结构

投资要点

● 1、公司对两大子公司股权的处置，将会对公司现有业务结构产生重大影响，出售后净资产的扩大，将使公司有能力重新打造新型业务结构，以更适应未来发展需要。

● 2、未来净资本充足，将藉此重塑新业务结构。核心优势、多元化和国际化是国外券商业务结构特点。买方业务占主导也是国际投行的业务特点。从中信证券的业务扩展情况来看，直接投资业务将是公司战略重点业务之一。随着出售子公司的结束，公司净资产将大幅增加，届时，金石公司净资产上限将随之提升，如果中小企业发行速度保持不变，中信证券仍将继续增资金石投资，将其打造成公司核心业务之一。中信证券是国内券商中国国际化最早国际化程度最高的公司，国际业务也是未来重构战略重点。

● 3、传统证券业务重构：出售中信建投证券使公司经纪业务市场地位下降。公司拟通过新建营业部来弥补营业部家数不足的问题。公司拟在未来几年新建 20 家左右营业部，重新布局营业部的全国分布。投行业务：随着大项目的减少，公司在国内承销发行市场的竞争形势严峻。为应对市场份额下降的形势，中信证券加大对再融资业务的投入。

● 4、由于公司重构面向未来的业务结构，积极布局高收益率和稳健的买方业务，给予中信证券长期“推荐”，近期“谨慎推荐”的投资评级。

公司财务数据及预测

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	22006.52	18706	20576	23663
增长率(%)	24.27	-15	10	15
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	8984.03	6455	7563	8693
增长率(%)	22.98	-28	17	15
毛利率(%)	60.45	53.30	57.22	57.19
净资产收益率(%)	14.58	10.00	11.16	12.48

正文目录

公司业务结构将面临重大调整	4
出售两家子公司前后业务对比	5
业务结构的变化	5
经纪业务	6
投行业务	7
资产管理业务	7
未来净资本充足，将藉此重塑新业务结构	8
核心优势、多元化和国际化是国外券商业务结构特点	8
业务结构调整方向将倾向于多元化、国际化	9
直投业务	9
资管业务	10
国际业务	13
业务结构调整——传统业务重塑	13
经纪业务	13
投行业务	14
盈利预测	16
估值分析	18
三阶段 DDM 模型	18
PE 估值法	19
附录：财务预测表	21

图表目录

图 1：中信建投子公司转让基本完成	4
图 2：主要基金公司基金数量合计	5
图 3：主要基金公司基金份额合计	5
图 4：中信证券业务收入比例 2010.6	6
图 5：美国投行收入结构均衡——摩根士丹利	8
图 6：美国投行收入结构均衡——高盛	8
图 7：高盛的业务结构	8
图 8：金石投资规模逐年倍增	9
图 9：券商集合理财业务市场份额	12
图 10：中信证券国际子公司涵盖各业务领域	13
图 11：中信证券承销发行业务市场份额下降	15
图 12：中信证券在再融资市场份额猛增	15
表 1：营业部数量排名前十大券商	5
表 2：中信证券及中信建投子公司营业部家数	6
表 3：大型券商经纪业务规模与效率表	7
表 4：中信证券及中信建投子公司承销发行业务情况	7
表 5：中信证券及中信建投子公司承销发行业务情况	7

表 6: 金石投资项目	10
表 7: 券商资产管理规模排名	11
表 8: 中信证券受托理财产品列表	11
表 9: 中信证券集合理财产品排名	12
表 10: 中信证券集合资产管理产品发行情况	12
表 11: 目前华夏基金规模情况	12
表 12: 营业部数量排名前十大券商	14
表 13: 中信证券及子公司新设营业网点情况	14
表 14: 大型券商营业部扩张情况	14
表 15: 主要上市券商 2010 年承销发行市场份额	16
表 16: 中信证券及子公司分类评级情况	16
表 17: 经纪业务收入预测	17
表 18: 承销发行业务收入预测	17
表 19: 资产管理业务收入预测	17
表 20: 盈利预测表	18
表 21: 估值假设	18
表 22: 估值结果	19
表 23: 行业相对估值分析 1	19
表 24: 行业相对估值分析 2	20

公司业务结构将面临重大调整

公司两个重要子公司的股权转让工作基本完成或即将完成。公司对中信建投证券的股权处置将在今年年底之前基本完成。公司对华夏基金的股权处置工作最快将在明年完成。公司对两大子公司股权的处置，将会对公司现有业务结构产生重大影响，出售后净资产的扩大，将使公司有能力重新打造新型业务结构，以更适应未来发展需要。

1、中信建投证券

公司年初公告，1、根据《证券公司设立子公司试行规定》及相关监管要求，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；2、根据《证券投资基金管理公司管理办法》及相关监管要求，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。上述股权转让未影响公司的持续经营能力，但可能影响公司的并表范围。

2010 年 7 月，中信证通过挂牌方式转让所持中信建投证券有限责任公司 60%股权中的 53%1、45%股权意向受让方为北京国有资本经营管理中心，受让价格 72.90 亿元； 2、8%股权意向受让方为世纪金源投资集团有限公司，受让价格 12.96 亿元。

2010 年 11 月，转让中信建投 53%的股权获证监会批复无异议。预计 90%的转让价款将在年底到帐。

图 1：中信建投子公司转让基本完成



资料来源：WIND 民族证券

2、华夏基金：失去市场领先地位

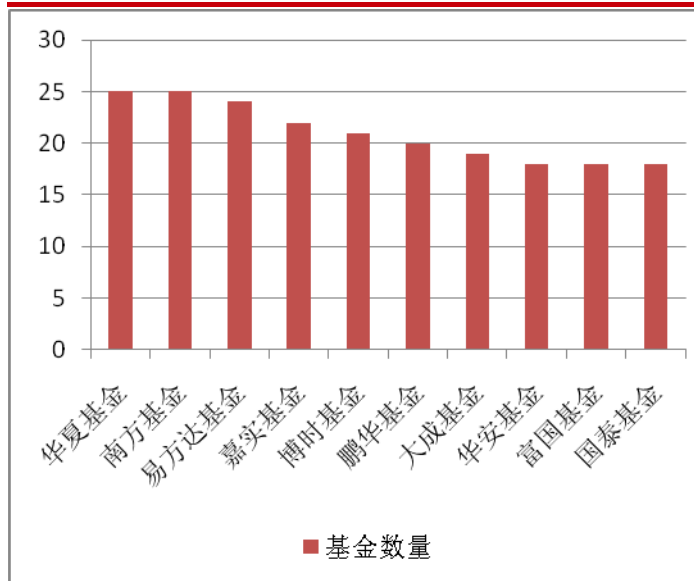
中信证券 2007 年收购了华夏基金全部股权，并将中信基金合并入华夏基金。为了符合监管要求，中信证券公告将出售华夏基金 51%的股权。

证监会于今年 4 月和 7 月和 10 月发出敦促中信证券尽快规范华夏基金股权问题的函，并与 2010 年 1 月 1 日起，暂停华夏基金新产品的申请。

虽然在基金规模上华夏基金仍然领先，资产规模高于第二名嘉实基金 49.7%。但在基金家数上，华夏基金正在失去市场领先地位。由于华夏基金一年内没有发行新基金，而其他基金又在加速发行。南方基金、易方达和博时基金公司在今年已经发行了 5 只新基金，在基金家数上，南方基金已经超越华夏基金，成为管理基金最多的基金公司。除了南方基金公司以

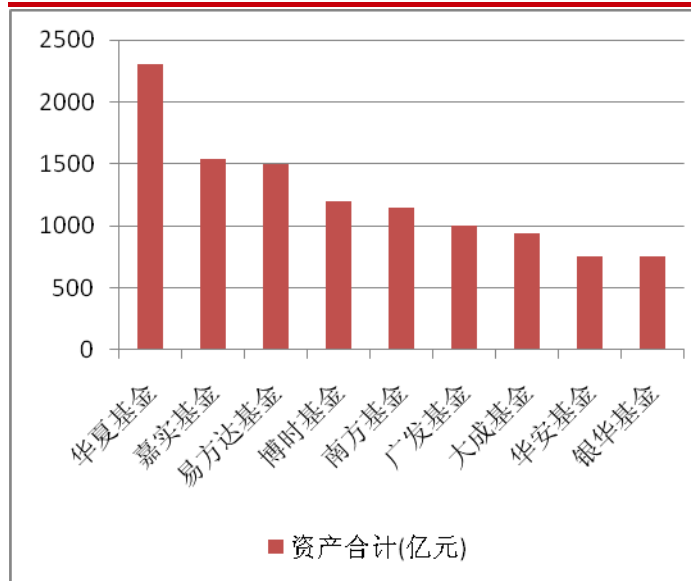
外，如果华夏基金公司继续被暂停 A 股基金发行，那么易方达、博时和嘉实基金公司的基金数将能很快赶上甚至超越华夏基金公司。

图 2：主要基金公司基金数量合计



资料来源：WIND，民族证券

图 3：主要基金公司基金份额合计



资料来源：WIND，民族证券

出售两家子公司前后业务对比

业务结构的变化

出售前，中信证券主要业务来源包括经纪业务手续费收入，基金管理业务收入、证券承销业务收入、自营业务收入等。中信证券和中信建投均为全业务证券公司，中信万通和中信金通目前仍有少量自营业务，但按照区域规范后，中信万通和中信金通将只从事证券经纪业务。其中，中信建投在营业收入、手续费及佣金收入、利息收入、投资收益等收入项均占有较大比例。

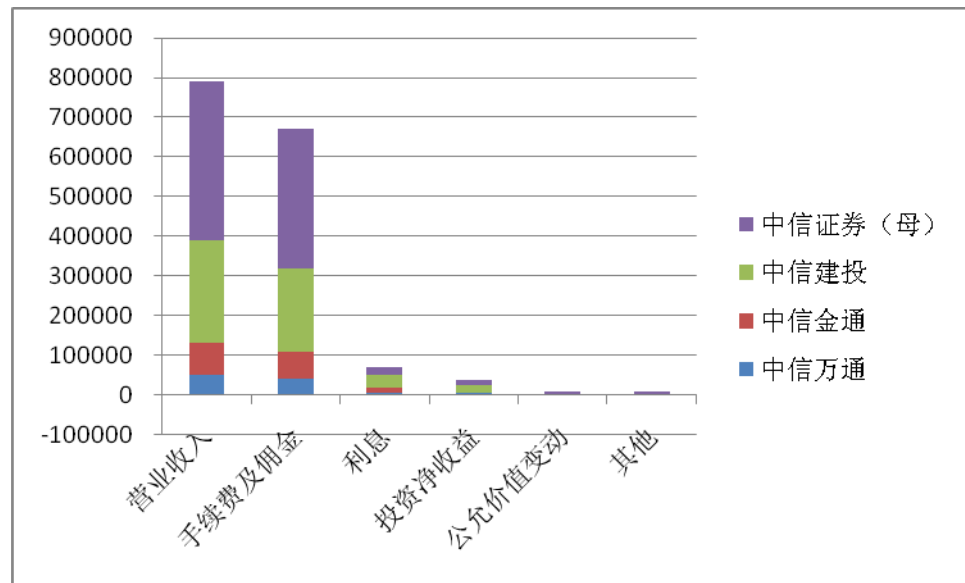
表 1：营业部数量排名前十券商

	营业收入	手续费及佣金	利息	投资净收益	公允价值变动	其他
中信万通	6.39%	5.89%	7.27%	16.28%	0.00%	1.80%
中信金通	10.11%	10.07%	17.74%	0.00%	0.00%	0.00%
中信建投	32.88%	31.41%	44.14%	53.86%	-32.25%	10.61%
中信证券（母）	50.62%	52.63%	30.86%	29.87%	132.25%	87.59%

资料来源：WIND 民族证券

图 4：中信证券业务收入比例 2010.6

(单位：万元)



数据来源：民族证券 公司报表

出售中信建投 53%的股权，中信建投会计处理方法由权益法变为成本法，一次性增加投资收益 70 亿元。未来基于中信建投产生的收入中的代理证券买卖业务收入、证券承销业务收入、投资收益等都将相应减少。出售中信建投，未来营业收入将减少 30%。

出售华夏基金 51%的股权，公司营业收入中，基金管理业务收入将同步下降。这项收入 2010 年半年度报告中，占全部营业收入的 12.5%。公司可能采取逐步解决两家子公司股权的方式，2010 年完成中信建投子公司的出售，2011 年完成华夏基金的出售。出售华夏基金，按照 51%的出售比例，营业收入将再下降 5%-10%。

经纪业务

出售中信建投证券使中信证券业务结构改变最为明显的是经纪业务。中信证券之前有证券营业部 222 家，其中，中信建投拥有营业部 120 家，占一半以上。合并市场占有率为 8.45%，

表 2：中信证券及中信建投子公司营业部家数

证券公司	营业部家数	市场占有率	部均市场占有率
中信证券（合并）	222	8.45%	0.038%
中信建投	120	3.45%	0.028%
中信证券（除去中信建投外）	102	5%	0.049%

资料来源：WIND 民族证券

虽然出售中信建投后，公司市场份额下降 40%，但由于中信证券及另外两家证券公司营业部部均市场占有率较高，市场份额下降幅度小于营业部家数下降幅度。

出售中信建投后，中信证券合并市场份额为 5%，排名由第一降到第四，部均市场份额在前十名券商中排名第四。

表 3：大型券商经纪业务规模与效率表

	营业部 数	市场份 额%	部均市 场份额%
国信证券	54	4.502	0.0834
招商证券	73	4.008	0.0549
国泰君安	118	5.832	0.0494
中信证券（出 售建投后）	102	5%	0.049
光大证券	86	3.194	0.0371
申银万国	131	4.245	0.0324
银河证券	221	5.6	0.0253
海通证券	171	4.287	0.0251
广发证券	208	3.757	0.0182

资料来源：WIND 民族证券

投行业务

中信建投证券在新股 IPO 和债券承销发行上比较有优势，中信证券合并占有超过 15% 的总市场份额及近 10% 的首发市场份额和 18.3% 的债券市场份额。中信建投弥补了中信证券在中小板和创业板承销发行上的不足。

出售中信建投后，中信证券一级市场占有率下降约 33%，尤其在首发市场，由于中信建投在中小板和创业板的发行优势，首发市场份额将下降 36%。

表 4：中信证券及中信建投子公司承销发行业务情况

证券公司	中信证券（母公司）	中信建投
总承销家数	52	51
首发家数	12	11
债券承销家数	29	34
总市场份额	10.98%	4.46%
首发市场份额	6.41%	3.53%
债券发行份额	11.60%	6.60%

资料来源：WIND 民族证券

表 5：中信证券及中信建投子公司承销发行业务情况

证券公司	中信证券（母公司）	中信建投
主板	3	1
中小板	7	5
创业板	2	5

资料来源：WIND 民族证券

资产管理业务

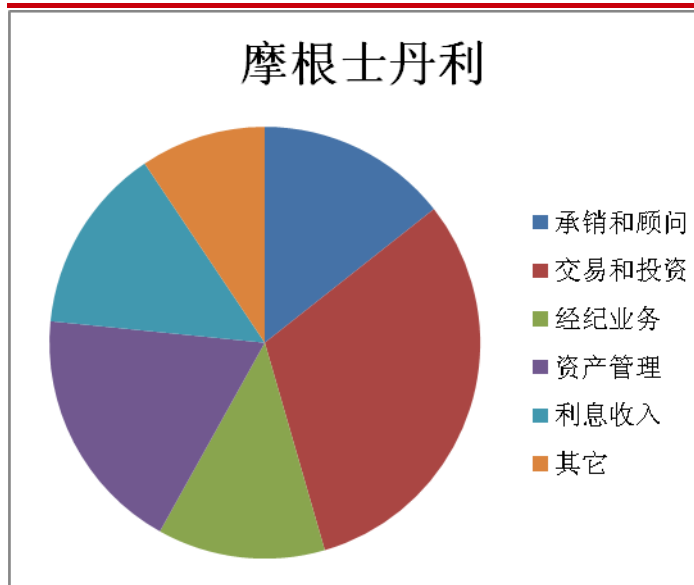
中信建投是全业务证券子公司，除了在经纪业务、承销发行市场上占有较高的市场份额外，公司 2010 年还发行了一款集合理财产品——中信建投精彩理财，存续期 15 年。目前该理财产品份额 8.03 亿份，上半年净值增长率 12.5%，低于指数增长率 2 个百分点。

未来净资本充足，将藉此重塑新业务结构

核心优势、多元化和国际化是国外券商业务结构特点

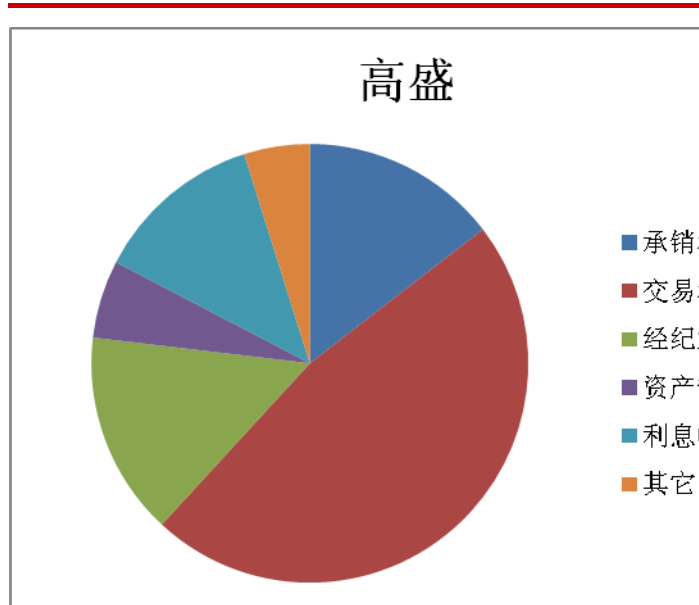
金融危机爆发前，美国国际投行的业务收入来源是多样化的，业务收入来源相对比较均衡（不过分偏倚某一项业务收入）。各大投行收入的大部分来源于经纪、投资银行和资产管理等低风险业务，可见，稳健经营是美国各大投行的多年的经营之道、生存之本。摩根斯坦利的资产管理业务的收入所占其净收入的比重维持在 30%左右。随着专业化分工的日益细化，国际上大型的投资银行努力开拓多种业务的同时，也都在坚守各自的核心领域，强化自己的核心竞争力，力争在某一领域成为全球第一，以此带动其他业务的拓展。同时国际化也是美国投行的发展方向。一些著名投行全部收入中，有三分之一是来自国际业务的收入。

图 5：美国投行收入结构均衡—摩根士丹利



资料来源：WIND，民族证券

图 6：美国投行收入结构均衡—高盛



资料来源：WIND，民族证券

买方业务占主导也是国际投行的业务特点。传统的“卖方业务”包括股票、债券承销和并购业务在国际投行中占比仅为 12%-15%，加上经纪业务收入，整个“卖方业务”在收入结构中的比例约为 25%-30%，而“买方业务”，即交易和投资业务在总收入中占到了 30%-50%，再加上资产管理，则整个买方收入占比达到了 50%-60%。

图 7：高盛的业务结构



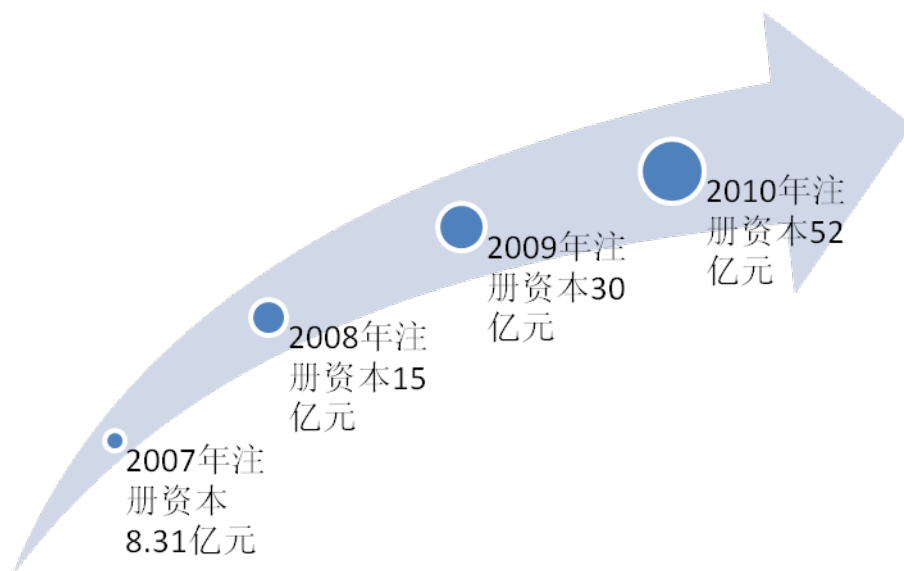
数据来源：民族证券 公司报表

业务结构调整方向将倾向于多元化、国际化

直投业务

从中信证券的业务扩展情况来看，直接投资业务将是公司战略重点业务之一。中信证券的直投子公司金石公司于 2007 年 10 月成立，注册资本仅 8.31 亿元人民币，之后几年，金石投资规模逐渐扩大，是中信证券子公司中，注资最快，规模扩张最快的一个。2008 年金石投资增资 6.69 亿元，2009 年增资 15 亿元，注册资本增至 30 亿元。2010 年，继续增资 22 亿元，至 52 亿元注册资本上限。注册资本的连续增加，说明金石投资业务量快速增长，也说明中信证券将直投业务列为重点战略业务。

图 8：金石投资规模逐年倍增



数据来源：民族证券 公司报表

目前金石投资项目数量已达 20 家，投资额接近 23 亿元，直投项目已经陆续进入收获期。上市的股票均在首年大比例分红送配，因此，潜在收益率近 10 倍。目前创业板和中小板上市速度不减，年内已经有 186 家在中小板上市，100 家在创业板上市，为直接投资公司提供了快捷退出渠道，金石公司直投业务潜在收益将在未来 3-5 年陆续释放出来。

表 6：金石投资项目

排名	项目名称	持股数量 (万股)	退出期	初始价 (元)	分红送配
1	昊华能源	2400	2011.3	6.3	2010 年有望高送配
2	机器人	704	2010.11	3.64	2010 年 10 送 2 股转增 10 股分红 1 元。
3	神州泰岳	210	2009	13.2	2009 年 10 股转增 15 股， 分红 3 元
4	中油金鸿天然气				
5	中信房地产				
6	广西丰林木业集团				
7	贵州开磷（集团）				
8	内蒙古北方重工				
9	恒泰艾普石油天然气				
10	富奥汽车				
11	兰州兰石机械				
12	江苏润合软件				
13	浙江开山压缩机				
14	青岛东软电脑				
15	天顺风能			6.67	
16	合肥威尔燃油				
17	西安天和投资				
18	湖北杰之行服饰				
19	中国投资担保				

资料来源：WIND 民族证券

随着出售子公司的结束，公司净资产将大幅增加，届时，金石公司注资上限将随之提升，如果中小企业发行速度保持不变，中信证券仍将继续增资金石投资，将其打造成公司核心业务之一。

资管业务

中信证券资产管理业务处于行业前列。目前管理集合理财产品 9 只，其中 8 只处于运作期，1 只处于推广期，市场份额 116 份，净值合计 122 亿元。仅次于国泰君安，排名第二，资产净值排名第一。2010 年发行三只股票型或偏股型产品。

表 7：券商资产管理规模排名

管理人	产品数量	份额合计(亿份)	资产净值合计(亿元)
国泰君安	8	117	119
中信证券	9	116	126
光大证券	9	109	114
东海证券	6	74	77
华泰证券	12	69	74
招商证券	8	66	64
国信证券	8	61	61
中金公司	11	55	58
长江证券	9	54	55
东方证券资产	11	52	62

资料来源：WIND 民族证券

表 8：中信证券受托理财产品列表

产品简称	份额	资产净值	所属概念	成立日期	到期日期	存续期(年)	管理费率(%)
中信理财 2 号	27.65	30.84	混合型	2006-3-22	2012-3-21	6	1.5
中信股债双赢	16.32	16.64	混合型	2007-4-6	2012-4-5	5	1.5
中信债券优化	27.49	30.42	债券型	2009-1-6	2019-1-5	10	0.8
中信稳健收益	12.32	13.65	债券型	2009-5-8	2017-5-8	8	1
中信积极配置	4.13	4.13	混合型	2009-5-8	2017-5-8	8	1.5
中信优选成长	5.17	6.12	股票型	2009-5-8	2017-5-8	8	1.5
中信稳健回报	19.01	20.06	混合型	2010-2-25			1.5
中信证券贵宾 1 号			混合型	2010-9-28	2013-9-27	3	1.2
中信股票精选			股票型				1.5

资料来源：WIND 民族证券

中信证券的集合理财产品在股票型和债券型同类产品中排名靠前，在混合型同类理财产品中表现一般。中信优选成长股票型理财产品今年以来收益率 11.6%，在同类产品中收益率排名第二。两只债券型理财产品债券优化、稳健收益在债券型同类产品中排名第 5、6。

表 9：中信证券集合理财产品排名

	产品类型	今年以来收益率	同类产品排名
中信优选成长	股票型	11.6%	2
中信债券优化	债券型	9.07%	5
中信稳健收益	债券型	8.72%	6
中信股债双赢	混合型	7.02%	22
中信理财 2 号	混合型	5.06%	26
中信积极配置	混合型	-1.08%	51

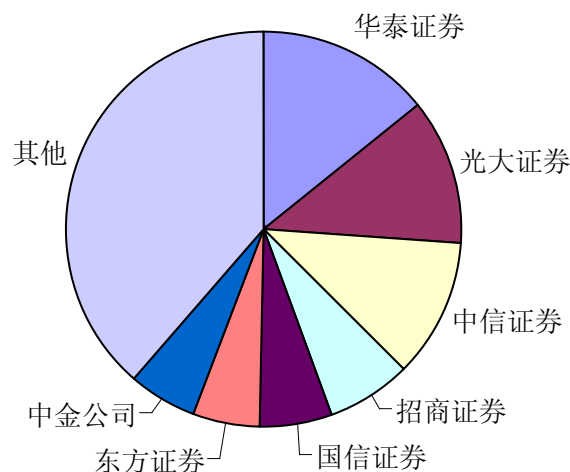
资料来源：WIND 民族证券

表 10：中信证券集合资产管理产品发行情况

名称	2006 年之前	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
当年发行产品数量	1	1	0	4	3
总数量	1	2	2	6	9

资料来源：WIND 民族证券

图 9：券商集合理财业务市场份额

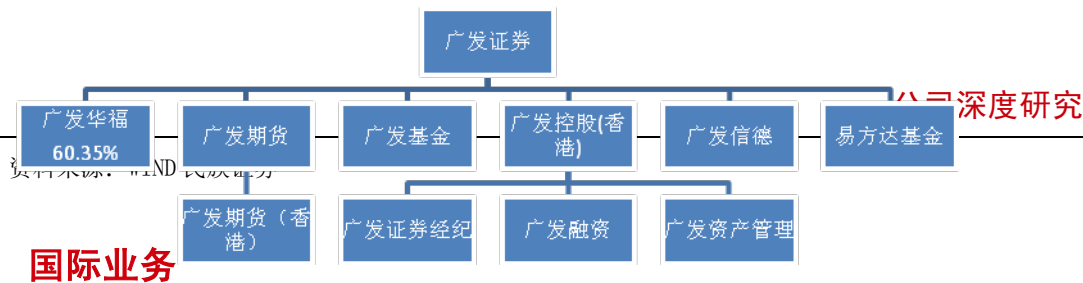


数据来源：WIND 民族证券

基金管理业务是中信证券资产管理业务的核心。公司旗下华夏基金子公司在基金业内排名第一，合计管理的基金资产规模 2307 亿。目前公司面临出售华夏基金 51% 股权的问题，2009 年公司基金管理收入占营业收入比重为 12%，如果 2011 年华夏基金股权出售，将会使营业收入下降 5-10%。

表 11：目前华夏基金规模情况

名称	华夏基金
旗下基金	25
管理资产合计（亿元）	2307
排名	1
中信证券持股比例	100%
市场份额	10.30%

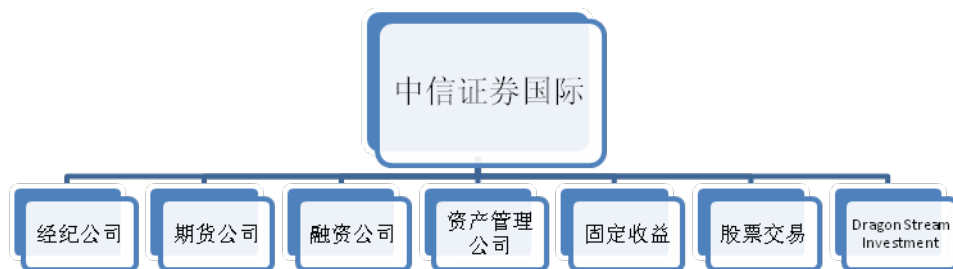


国际业务

中信证券是国内券商中国际化最早国际化程度最高的公司。2006 年中信证券在香港设立中信证券（香港）公司，2007 年改名中信证券国际公司，作为中信证券海外业务拓展的平台。

中信证券国际有限公司注册资本为 37 亿港元，为公司的全资子公司。截止 2009 年 12 月 31 日，总资产 516,707.91 万元，净资产 372,842.64 万元，营业收入 61,714.80 万元，利润总额 20,184.68 万元，净利润 18,130.19 万元。在香港拥有分行 7 家。主营业务包括投资银行、证券经纪、证券期货、资产管理和自营业务。2010 年，中信证券向中信证券国际增资 4 亿美元，用于提升其各方面的业务能力。拟增资金额约合 31.09 亿港元，中信证券国际注册资本将达 68.5 亿元左右。

图 10：中信证券国际子公司涵盖各业务领域



数据来源：民族证券 公司报表

在 2009 年香港股票承销市场中，瑞银证券和摩根士丹利遥遥领先，市场份额分别为 17% 和 14%，集中度进一步提高。中信证券国际有限公司的市场份额仅为 2.1%，排名第 13 位。

2010 年中信证券与东方汇理银行合作，中信证券国际是中信证券与东方汇理银行合作的平台。中信证券将与东方汇理银行新设立的控股公司以 50% 对 50% 的持股比例成立合资公司，中信证券将中信证券国际注入合资公司，东方汇理银行将里昂证券注入合资公司。此次合作将增强中信证券在海外市场投行业务的竞争力。

业务结构调整——传统业务重塑

经纪业务

出售中信建投证券使公司经纪业务市场地位下降。公司拟通过新建营业部来弥补营业部家数不足的问题。公司拟在未来几年新建 20 家左右营业部，重新布局营业部的全国分布。

表 12：营业部数量排名前十大券商

排名	证券公司	营业部家数	排名	证券公司	营业部家数
1	银河证券	212	6	齐鲁证券	126
2	广发证券	208	7	国泰君安	118
3	海通证券	171	8	安信证券	112
4	华泰证券	154	9	中信证券（出售后）	102
5	申银万国	131	10	光大证券	86

资料来源：WIND 民族证券

表 13：中信证券及子公司新设营业网点情况

公司	营业部家数	2010 年新设筹建情况
中信证券	48	4 家新设
中信金通	40	3 家筹建
中信万通	34	5 家新设，5 家筹建

资料来源：WIND 民族证券

中信证券新设的营业部在惠州、合肥、沈阳、唐山，布局在华南、华东和东北等二线城市。经过 2009 年-2010 年佣金率的持续下降，目前佣金水平低位企稳，新增的网点位于二、三线城市，整体佣金水平较高，公司经纪业务收入及市场份额会随着新增营业网点的数量的逐渐增多会缓慢提升。

表 14：大型券商营业部扩张情况

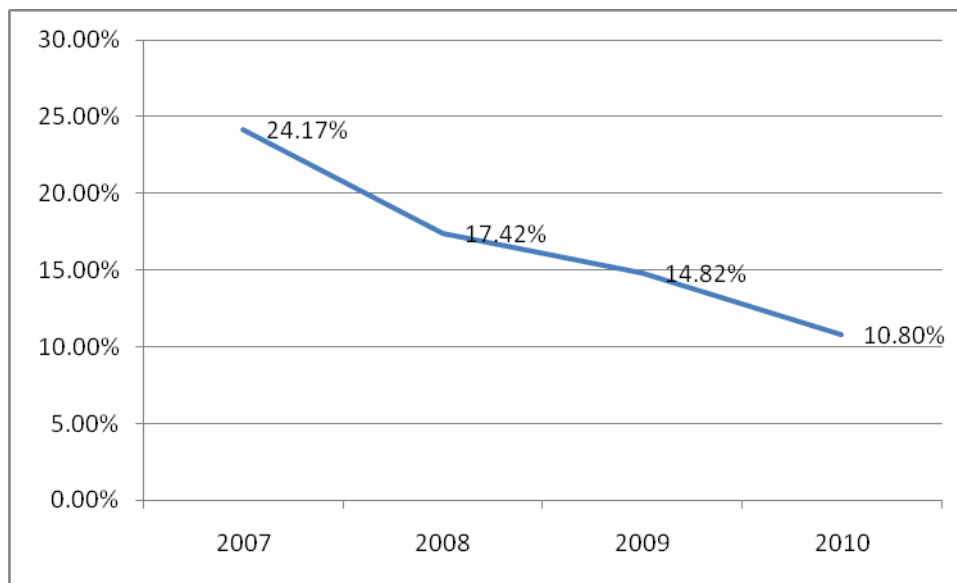
	营业部家数		营业部数增长	市场份额%		市场份额增长	市场份额增速/营业部增速
	2004 年	2009 年		2004 年	2009 年		
中信证券	82	212	159%	4.188	7.893	88%	55%
海通证券	101	171	69%	4.4	4.287	-3%	-
招商证券	34	73	115%	1.583	4.008	153%	133%
国泰君安	133	118	-11%	6.078	5.832	-4%	36%
申银万国	194	131	-32%	4.149	4.245	2%	-
银河证券	230	221	-4%	6.436	5.6	-13%	30%
国信证券	43	54	26%	1.987	4.502	127%	488%
光大证券	54	86	59%	2.062	3.194	55%	93%

资料来源：WIND 民族证券

投行业务

由于承销发行市场以中小企业板和创业板业务为主，擅长大项目承销的中信证券投行业务市场份额有所下降。按照总承销规模计算，中信证券 2010 年市场份额下降到 10.8%，比 2007 年减少一半以上。中小券商如平安证券、国信证券抓住创业板推出的契机，发挥中小企业承销优势，迅速抢占市场份额。随着大项目的减少，公司在国内承销发行市场的竞争形势严峻。

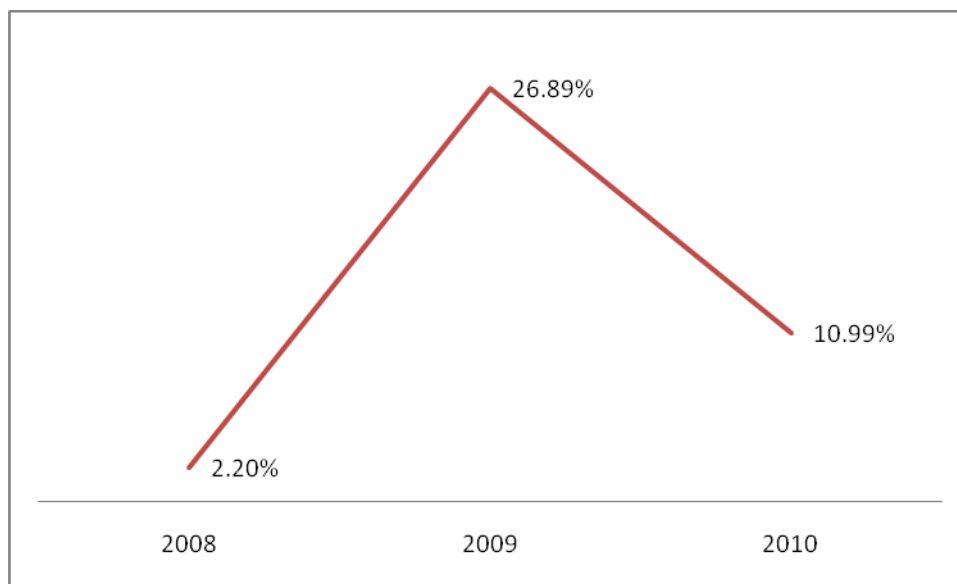
图 11：中信证券承销发行业务市场份额下降



数据来源：民族证券 公司报表

为应对以及市场份额下降的形式，中信证券加大对再融资业务的投入。公司增发市场份额 2009 年达到 26.89%，高居市场第一，2010 年下降到 11%，位居第二。2008 年之前，公司在再融资市场份额只有 2%。

图 12：中信证券在再融资市场份额猛增



数据来源：民族证券 公司报表

公司注册保荐代表人 81 人，拥有保荐代表人数量排在证券公司第二。

表 15：主要上市券商 2010 年承销发行市场份额

	总市场份额	IPO 市场份额	再融资规模 市场份额	债券承销额 市场份额
中信证券	10.98%	6.41%	15.61%	11.61%
中信建投	4.46%	3.53%	2.41%	6.62%
招商证券	3.04%	4.23%	1.00%	3.45%
广发证券	2.00%	3.19%	0.94%	1.74%
华泰联合	1.51%	3.35%	0.58%	0.63%
海通证券	3.64%	5.05%	4.65%	1.80%
宏源证券	1.82%	2.10%	0.62%	2.41%
光大证券	1.54%	1.42%	0.00%	2.68%
西南证券	1.37%	1.03%	0.77%	2.05%
华泰证券	1.21%	1.99%	0.55%	1.01%
中德证券	1.07%	1.29%	0.00%	1.63%
国金证券	1.04%	2.32%	1.00%	0.00%
兴业证券	0.80%	0.53%	1.63%	0.46%
国元证券	0.55%	0.96%	0.38%	0.33%
长江证券承 销保荐	0.45%	0.25%	0.85%	0.33%
太平洋	0.46%	0.60%	0.37%	0.41%
东北证券	0.26%	0.59%	0.23%	0.00%
长江证券	0.05%	0.00%	0.00%	0.12%

资料来源：WIND 民族证券

表 16：中信证券及子公司分类评级情况

公司	2010 年券商分类评级	证券投资者保护 基金比例
中信证券	AA	1%
中信金通	AA	1%
中信万通	BB	2.5%
中信建投	AA	1%

资料来源：WIND 民族证券

盈利预测

我们假定公司未来四年中，每年以新增 5 家营业部的规模发展。市场份额的增速与公司营业部增速相当。公司佣金率由 0.1% 下降到 0.08%。股票市场年换手率也基本保持在过去几年的平均水平。公司未来三年的经纪业务收入分别为 67.1 亿元、80.0 亿元、90.25 亿元，三年复合增长率为 6.6%。

表 17：经纪业务收入预测

		2010E	2011E	2012E
流通市值（万亿元）		19	24	29
	交易额	3.53	3.53	3.53
	成交额（万亿元）	67.07	84.72	102.37
市场份额		5.00%	5.25%	5.51%
佣金率		0.10%	0.09%	0.08%
经纪业务收入（亿元）		67.07	80.06	90.25

资料来源：民族证券

我们假定公司未来三年股权融资市场发行承销业务的份额为 10%、12% 和 14%，债券融资市场发行承销业务的份额为 11%、13%、15%，公司股权融资承销费率为 2.8-3%，债券融资费率为 0.5%。公司未来三年的承销发行业务收入分别为 22.9 亿元、31.68 亿元、40.24 亿元，三年复合增长率为 20%。

表 18：承销发行业务收入预测

		2010E	2011E	2012E
融资额	股权融资额（亿元）	5900	6290	6850
	债券融资额（亿元）	11600	13903	15290
市场份额	股权融资（%）	10	12	14
	债券融资（%）	11	13	15
承销费率	股权融资（%）	2.8	3	3
	债券融资（%）	0.5	0.5	0.5
承销发行业务收入（亿元）		22.98	31.68	40.24

资料来源：民族证券

我们假定公司未来三年集合资产管理业务规模复合增长率为 30%，管理费率保持在 1.2%。公司未来三年的受托资产资产管理业务收入分别为 1.68 亿元、2.16 亿元、2.64 亿元，三年复合增长率为 16%。

表 19：资产管理业务收入预测

		2010E	2011E	2012E
集合资产管理业务	集合资产管理业务规模（亿元）	140	180	220
	管理费率（%）	1.2	1.2	1.2
	受托资产管理业务（亿元）	1.68	2.16	2.64

资料来源：民族证券

表 20：盈利预测表

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	17708	22007	18706	20576	23663
手续费及佣金净收入	12798	16919	14964	15432	17747
代理买卖证券业务净收入	7457	10922	8979	9259	10648
证券承销业务净收入	1783	2401	1590	2226	2894
受托客户资产管理业务净收	150	146	101	118	128
利息净收入	1706	1401	1400	1400	1400
投资净收益	6451	3479	2097	3468	4214
公允价值变动净收益	(3341)	52	104	115	125
其他业务收入	94	156	140	161	177
营业支出	8165	8746	8796	8862	10189
营业税金及附加	785	1034	935	1029	1183
管理费用	6658	8016	7856	7819	8992
资产减值损失	709	(315)	(9)	0	0
其他业务成本	13	12	13	14	14
营业利润	9543	13260	9910	11714	13474
利润总额	9561	13302	9970	11774	13534
净利润	8050	10088	7577	8949	10286
减：少数股东损益	745	1104	1122	1386	1593
归属于母公司所有者的净利	7305	8984	6455	7563	8693
润					
每股指标：					
股本（百万股）	6630	6630	9946	9946	9946
基本每股收益(元)	1.10	1.35	0.65	0.76	0.87

资料来源：民族证券

估值分析

三阶段 DDM 模型

利用三阶段 DDM 模型，将中信证券未来发展过程分为三个阶段，分别为快速增长期（2011-2013 年），稳定增长期（2014-2019 年）和永续增长期（2020 年以后）三个阶段。假设市场无风险利率为 3.5%，市场风险溢价为 5%，公司 BETA 值为 1.6，则权益资本成本为 11.5%。公司永续增长率为 8%，股利分红比例从 30%上升到 60%。

表 21：估值假设

主要参数	
无风险收益率	3.5%
市场风险溢价	5.0%
β	1.60
权益资本成本	11.50%
永续增长率	8%

资料来源：民族证券

表 22：估值结果

	百万元
第一阶段现值	6452
第二阶段现值	19527
终值现值	142730
股本（百万股）	9945
每股价值（元）	16.96

资料来源：民族证券

根据计算，中信证券合理价值为 1687 亿，每股价值 16.96 元。

PE 估值法

表 23：行业相对估值分析 1

	总股本 (万股)	流通股 本(万 股)	股本流 通倍数	股价 (元)	总市值(万 元)	流通市值 (万元)
中信证券	994570	985570	1.01	13.45	13376968	13255918
海通证券	822782	822782	1.00	10.28	8458200	8458200
华泰证券	560000	78456	7.14	14.92	8355200	1170565
招商证券	358546	188890	1.90	21.2	7601178	4004467
光大证券	341800	109300	3.13	15.43	5273974	1686499
广发证券	250705	9207	27.23	47.88	12003735	440835.7
山西证券	239980	32000	7.50	13.74	3297325	439680
西南证券	232255	37940	6.12	13.5	3135449	512190.7
兴业证券	220000	21040	10.46	18.96	4171200	398918.4
长江证券	217123	110667	1.96	12.86	2792207	1423181
国元证券	196410	196410	1.00	13.16	2584756	2584756
太平洋	150331	25930	5.80	12.53	1883652	324898.8
宏源证券	146120	146117	1.00	18.75	2739758	2739689
国金证券	100024	42666	2.34	16.8	1680407	716793.9
东北证券	63931	63930	1.00	24.99	1597642	1597604

资料来源：民族证券

表 24：行业相对估值分析 2

	EPS 2009	EPS 2010E	BPS 2009	BPS 2010E	ROE	PE	调整 PE	PB	PRICE
中信证券	1.35	0.68	9.29	10.20	17.00	19.83	20.78	1.3	13.10
海通证券	0.55	0.48	5.28	5.81	12.10	20.98	20.98	1.7	10.07
华泰证券	0.82	0.57	2.89	3.18	5.58	25.18	15.40	4.5	14.35
招商证券	1.05	0.78	6.3	6.93	8.88	26.56	22.63	3.0	20.72
光大证券	0.92	0.52	6.57	7.23	13.90	29.42	22.12	2.1	15.30
广发证券	1.82	1.52	6.55	6.84	4.50	31.22	13.67	6.9	47.45
西南证券	0.54	0.35	2.51	2.76	7.89	37.00	23.52	4.7	12.95
兴业证券	0.60	0.35	2.61	2.87	8.21	51.09	28.41	6.2	17.88
长江证券	0.80	0.51	4.2	4.62	9.06	24.10	20.37	2.7	12.29
国元证券	0.69	0.45	7.7	8.47	18.82	28.44	28.44	1.5	12.80
太平洋	0.27	0.07	1.19	1.31	18.70	172.57	111.20	9.2	12.08
宏源证券	0.77	1.05	4.47	4.92	4.69	17.48	17.48	3.7	18.35
国金证券	0.50	0.60	2.59	2.85	4.75	27.30	22.07	5.7	16.38
东北证券	1.43	0.82	4.78	5.26	6.41	29.76	29.76	4.6	24.40

注：股本流通倍数=总股本/流通股本；调整 PE 按股本流通倍数做调整

资料来源：民族证券

由于行业内公司规模不同、股本流通情况不同，静态 PE 指标不能完全体现公司的实际估值水平，我们对这一 PE 指标进行了一系列调整，得到调整 PE。考虑了股本因素、流通股占比因素的调整 PE 可以更好地反映出公司实际估值水平。按照中信证券 1.03 倍的股本流通倍数，中信证券的调整 PE 在 25 倍较为合理（未考虑出售子公司一次性投资收益），那么中信证券市场合理价格区间为 18 元。

附录：财务预测表

资产负债表

	2009	2010E	2011E	2012E
单位：百万元人民币				
资产：				
货币资金	129205	113,531	132,442	137,
其中：客户资金存款	101819	97,637	113,900	118,0
结算备付金	9838	9,276	10,821	11,21
其中：客户备付金	9332	8,719	10,171	10,5
交易性金融资产	11887	17,442	19,138	21,0
存出保证金	1420	1,064	1,242	1,28
其他流动资产	50	50	50	50
流动资产合计	152400	141,363	163,692	170,
可供出售金融资产	46360	42,700	42,699	42,3
固定资产及其他	2685	3,050	3,505	3,94
递延所得税资产	954	950	997	1,04
其他资产	1676	1,907	2,056	2,52
非流动资产合计	51675	48,607	49,257	49,8
资产总计	204075	189,970	212,949	220,
负债：				
短期借款	88	0	0	0
交易性金融负债	0	0	0	0
卖出回购金融资产款	17923	8,489	9,698	9,91
代理证券款	112478	106,424	124,151	128,
应付款项	7984	7,284	8,043	8,97
流动负债合计	138472	122,197	141,892	147,
长期借款	1500	1500	1500	1500
递延所得税负债	413	392	431	472
预计负债	56	25	25	25
其他负债	1552	1,274	1,320	1,45
非流动负债合计	3521	3191	3276	3448
负债合计	141993	125,388	145,168	151,
所有者权益(或股东权益)：				
股本	6630	9946	9946	9946
少数股东权益	3215	3752	3867	4081
归属于母公司所有者权益	61599	60,830	63,914	65,5
所有者权益合计	64814	64,582	67,781	69,6
负债及股东权益总计	206807	189,970	212,949	220,

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	22007	18706	20576	23663
手续费及佣金净	16919	14964	15432	17747
代理买卖证券业	10922	8979	9259	10648
证券承销业务净	2401	1590	2226	2894
受托客户资产管	146	101	118	128
利息净收入	1401	1400	1400	1400
投资净收益	3479	2097	3468	4214
公允价值变动净	52	104	115	125
其他业务收入	156	140	161	177
营业支出	8746	8796	8862	10189
营业税金及附加	1034	935	1029	1183
管理费用	8016	7856	7819	8992
资产减值损失	(315)	(9)	0	0
其他业务成本	12	13	14	14
营业利润	13260	9910	11714	13474
加：营业外收支	42	60	60	60
利润总额	13302	9970	11774	13534
减：所得税	3214	2393	2826	3248
净利润	10088	7577	8949	10286
每股指标：				
股本（百万股）	6630	9946	9946	9946
基本每股收益	1.35	0.65	0.76	0.87
(元)				
主要财务比率				
	2009	2010	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	22007	18706	20576	23663
营业利润	13260	9910	11714	13474
归属母公司净利润	8984	6455	7563	8693
获利能力				
毛利率	60.45%	53.30%	57.22%	57.19%
净利率	45.84%	40.51%	43.49%	43.47%
ROE	14.59%	10.00%	11.16%	12.48%

每股指标(元)

每股收益	1.35	0.65	0.76	0.87
每股净资产	9.29	6.49	6.81	7.00
估值比率				
P/E	9.67	20.18	17.23	14.99
P/B	1.41	2.02	1.92	1.87

资料来源：公司报表、民族证券

分析师简介

供职于研究发展中心，现职务为行业研究员，主要负责证券行业研究工作。研究特长：定量分析、财务分析。在《中国证券报》、《上海证券报》、《中国证券》等重要期刊杂志发表数十篇文章。2007 年获公司优秀研发成果奖，2007 年度在《上海证券报》举办的“顶级券商盈利预测”中对上市公司盈利预测准确率排名第八。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，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。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方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，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn