

沪港通股票

中信证券

公司快速加杠杆，经纪、自营弹性值得关注

以快速加杠杆作为提升 ROE 的重要手段，有效杠杆率有望达到 5x

2012 年以来中信以快速加杠杆作为提升 ROE 的重要手段，不断多渠道融资，全方位支持创新业务发展。依托融资渠道和融资成本等方面明显优势，公司创新业务稳居行业首位，信用业务增速不断超预期。从加杠杆潜力来看，目前监管规定下，我们估计公司有效杠杆率有望到 5.01x，假设公司 ROA 保持 2014 年水平，ROE 有望由 2014 年 8.5% 左右升至 13% 左右。

市场持续回暖下，经纪、自营向上弹性值得关注

公司经纪定位于机构和高净值客户，因此公司没有以低价格获取低端客户，但难得的是公司经纪份额和佣金率保持稳定。11 月市场成交大幅放量，我们认为公司经纪收入向上弹性值得关注。2014.1H 公司权益投资仅 298 亿元，占投资总规模 21%，占总资产 9%，其中我们预计纯方向性自营规模不超过 50 亿元。考虑到公司资产规模较大，我们认为若股市持续回暖，公司权益类持仓未来存在较大提升空间。

成交额大幅放量、融资渠道进一步拓展，上调 2014-16 年盈利预测

考虑到公司：1) 10 月母公司净利润超预期，11 月市场成交大幅放量，净利润有望超预期；2) 业内首家获批发行证券公司短期公司债，融资渠道进一步拓展；3) 信用业务增速持续超预期，因此我们上调公司 2014-16 年 EPS 预测至 0.79/0.94/1.15 元，上调幅度分别为 14%/21%/28%。

估值：上调目标价至 23.77 元，维持“买入”评级

考虑到公司创新业务和传统业务持续超预期且融资渠道进一步拓展，基于分部估值法，我们将目标价由 17.16 元上调至 23.77 元，上调幅度 38%。目标价对应 2015E P/B 2.51x，维持“买入”评级。

Equities

中国

多样化金融服务

12 个月评级

买入

保持不变

12 个月目标价

Rmb23.77

之前: Rmb17.16

股价

Rmb18.78

路透代码: 600030.SS 彭博代码 600030 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围 Rmb18.78-10.05

市值 Rmb207 十亿/US\$33.6 十亿

已发行股本 9,839 百万 (ORDA)

流通股比例 67%

日均成交量(千股) 249,760

日均成交额(Rmb 百万) Rmb3,696.3

普通股股东权益 (12/14E) Rmb95.5 十亿

市净率 (12/14E) 2.2x

一级资本充足率 -

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

从 到 %市场预测

12/14E 0.70 0.79 13.58 0.71

12/15E 0.77 0.94 21.27 0.80

12/16E 0.90 1.15 27.67 0.95

潘 洪文

分析师

S1460513090002

hongwen.pan@ubssecurities.com

+86-213-866 8845

崔 晓雁

分析师

S1460513100002

xiaoyan.cui@ubssecurities.com

+86-213-866 8871

重要数据 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	25,033	11,694	16,115	25,200	31,790	37,267	42,711	47,888
税前利润	15,031	5,487	6,846	11,734	13,780	16,802	19,831	22,387
净利润 (本地 GAAP)	12,576	4,237	5,244	8,715	10,311	12,658	15,009	16,991
净利润 (UBS)	12,576	4,237	5,244	8,715	10,311	12,658	15,009	16,991
一级资本充足率%	-	-	-	-	-	-	-	-
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	1.23	0.38	0.48	0.79	0.94	1.15	1.36	1.54
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
股东权益回报率(UBS)	16.0	4.9	6.0	9.5	10.3	11.6	12.4	12.6
股价/拨备前营业利润(稀释后)	7.7	23.7	18.7	21.1	15.0	12.3	10.4	9.2
市净率	1.6	1.5	1.5	2.2	2.0	1.8	1.6	1.5
市净率(UBS)	1.6	1.5	1.5	2.2	2.0	1.8	1.6	1.5
市盈率 (UBS, 稀释后)	10.2	30.6	25.9	23.7	20.1	16.3	13.8	12.2
净股息收益率(%)	3.4	2.6	1.2	1.3	1.5	1.9	2.2	2.4

资料来源: 公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值: 根据该年度的平均股价得出。(E): 根据 2014 年 12 月 02 日 18 时 56 分的股价(Rmb18.78)得出。

投资主题

中信证券

投资理由

中信证券是中国最大的证券公司，中国证券行业的龙头企业。公司总资产、净资产、营业收入、净利润等连续多年居行业首位。公司传统业务积累丰厚，经纪、债券承销等市场份额连续多年居行业首位，股票承销连续多年居行业前三。传统业务为公司积累了大量的客户资源。公司创新业务全面领先。2012 年证券行业启动创新发展以来，公司快速加杠杆、积极扩张资产负债表。中信证券在直投、资本中介、另类投资等方面先发优势明显，公司创新业务种类、规模及收入贡献均远超其他证券公司。

乐观情景

假设股市好转、交易量持续活跃，在 2014-16 年日均交易额分别为 2,829 亿元/3,125 亿元/3,333 亿元以及综合投资收益率分别为 10%/10%/10% 的乐观假设下，我们预期公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.84 元/1.00 元/1.24 元，每股估值为 25.30 元。

悲观情景

假设股市持续低迷，在 2014-16 年日均交易额分别为 1,705 亿元/1,791 亿元/1,882 亿元以及综合投资收益率分别为 3%/3%/3% 的悲观假设下，我们预期公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.60 元/0.57 元/0.67 元，每股估值为 16.87 元

近期催化剂

正面催化剂：市场回暖下，公司创新业务规模有望超预期，导致公司业绩超预期；净资本监管有望放松，将释放公司资本金，同时公司可以投入更多的创新业务。

负面催化剂：随着经纪业务竞争加剧，未来佣金率降幅可能超预期，拖累公司业绩；创新业务出现风险、遭受监管处罚。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb23.77

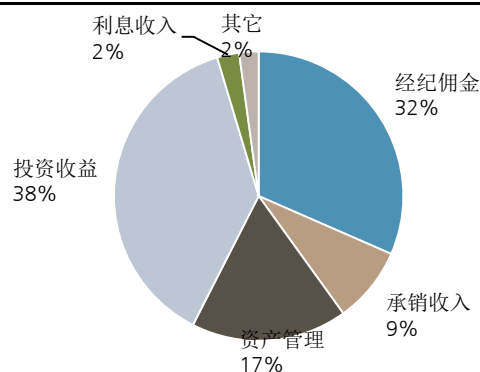
公司简介

中信证券是国内规模最大的证券公司。主营业务范围为：证券经纪；证券投资咨询；财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；期货 IB 业务；代销金融产品等。中信证券在若干业务领域保持或取得领先地位，经纪第一、股票及债券承销第一；受托管理资产规模第一。

行业展望

中国证券行业的盈利模式正处于快速变化中，盈利模式由传统的“通道服务”为主的模式逐渐演变为“杠杆+资产负债表业务”模式。我们预计新的盈利模式下预期行业杠杆率将逐步提升，从而推动行业 ROE 持续增长。目前，一方面行业发展的空间已经全面打开；另一方面行业竞争日趋激烈，行业竞争格局可能根本性改变。我们认为随着业务范围扩大和净资本管制的进一步放松，证券行业创新正迎来一轮新的快速发展，短期看好资本中介业务的快速成长。

中信证券收入构成 (2014.1H)



来源：公司数据

中信证券简要损益表 (亿元)

损益表	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	116.9	161.2	252.0	317.9	372.7
营业支出	62.6	92.6	157.0	180.1	204.7
所得税	11.8	15.4	25.7	30.2	36.8
净利润	43.1	53.1	91.6	107.6	131.2
归属母公司净利润	42.4	52.4	87.2	103.1	126.6

来源：公司数据，瑞银证券估算

目录

以快速加杠杆作为提升 ROE 的重要手段.....	4
融资能力较强，充裕资金支持下信用业务增速超预期.....	5
市场持续活跃下，经纪、自营向上弹性值得关注.....	6
专注于机构和高净值客户，经纪业务弹性值得关注.....	6
权益类投资占比较小，未来存在提升空间.....	8
投行实力继续领先，但 IPO 储备项目相对偏少.....	10
盈利预测与估值调整概要.....	12
成交大幅放量、信用业务持续超预期，上调盈利预测.....	12
考虑 10 月月报超预期及 11 月经营环境显著改善，上调 14 年盈利预测..	13
估值：上调目标价，维持“买入”评级.....	14

潘 洪文

分析师

S1460513090002

hongwen.pan@ubssecurities.com

+86-213-866 8845

崔 晓雁

分析师

S1460513100002

xiaoyan.cui@ubssecurities.com

+86-213-866 8871

以快速加杠杆作为提升 ROE 的重要手段

业内首家获批发行证券公司短期公司债券，融资渠道进一步拓展。2011 年底公司重构业务模式，将业务划分为传统中介、资本中介和本金投资。公司战略定位于以资本中介为主的投资银行，提出通过多种融资方式筹集资金、提升杠杆，全方位支持资本中介业务。从公司战略看，快速加杠杆成为提升 ROE 最重要的手段。2014 年 11 月 8 日，公司发行证券公司短期公司债券获得上海证券交易所备案，备案金额人民币 208 亿元。中信为行业内首家获批发行证券公司短期公司债券的公司，我们认为融资渠道的进一步拓展，为公司杠杆率提升进一步打开的空间。

根据目前监管要求，公司有效杠杆率有望由目前的 3.2x 提升至 5.0x。2014 年 3 季度末公司有效杠杆率为 3.24x，在上市券商仅次于华泰。根据监管要求：

（1）短期融资券待偿还余额不超过净资本 60%；（2）公司债待偿还余额不超过公司净资产 40%；（3）短期公司债超过净资本的 60%等，公司短期融资券、公司债、短期公司债券等仍有一定空间。假设公司充分运用各类融资工具且规模均达到监管上限，公司有效杠杆率有望达到 5.01x。同时，考虑到证监会已启动《证券公司风险控制指标管理办法》修订工作，未来净资本管制有望大幅放松，我们认为公司杠杆率仍有较大提升空间。

图表 1: 中信证券有效杠杆率上限测算（亿元）

	2014.3Q 金额	占比	上限金额	占比	差额	备注
代理买卖证券款	754	27%	754	17%	-	保持 2014 年 3 季度金额不变
短期负债	1,090	39%	1,264	28%		
短期借款	42	1%	65	1%	24	取历史最高值
拆入资金	143	5%	293	7%		
银行拆入资金	143		143			保持 2014 年 3 季度金额不变
转融通	-		150		150	单一证券公司转融通余额不得超过证券金融公司净资本的 50%
卖出回购金融资产款	906	32%	906	20%	-	保持 2014 年 3 季度金额不变
长期负债	437	16%	1,905	43%		
应付短期融资款	100	4%	466	10%	366	待偿还余额不超过净资本 60%
应付债券	322	11%	1,423	32%		
公司债	200	7%	371	8%	171	待偿还余额不超过公司净资产 40%
海外债	47	2%	227	5%		增加海外中期票据 30 亿美元额度
次级债	60		359	8%	299	长期次级债不超过净资本的 100%
短期公司债			466	10%	466	待偿还余额不超过净资本 60%
长期借款	15	1%	15	0%		保持 2014 年 3 季度金额不变
其他	529	19%	529	12%		保持 2014 年 3 季度金额不变
负债合计	2,811	100%	4,452	100%	1,641	
资产总计	3,757		5,397		1,640	
归属母公司所有者权益	928		928		-	
净资本	419		777		359	长期次级债发行后净资本增加
有效杠杆率	3.24		5.01			

来源: 证监会、公司公告、瑞银证券估算

杠杆率提升驱动 ROE 持续提升。2012 年行业创新发展以来，公司坚定快速扩张资产负债表，快速加杠杆成为提升 ROE 最重要的手段。展望未来，我们认为公司仍将不断通过多种融资方式筹集资金、提升杠杆，全方位支持资本中介业务。假设公司有效杠杆率提升至 5x，ROA 保持 2014 年水平不变，则公司 ROE 有望由 2014 年的 8.5%左右提升至 13%左右。

融资能力较强，充裕资金支持下信用业务增速超预期

公司融资能力较强，融资渠道和融资成本等方面具备明显优势。2012 年以来不断多渠道融资，全方位支持资本中介业务发展。公司 10 月完成第二期次级债 70 亿、获批发行短期债券 208 亿元，境外融资取得新进展（设立不超过 30 亿美元境外中期票据计划并完成首期发行 6.5 亿美元）、融资成本 3.5%。我们认为公司融资能力较强，在融资渠道和融资成本方面具备明显优势。

图表 2: 中信 2012 年以来不断多渠道融资，全方位支持资本中介业务发展

2012-08	发行短期融资券获得中国人民银行备案，额度 200 亿元
2013-09	发行短期融资券再次获得中国人民银行备案，额度 242 亿元
2014-08	发行短期融资券第三次获得中国人民银行备案，额度 208 亿元
2013-06	获准发行公司债 200 亿元，6 月、8 月分两期发行完毕
2013-12	获准发行次级债 150 亿元，2014 年 4 月、10 月分两期发行完毕
2014-10	全资控股公司设立不超过 30 亿美元境外中期票据计划，当月完成首期发行 6.5 亿美元，3.5%融资成本
2014-11	发行证券公司短期公司债券获得上海证券交易所备案，额度 208 亿元

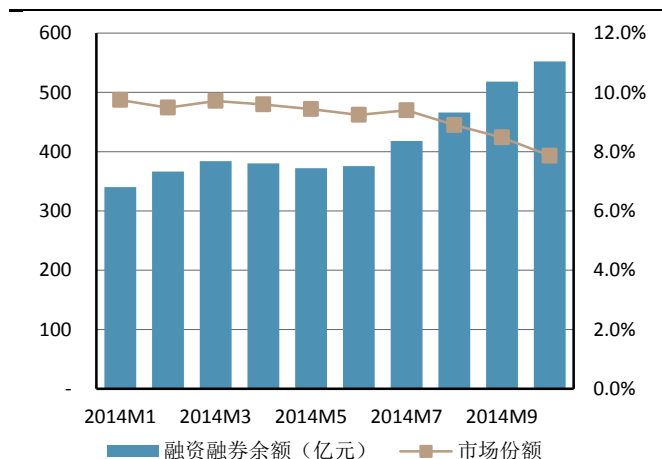
来源: 公司公告

资产负债表快速扩张，充裕资金支持下信用业务增速超预期。中信是中国证券行业龙头，创新业务布局最为领先，最为受益于中国资本市场改革。近年来公司创新业务规模持续位居行业首位。快速扩张的资产负债表为公司创新业务发展提供了充裕资金支持。公司融资融券、股权质押、收益互换等信用业务规模显著超越主要竞争对手。

- **高基数下，融资融券市场份额下滑，但业务规模持续快速增长。**10 月末公司融资融券余额达到 552.24 亿元，较上年末增长 65%。尽管 2014 年 7 月以来公司融资融券市场份额有所下滑，10 月末公司融资融券市场份额较 9 月环比下滑 0.6 个 bp，但公司融资融券余额行业排名继续保持行业第 1 位。我们认为，公司融资融券市场份额下滑主要因为公司业务规模较大、高基数下增速放缓。我们期待充裕资金支持下，公司两融业务继续保持稳健增长。
- **股权质押业务快速增长，接受质押市值提升至行业首位。**股权质押业务是中信继融资融券之后又一重点发展的创新业务。10 月末公司股权质押业务规模约 268 亿元（接受质押市值 670 亿元），较上年末增长 225%，大幅快于 169%的行业平均增速。从行业排名来看，公司股权质押业务由上年末的第 2 位上升至第 1 位。我们看好公司股权质押业务规模持续快速提升，并驱动业绩贡献显著增长。

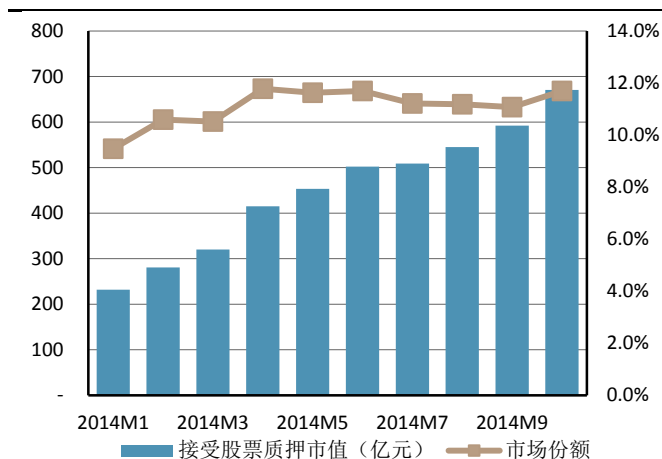
- **股票收益互换业务规模、业务增速超预期。**中信战略性定位于资本中介业务，自 2012 年 3 月业内首家获批开展股票收益互换业务以来，业务规模持续快速增长。据我们估计，截至 2014 年末公司股票收益互换业务规模可达 150 亿元，远超我们原 50 亿元的预期。目前公司收益互换业务主要有两种方式：1) 固定利率与股票收益间的互换；2) 股票收益的互换。此外，2014 年 5 月中信业内首推跨境股票收益互换业务。我们认为在跨境业务日益广泛的大趋势下，公司收益互换业务已占据先发优势，未来具备广阔的发展空间。

图表 3: 2014 年下半年公司融资融券余额快速增长



来源: WIND

图表 4: 2014 年以来公司股权质押持续快速增长



来源: WIND

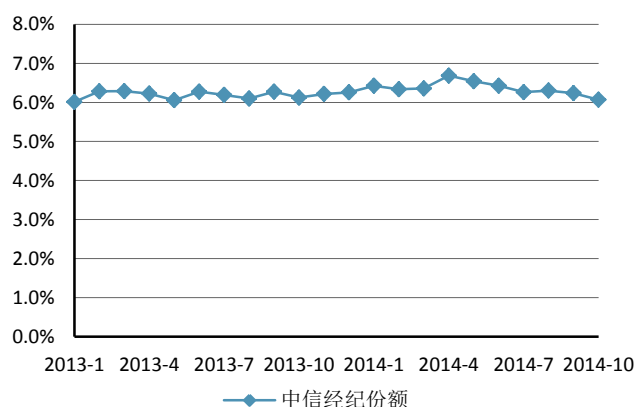
市场持续活跃下，经纪、自营向上弹性值得关注

专注于机构和高净值客户，经纪业务弹性值得关注

经纪业务定位清晰，专注于机构和高净值客户。公司经纪定位于机构和高净值客户，因此公司没有以低价格获取低端客户，但难得的是公司经纪份额和佣金率保持稳定。2014 年 11 月 27 日，公司公告收到《深圳证监局关于核准中信证券股份有限公司设立 9 家分支机构的批复》，核准公司在辽宁省大连市设立 2 家证券营业部；在黑龙江省哈尔滨市、江苏省苏州市、江苏省常州市、湖南省长沙市、广东省广州市、四川省成都市、陕西省西安市等城市各设立 1 家证券营业部。获批新设营业部信息系统建设模式均为 C 型。本次获批新设营业部仅 9 家，且地点均选择在省会或经济发达城市。我们认为公司新设营业网点并非改变经纪业务专注于机构和高净值客户的战略定位，而是营业网点全国布局的完善。

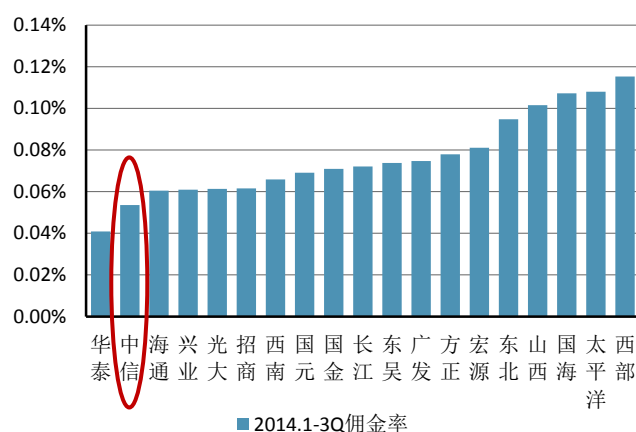
2014 年以来经纪份额保持平稳、佣金率处于行业低位。尽管 2014 年在互联网金融冲击下，公司经纪份额失去了市场第一的位置，但是公司经纪份额仍保持平稳，目前位居行业第二位。2014 年 1-10 月公司经纪份额为 6.51%，相比去年同期 6.11% 增加 0.4bps。佣金率方面，母公司佣金率 0.051%、同比下降 12.8%，降幅低于行业平均 15% 的降幅。我们认为公司经纪业务考核上更重视收入贡献，虽然 2014 年在竞争加剧下市场份额失去行业第一的位置，但清晰定位于机构和高净值客户，有助公司经纪业务市场份额和佣金率稳定，更利于长远发展，尤其是有助于收入的增长。

图表 5: 2014 年以来中信经纪份额保持平稳



来源: WIND

图表 6: 中信佣金率处于行业低位 (2014.1-3Q)



来源: WIND, 公司公告

预期佣金率下滑空间有限，市场持续活跃下经纪业务向上弹性值得关注。考虑到公司经纪份额相对平稳，且目前佣金率已处于行业低位、未来下滑空间有限，我们认为市场持续活跃下，公司经纪业务向上弹性值得重点关注。从 2014 年 1-3 季度经纪收入占比看，中信经纪收入占比为 32%，低于 37% 的上市券商平均水平，介于华泰 39%、海通 26% 之间。

2007 年，在股市大涨下日均交易额达到 1817 亿元，相比 2006 年增长 417%；中信证券经纪收入由 2006 年 26.5 亿升至 133.8 亿、同比增长 404%。考虑到 2015 年 A 股 T+0 有望推出及股市乐观情绪显著上升，我们预计 2015 年交易额可能大幅超我们基准预期。从公司对日均交易额的敏感性测算来看，若日均交易额达到 4200 亿元，公司净利润在我们基准预测基础上将提升 15.3%。我们认为若 2015 年成交额大幅超预期，公司经纪业务向上弹性值得关注。

图表 7: 中信经纪收入敏感性测算 (2015E, 百万元)

	日均交易额								
	1960	2,156	2,372	2,609	2,870	3,157	3,472	3,819	4,201
0.1064%	8,856	9,542	10,296	11,126	12,038	13,042	14,146	15,361	16,697
0.0967%	8,233	8,856	9,542	10,296	11,126	12,038	13,042	14,146	15,361
0.0879%	7,666	8,233	8,856	9,542	10,296	11,126	12,038	13,042	14,146
佣金率 0.0799%	7,151	7,666	8,233	8,856	9,542	10,296	11,126	12,038	13,042
0.0719%	6,636	7,100	7,610	8,171	8,788	9,466	10,213	11,034	11,938
0.0647%	6,172	6,590	7,049	7,554	8,109	8,720	9,392	10,131	10,944
0.0583%	5,755	6,131	6,544	6,998	7,498	8,048	8,653	9,318	10,050

来源: 瑞银证券估算, 注: 佣金率为中信证券内地经纪业务平均佣金率

图表 8: 中信经纪业务净利润敏感性测算 (2015E, 百万元)

		日均交易额								
		1960	2,156	2,372	2,609	2,870	3,157	3,472	3,819	4,201
佣金率	0.1064%	2,978	3,208	3,462	3,741	4,048	4,385	4,756	5,165	5,614
	0.0967%	2,768	2,978	3,208	3,462	3,741	4,048	4,385	4,756	5,165
	0.0879%	2,578	2,768	2,978	3,208	3,462	3,741	4,048	4,385	4,756
	0.0799%	2,404	2,578	2,768	2,978	3,208	3,462	3,741	4,048	4,385
	0.0719%	2,231	2,387	2,559	2,747	2,955	3,183	3,434	3,710	4,014
	0.0647%	2,075	2,216	2,370	2,540	2,726	2,932	3,158	3,406	3,680
	0.0583%	1,935	2,061	2,200	2,353	2,521	2,706	2,909	3,133	3,379

来源: 瑞银证券估算

图表 9: 中信经纪业务弹性测算 (净利润, 2015E)

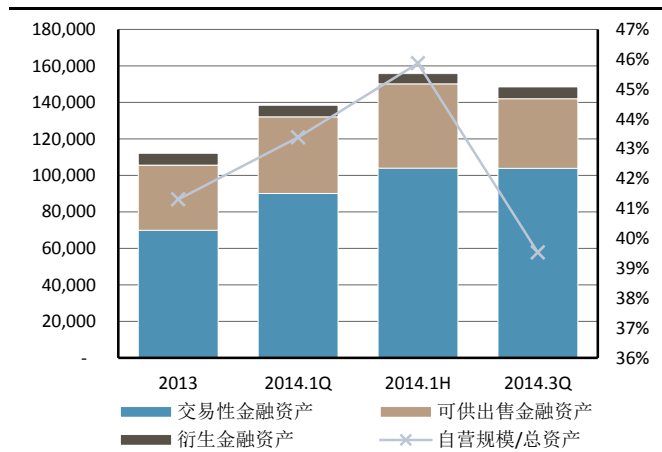
		日均交易额								
		1960	2,156	2,372	2,609	2,870	3,157	3,472	3,819	4,201
佣金率	0.1064%	-3.0%	0.0%	3.3%	6.9%	10.9%	15.3%	20.2%	25.5%	31.4%
	0.0967%	-5.7%	-3.0%	0.0%	3.3%	6.9%	10.9%	15.3%	20.2%	25.5%
	0.0879%	-8.2%	-5.7%	-3.0%	0.0%	3.3%	6.9%	10.9%	15.3%	20.2%
	0.0799%	-10.5%	-8.2%	-5.7%	-3.0%	0.0%	3.3%	6.9%	10.9%	15.3%
	0.0719%	-12.7%	-10.7%	-8.5%	-6.0%	-3.3%	-0.3%	2.9%	6.5%	10.5%
	0.0647%	-14.8%	-12.9%	-10.9%	-8.7%	-6.3%	-3.6%	-0.7%	2.6%	6.1%
	0.0583%	-16.6%	-14.9%	-13.1%	-11.1%	-9.0%	-6.5%	-3.9%	-1.0%	2.2%

来源: 瑞银证券估算

权益类投资占比较小, 未来存在提升空间

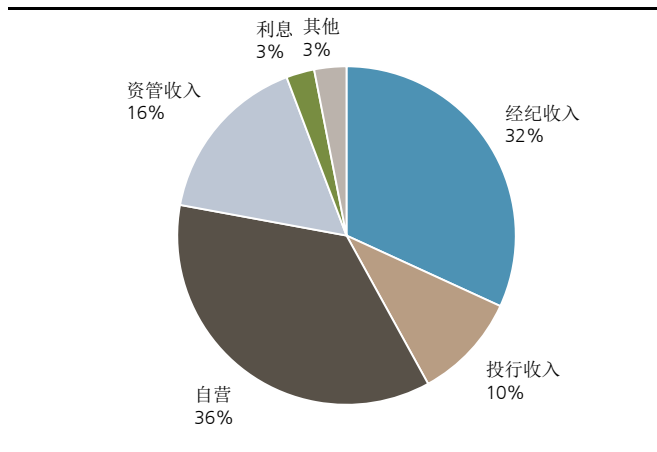
投资收益收入占比高, 投资业务为公司最重要的业务支柱。投资业务为公司最重要的业务支柱, 收入占比在 2014 年中报及三季度中高于经纪、资管、投行等其他各项业务。从上市券商 3 季报比较看, 2014 年前三季度公司投资收益 (包括公允价值变动) 收入占比 37%, 在上市券商中处于较高水平。2014 年三季度末公司投资业务规模 (交易性金融资产+可供出售金融资产+衍生金融资产+持有至到期) 1485 亿元, 占公司总资产的 40%, 占用资产规模超过信用业务、长期股权投资等其他业务。

图表 10: 中信投资业务规模与占总资产比例（百万元）



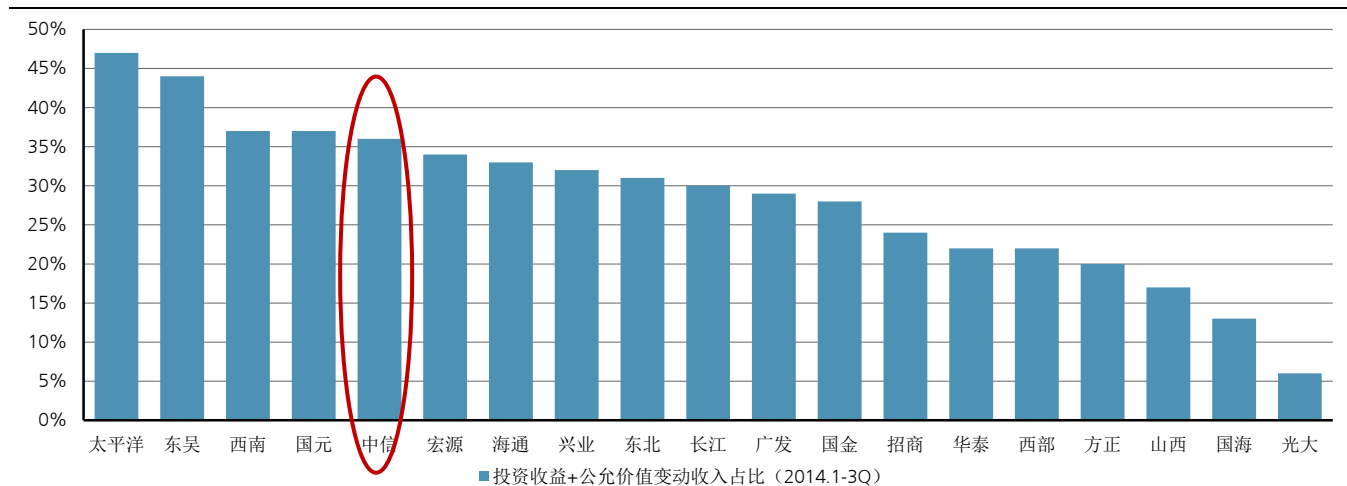
来源: 公司公告

图表 11: 2014.1-3Q 投资在公司收入结构中占比最高



来源: 公司公告

图表 12: 上市券商投资收益/营业收入占比比较（2014.1-3Q）

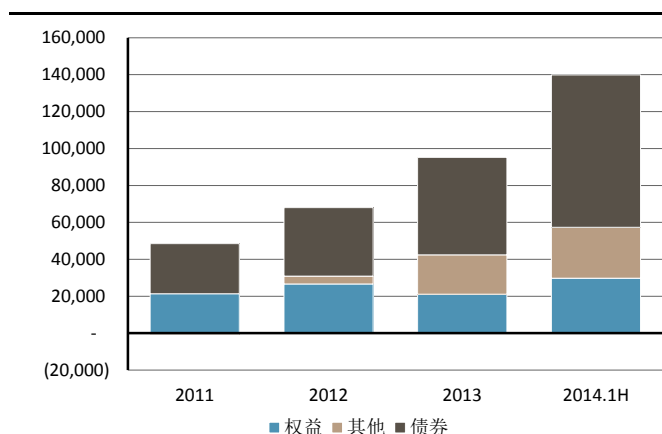


来源: 公司公告

方向性自营投资规模较小，未来存在提升空间。从公司投资业务持仓结构看，长期以来一直以债券为主，权益类持仓较少。2014 年中期末，公司权益类投资 297.61 亿元，占交易性金融资产和可供出售金融资产总规模的 21%，占公司总资产的 9%，占公司净资产的 33%。同时，公司权益类投资又分为方向性自营、多策略套利对冲（市场中性）和另类投资，其中与市场相关性较强的方向性自营规模我们预计不超过 50 亿元，仅占公司净资产规模的 5% 左右。

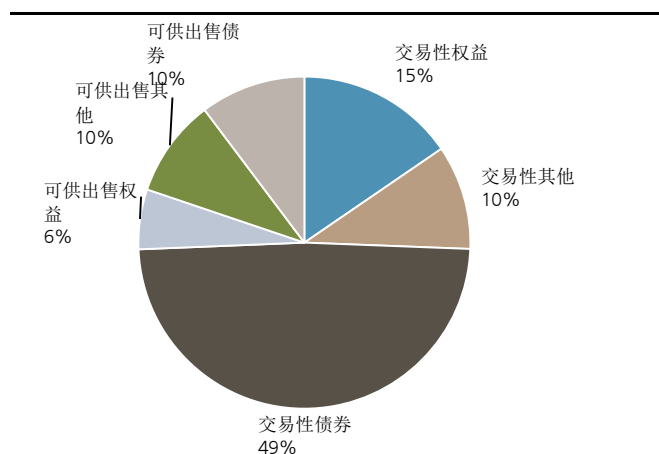
考虑到公司资产规模较大，而方向性自营投资规模较小（目前不超过 50 亿，2012 年最高曾超过 150 亿）、资产占比较低，我们认为若股市持续回暖，公司权益类持仓未来存在较大提升空间。参照 2007 年，股市大涨下公司投资收益（含公允价值变动）由 2006 年 17.4 亿升至 109.3 亿、同比增长 528%。我们认为 2015 年若市场持续回暖，公司投资收益向上弹性较大值得重点关注。

图表 13: 中信投资持仓长期以债券为主（百万元）



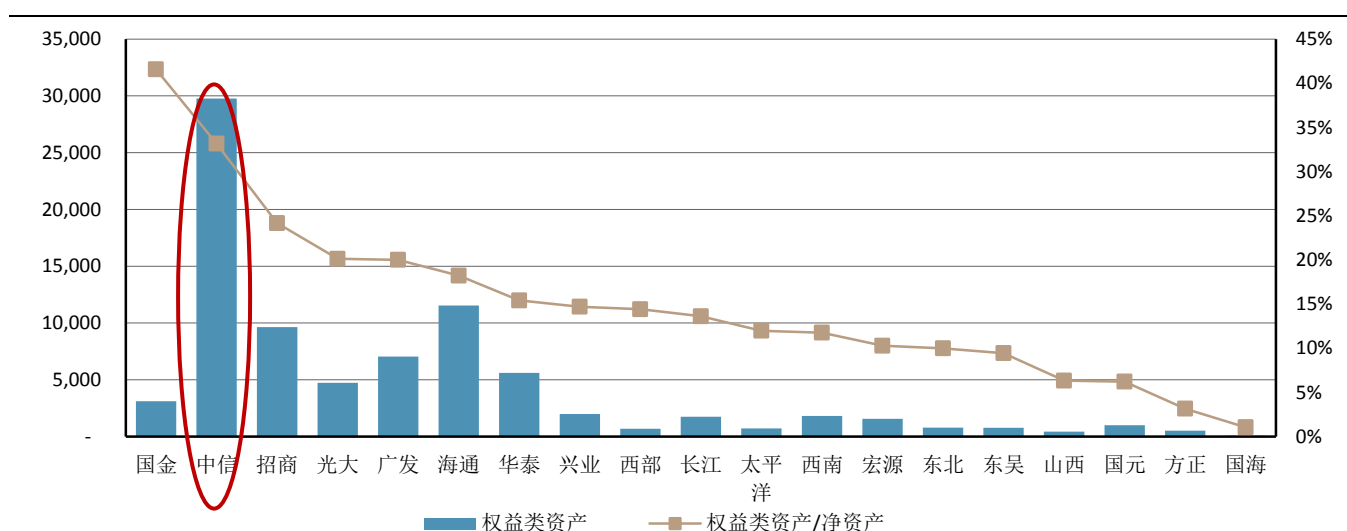
来源: 公司公告

图表 14: 2014 年中期末中信投资结构中权益类投资占比 21%



来源: 公司公告

图表 15: 上市券商权益类投资/净资产比较（百万元，2014.1H）



来源: 公司公告

投行实力继续领先，但 IPO 储备项目相对偏少

投行实力继续领先，债券承销继续保持行业首位、股票承销位居行业第二。

2014 年 1-3Q 公司实现投行收入 17.63 亿元，同比上升 73%，收入占比 10%。从 2014 年以来公司股票、债券承销项目数量与承销规模看，截止至 10 月末公司共完成股票承销项目 22 个，募集资金 313 亿元，行业排名由上年的第 3 位提升至第 2 位，其中 IPO 项目 4 个，募集资金 63 亿元；完成债券承销项目 147 个，募集资金 2160 亿元，行业排名继续保持首位。

图表 16: 证券行业股票承销排名前十的证券公司（亿元，2014.1-10）

排名	券商	首发		增发		配股		可转债		股票承销总额	
		数量	募集资金	数量	募集资金	数量	募集资金	数量	募集资金	募集资金	市场份额
1	中信建投	5	33	19	313	0	-	2	20	366	8.77%
2	中信	4	63	14	179	0	-	4	71	313	7.51%
3	海通	4	19	14	237	1	14	1	8	277	6.65%
4	国泰君安	3	16	13	198	2	36	0	-	249	5.99%
5	国信	10	56	9	156	0	-	1	5	216	5.19%
6	广发	10	64	11	94	3	46	0	-	204	4.90%
7	西南	2	12	12	192	0	-	0	-	204	4.89%
8	华泰	5	31	14	136	0	-	1	6	174	4.17%
9	中金	3	24	9	95	0	-	1	33	153	3.66%
10	长江	1	6	5	125	0	-	0	-	131	3.15%

来源: WIND

图表 17: 证券行业债券承销排名前十的证券公司（亿元，2014.1-10）

排名	券商	债券发行只数	债券承销规模	市场份额
1	中信	147	2,160	14.2%
2	国开	109	1,383	9.1%
3	中信建投	86	879	5.8%
4	国泰君安	86	797	5.2%
5	中金	44	721	4.7%
6	广发	43	591	3.9%
7	国信	72	552	3.6%
8	海通	49	551	3.6%
9	华泰	46	507	3.3%
10	银河	41	461	3.0%

来源: WIND

IPO 储备项目相对偏少，或影响未来投行收入增速。从证监会预披露项目数量看，截至 2014 年 10 月末公司已预披露项目 32 个，位居行业第 5 位，虽然也处于行业前列，但显著少于广发（43）、招商（40）、国信（40）等主要竞争对手，同时行业第 5 位的排名相对于股、债承销行业前两位也略有落后。考虑到目前预披露企业已达到 680 家左右，而 A 股每年 IPO 数量仅 150-200 家，我们认为预披露保荐项目数量基本可反映未来 3 年投行业务的市场格局。公司 IPO 预披露项目数量行业排名落后于公司目前股票承销行业排名，我们认为公司未来 3 年 IPO 承销收入可能存在一定的不确定性。今年 IPO 发行数量显著低于预期，明年 IPO 发行可能恢复正常，甚至很可能超出市场预期。考虑到公司 IPO 预披露项目数量相对较少，我们担忧公司投行收入增速可能弱于同业。

图表 18: IPO 已预披露项目数量排名行业前十的保荐机构

排名	证券公司	上交所	深交所中小板	深交所创业板	总家数
1	广发	21	8	14	43
2	招商	16	11	13	40
3	国信	17	11	12	40
4	中信建投	23	4	7	34
5	中信	20	2	10	32
6	安信	12	5	6	23
7	华林	10	6	7	23
8	海通	9	4	8	21
9	国金	7	6	7	20
10	华泰	12	2	6	20

来源: 中国证监会 注: 预披露数据截至 2014 年 10 月 31 日

盈利预测与估值调整概要

成交大幅放量、信用业务持续超预期，上调盈利预测

考虑到市场持续活跃且公司融资渠道进一步拓展，信用业务增速持续超预期，我们将公司 2014-16 年 EPS 预测由 0.70/0.77/0.90 元上调至 0.79/0.94/1.15 元，上调幅度分别为 14%/21%/28%，高出 WIND 市场一致预期 10%、15% 和 21%。我们的盈利预测大幅高于市场一致预期，主要是考虑到近期市场环境较好，因此我们对明年的经纪、投资等业务收入更为乐观；同时行业融资融券余额已突破 8200 亿元，增速大幅超预期，我们对融资融券业务的相关假设也更为乐观。

图表 19: 瑞银预测与市场一致预期（百万元）

年	项目	一致预期	瑞银预测	差异
2014E	营业收入	21,722	25,200	16%
	净利润	7,924	8,715	10%
	EPS（元）	0.72	0.79	10%
2015E	营业收入	25,369	31,790	25%
	净利润	8,996	10,311	15%
	EPS（元）	0.82	0.94	15%
2016E	营业收入	28,418	37,267	31%
	净利润	10,460	12,658	21%
	EPS（元）	0.95	1.15	21%

来源: WIND, 瑞银证券估算, 注: 市场一致预期截至 2014 年 11 月 28 日

盈利预测调整主要包括:

- 考虑到公司前三季度净利润加上 10 月净利润达到 70.38 亿元，且 11 月以来市场依然活跃，尤其成交额大幅放量，我们上调 2014 年盈利预测。
- 考虑到公司获批发行证券公司短期公司债券，同时公司在融资渠道和融资成本方面具备明显优势，我们将 2014-16 年总资产假设由 4263.74/5175.93/6027.72 亿元大幅上调至 4481.69/5746.15/6866.54 亿元。
- 考虑到公司信用交易业务增速超预期，我们将 2014-16 年融资融券余额假设由 654.5/823.9/921.2 亿元上调至 762.3/1019.6/1200 亿元；我们将

2014-16 年股权质押业务规模假设由 264.0/369.6/480.4 亿元上调至 268.6/425.2/552.7 亿元；我们将 2014-16 年收益互换业务规模假设由 50/100/150 亿元上调至 150/250/375 亿元。

图表 20: 盈利预测调整概要

	2014E	2015E	2016E
净利润（百万元）			
调整后	8,715	10,311	12,658
调整前	7,673	8,503	9,914
调整%	13.6%	21.3%	27.7%
营业收入（百万元）			
调整后	25,200	31,790	37,267
调整前	23,364	28,501	33,046
调整%	8%	12%	13%
总资产金额（百万元）			
调整后	448,169	574,615	686,654
调整前	426,374	517,593	602,772
调整%	5.1%	11.0%	13.9%
融资融券余额（亿元）			
调整后	762.3	1,019.6	1,200.0
调整前	654.5	823.9	921.2
调整%	16.5%	23.8%	30.3%
股权质押业务规模（亿元）			
调整后	268.6	425.2	552.7
调整前	264.0	369.6	480.4
调整%	1.8%	15.0%	15.0%
收益互换业务规模（亿元）			
调整后	150	250	375
调整前	50	100	150
调整%	200.0%	150.0%	150.0%

来源: 瑞银证券估算

考虑 10 月月报超预期及 11 月经营环境显著改善，上调 14 年盈利预测

根据公司三季报，公司 1-3 季度净利润 63.65 亿元，公司前三季度净利润加上 10 月净利润达到 70.38 亿。考虑到 11 月以来市场依然活跃（经纪、融资融券表现不错），我们预期四季度公司业绩也应不错。考虑 10 月月报超预期及 11 月经营环境显著改善，我们上调 14 年盈利预测，预计 2014 年净利润 87.15 亿元。

图表 21: 中信证券月度/季度财务数据 (百万元)

	营业收入			母公司净利润			合并净利润		
	2013	2014	同比	2013	2014	同比	2013	2014	同比
1 月	1013	838	-17%	434	305	-30%			
2 月	694	1052	52%	239	437	83%			
3 月	819	683	-17%	257	201	-22%	975	1310	34%
4 月	719	909	26%	257	1412	449%			
5 月	753	893	19%	276	311	13%			
6 月	994	1569	58%	336	736	119%	1134	2765	144%
7 月	883	1337	51%	365	544	49%			
8 月	590	1051	78%	204	398	95%			
9 月	1692	1701	1%	781	770	-1%	1587	2289	44%
10 月	535	1543	188%	163	673	312%	163	673	
11 月	582			146					
12 月	1619			350					
1-10 月累计	8693	11576	33%	3312	5785	75%	3860	7038	82%

来源: 公司公告

估值: 上调目标价, 维持“买入”评级

基于分部估值法, 我们将目标价由 17.16 元上调至 23.77 元, 上调幅度 38%。最新目标价对应 2015-16E P/E 分别 25.4x、20.7x, 对应 2015E P/B 2.51x, 维持“买入”评级。估值调整主要包括:

- **传统业务:** 考虑到市场交易大幅放量, 我们上调了公司经纪业务收入预测, 并上调了经纪业务估值倍数由 10x 至 12x, 投行、资管等其他传统中介业务估值不变。我们估算公司传统业务价值由 408 亿元提升至 525 亿元。
- **资本中介业务:** 考虑到公司融资渠道进一步拓展, 充裕资金支持下信用业务增速不断超预期, 我们上调融资融券、股权质押、收益互换业务规模假设, 并上调资本中介业务 P/E 倍数由 25x 至 35x。我们估算公司资本中介业务价值由 648 亿元提升至 1227 亿元。
- **资本投资业务:** 考虑到公司资产规模快速扩张, 投资规模有所增加以及市场活跃环境可能持续, 我们上调公司投资收益预测。估值倍数保持不变, 保持与海通、华泰相等。我们估算公司资本投资业务价值由 175 亿元提升至 206 亿元。

图表 22: 可比公司估值比较

	股价 (元)	市值 (亿元)	P/E			P/B		
			2013A	2014E	2015E	2013 A	2014E	2015E
中信证券	18.80	2,071	39.2	23.8	20.1	2.36	2.17	1.99
海通证券	16.28	1,560	38.8	23.0	17.3	2.54	2.31	2.09
广发证券	19.76	1,170	41.2	31.4	26.5	3.38	3.13	2.89
招商证券	18.93	1,209	39.6	32.9	27.6	3.25	2.67	2.50
华泰证券	20.39	1,142	51.6	32.4	24.8	3.20	2.93	2.69
光大证券	21.41	732	355.6	56.3	39.2	3.20	3.03	2.76
平均			94.3	33.3	25.9	2.99	2.71	2.48

来源: WIND, 瑞银证券估算; 注: 中信、海通、华泰 EPS 使用瑞银证券估算, 其他公司使用 WIND 一致预期, 估值/股价采用 2014 年 12 月 2 日收盘价

图表 23: 中信证券分部估值比较表 (亿元)

	调整前 基于 2015E	调整后 基于 2015E	调整%	备注
传统业务				
净收入	134	144	7%	市场成交显著放大, 上调经纪收入预测
净利润	41	44	7%	
P/E 倍数	10	12	20%	市场显著回暖下, 公司经纪收入、投资收益存在较大向上潜力, P/E 倍数由 10x 上调至 12x (西南、东吴、兴业都 13x)
业务价值	408	525	29%	
资本中介业务	-			
净收入	60	82	35%	上调公司融资融券等信用业务规模假设, 公司资本中介业务收入增加
净利润	26	35	35%	
P/E 倍数	25	35	40%	考虑到公司信用业务增速持续超预期, 调高资本中介业务估值由 25x 到 35x
业务价值	648	1,227	90%	
资本投资业务	-			
净投资收益	56	66	18%	考虑资产快速扩张, 投资规模增加及市场活跃可能持续, 上调投资收益预测
净利润	17	21	18%	
P/E 倍数	10	10	0%	
业务价值	175	206	18%	
子公司	-			
华夏基金	119	119	0%	
金石	232	232	0%	
中信产业	28	28	0%	
中信投资-另类投资	172	172	0%	
中证期货	41	41	0%	
中证国际	69	69	0%	
子公司价值小计	661	661	0%	
估算市值	1,891	2,618	38%	
每股价值 (元)	17.16	23.77	38%	

来源: 瑞银证券估算

中信证券 (600030.SS)

损益表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
净利息收入	1,401	1,224	829	930	12.1	2,063	121.8	2,656	3,653	4,532
非利息收入总额	23,632	10,469	15,286	24,270	58.8	29,728	22.5	34,611	39,058	43,356
总盈利	25,033	11,694	16,115	25,200	56.4	31,790	26.2	37,267	42,711	47,888
现金支出总额	(8,310)	(5,941)	(8,523)	(15,083)	-77.0	(17,679)	-17.2	(20,135)	(22,549)	(25,170)
折旧前营业利润	16,723	5,753	7,592	10,117	33.2	14,111	39.5	17,133	20,162	22,718
折旧和摊销(除商誉)	(192)	(280)	(331)	(331)	0.0	(331)	0.0	(331)	(331)	(331)
拨备前营业利润	16,532	5,473	7,262	9,786	34.8	13,780	40.8	16,802	19,831	22,387
总拨备	(1,514)	(30)	(353)	(280)	20.7	0	-	0	0	0
拨备后营业利润	15,018	5,443	6,909	9,506	37.6	13,780	45.0	16,802	19,831	22,387
来自联营及合资公司的利润(税前)	(403)	(388)	(274)	2,061	-	(174)	-	(181)	(189)	(198)
其他税前项目	416	432	211	167	-20.9	174	4.0	181	189	198
税前利润 (UBS)	15,031	5,487	6,846	11,734	71.4	13,780	17.4	16,802	19,831	22,387
例外项目 (包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税后利润	15,031	5,487	6,846	11,734	71.4	13,780	17.4	16,802	19,831	22,387
税项	(2,427)	(1,180)	(1,538)	(2,573)	-67.3	(3,022)	-17.4	(3,684)	(4,348)	(4,909)
税后利润	12,604	4,307	5,308	9,161	72.6	10,759	17.4	13,118	15,483	17,478
股息(优先)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
优先股股息	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
少数股东权益	(28)	(69)	(64)	(446)	NM	(448)	-0.4	(460)	(474)	(488)
净利润 (本地 GAAP)	12,576	4,237	5,244	8,715	66.2	10,311	18.3	12,658	15,009	16,991
净利润(不计优先股股息)	12,576	4,237	5,244	8,715	66.2	10,311	18.3	12,658	15,009	16,991
净利润 (UBS)	12,576	4,237	5,244	8,715	66.2	10,311	18.3	12,658	15,009	16,991
每股(Rmb)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
每股收益(本地 GAAP, 基本)	1.23	0.38	0.48	0.79	66.2	0.94	18.3	1.15	1.36	1.54
每股收益(UBS 稀释后)	1.23	0.38	0.48	0.79	66.2	0.94	18.3	1.15	1.36	1.54
拨备前营业利润(稀释后)	1.62	0.50	0.66	0.89	34.8	1.25	40.8	1.53	1.80	2.03
每股股息净值	0.43	0.30	0.15	0.24	60.0	0.28	16.7	0.35	0.42	0.46
每股账面价值	7.86	7.85	7.96	8.67	8.9	9.45	9.1	10.44	11.59	12.87
每股账面价值(UBS)	7.86	7.85	7.96	8.67	8.9	9.45	9.1	10.44	11.59	12.87
资产负债表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
银行资产(年底)	148,280	168,508	271,354	448,169	65.2	574,615	28.2	686,654	812,194	906,144
银行资产(平均)	150,729	158,394	219,931	359,762	63.6	511,392	42.1	630,635	749,424	859,169
总资产(年底)	148,280	168,508	271,354	448,169	65.2	574,615	28.2	686,654	812,194	906,144
风险加权资产 (RWA) (年底)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
风险加权资产 (RWA) (平均)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
客户贷款	2,604	8,838	41,297	95,035	130.1	131,718	38.6	158,693	183,186	202,763
客户贷款(平均)	1,613	5,721	25,068	68,166	171.9	113,377	66.3	145,206	170,939	192,974
生息资产(平均)	102,579	120,148	171,696	266,038	54.9	348,420	31.0	425,363	517,476	582,019
客户存款	35,760	33,852	40,125	69,329	72.8	76,262	10.0	83,888	92,277	101,505
普通股权益(年底)	86,587	86,465	87,688	95,463	8.9	104,163	9.1	114,983	127,647	141,790
普通股权益(平均)	78,511	86,526	87,077	91,576	5.2	99,813	9.0	109,573	121,315	134,718
股东资金总额(股权、优先股及少数股 权)(年底)	86,990	86,684	89,402	97,399	8.9	106,324	9.2	117,374	130,275	144,661
股东资金总额(股权、优先股及少数股 权)(平均)	78,919	86,837	88,043	93,401	6.1	101,862	9.1	111,849	123,824	137,468
有形资产净值	86,990	86,684	89,402	97,399	8.9	106,324	9.2	117,374	130,275	144,661
Balance sheet structure (%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
贷款/银行资产(年底)	1.8	5.2	15.2	21.2	39.3	22.9	8.1	23.1	22.6	22.4
存款/银行资产(年底)	24.1	20.1	14.8	15.5	4.6	13.3	-14.2	12.2	11.4	11.2
存贷比	7.3	26.1	102.9	137.1	33.2	172.7	26.0	189.2	198.5	199.8
股东资金总额/银行资产(年底)	58.7	51.4	32.9	21.7	-34.0	18.5	-14.9	17.1	16.0	16.0

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

中信证券 (600030.SS)

	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
资本充足率 (Rmb 百万)								
一级资本	0	0	0	0	0	0	0	0
总资本	0	0	0	0	0	0	0	0
风险加权资产 (RWA) (年底)	0	0	0	0	0	0	0	0
核心资本(一级资本)充足率%	-	-	-	-	-	-	-	-
一级资本充足率%	-	-	-	-	-	-	-	-
总资本充足率%	-	-	-	-	-	-	-	-
有形权益	86,587	86,465	87,688	95,463	104,163	114,983	127,647	141,790
权益对资产比率%	58.4	51.3	32.3	21.3	18.1	16.7	15.7	15.6
有形权益对有形资产比率%	58.4	51.3	32.3	21.3	18.1	16.7	15.7	15.6
资产质量 (Rmb 百万)								
不良资产	0	0	0	0	0	0	0	0
风险准备金总额	0	0	0	0	0	0	0	0
不良贷款率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
拨备覆盖率	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
拨备：平均贷款余额	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
不良资产净值与股东资金比率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
盈利能力								
净息差(平均资产)	0.93	0.77	0.38	0.26	0.40	0.42	0.49	0.53
拨备与营业利润比率	9.2	0.5	4.9	2.9	0.0	0.0	0.0	0.0
股东权益回报率(UBS 盈利)	16.0	4.9	6.0	9.5	10.3	11.6	12.4	12.6
经调整的资产收益率	16.0	4.9	6.0	9.5	10.3	11.6	12.4	12.6
风险加权资产收益率 (UBS 经调整)	-	-	-	-	-	-	-	-
资产收益率	8.36	2.72	2.41	2.55	2.10	2.08	2.07	2.03
生产率								
成本收入比	34.0	53.2	54.9	61.2	56.7	54.9	53.6	53.3
成本与平均资产比率	5.64	3.93	4.03	4.28	3.52	3.25	3.05	2.97
薪酬费用比	23.2	40.9	41.1	34.6	27.7	24.3	21.7	20.0
增长率(%)								
营业收入	-9.9	-53.3	37.8	56.4	26.2	17.2	14.6	12.1
拨备前营业利润	1.4	-66.9	32.7	34.8	40.8	21.9	18.0	12.9
净利润 (UBS)	11.2	-66.3	23.8	66.2	18.3	22.8	18.6	13.2
每股股息净值	-14.0	-30.2	-50.0	60.0	16.7	25.0	20.0	9.5
总资产(年底)	-3.2	13.6	61.0	65.2	28.2	19.5	18.3	11.6
客户贷款	318.7	239.4	367.3	130.1	38.6	20.5	15.4	10.7
客户存款	-42.2	-5.3	18.5	72.8	10.0	10.0	10.0	10.0
Value (x)								
市值/收入	-	11.4	8.7	8.2	6.5	5.6	4.8	4.3
市值/存款	-	3.9	3.5	3.0	2.7	2.5	2.2	2.0
股价/拨备前营业利润(稀释后)	7.7	23.7	18.7	21.1	15.0	12.3	10.4	9.2
市盈率(本地 GAAP, 基本)	10.2	30.6	25.9	23.7	20.1	16.3	13.8	12.2
市盈率 (UBS, 稀释后)	10.2	30.6	25.9	23.7	20.1	16.3	13.8	12.2
净股息收益率(%)	3.4	2.6	1.2	1.3	1.5	1.9	2.2	2.4
市净率	1.6	1.5	1.5	2.2	2.0	1.8	1.6	1.5
市净率(UBS)	1.6	1.5	1.5	2.2	2.0	1.8	1.6	1.5

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

预测回报率

预测股价涨幅	+26.6%
预测股息收益率	1.5%
预测股票回报率	+28.1%
市场回报率假设	9.2%
预测超额回报率	+18.9%

风险声明

我们认为公司股价下行的风险主要包括：市场波动、政策推进不达预期、传统业务下滑等。考虑到非现场开户放开、互联网技术应用以及证券行业市场化改革持续推进的影响，我们预计未来行业佣金率下降将是一个持续的过程，证券行业佣金率面临一定的下滑风险。中信证券债务融资规模较大、杠杆率提升速度较快，利息支出对公司业绩形成一定压力；此外，公司 2013 年 8 月完成对 CLSA 全资收购，并将国际化作为公司重要战略，海外扩张具有较大的不确定性。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

分析师声明：每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

12 个月评级	定义	覆盖 ¹	投资银行服务 ²
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	47%	34%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	42%	28%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	21%
短期评级	定义	覆盖 ³	投资银行服务 ⁴
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2014 年 09 月 30 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

主要定义 **预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）**：分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

例外和特殊案例 **英国和欧洲投资基金的评级和定义：** **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：潘 洪文；崔 晓雁。

涉及报告中提及的公司的披露

公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
中信证券 ^{2, 4, 5, 16}	600030.SS	买入	不适用	Rmb17.52	2014 年 12 月 01 日

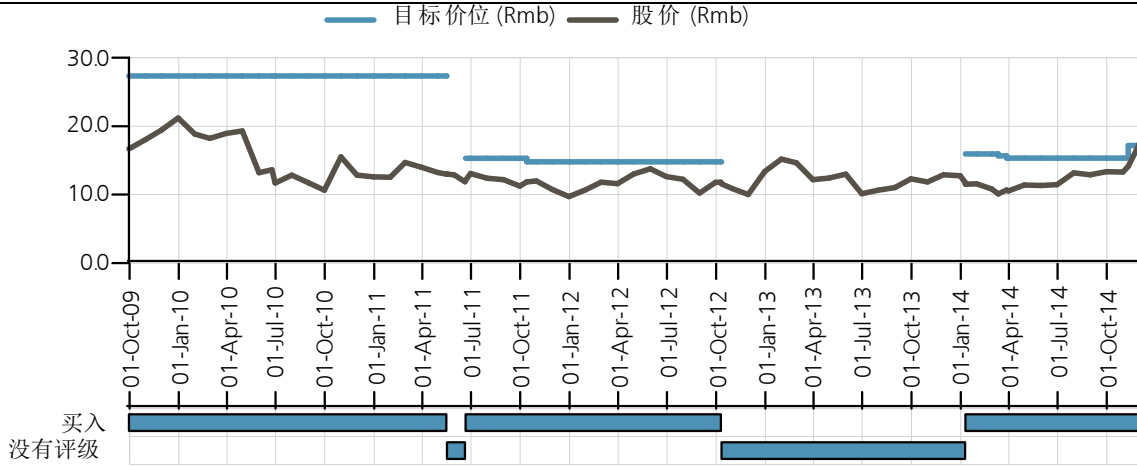
资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

2. 在过去的 12 个月里, UBS AG, 其关联单位或子公司曾担任该公司/实体或其关联单位证券发行或配售的经办人/联席经办人、承销商或证券配售代理。
4. 在过去的 12 个月里, UBS AG, 其关联单位或子公司在对该公司/实体的投资银行业务中取得过报酬。
5. 在今后的 3 个月里, UBS AG, 其关联单位或分支机构预期或试图在投资银行服务方面从该公司/实体得到报酬。
16. UBS Securities (Hong Kong) Limited 是这家公司在香港上市股票的做市商。

除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

中信证券 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 12 月 1 日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额(或部分)取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值。亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

本文件及其中信息由瑞银研究部门提供,仅供作为一般背景信息。瑞银并未考虑任何接收方的具体投资目标、财务状况或具体需求。在任何情况下都不应将本文件及其中信息用于下列目的:

- (i) 估值或记账;
- (ii) 计算到期或应付款项、任何金融工具或金融合同的价格或价值;
- (iii) 衡量任何金融工具的表现。

对本文件及其中信息的接受即表示对瑞银保证不会将本文件或其中任何信息用于上述目的,或者依赖本文件或其中任何信息达到上述目的。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域,部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区： 除非在此特别申明，本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。**法国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国审慎监管局（ACP）和金融市场管理局（AMF）监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。**德国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局（BaFin）监管。**西班牙：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会（CNMV）监管。**土耳其：** 由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》（法律编号：6362）规定颁发的许可。因此，在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其它涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是，根据第 32 号法令第 15 (d) (ii) 条之规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。**波兰：** 由 UBS Limited (spółka z ograniczoną odpowiedzialnością) Oddział w Polsce 分发。**俄罗斯：** 由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士：** 仅由 UBS AG 向机构投资者分发。UBS AG 受瑞士金融市场监督管理局（FINMA）监管。**意大利：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会（CONSOB）监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非：** 由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。**以色列：** 本文件由 UBS Limited 分发，UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局（ISA）监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。UBS Limited 未按照《以色列顾问法》对持牌人的要求投保。瑞银可能参与金融资产发行或分销其他发行人发行的金融资产等活动，以获取手续费或其他收益。UBS Limited 及其关联机构可能更青睐与之有联系或可能与之有联系（此种联系遵循《以色列顾问法》的定义）的各种金融资产。本材料中的任何内容都不应被视为《以色列顾问法》所规定的投资建议。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格客户”，任何其他人士不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯：** 本文件由瑞银集团（及/或其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel 和 Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia（瑞银集团子公司）的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号 1010257812，注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。**美国：** 由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构-- UBS Financial Services Inc. 分发给美国投资者；或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（“非美国关联机构”）仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。**加拿大：** 由 UBS Securities Canada Inc. 或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西：** 除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发给居住在巴西的有资格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港：** 由 UBS Securities Asia Limited 和/或瑞银集团香港分支机构分发。**新加坡：** 由 UBS Securities Pte. Ltd [mica (p) 107/09/2013 和 Co. Reg. No.: 198500648C] 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本：** 由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 向专业投资者分发（除非另有许可）。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制，则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发布人。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。**澳大利亚：** UBS AG 客户：由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）分发，UBS Securities Australia Ltd 客户：由 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。UBS Wealth Management Australia Ltd 客户：由 UBS Wealth Management Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231127）分发。本文件仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。本文件所载信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法 761G 条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。UBS Securities Australia Limited 金融服务指南的网址为：www.ubs.com/ecs-research-fsg。**新西兰：** 由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议，它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜：** 由 UBS AG Dubai Branch 分发，仅供专业客户使用，不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国：** 由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚：** 本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x) 于马来西亚分发。**印度：** 由 UBS Securities India Private Ltd（公司识别码 U67120MH1996PTC097299），2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051 编制。电话号码：+912261556000 SEBI 注册号：NSE 现金交易：INB230951431，NSE 期货与期权：INF230951431；BSE 现金交易：INB010951437。

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的主体或元素。© UBS 2014 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

