

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
盛大厦 7 层(100140)**金融服务****投资评级**

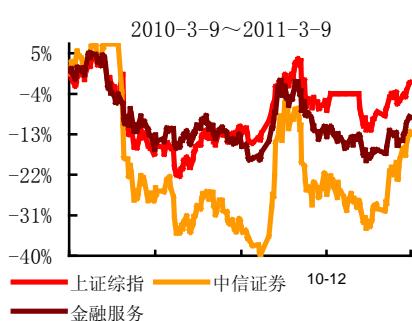
本次评级: 推荐

跟踪评级: 维持

目标价格: 18

市场数据

市价(元)	15.27
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)	10.42-29.27
上证指数/深证成指	2999.94/13144.18
2010 年股息率	1.98%

52 周相对市场表现**相关研究****中信证券(600030.SH)****公司业务转型与行业政策预期共振****投资要点**

- 一季度券商股迎来行业性转机，周期性上升阶段来临。我们分析，一季度及上半年将是券商股行情主要演绎的阶段。
- 2010 年证券行业全年处于阴跌和底部调整阶段，持续一年多的下跌，使得券商股估值回归。目前来看，证券行业走过了行业周期的底部，正逐步走向周期性上升阶段。行业高估的部分已经被挤出，目前行业部分公司已经开始一轮业务转型，创新业务有助于提升整个行业的估值水平。
- 公司转型的业务重点与政策预期相符。目前市场呼声最高的是“新三板”。“新三板”扩容对与券商来说，将在多业务方面提升业务价值：(1) 投资银行业务包括推荐挂牌的推荐费用、后续定向增发的承销费用、后续的财务顾问费用等。(2) 股权投资业务。“新三板”对于投资银行业务的前端——股权投资业务的促进作用最为直接。(3) 经纪业务。中信证券在“新三板”上主办报价一家、副主办报价一家。虽然市场份额较小，但“新三板”扩容后，中信证券在业务基础、客户基础上都有较强的实力，将成为“新三板”市场上的主要参与者。
- 中信证券国际化程度高，国际版推出后，公司竞争力较强。
- 随着出售子公司的结束，公司净资产将大幅增加，中信证券更加有条件重塑业务结构。目前证券行业利好政策的预期与公司业务调整方向相一致，有助于公司业务的成功转型。
- 我们维持中信证券近期“推荐”的投资评级，维持前期 18 元的目标价位。

公司财务数据及预测

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	22006.52	27425	30168	34693
增长率(%)	24.27	24.54	9.8	15
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	8984.03	10945	11718	13471
增长率(%)	22.98	21.1	7.33	14
毛利率(%)	60.00	58	57.15	57.13
净资产收益率(%)	14.58	15.49	17.29	19.34
EPS(元)	1.35	1.1	1.18	1.35
P/E(倍)	11.90	13.89	12.96	11.27
P/B(倍)	1.64	2.15	2.24	2.18

来源: 公司年报、民族证券

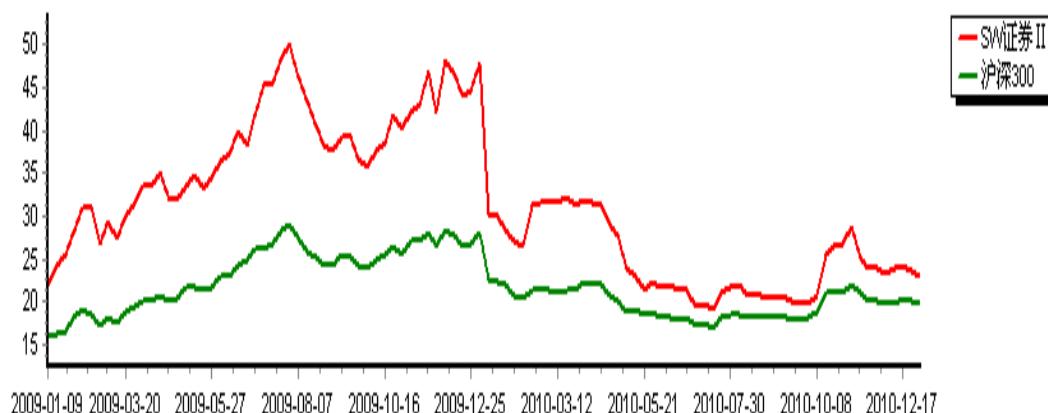
行业上升周期来临

一季度券商股迎来行业性转机，周期性上升阶段来临。2月份，在一系列利好政策出台预期的影响下，券商股走势转强，2月券商公布收入利润情况显示，券商净利润增长七成，合计实现净利润20亿，推动因素除了成交量环比上升40%外，股指的上升及对将要出台的一系列利好政策的预期也使得行业走出周期性底部。我们分析，一季度及上半年将是券商股行情主要演绎的阶段。

行业过去一年的走势回顾。2010年证券行业绝大多数时间处于周期性底部徘徊，除了10月份受外围市场影响及大盘带动出现一波行情外，全年处于阴跌和底部调整阶段，年度累计跌幅位于全部行业的前列。

持续一年多的下跌，使得券商股估值回归。券商股估值由2009年超越大盘60%回落到2010年平均高于大盘25%。行业估值水平相对上年下降了33.8%。

图1：证券行业市盈率水平相对沪深300指数变动情况



数据来源：WIND 民族证券

表1：过去三年证券行业市盈率水平与沪深300对比

年份	SW 证券行业 II	沪深 300
2008	18.06	23.59
2009	37.47	23.33
2010	24.77	19.74

资料来源：WIND 民族证券

目前来看，证券行业走过了行业周期的底部，正逐步走向周期性上升阶段。行业高估的部分已经被挤出，目前行业部分公司已经开始一轮业务转型，创新业务成分的增多有助于提升整个行业的估值水平。

继去年推出融资融券业务之后，今年的新业务发展将会加速，融资融券和直投将逐步成为常规业务，转融通的推出将极大推动融资融券业务的发展，新三板、备兑权证、另类资产投资公司，资产管理公司的集合理财产品开始实行报备制等将给券商带来新的利润增长点。新业务在短期内可能无法提供大的业绩贡献，但长期的成长空间已经打开，将提升整个券商板块的估值。

公司资金充裕率先转型与行业利好政策密集出台共振

公司转型的业务重点与政策预期相符

证券市场创新速度提升，继 2009 年推出创业板，2010 年推出融资融券，今年创新业务将集中在“新三板”、国际版和转融通上，预计推出 1-2 项创新业务。目前市场呼声最高的是“新三板”。

中国证监会主席尚福林提出的 2011 年八大工作重点中，扩大中关村试点范围、建设统一监管的全国性场外市场，被作为年内证监会主导工作之首。

截至目前，只有中关村高科技园区获准试点。中国证监会、科技部等有关部门已要求扩大试点范围，上海张江、西安、武汉等高科技园区可能获得第二批试点资格。

“新三板”现在的报价券商主要有 44 家，其中 15 家上市券商中 12 家已经获得主办资格，包括招商证券、海通证券、广发证券、华泰证券、光大证券、国元证券、宏源证券、山西证券、西南证券、长江证券、东北证券和中信证券。

“新三板”试点 5 年来，挂牌公司数量逐步增加，目前共有 125 家企业参与试点，其中已挂牌企业 78 家。试点园区或增加至 20 个以上，并酝酿向个人投资者开放。“新三板”扩容对与券商来说，将在多业务方面提升业务价值：

(1) 投资银行业务包括推荐挂牌的推荐费用、后续定向增发的承销费用、后续的财务顾问费用等。

(2) 股权投资业务。“新三板”对于投资银行业务的前端——股权投资业务的促进作用最为直接。“新三板”扩容后，对于项目储备较多，投资银行业务比较有优势的证券公司来说，增加了一种投资资本的退出方式，也会直接增加股权投资业务量的增加。

(3) “新三板”在经纪业务方面的促进作用。“新三板”将采取做市商制度，买卖双方在主办券商的撮合下达成交易，做市商为了促成交易可以充当买方和卖方。一方面，获取交易手续费收入，更重要的是买卖差价也成为做市商的主办收入来源。同时，“新三板”也将对传统经纪业务带来潜在客户。

中信证券在“新三板”上主办报价一家、副主办报价一家。虽然市场份额较小，但“新三板”扩容后，中信证券在业务基础、客户基础上都有较强的实力，将成为“新三板”市场上的主要参与者。

国际化程度高，国际版推出后，公司竞争力较强

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。

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。

中信证券未来净资本充足，将籍此重塑新业务结构。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，中信证券更加有条件重塑业务结构。目前证券行业利好政策的预期与公司业务调整方向相一致，有助于公司业务的成功转型。

我们维持中信证券近期“推荐”的投资评级，维持前期 18 元的目标价位。

附录：财务预测表

资产负债表

	2009	2010E	2011E	2012E	单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
单位: 百万元人民币									
资产:					营业收入	22007	27426	30168	34693
货币资金	129205	113,531	132,442	137,	手续费及佣金净	16919	14964	22626	26019
其中: 客户资金存款	101819	97,637	113,900	118,0	代理买卖证券业	10922	8979	13575	15612
结算备付金	9838	9,276	10,821	11,21	证券承销业务净	2401	1590	2226	2894
其中: 客户备付金	9332	8,719	10,171	10,5	受托客户资产管	146	101	118	128
交易性金融资产	11887	17,442	19,138	21,0	利息净收入	1401	1400	1400	1400
存出保证金	1420	1,064	1,242	1,28	投资净收益	3479	2097	5866	6971
其他流动资产	50	50	50	50	公允价值变动净	52	104	115	125
流动资产合计	152400	104,863	163,692	170,	其他业务收入	156	140	161	177
可供出售金融资产	46360	42,700	42,699	42,3	营业支出	8746	11522	12986	14932
固定资产及其他	2685	3,050	3,505	3,94	营业税金及附加	1034	935	1508	1735
递延所得税资产	954	950	997	1,04	管理费用	8016	9856	11464	13183
其他资产	1676	1,907	2,056	2,52	资产减值损失	(315)	(9)	0	0
非流动资产合计	51675	48,683	49,257	49,8	其他业务成本	12	13	14	14
资产总计	204075	153546	212,949	220,	营业利润	13260	15905	17181	19761
负债:					加: 营业外收支	42	60	60	60
短期借款	88	0	0	0	利润总额	13302	15990	17241	19821
交易性金融负债	0	0	0	0	减: 所得税	3214	5046	4138	4757
卖出回购金融资产款	17923	8,489	9,698	9.91	净利润	10088	10944	13104	15064
代理证券款	112478	76,424	124,151	128,	每股指标:				
应付款项	7984	7,284	8,043	8.97	股本 (百万股)	6630	9946	9946	9946
流动负债合计	138472	79,810	141,892	147,	基本每股收益	1.35	1.10	1.18	1.35
长期借款	1500	1500	1500	1500	(元)				
递延所得税负债	413	392	431	472	主要财务比率				
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	83001	145,168	151,	成长能力				
所有者权益(或股东权益):					营业收入	22007	27426	30168	34693
股本	6630	9946	9946	9946	营业利润	13260	15905	17181	19761
少数股东权益	3215	3752	3867	4081	归属母公司净利润	8984	10944	11718	13471
归属于母公司所有者权益	61599	60,830	63,914	65,5	盈利能力				
所有者权益合计	64814	70539	67,781	69,6	毛利率	60.45%	58.30%	57.15%	57.13%
负债及股东权益总计	206807	153546	212,949	220,	净利率	45.84%	39.51%	43.44%	43.42%
					ROE	14.59%	10.00%	17.29%	19.34%

	每股指标(元)			
每股收益	1.35	1.10	1.18	1.35
每股净资产	9.29	7.09	6.81	7.00
估值比率				
P/E	9.67	13.89	12.96	11.27
P/B	1.41	2.15	2.24	2.18

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