

年度分配方案影响 H 股发行价 买入 (维持)

投资要点:

- 年度分配方案影响 H 股发行价
- 公司将构建全球四地可交易国际化大公司
- 中信证券整合旗下东方汇理银行耗资区间在 98-338 亿元

报告摘要:

- **公司拟香港发行 H 股构建全球四地可交易公司:** 昨日公司发出公告, 拟在香港公开发行 H 股并进行国际配售。发行规模不超过发行后公司总股本的 10%, 目前公司总股本为 99.46 亿股, 考虑 15% 的超额配售, 发行 H 股区间应是 11.1-12.7 亿股。如果按目前股价 14.4 元计算, 募集金额区间应为 160 亿元-183 亿元。另据公司公告提示, 如果同时进行国际配售, 公司将同时在美国、日本、中国香港、中国大陆四地可交易的公众公司。这将有利公司推进国际并购和国际业务。
- **对中信证券国际化谨慎乐观:** 据公告显示, 此次募集资金将全部通过补充资本金, 用于海外业务平台的构建。一方面有助于发挥协同效应, 分享中国对外并购的蛋糕; 但另一方面但海外业务有可能降低目前快速增长的公司净资产回报率。按 09 年彭博系统提供统计数据, 选择有代表性的同类券商高盛、Evercore, 大和证券等美、日的上市券商作测算, 其平均 ROE 为 11.34%, 而中国 A 股上市券商平均 ROE 为 20%, 远远高于美、日两地市场券商的 ROE。
- **中信证券整合旗下东方汇理银行耗资区间在 98-338 亿元:** 据 10 年 12 月 20 日公告的整合计划, 假设亚洲的股票资本市场和并购业务以及里昂、盛富证券对利润的贡献是 2010 年东方汇利银行下面“企业和投资银行业务线”利润的 1/4-3/4, 区间利润为 1.3-3.9 亿欧元之间, 折合人民币 12-36 亿元。中信证券国际的投行和经纪业务 10 年利润贡献总共应为 2.2 亿元人民币 (09 年占合并净利润 2%, 假设其投行和经纪业务公司净利润贡献 50%)。2010 年预整合的业务利润区间为 14.2-38.2 亿元人民币, 按照目前国内行业平均 20 倍 PE 估值区间为 284-764 亿元人民币。按照与东方汇理各拿 50% 的股权, 并剔除已有中信证券国际 44 亿元的价值, 中信证券应出资的区间是 98 亿元-338 亿元人民币。占中信证券净资产 14%-48%。
- **10 年利润分配方案将影响 A/H 股价格:** 据公告显示, 在扣除公司 2010 年度股东大会决议批准的拟分配股利后, 本次发行上市之前公司的累计未分配利润由 H 股发行上市后的所有新老股东共同享有。按已披露数据测算, 2010 年公司未分配利润应为 231.75 亿元, 占净资产 32.85%, 分配方案对

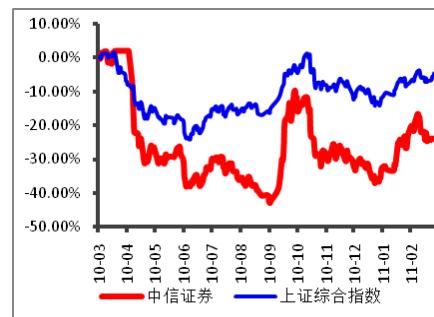
分析师

黄立军 (S1180209070180)
电话: 010-88085983
Email: huanglijun@hysec.com

联系人

孙羽薇
电话: 010-88085965
Email: sunyuewei@hysec.com
邢波
Email: xingbo@hysec.com

市场表现



相关研究

- 证券行业: 国元证券: 直投项目快速发展 3.23
- 证券行业: 部分券商拐点将现 3.20
- 证券行业: 证券佣金率指导线高于预期
- 辽宁成大: 非证券业务打开上升空间
- 证券行业: 行业分化将加速 12.1
- 中信证券: 将受益创业板解禁 10.31
- 广发证券: 估值已偏高 10.25

未来公司A股股票价格和H股发行价格将有较大影响。

- **估值:**假设2011年,市场日均股票成交额2500亿元,下调综合佣金率10%至0.08%,自营收益率为6.5%。公司11年EPS为0.68元,对应市盈率21倍。根据我们之前的行业报告,考虑到中信证券经纪业务佣金率即将见底,未来行业创新业务资本消耗性特征对公司发挥有利,维持买入评级。

利润表(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	资产负债表(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	
营业收入	17,708	22,007	17,940	22,798	29,221	货币资金	80,412	129,205	142,126	156,338	171,972	
手续费净收入	12,798	16,919	14,616	16,544	18,987	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	9,803	10,244	交易性金融资产	6,005	11,887	17,831	21,397	25,676	
证券承销业务净收入	1,783	2,401	2,190	2,629	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	2,302	5,130	8,998		136,888	206,807	257,821	294,862	400,880	
其他业务收入	0	156	0	0	0	资产总计						
营业支出	-5,873	9,050	-7,176	-8,891	-11,104	短期借款	0	88	1,000	1,000	1,000	
营业税金及附加	785	1,034	-897	-1,140	-1,461	交易性金融负债	0	0	0	0	0	
业务及管理费	-6,658	8,016	-6,279	-7,751	-9,643	衍生金融负债	3	6	0	0	0	
营业利润	9,543	13,260	10,764	13,907	18,117	卖出回购金融资产款	8,593	17,923	17,923	17,923	17,923	
营业外收支	18	42	0	0	0	代理买卖证券款	61,070	112,478	144,496	158,945	174,840	
利润总额	8,050	10,088	8,073	10,430	13,588		负债合计	79,362	141,993	186,145	214,320	316,067
所得税	-1,511	3,214	-2,691	-3,477	-4,529	其他负债	9,696	11,498	22,726	36,452	122,304	
净利润	8,050	10,088	8,073	10,430	13,588		股本	6,630	6,630	9,946	9,946	9,946
归属母公司所有者净利润	7,305	8,984	9,700	6,773	9,470	归属母公司所有者权益	55,222	61,599	68,460	76,928	81,008	
少数股东损益	745	1,104	0	0	0	所有者权益合计	57,526	64,814	71,676	80,542	84,814	
经营指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	风险指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	
平均总资产收益率	4.47%	5.23%	4.18%	2.45%	2.72%	净资本	38,779	34,904	67,376	75,488	79,053	
平均净资产收益率	6.84%	7.69%	7.46%	4.66%	6.00%	扣除代买卖证券款负债率	24.13%	31.29%	36.75%	40.74%	62.48%	
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%	109.28%	124.44%	151.77%	
营业收入/总资产	10.85%	12.81%	7.72%	8.25%	8.40%	权益自营规模/净资本	9.23%	49.91%	29.29%	31.37%	35.94%	
每股数据(元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	估值	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	
每股收益	1.1	1.4	1.0	0.68	1.0	市盈率	13	11	14.8	21.15	15	
每股净资产	8.3	9.3	6.9	7.7	8.1	市净率	1.7	1.5	2.1	1.9	1.8	

资料：东方汇理银行 (Banque de l'Indochine) 其业务范围包括商业银行业务、金融产品、经纪业、保险业、股票发行、以资产为基础的融资和私人银行业务。其全球网络超过 50 个国家，在亚太地区 13 个国家和地区拥有分支机构。东方汇理银行有六条业务线，其中企业和投资银行业务 2010 年净利润达 5.3 亿欧元占 17.28%，该业务线主要由 4 部分组成，而其中国际证券经纪业务和投行利润增长点主要贡献来自于富盛和里昂证券在亚太、中东北美等地的业务。盛富证券 (Credit Agricole Cheuvreux S.A.) 是一家全牌照的欧洲证券公司，截至 2009 年底，公司有 110 个分析师覆盖 750 个来自欧洲、中东、土耳其和俄罗斯的上市公司研究，常年位居欧洲第一位。全球 15 个办公室，提供机构投资者 90 个来自欧洲、北美、中东、亚洲和非洲的主要 MTF 和 dark pools 的市场。占欧洲市场份额 82%。国际机构客户 1200 个，全球 90 个交易平台，是 2007 年的 2 倍。里昂证券 (CLSA Asia-Pacific Market)，总部设于香港，拥有四块业务，股权经纪业务，投资银行，资产管理和其他服务，覆盖全球 15 个国家，其中亚太地区 11 个国家。其经纪业务领先亚洲市场，投行业务从 07-09 年，累计募集 48 亿美元，主承销 52 次，从 05 年至 09 年，完成 35 个并购项目，在 15 个市场完成了 169 项股权交易。资产管理业务规模超过 25 亿美元。

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、招商证券、光大证券、东北证券、长江证券等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuohong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@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。