

中信证券

市场回暖下经纪向上弹性大，2014 年净利润仍有超预期可能

杠杆率提升空间较大，继续看好资本中介业务发展

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。考虑到公司战略定位于资本中介且融资能力较强，杠杆率提升仍有较大提升空间（我们预计最高 5x），我们看好公司资本中介业务收入持续快速提升。

市场显著回暖下，经纪自营向上弹性大，但两融业务监管可能加强

2014 年 1-10 月公司经纪份额 6.51%、同比增加 4bps。考虑到市场交易大幅放量，公司经纪份额同比增长、佣金率降幅较小（1-3Q 降 12.8% 小于行业平均），我们认为公司经纪收入向上弹性值得关注。此外，考虑到 11 月以来股市表现优异，而公司自营规模较大，但方向性自营占比较小，若明年股市持续走强，我们预计公司明年投资收益弹性较大。近期监管层对融资融券业务监管可能加强，融资融券增速是否仍能快速增长存在一定不确定性。

基于行业假设调整及月度财务数据，上调公司 2014-16 年盈利预测

考虑到：（1）2014.4Q 市场显著回暖；（2）公司资产扩张速度及资本中介业务增速大幅超预期，我们调整 2014-16 年 EPS 预测至 0.91/1.17/1.43 元，上调幅度分别 15%、25%和 25%。公司 1-11 月净利润已实现 81.04 亿元（10/11 月仅包括母公司），月度数据对我们 2014 年业绩预测有支撑。

估值：上调目标价至 30.96 元，维持“买入”评级

我们将中信 2014 年净利润预测上调至 100.22 亿元，大幅高于 WIND 市场一致预期。考虑 12 月市场环境及并表子公司业绩可能超预期，我们认为公司 14 年净利润仍有超我们预期的可能。基于分部估值法，我们将目标价由 23.77 元上调至 30.96 元，上调幅度 30%，对应 2015E P/B 3.16x。

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 **Rmb30.96**
之前: **Rmb23.77**

股价 **Rmb27.06**

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 Rmb27.27-10.05

市值 Rmb293 十亿/US\$47.4 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) 369,824

日均成交额(Rmb 百万) Rmb6,912.2

普通股股东权益 (12/14E) Rmb96.9 十亿

市净率 (12/14E) 3.1x

一级资本充足率 -

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测
12/14E	0.79	0.91	14.99
12/15E	0.94	1.17	24.74
12/16E	1.15	1.43	24.60

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	27,782	37,312	44,516	50,290	56,122
税前利润	15,031	5,487	6,846	13,431	17,110	20,880	24,166	27,553
净利润 (本地 GAAP)	12,576	4,237	5,244	10,022	12,862	15,771	18,303	20,912
净利润 (UBS)	12,576	4,237	5,244	10,022	12,862	15,771	18,303	20,912
一级资本充足率%	-	-	-	-	-	-	-	-
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	1.23	0.38	0.48	0.91	1.17	1.43	1.66	1.90
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	10.9	12.6	13.8	14.2	14.4
股价/拨备前营业利润(稀释后)	7.7	23.7	18.7	26.0	17.4	14.3	12.3	10.8
市净率	1.6	1.5	1.5	3.1	2.8	2.5	2.2	1.9
市净率(UBS)	1.6	1.5	1.5	3.1	2.8	2.5	2.2	1.9
市盈率 (UBS, 稀释后)	10.2	30.6	25.9	29.7	23.2	18.9	16.3	14.3
净股息收益率(%)	3.4	2.6	1.2	1.0	1.3	1.6	1.8	2.1

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 15 日 16 时 41 分的股价(Rmb27.06)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 2,907 亿元/4,854 亿元/5,346 亿元以及综合投资收益率分别为 10.5%/10.0%/9.8% 的乐观假设下，我们预期公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.92 元/1.40 元/1.72 元，每股估值为 34.60 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 2,793 亿元/3,236 亿元/3,564 亿元以及综合投资收益率分别为 4.5%/4.0%/3.8% 的悲观假设下，我们预期公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.90 元/0.93 元/1.15 元，每股估值为 25.27 元。

近期催化剂

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，是正面催化剂；
2015 年资本金监管有望放松，可释放公司资本金，同时公司可以投入更多的创新业务，是正面催化剂；
随着经纪业务竞争加剧，2015 年佣金率降幅可能超预期，拖累公司业绩，成为公司股价下行的催化剂；
若创新业务出现风险，可能遭受监管处罚的风险，成为公司股价下行的催化剂。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb30.96

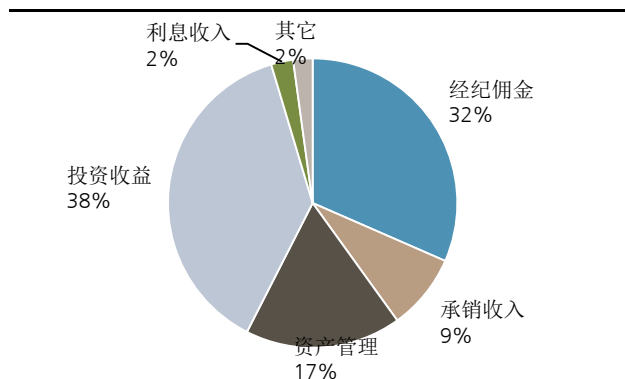
公司简介

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	277.8	373.1	445.2
营业支出	62.6	92.6	165.9	202.0	236.4
所得税	11.8	15.4	29.5	37.5	45.8
净利润	43.1	53.1	104.9	133.6	163.0
归属母公司净利润	42.4	52.4	100.2	128.6	157.7

来源：公司数据，瑞银证券估算

盈利预测调整概要

基于市场持续活跃且公司融资渠道进一步拓展、资产负债表扩张速度有望加快，我们将公司 2014-16 年 EPS 预测由 0.79/0.94/1.15 元上调至 0.91/1.17/1.43 元，上调幅度分别为 15/25/25%，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、11 月净利润达到 81.04 亿元，我们上调 2014 年盈利预测 15%。
- 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 762.3/1019.6/1200.0 亿元上调至 810.0/1215.0/1445.5 亿元。

图表 39: 盈利预测调整概要

	2014E	2015E	2016E
净利润（百万元）			
调整后	10,022	12,862	15,771
调整前	8,715	10,311	12,658
调整%	15.0%	24.7%	24.6%
营业收入（百万元）			
调整后	27,782	37,312	44,516
调整前	25,200	31,790	37,267
调整%	10%	17%	19%
融资融券余额（亿元）			
调整后	810.0	1,215.0	1,445.5
调整前	762.3	1,019.6	1,200.0
调整%	6.3%	19.2%	20.5%

来源: 瑞银证券估算

图表 40: 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	2169	273%	146	1066	629%	146	1066	
12 月	1619			350					
1-11 月累计	9275	13745	48%	3458	6851	98%	4006	8104	102%

来源: 公司公告

估值调整概要: 上调目标价至 30.96 元

基于分部估值法, 我们将目标价由 23.77 元上调至 30.96 元, 上调幅度 30%。最新目标价对应 2015-16E P/E 分别 26.5x、21.6x, 对应 2015E P/B 3.16x。估值调整主要包括:

- **传统业务:** 考虑到 A 股市场交易量持续超预期 (日均成交额最高突破 10000 亿), 因此我们上调了公司经纪业务收入, 并上调估值倍数由 12x 上调至 16x, 该估值略高于海通, 低于华泰。我们估算公司传统业务价值由 525 亿元提升至 835 亿元。
- **资本中介业务:** 股市显著回暖下, 考虑到整个行业融资融券、股权质押等信用业务规模增长大幅超出市场预期 (截至 2014 年 12 月 12 日融资融券余额 9400 亿), 公司创新业务稳居行业首位, 信用业务增速不断超预期 (融资渠道进一步拓展下资产负债表扩张速度显著快于主要同业), 我们大幅上调融资融券等业务规模假设, 并上调资本中介业务 P/E 倍数由 35x 至 38x (高于海通、华泰)。我们估算公司资本中介业务价值由 1227 亿元提升至 1583 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假设, 并上调估值倍数由 10x 至 12x, 保持与海通、华泰一致。我们估算公司资本投资业务价值由 206 亿元提升至 304 亿元。

图表 41: 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	144	167	16%	市场成交显著放大，上调经纪收入假设
净利润	44	52	19%	
P/E 倍数	12	16	33%	市场显著回暖，公司经纪收入存在较大向上潜力，P/E 倍数由 12x 上调至 16x
业务价值	525	835	59%	
资本中介业务				
净收入	82	92	13%	上调融资融券、股权质押业务规模假设，公司资本中介业务收入预测增加
净利润	35	42	19%	
P/E 倍数	35	38	9%	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 35x 到 38x
业务价值	1,227	1,583	29%	
资本投资业务				
净投资收益	66	77	17%	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	21	25	23%	
P/E 倍数	10	12	20%	市场显著回暖，公司投资收益存在较大向上潜力，P/E 倍数由 10x 上调至 12x
业务价值	206	304	48%	
子公司				
华夏基金	119	148	24%	
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	689	4%	
估算市值	2,618	3,411	30%	
每股价值 (元)	23.77	30.96	30%	

来源: 瑞银证券估算

投资建议：维持“买入”评级

我们将中信 2014 年净利润上调至 100.22 亿元，大幅高于 WIND 市场一致预期，我们认为公司 14 年净利润仍有超我们预期的可能。基于分部估值法，我们将目标价由 23.77 元上调至 30.96 元，上调幅度 30%。公司目前股价对应 2015E P/B 2.8x，估值低于可比公司，我们维持“买入”评级。

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	1,045	26.0	2,586	147.5	2,943	3,456	3,582
非利息收入总额	23,632	10,469	15,286	26,737	74.9	34,725	29.9	41,573	46,833	52,540
总盈利	25,033	11,694	16,115	27,782	72.4	37,312	34.3	44,516	50,290	56,122
现金支出总额	(8,310)	(5,941)	(8,523)	(15,969)	-87.4	(19,871)	-24.4	(23,305)	(25,793)	(28,238)
折旧前营业利润	16,723	5,753	7,592	11,813	55.6	17,441	47.6	21,211	24,497	27,884
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	11,483	58.1	17,110	49.0	20,880	24,166	27,553
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	11,203	62.2	17,110	52.7	20,880	24,166	27,553
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	13,431	96.2	17,110	27.4	20,880	24,166	27,553
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	13,431	96.2	17,110	27.4	20,880	24,166	27,553
税项	(2,427)	(1,180)	(1,538)	(2,945)	-91.5	(3,752)	-27.4	(4,578)	(5,299)	(6,042)
税后利润	12,604	4,307	5,308	10,486	97.6	13,358	27.4	16,302	18,867	21,512
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)	(464)	NM	(496)	-7.0	(531)	(564)	(600)
净利润 (本地 GAAP)	12,576	4,237	5,244	10,022	91.1	12,862	28.3	15,771	18,303	20,912
净利润(不计优先股股息)	12,576	4,237	5,244	10,022	91.1	12,862	28.3	15,771	18,303	20,912
净利润 (UBS)	12,576	4,237	5,244	10,022	91.1	12,862	28.3	15,771	18,303	20,912
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	0.91	91.1	1.17	28.3	1.43	1.66	1.90
每股收益(UBS 稀释后)	1.23	0.38	0.48	0.91	91.1	1.17	28.3	1.43	1.66	1.90
拨备前营业利润(稀释后)	1.62	0.50	0.66	1.04	58.1	1.55	49.0	1.90	2.19	2.50
每股股息净值	0.43	0.30	0.15	0.28	86.7	0.36	28.6	0.43	0.50	0.57
每股账面价值	7.86	7.85	7.96	8.80	10.5	9.79	11.3	11.00	12.38	13.97
每股账面价值(UBS)	7.86	7.85	7.96	8.80	10.5	9.79	11.3	11.00	12.38	13.97
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	449,621	65.7	610,182	35.7	731,438	868,348	988,260
银行资产(平均)	150,729	158,394	219,931	360,488	63.9	529,901	47.0	670,810	799,893	928,304
总资产(年底)	148,280	168,508	271,354	449,621	65.7	610,182	35.7	731,438	868,348	988,260
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	99,805	141.7	151,261	51.6	183,235	213,183	239,281
客户贷款(平均)	1,613	5,721	25,068	70,551	181.4	125,533	77.9	167,248	198,209	226,232
生息资产(平均)	102,579	120,148	171,696	259,568	51.2	355,179	36.8	435,414	532,422	615,286
客户存款	35,760	33,852	40,125	72,481	80.6	85,527	18.0	94,080	103,488	113,836
普通股权益(年底)	86,587	86,465	87,688	96,905	10.5	107,903	11.3	121,144	136,441	153,924
普通股权益(平均)	78,511	86,526	87,077	92,297	6.0	102,404	11.0	114,523	128,793	145,183
股东资金总额(股权、优先股及少数股 权)(年底)	86,990	86,684	89,402	98,851	10.6	110,097	11.4	123,603	139,182	156,965
股东资金总额(股权、优先股及少数股 权)(平均)	78,919	86,837	88,043	94,127	6.9	104,474	11.0	116,850	131,393	148,074
有形资产净值	86,990	86,684	89,402	98,851	10.6	110,097	11.4	123,603	139,182	156,965
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	22.2	45.9	24.8	11.7	25.1	24.6	24.2
存款/银行资产(年底)	24.1	20.1	14.8	16.1	9.0	14.0	-13.0	12.9	11.9	11.5
存贷比	7.3	26.1	102.9	137.7	33.8	176.9	28.4	194.8	206.0	210.2
股东资金总额/银行资产(年底)	58.7	51.4	32.9	22.0	-33.3	18.0	-17.9	16.9	16.0	15.9

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)

资本充足率 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
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	96,905	107,903	121,144	136,441	153,924
权益对资产比率%	58.4	51.3	32.3	21.6	17.7	16.6	15.7	15.6
有形权益对有形资产比率%	58.4	51.3	32.3	21.6	17.7	16.6	15.7	15.6
资产质量 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
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	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
净息差(平均资产)	0.93	0.77	0.38	0.29	0.49	0.44	0.43	0.39
拨备与营业利润比率	9.2	0.5	4.9	2.4	0.0	0.0	0.0	0.0
股东权益回报率(UBS 盈利)	16.0	4.9	6.0	10.9	12.6	13.8	14.2	14.4
经调整的资产收益率	16.0	4.9	6.0	10.9	12.6	13.8	14.2	14.4
风险加权资产收益率 (UBS 经调整)	-	-	-	-	-	-	-	-
资产收益率	8.36	2.72	2.41	2.91	2.52	2.43	2.36	2.32
生产率	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
成本收入比	34.0	53.2	54.9	58.7	54.1	53.1	51.9	50.9
成本与平均资产比率	5.64	3.93	4.03	4.52	3.81	3.52	3.27	3.08
薪酬费用比	23.2	40.9	41.1	31.1	23.6	20.5	18.5	16.9
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	-9.9	-53.3	37.8	72.4	34.3	19.3	13.0	11.6
拨备前营业利润	1.4	-66.9	32.7	58.1	49.0	22.0	15.7	14.0
净利润 (UBS)	11.2	-66.3	23.8	91.1	28.3	22.6	16.1	14.2
每股股息净值	-14.0	-30.2	-50.0	86.7	28.6	19.4	16.3	14.0
总资产(年底)	-3.2	13.6	61.0	65.7	35.7	19.9	18.7	13.8
客户贷款	318.7	239.4	367.3	141.7	51.6	21.1	16.3	12.2
客户存款	-42.2	-5.3	18.5	80.6	18.0	10.0	10.0	10.0
Value (x)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
市值/收入	-	11.4	8.7	10.6	7.9	6.6	5.8	5.2
市值/存款	-	3.9	3.5	4.0	3.4	3.1	2.8	2.6
股价/拨备前营业利润(稀释后)	7.7	23.7	18.7	26.0	17.4	14.3	12.3	10.8
市盈率(本地 GAAP, 基本)	10.2	30.6	25.9	29.7	23.2	18.9	16.3	14.3
市盈率 (UBS, 稀释后)	10.2	30.6	25.9	29.7	23.2	18.9	16.3	14.3
净股息收益率(%)	3.4	2.6	1.2	1.0	1.3	1.6	1.8	2.1
市净率	1.6	1.5	1.5	3.1	2.8	2.5	2.2	1.9
市净率(UBS)	1.6	1.5	1.5	3.1	2.8	2.5	2.2	1.9

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。