

中信证券 (600030)

与贝尔斯登全面战略合作拉开序幕，国际化战略迈出重大一步

傅建设
68419393-1135
fujs@xyzq.com.cn

2007 年 011 月 2 日

证券Ⅲ

估值区间:160.00 ± 10.00

强烈推荐 (维持)

中信证券与贝尔斯登全面战略合作对公司的国际化战略是一个极大的推动

中信证券发布公告，公布公司与贝尔斯登全面战略合作预案

点评

从公司与贝尔斯登全面战略合作预案看，公司与贝尔斯登的合作主要包括三个方面：

- **相互战略投资。**公司认购贝尔斯登公司发行的约 10 亿美元的可转换信托证券，该证券可转换为相当于该证券转换后贝尔斯登公司总股本的 6%，公司可在适当时机增持贝尔斯登公司的股份至 9.9%。同时，公司向贝尔斯登公司发行可转换公司债券，该债券可转换为相当于该可转换债券转股后公司总股本的 2%，发行金额不超过 75 亿元人民币，公司向贝尔斯登公司提供在未来 5 年内可以按照与可转换公司债券的转股价格相等的价格，认购公司不超过相当于该等可转换债券转股后公司总股本 5% 的认股权。各自的转股价格以对方在 2007 年 10 月 19 日前 5 个交易日的平均价格，贝尔斯登的转股价格在 115 美元左右，中信证券的转股价格在 108 元左右。我们认为，双方的相互投资战略投资类似换股，目前中信证券的估值水平远远高于贝尔斯登。2006 年贝尔斯登每股收益 15.8 美元，每股净资产 86.39 元，2007 年第三季度，由于受美国次级债市场危机的影响，贝尔斯登盈利大幅下降，2007 年前三季度每股收益只有 8.31 美元，每股净资产 91.82 美元，贝尔斯登股价也从年初最高的 170 美元下跌到目前 115 美元左右，按照 2006 年的财务数据，目前公司的 PE 为 7.3 倍，PB 为 13.3 倍，按照 2007 年的财务数据，预计公司的 PE 为 10.4 倍，PB 为 12.2 倍，而中信证券按照 2007 年的收益计算，目前的 PE 在 30 倍左右，PB 在 7 倍左右，这次相互战略投资实际上是双方对各自目前股价的认同，说明在中国高速增长的经济和资本市场上，象中信证券这样的行业龙头应该享受“成长性溢价”，这次相互战略投资对中信证券是有利的。
- **成立合资公司开展亚洲地区业务。**公司与贝尔斯登公司整合双方在亚洲（非中国大陆）的业务并在香港设立合资公司，出资比例为 50% 对 50%。目前，中信证券的国际业务由设在香港的中信国际进行，2006 年国际业务收入只有 2.3 亿元，净利润只有 25 万元。与美林、高盛等海外大型证券公司国际业务收入占营业收入的 30% 以上的状况相比，中信证券的国际业务收入占比微不足道。贝尔斯登在亚洲的业务由设在东京、香港、新加坡的三家公司进行，如果双方将亚洲业务进行整合，将大大提高中信证券在国际业务上的实力，国际业务收入将逐步成为公司又一个盈利增长点。
- **双方进行新业务开发合作。**创新业务是中信证券未来盈利的主要增长点，在创新业务上双方合作的前景非常广阔。贝尔斯登公司作为美国第六大证券公司，在证券研究、资产证券化、金融衍生品、对冲基金等业务领域在全球都处于领先地位，而这些领域正是中国证券公司的弱项，如何借助国外成熟市场的经验进行创新产品的开发是中信证券今后发展面临的一个重要问题，借助贝尔斯登在创新业务上的支持，公司的金融创新能力将得到提升。

目前双方的合作方案还是一个预案，还需要进一步的细化，双方的合作需要得到各自监管部门的批准。另外，从国外经验看，证券公司成功的合资合作关键在于文化的磨合，如果双方现有的合作顺利，由于中信证券占贝尔斯登公司的股份可以达到9.9%，成为贝尔斯登公司最大的股东，双方未来的合作还有可能深入。短期看，中信证券与贝尔斯登全面战略合作对公司盈利的影响有限，但这是中信证券国际化战略迈出的一大步，长期看将极大提升中信证券的国际竞争力，降低公司盈利对国内证券市场的过度依赖和盈利的波动性，对公司的国际化战略是一个极大的推动。我们更加看好公司未来的发展前景，维持公司2007年—2009年每股收益3.53、4.94和5.33元的盈利预测，维持“强烈推荐”评级，目标价160元。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场
- 中 性: 相对表现与市场持平
- 回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
- 推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
- 观 望: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间
- 回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

裴力军 电话: 021-68419393-1271
Email: peilj@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍 电话: 021-68419393-1034
Email: dengyp@xyzq.com.cn

雒雅梅 电话: 021-68419393-1207
Email: luoym@xyzq.com.cn

北京、广东地区销售经理

严长胜 电话: 021-68419393-1030
Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元彧 电话: 021-68419393-1028
Email: zhuuy@xyzq.com.cn

研究报告发布

张月梅 电话: 021-68419393-1055
Email: zhangym@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。