

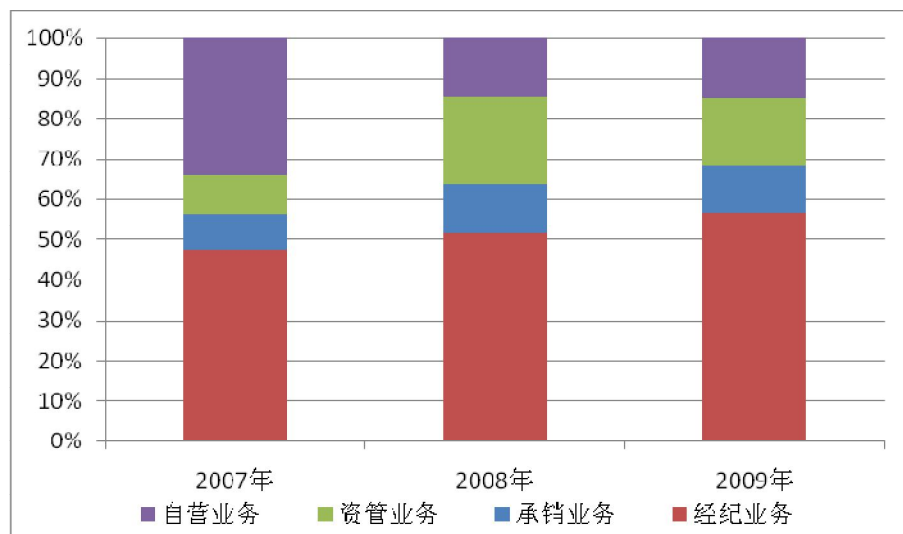
中信证券估值分析

一、中信建投和华夏基金的股权转让使公司估值下降 27.5%

子公司股权转让的不确定性是今年以来抑制中信证券股价表现的主要因素。从中信证券历年的收入结构来看，中信建投和华夏基金是公司回报率最高的两块业务，其中，中信建投的 ROE 为 35.8%，华夏基金为 41%，高于中信证券整体 14.6% 的回报率。

我们测算结果显示，出售中信建投 53% 的股权，将使公司的估值下降 16.5%；出售华夏基金 51% 的股权将使公司估值下降 11%，两项股权转让对公司价值的影响总计 27.5%，使公司合理估值从 17.92 元降至 12.99 元。（以下计算结果均为子公司股权转让后价值）

图表 1：各项业务收入占比（单位：%）



数据来源：公司年报，中航金融研究所

二、中国证券市场的资本化率上升，中信证券年均增长 17%，合理估值 12.99 元/股

如果中国经济在未来 10 年保持 8% 的增速，并使资本化率从当前的 70.54% 提高到 142.72%，换手率从 242% 下降到 136%，共同基金的资本化率从当前的 3.2% 提高到 44.4%，同时，中信证券的市场份额提高到 10-15% 水平，则：公司经纪业务的年均增速约为 11.61%，总价值 495.46 亿元，贡献每股价值 4.98 元；投行业务的年均增速为 16.61%，总价值 169.94 亿元，贡献每股价值 1.71 元；资产

管理业务年均增速为 24.72%，总价值为 197.53 亿元，贡献每股价值 1.99 元；而自营业务以年均 5% 的投资回报计算(股票投资 10%，债券 4%)，年均增长 21.44%，总价值 429 亿元，贡献每股价值 4.31 元；合计年均增速 17.07%，长期平均 ROE 为 26%，总价值 1292 亿元，每股价值 12.99 元。

三、业务价值的分解：经纪业务贡献了价值的 40%，但未来增长的动力来自于投行和资管

由图表 3 可见，经纪业务的收入贡献最大、风险资本回报最高，但长期增速最低，贡献了公司总价值的 40% 左右；投行业务和资管业务的增速较高，尤其是资产管理业，未来 10 年的年均增速可以达到 24.72%，是增长的主要驱动力，两项业务各自贡献了公司价值的 15% 左右；自营业务的回报率最低，但由于中信证券的富余资本金较多，投资规模大，所以该业务仍贡献了总价值的 30% 左右。

图表 2：各项业务估值及 ROE

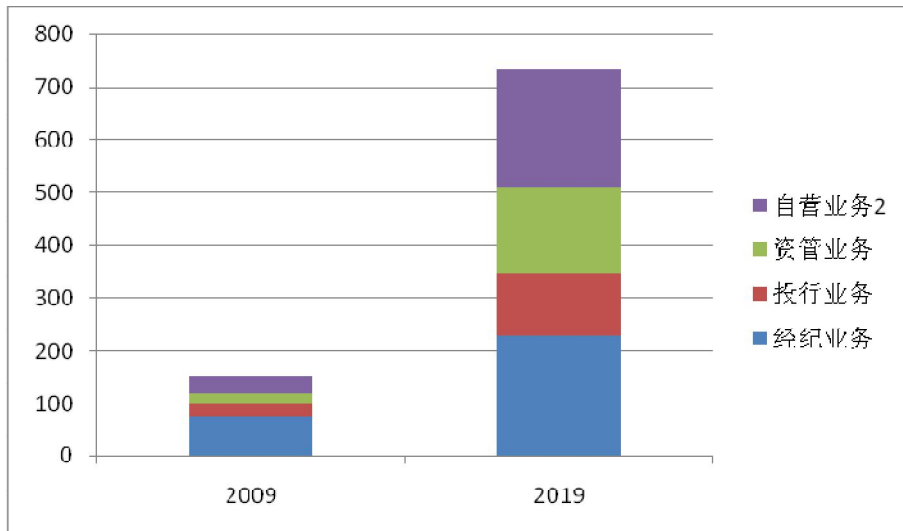
	2009 年股权调整后收入 ¹ (亿元)	2019 年收入 (亿元)	年均复合 增长率 (%)	业务价值 (亿元)	每股价值 (元)	价值贡献 (%)	风险资本 回报率
经纪业务	76.10	228.18	11.61%	495.46	4.98	38.35%	340.10%
投行业务	25.75	119.68	16.61%	169.94	1.71	13.15%	25.61%
资管业务	17.92	163.20	24.72%	197.53	1.99	15.29%	33.07%
自营业务 ²	31.76	221.60	21.44%	429.00	4.31	33.20%	4.25%
合计	151.53	732.66	17.07%	1291.92	12.99	100.00%	15.89%

数据来源：公司年报，中航金融研究所

注：1、2009 年收入为实际收入减去中信建投 53% 股权、华夏基金 51% 股权后的收入。

2、自营业务的增长，主要来自于业务规模的扩张和留存收益的积累增加了可投资资产。

图表 3：中信证券的收入增长和收入结构的变化（单位：亿元）



数据来源：公司年报，中航金融研究所

3.1 经纪业务：现金牛业务，回报率高，但面临增长瓶颈

中信证券经纪业务的当前收入 76.1 亿元，转让中信建投股权后，市场份额会下降到 5%左右。假设长期市场份额上升到 10%水平，中国经济保持 8%增速，资本化率从当前的 70.54%提高到美国 2005 年的 142.72%，但换手率从 242%下降到 136%，则年均的收入增速为 11.61%。以 65%的营业利润率计算，折现价值 495.46 亿元，合每股价值 4.98 元，贡献了公司总价值的 38.35%。虽然增速较低，但经纪业务所需资本金较少¹，风险资本回报率很高，达到 340.1%，属于典型的“现金牛业务”，也是公司的价值基础。

3.2 投行业务：“问号业务”，增速较高，但回报率较低

投行业务当前收入 25.75 亿元，市场份额 10%。从国际经验看，成熟市场上，投行业务的市场集中度都较高，我们预期未来中信证券的市场份额将进一步上升到 15%水平。以当前 3%的市场扩容速度计算（每年 IPO 和再融资发行额相当于总市值的 3%），中信证券投行业务的年均增速为 16.61%，在 50%的营业利润率下，折现价值为 169.94 亿元，合每股价值 1.71 元，贡献了公司总价值的 13.15%。未来投行业务将成为公司的增长亮点之一，但由于风险资本回报率低于其他业务，所以对总价值贡献有限。

¹ 根据证监会规定，证券公司经营经纪业务，应当按托管的客户交易结算资金总额的 3%计算经纪业务风险资本准备，由此计算，中信证券经纪业务的当前风险资本需求为 15 亿元。

3.3 资管业务：“明星业务”，增长潜力最大，但剥离华夏基金股权后业务平台较小

公司资产管理业务当前收入 17.92 亿元，华夏基金的市场份额在 10%左右，中信证券持有 49%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 197.53 亿元，合每股价值 1.99 元。

显然，与其他业务相比，资产管理业务的成长空间最大，风险资本回报率也较高（33%），仅次于经纪业务，是未来增长的主要驱动力。但鉴于剥离后中信证券将仅持有华夏基金 49%股权，资管业务的平台较小，未来能否拓展自己的资产管理业务平台决定着中信证券的价值增长。

3.4 自营业务：“鸡肋业务”，杠杆率低，拉低了整体回报率

国内证券公司的自营业务一直是个鸡肋。与国外投行过度杠杆化的自营业务不同，国内证券公司由于历史问题，监管层对资本金的要求较高，证券公司的杠杆率普遍较低。即使以股票投资年均 10%收益率、债券投资年均 4%收益率²计算，在 1: 5 的配置上限³要求下，年均投资回报率也仅为 5%，低于投资人要求的回报率。

由图表 2 也可以看出，中信证券自营业务的当前资本回报仅为 4.25%，显著低于其他业务 20%以上的回报。从这个意义上说，证券公司的冗余资本不仅不会创造价值，还会拉低整体的回报水平。以自营业务年均 5%的投资回报率和 70%的营业利润率计算，自营业务折现价值仅为 429 亿元，合每股价值 4.31 元。

四、规模的扩张会消耗部分冗余资本，但无再融资需求

2009 年中信证券母公司净资本 349 亿元，是各项业务实际风险资本需求总额的 5 倍，负债率不到 70%，资产杠杆仅为 3 倍，显著低于国外投行 20-30 倍的杠杆。低回报的冗余资本拉低了整体的 ROE 表现，而子公司股权的转让则进一步增厚了净资本，使公司的当前 ROE 仅为 15%。

² 我们预期长期中中国的 CPI 水平将从当前的 3%以内上升 3-5%水平，假设债券收益率与 CPI 水平相近，则债券收益率 4%。

³ 根据《证券公司风险控制管理办法》的规定，证券公司股票投资额不能超过净资本的 1 倍，债券投资额不能超过净资本的 5 倍。

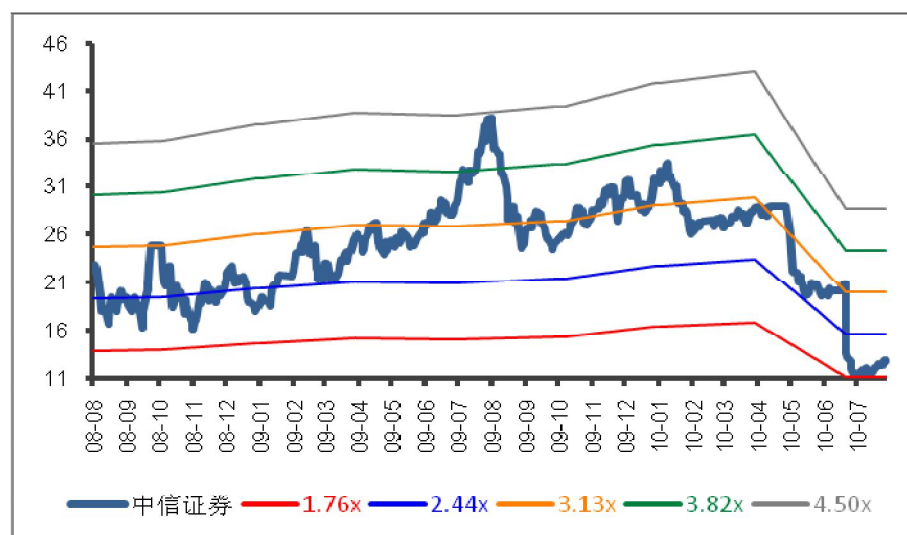
未来，随着业务规模扩张和风险资本需求的增加，冗余资本减少，ROE 均值将上升至 26%，如果能实现冗余资本的分红，长期 ROE 将上升到 44% 水平。

最后，即使考虑业务规模增长，我们预期公司留存收益推动的资本增长将超过风险资本需求的增长，因此，除非发生巨大投资亏损，否则长期中不存在资本缺口，没有再融资压力。

五、合理估值：12.99 元

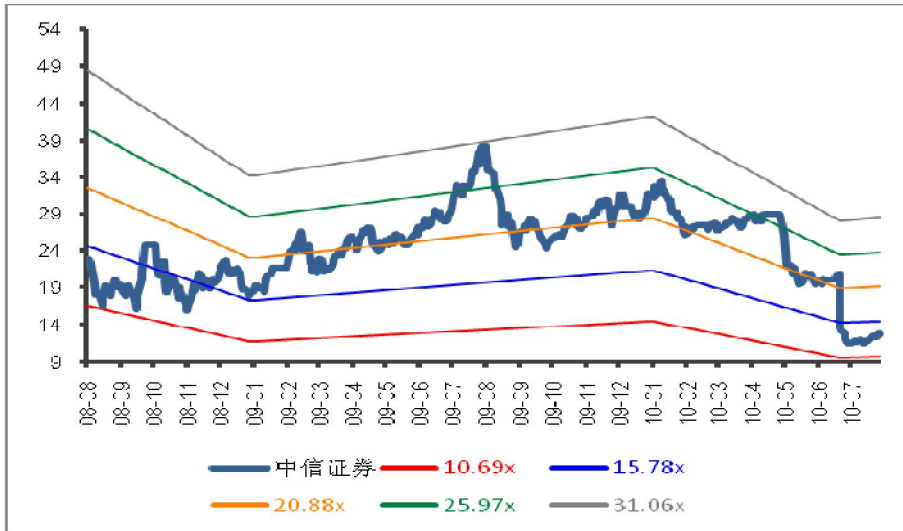
中信证券作为证券行业的代表，业绩波动率大，BETA 值达到 1.5 倍，以市场平均回报 12% 计算，中信证券投资人要求的回报率约为 18%，考虑中信建投和华夏基金的股权转让后，合理估值从 17.92 元降至 12.99 元，与公司当前股价一致。在当前股价下，业绩增长推动的年化回报可以达到 18%，即，12 月内目标价 15.33 元。

图表 4：公司历史 PB



数据来源：WIND

图表 5：公司历史 PE



数据来源: WIND