



2012年8月31日

简要分析

中信证券 (600030.SS) 人民币 10.34 元

证券研究报告

简要分析：业绩低于预期，运营/新业务趋势改善

最新消息

中信证券 2012年上半年实现税后净利润人民币 22 亿元，同比下滑 24%，分别占我们/路透市场全年预测的 30%/39%，因为上半年日均成交额为人民币 1,490 亿元，而我们的全年预测为 2,300 亿元。

分析

2012 年二季度主要积极趋势：1) 虽然股市交易额季环比下降 3%（债市交易环比增加 17%，但债券交易手续费率明显低于股票交易），但公司的经纪业务收入在二季度进一步环比增长 8%（一季度已实现 12% 的环比反弹），这表明中信证券的市场份额有所提高，因为我们预计二季度费率与一季度持平；2) 投行业务收入增长了近两倍，因为公司继续将重心转至高收益的中小企业交易领域；3) 投资收益（包括在华夏基金股权转让后再分类的收益）二季度环比增长 59%，反映出债券交易带来的收益增长；4) 保证金余额增至人民币 50 亿元，在全行业保证金余额约占 8.2%，缩短了与海通证券（占比 9.1%，为全行业之首）的差距，因为更多的中信证券业务网点参与了此类业务；5) 受今年上半年债市上涨推动，可供出售金融资产价值从 2011 年上半年的浮亏人民币 6.79 亿元变为浮盈 4,800 万元。**主要不利趋势：**1) 二季度净利息收入季环比下滑 3%，因为二季度股市较一季度走软，导致经纪业务的客户存款季环比萎缩 10%；2) 在转让 51% 华夏基金股权后，资产管理业务的收入贡献减少；3) 2012 年上半年的成本收入比达到了 50%，高于我们全年预测的 46%。

潜在影响

我们正在重估对中信证券的盈利预测、目标价格以及评级，等待明日召开的分析师会议，我们将在会上寻求公司成本趋势、收购里昂证券的计划等细节信息。

所属投资名单

中性

行业评级：中性

程博为 执业证书编号: S1420512010001
+86(10)6627-3095 bowei.cheng@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司
马宁 执业证书编号: S1420510120014
+86(10)6627-3063 ning.ma@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司

北京高华证券有限责任公司及其关联机构与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或请与您的投资代表联系。

图表1：中信证券2012年二季度业绩概述：二季度营业趋势良好，但股市走软令业绩表现未达我们的全年预测目标

| 人民币百万 | 季度业绩 | | | | 环比 | | 2011年上半年 | 2011年下半年 | 2012年上半年 | 环比% | 同比% | 12年上半年占全年预测比(%) |
|--------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|--------|--------|-----------------|
| | 2011年3季度 | 2011年4季度 | 2012年1季度 | 2012年2季度 | 2012年1季度 | 2012年2季度 | | | | | | |
| 损益表 | | | | | | | | | | | | |
| 经纪佣金 | 863 | 666 | 748 | 812 | 12 | 8 | 2,042 | 1,529 | 1,561 | 2 | (24) | 27 |
| 投资银行收益 | 635 | 89 | 300 | 902 | 239 | 200 | 762 | 724 | 1,202 | 66 | 58 | 41 |
| 资产管理 | 740 | 683 | 55 | 62 | (92) | 13 | 1,578 | 1,423 | 117 | (92) | (93) | 4 |
| 总投资收益(含盯市收益) | (659) | 13,124 | 820 | 1,307 | (94) | 59 | 2,344 | 12,465 | 2,127 | (83) | (9) | 44 |
| 净利息收入 | 352 | 346 | 352 | 342 | 2 | (3) | 703 | 698 | 694 | (1) | (1) | 44 |
| 营业收入总额 | 1,940 | 15,580 | 2,286 | 3,496 | (85) | 53 | 7,506 | 17,520 | 5,782 | (67) | (23) | 31 |
| 收入总额 - 核心 | 1,940 | 15,603 | 2,308 | 3,509 | (85) | 52 | 7,503 | 17,543 | 5,817 | (67) | (22) | 31 |
| 净收入总额 - 已公布数字 | 1,940 | 15,603 | 2,308 | 3,509 | (85) | 52 | 7,503 | 17,543 | 5,817 | (67) | (22) | 31 |
| 营业费用总额 | 1,423 | 3,567 | 1,282 | 1,634 | (64) | 28 | 3,512 | 4,990 | 2,916 | (42) | (17) | 35 |
| 拨备前营业利润 - 已公布数字 | 516 | 12,037 | 1,026 | 1,875 | (91) | 83 | 3,991 | 12,553 | 2,901 | (77) | (27) | 28 |
| 税前利润 - 已公布数字 | 517 | 10,518 | 1,026 | 1,879 | (90) | 83 | 3,997 | 11,034 | 2,904 | (74) | (27) | 28 |
| 所得税费用 | 164 | 1,249 | 262 | 395 | (79) | 51 | 1,014 | 1,413 | 657 | (53) | (35) | 29 |
| 净利润 - 已公布数字 | 357 | 9,246 | 764 | 1,485 | (92) | 94 | 2,973 | 9,603 | 2,249 | (77) | (24) | 30 |
| 普通股股东应占净利润 - 已公布数字 | 357 | 9,246 | 764 | 1,485 | (92) | 94 | 2,973 | 9,603 | 2,249 | (77) | (24) | 30 |
| 资产负债表 | | | | | | | | | | | | |
| 资产 | | | | | | | | | | | | |
| 银行存款 | 30,800 | 30,108 | 32,493 | 28,039 | 8 | (14) | 36,904 | 30,108 | 28,039 | (7) | (22) | 52 |
| 清算准备金 | 6,393 | 8,425 | 8,313 | 10,895 | (1) | 31 | 6,039 | 8,425 | 10,895 | 29 | 80 | 136 |
| 流动资产总额: | 100,024 | 120,931 | 119,923 | 118,964 | (1) | (1) | 112,798 | 120,931 | 118,964 | (2) | 5 | 83 |
| 固定资产总额: | 2,814 | 3,338 | 3,301 | 3,296 | (1) | (0) | 2,732 | 3,338 | 3,296 | (1) | 21 | 345 |
| 资产总额 | 119,993 | 148,280 | 149,603 | 149,243 | 1 | (0) | 131,825 | 148,280 | 149,243 | 1 | 13 | 82 |
| 负债及股东权益 | | | | | | | | | | | | |
| 客户买卖资金 | 35,634 | 36,477 | 39,698 | 35,805 | 9 | (10) | 41,781 | 36,477 | 35,805 | (2) | (14) | 41 |
| 流动负债总额: | 50,703 | 57,897 | 58,493 | 56,959 | 1 | (3) | 60,166 | 57,897 | 56,959 | (2) | (5) | 57 |
| 长期负债总额: | 1,500 | 1,500 | 1,500 | 1,500 | - | - | 1,500 | 1,500 | 1,500 | - | - | 58 |
| 负债总额 | 53,984 | 61,290 | 61,747 | 64,736 | 1 | 5 | 63,756 | 61,290 | 64,736 | 6 | 2 | 64 |
| 股东权益总额 | 65,626 | 86,587 | 87,484 | 84,157 | 1 | (4) | 67,670 | 86,587 | 84,157 | (3) | 24 | 105 |
| 负债和股东权益总额 | 119,993 | 148,280 | 149,603 | 149,243 | 1 | (0) | 131,825 | 148,280 | 149,243 | 1 | 13 | 82 |
| 成本收入比(除去营业税) | 67.66 | 22.29 | 52.44 | 43.33 | 30 | (9) | 42.96 | 27.30 | 46.95 | 19.64 | 3.99 | |
| 成本收入比 | 73.37 | 22.86 | 55.53 | 46.57 | 33 | (9) | 46.80 | 28.44 | 50.13 | 21.68 | 3.32 | |
| 佣金费率(基点) | | | | | | | 8.47 | 6.85 | 6.73 | (0.13) | (1.74) | |
| 净资产回报率 | 2.14 | 48.59 | 3.51 | 6.92 | (45) | 3 | 26.60 | 8.61 | 24.90 | 16.29 | (1.70) | |
| 总资产回报率 | 1.13 | 27.57 | 2.05 | 3.97 | (26) | 2 | 10.37 | 4.17 | 13.71 | 9.54 | 3.34 | |

资料来源：公司数据、高华证券研究预测

信息披露附录

申明

我们，程博为、马宁，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了我们对上述公司或其证券的个人看法。此外，我们的薪金的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA 和收入等。**回报**是各项资本回报指标一年预测的加总，如 CROCI、平均运用资本回报率和净资产回报率。**估值倍数**根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。**波动性**根据12个月的历史波动性计算并经股息调整。

Quantum

Quantum 是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场的公司之间进行比较。

GS SUSTAIN

GS SUSTAIN 是侧重于长期做多建议的相对稳定的全球投资策略。GS SUSTAIN 关注名单涵盖了我们认为相对于全球同业具有持续竞争优势和出色的资本回报、因而有望在长期内表现出色的行业领军企业。我们对领军企业的筛选基于对以下三方面的量化分析：现金投资的现金回报、行业地位和管理水平（公司管理层对行业面临的环境、社会和企业治理方面管理的有效性）。

信息披露

相关的股票研究范围

程博为：中国券商、中国金融行业。马宁：中国券商、中国金融行业。

中国券商：中信证券、招商证券、光大证券、海通证券。

中国金融行业：农业银行(A)、农业银行(H)、北京银行、中国银行(A)、中国银行(H)、交通银行(A)、交通银行(H)、南京银行、宁波银行、中信银行(A)、中信银行(H)、建设银行(A)、建设银行(H)、光大银行、中国人寿(A)、中国人寿(H)、招商银行(A)、招商银行(H)、民生银行(A)、民生银行(H)、中国太保(A)、中国太保(H)、中国太平、重庆农村商业银行、远东宏信、华夏银行、兴业银行、工商银行(A)、工商银行(H)、新华保险(A)、新华保险(H)、人保财险、平安银行、中国平安(A)、中国平安(H)、浦发银行。

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

高盛高华在今后3个月中预计将从下述公司获得或寻求获得投资银行服务报酬：中信证券(Rmb10.34)

公司评级、研究行业及评级和相关定义

买入、中性、卖出：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据25-35%的股票评级为买入、10-15%的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单；但是，在某一特定行业买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。地区强力买入或卖出名单是以潜在回报规模或实现回报的可能性为主要依据的投资建议。

潜在回报：代表当前股价与一定时间范围内预测目标价格之差。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究行业及评级: 分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及 / 或估值对研究对象的投资前景的看法。**具吸引力(A):** 未来12个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及 / 或估值。**中性(N):** 未来12个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及 / 或估值持平。**谨慎(C):** 未来12个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及 / 或估值。

暂无评级(NR): 在高盛高华干涉于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时并在某些其他情况下，投资评级和目标价格已经根据高华证券的政策予以除去。**暂停评级(RS):** 由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标，或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制，我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效，因此投资者不应依赖该等资料。**暂停研究(CS):** 我们已经暂停对该公司的研究。**没有研究(NC):** 我们没有对该公司进行研究。**不存在或不适用(NA):** 此资料不存在或不适用。**无意义(NM):** 此资料无意义，因此不包括在报告内。

一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华为高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报告中涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师和信贷分析师，将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的地区，本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。投资者可以向高华销售代表取得或通过<http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp>取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

北京高华证券有限责任公司版权所有 © 2012 年

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。