



股票代码	600030.CH	6030.HK
评级	持有	持有
收盘价	人民币 10.77	港币 14.38
目标价	人民币 11.03	港币 14.14
上/下浮比例	1%	-2%
目标价格基础	1.40 倍市净率	1.47 倍市净率
板块评级	中立	中立

中信证券

3 季度利润环比大幅下滑

中信证券3季度实现净利润6.72亿元，由于去年同期基数较低，同比增长86.6%，环比2季度则下滑了51.5%。3季度各项业务下滑明显，全年业绩面临较大压力。如果4季度大盘不能出现明显反弹，中信证券股价难有表现。维持持有评级和目标价格不变。

支撑评级的要点

- 中信证券前3季度实现净利润29.2亿元，同比下滑12.4%；第3季度单季净利润6.72亿元，同比增长86.6%，环比2季度则下滑了51.5%。3季度各项业务下滑明显，只是由于去年同期较低的基数和处置直投收益，使得同比增速相对较高。
- 3季度A/B股市场日均成交额同比下降29%，导致中信证券代理买卖证券收入同比下降21.1%。
- 中信证券上半年承销业务表现强劲，但3季度以来股权融资基本停滞，中信证券也不可避免受到负面影响，3季度证券承销收入同比下降11.2%。
- 3季度利息净收入同比下降19.6%，环比下降17.3%。这主要是由于银行存款利率的下降导致。期内中信浙江和中信万通的融资融券余额增长较快，对利息收入应有正面贡献。
- 3季度实现净投资收益约8.02亿元，而去年同期为亏损2.14亿元，这是推高3季度利润同比增速的主要原因；但由于3季度股市和债市均出现调整，导致公允价值出现3.77亿元的损失。此外，可供出售类投资浮亏增加约4.5亿元，我们估计期末浮亏余额仍有9亿元以上。

评级面临的主要风险

- A股市场大幅下挫，导致成交低迷和投资损失。
- 海外并购整合不力，拖累公司总体发展。

估值

- 目前中信证券A股股价相当于1.38倍2012年市净率，或30.65倍2012年市盈率；H股股价相当于1.51倍2012年市净率，或33.43倍2012年市盈率。我们认为今年各项新业务贡献有限，券商业绩和股价表现仍主要取决于大盘走势。维持对中信证券的持有评级不变。

投资摘要 — A 股

年结日: 12月31日	2010	2011	2012 E	2013 E	2014 E
营业收入(人民币 百万)	30,281	26,371	11,394	13,917	17,033
变动 (%)	26.9	(12.9)	(56.8)	22.1	22.4
净利润(人民币 百万)	11,312	12,576	3,872	5,249	7,753
变动 (%)	25.9	11.2	(69.2)	35.6	47.7
完全摊薄每股收益(人民币)	1.14	1.23	0.35	0.48	0.70
变动 (%)	25.9	8.5	(71.5)	35.6	47.7
全面摊薄市盈率(倍)	9.47	8.73	30.65	22.61	15.30
每股净资产值(人民币)	7.08	7.86	7.79	8.17	8.77
市净率(倍)	1.52	1.37	1.38	1.32	1.23
净资产收益率 (%)	17.13	16.02	4.49	5.97	8.31
每股股息(人民币)	0.50	0.46	0.13	0.18	0.27
股息收益率 (%)	4.64	4.32	1.23	1.67	2.46

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现 — A 股



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	13	(9)	(11)	(12)
相对新华富时 A50 指数	16	(6)	(6)	3

发行股数(百万)	9,839
流通股(%)	77
流通股市值(人民币 百万)	78,336
3个月日均交易额(人民币 百万)	801
主要股东(%)	
中信集团	21

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年10月30日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

金融: 证券

尹劲桦

(8621) 2032 8590

jinhua.yin@bocichina.com

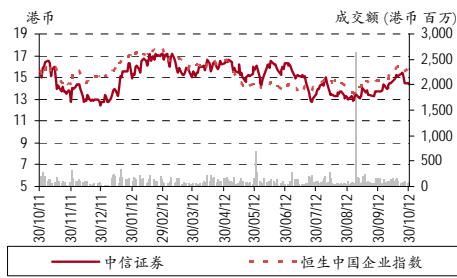
证券投资咨询业务证书编号: S1300510120024

袁琳, CFA

(8610) 6622 9070

lin.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120005

股价表现 — H 股


(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	9	5	7	(9)
相对恒生中国企业指数	6	(1)	(3)	(8)

发行股数(百万)	1,178
流通股(%)	100
流通股市值(港币 百万)	15,385
3个月日均交易额(港币 百万)	122

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2012 年 10 月 30 日收市价为标准

投资摘要 — H 股

年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012 E	2013 E	2014 E
营业收入(人民币 百万)	30,281	26,371	11,394	13,917	17,033
变动(%)	26.9	(12.9)	(56.8)	22.1	22.4
净利润(人民币 百万)	11,312	12,576	3,872	5,249	7,753
变动(%)	25.9	11.2	(69.2)	35.6	47.7
完全摊薄每股收益(人民币)	1.14	1.23	0.35	0.48	0.70
变动(%)	25.9	8.5	(71.5)	35.6	47.7
全面摊薄市盈率(倍)	10.33	9.52	33.43	24.66	16.69
每股净资产值(人民币)	7.08	7.86	7.79	8.17	8.77
市净率(倍)	1.66	1.49	1.51	1.44	1.34
净资产收益率(%)	17.13	16.02	4.49	5.97	8.31
每股股息(人民币)	0.50	0.46	0.13	0.18	0.27
股息收益率(%)	4.26	3.96	1.13	1.53	2.26

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1. 2012 年三季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2011 年 前三季度	2012 年 前三季度	同比变动 (%)	2011 年 3 季度	2012 年 3 季度	同比变动 (%)	3 季度环比 2 季度变动
一、营业收入	9,450	8,148	(13.8)	1,942	2,359	21.5	(30.6)
手续费及佣金净收入	6,619	4,488	(32.2)	2,237	1,609	(28.1)	(4.0)
其中: 代理买卖证券业务净收入	2,905	2,241	(22.8)	863	681	(21.1)	(16.2)
证券承销业务净收入	1,124	1,378	22.6	544	483	(11.2)	(18.9)
受托客户资产管理业务净收入	163	142	(12.9)	56	46	(17.4)	(2.1)
利息净收入	1,055	977	(7.4)	352	283	(19.6)	(17.3)
投资净收益	2,453	2,670	8.9	(214)	802	(475.0)	(42.1)
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	43	247	471.6	42	(5)	(110.9)	(102.7)
公允价值变动净收益	(768)	(118)	(84.7)	(445)	(377)	(15.4)	373.8
汇兑净收益	8	77	819.7	(3)	24	(781.9)	(54.6)
其他业务收入	83	53	(36.1)	15	18	23.2	(19.3)
二、营业支出	4,933	4,421	(10.4)	1,425	1,503	5.5	(8.0)
营业税金及附加	399	282	(29.3)	111	97	(12.2)	(14.4)
管理费用	4,536	4,134	(8.9)	1,313	1,403	6.9	(7.8)
资产减值损失	(6)	(4)	(36.5)	(0)	(0)	(66.1)	(97.1)
其他业务成本	4	9	133.9	2	3	68.4	(2.3)
三、营业利润	4,517	3,726	(17.5)	517	856	65.7	(51.5)
加: 营业外收入	8	44	461.6	3	8	183.2	(38.6)
减: 营业外支出	8	3	(64.5)	0	2	561.6	71.0
四、利润总额	4,516	3,767	(16.6)	520	863	66.1	(51.5)
减: 所得税	1,177	852	(27.7)	164	195	18.9	(50.8)
五、净利润	3,339	2,916	(12.7)	356	668	87.9	(51.7)
减: 少数股东损益	5	(5)	(185.2)	(4)	(3)	(23.4)	24.2
归属于母公司所有者的净利润	3,333	2,920	(12.4)	360	672	86.6	(51.5)
其他综合损益	(3,145)	(382)	(87.9)	(2,367)	(449)	(81.0)	171.8
综合收益总额	194	2,534	1,205.3	(2,012)	220	(110.9)	(69.6)
归属于母公司所有者的综合收益	201	2,539	1,164.8	(2,007)	223	(111.1)	(69.1)
归属于少数股东的综合收益	(7)	(5)	(30.5)	(5)	(3)	(31.4)	(2,677.9)

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

损益表 (人民币 百万) — A/H 股

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
手续费和佣金收入	16,598	9,713	6,442	7,553	9,115
经纪业务	9,447	4,518	3,845	4,123	4,812
投资银行业务	3,287	1,983	2,062	2,792	3,508
资产管理	3,741	3,097	408	498	640
其他	124	116	128	140	154
利息净收入	1,988	2,056	2,143	2,463	3,109
投资损益	11,501	14,393	2,581	3,648	4,532
其他收入	194	209	229	252	278
营业收入合计	30,281	26,371	11,394	13,917	17,033
手续费和佣金支出	(1,740)	(1,067)	(901)	(1,057)	(1,275)
人工成本	(6,981)	(4,997)	(3,148)	(3,463)	(5,090)
营业税	(962)	(488)	(391)	(509)	(643)
其他营业费用	(4,285)	(3,690)	(2,532)	(3,025)	(1,158)
减值损失	(17)	(1,514)	(106)	104	114
营业费用合计	(13,985)	(11,756)	(7,079)	(7,949)	(8,054)
营业利润	16,296	14,615	4,316	5,967	8,980
联营公司损益	24	416	562	636	758
利润总额	16,320	15,031	4,878	6,603	9,738
所得税	(4,184)	(2,427)	(976)	(1,321)	(1,948)
净利润	12,136	12,604	3,902	5,283	7,790
少数股东权益	(825)	(28)	(31)	(34)	(37)
归属母公司净利润	11,312	12,576	3,872	5,249	7,753
+/-%	25.9	11.2	(69.2)	35.6	47.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万) — A/H 股

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
资产					
固定资产	2,491	3,338	3,672	4,040	4,443
无形资产	928	640	583	531	484
联营企业投资	1,762	9,478	9,952	10,450	10,972
金融资产	58,028	56,955	61,002	65,491	70,492
融资融券	1,975	2,967	10,258	22,452	34,985
客户资金	61,911	35,760	37,419	39,290	43,265
现金和存款	18,444	33,444	22,828	13,666	8,630
其他资产	7,638	5,696	6,144	6,631	7,160
资产合计	153,177	148,280	151,858	162,550	180,433
代理买卖证券款	62,081	36,477	38,301	40,216	44,238
卖出回购	6,902	14,233	15,656	17,222	18,944
应付债券	1,500	1,500	1,500	3,000	5,000
其他负债	11,847	9,080	10,102	11,678	15,155
负债合计	82,330	61,290	65,559	72,116	83,337
股本	9,946	11,017	11,017	11,017	11,017
准备	39,827	48,724	49,629	50,973	53,347
未分配利润	20,662	26,846	25,219	27,977	32,228
母股东权益合计	70,435	86,587	85,865	89,968	96,592
少数股东权益	413	403	434	468	505
权益合计	70,848	86,990	86,299	90,435	97,097
负债权益合计	153,178	148,280	151,858	162,551	180,433

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万) — A/H 股

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	16,320	15,031	4,878	6,603	9,738
折旧和摊销	370	307	211	232	256
其他调整	(10,304)	(12,419)	(2,160)	(3,072)	(3,892)
运营资产变动	(13,034)	1,068	(6,056)	(10,906)	(11,041)
支付税金	(2,809)	(3,865)	(976)	(1,321)	(1,948)
经营活动现金流	(9,457)	122	(4,103)	(8,463)	(6,888)
投资活动现金流	179	9,813	(1,723)	(1,084)	(201)
筹资活动现金流	(407)	6,355	(4,632)	513	2,155
净现金流	(9,684)	16,290	(10,458)	(9,034)	(4,934)
期初现金及现金等价物	27,132	17,353	33,444	22,828	13,666
汇率变动影响	(94)	(199)	(159)	(127)	(102)
期末现金及现金等价物	17,354	33,444	22,828	13,666	8,630

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率 (%) — A/H 股

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
增长指标 (%)					
手续费和佣金收入	(8.55)	(41.48)	(33.68)	17.25	20.68
利息净收入	(1.55)	3.43	4.19	14.97	26.21
投资损益	235.52	25.15	(82.07)	41.36	24.24
净利润	25.91	11.18	(69.22)	35.57	47.71
去除出售子公司后的净利润	(22.22)	(60.42)	39.99	35.57	47.71
总资产	(25.93)	(3.20)	2.41	7.04	11.00
投资资产	1.83	(1.85)	7.11	7.36	7.64
收入结构 (%)					
手续费和佣金收入	54.81	36.83	56.54	54.27	53.51
经纪业务	31.20	17.13	33.74	29.62	28.25
投资银行业务	10.85	7.52	18.10	20.06	20.59
资产管理	12.35	11.74	3.58	3.58	3.76
其他	0.41	0.44	1.12	1.01	0.91
利息净收入	6.57	7.80	18.80	17.70	18.25
投资损益	37.98	54.58	22.65	26.21	26.61
其他收入	0.64	0.79	2.01	1.81	1.63
营业收入合计	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
盈利指标 (%)					
成本收入比	42.95	36.99	57.76	54.21	44.17
总资产收益率	6.28	8.34	2.58	3.34	4.52
净资产收益率	17.13	16.02	4.49	5.97	8.31
资本和杠杆指标 (%)					
总资产/权益	2.16	1.70	1.76	1.80	1.86
扣除客户资金后资产/权益	1.29	1.29	1.33	1.36	1.41
净资本/各项风险资本准备	524.60	618.93	1,084.18	917.44	797.63
净资本/净资产	66.70	67.82	65.26	57.06	57.62
净资本/负债	241.80	213.69	175.14	137.10	121.28
净资产/负债	362.30	315.09	268.38	240.29	210.48

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371