

2015 年 01 月 28 日

郑春明

C0059@capital.com.tw

目标价(人民币元/港币)

35.0/30.0

公司基本资讯

产业别	非银金融
A 股价(2015/1/27)	28.05
上证综指(2015/1/27)	3352.96
股价 12 个月高/低	36.15/10.05
总发行股数(百万)	11016.91
A 股数(百万)	9814.66
A 市值(亿元)	3090.24
主要股东	中国中信有限公司(17.14%)
每股净值(元)	8.42
股价/账面净值	3.33
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-12.7 111.5 144.6

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2012-11-16	10.23	买入
2013-1-24	13.48	买入

产品组合

证券经纪业务	36.3%
证券投资业务	28.7%
资产管理业务	21.3%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	4.4%
一般法人	28.3%
财务公司	0.0%

股价相对大盘走势

中信证券(600030.SH/6030.HK) Buy 买入(维持)
业绩快报点评：业绩好于预期，券商龙头继续得益于牛市
结论与建议：

公司 2014 年实现净利润 112.95 亿元，YOY 增长 115.39%，好于我们的预期，其中 Q4 单季度净利润大增 218.6%，这与四季度市场交投大幅上升也是一脉相承的。公司全年 ROE 录得 12.14%，远高于去年 6.02% 的水平，显示在市场活跃时券商较强的盈利能力。公司作为券商龙头，业绩将有效反映牛市效应，同样看好公司 H 股增发对资本的有效补充以及后续新业务如股指期权对业绩的带动，维持买入的投资建议。

- **全年扣非后增长超过 80%，好于预期**：公司 2014 年营收 295.1 亿元，YOY 增长 83.1%，实现净利润 112.95 亿元，即使扣除二季度因 REITs 造成的非经常性损益后也增长约 84%，总体来超出我们的预期约 10 亿元；其中四季度尤为突出，Q4 实现营收和净利润分别为 121.3 亿元、49.3 亿元，YOY 分别大增 109.9%、218.6%。
- **投资收益、利息收入是高增长主因**：公司四季度录得强劲增长与四季度市场股市的出色表现是一致的，我们判断投资收益的大幅提升是业绩高增长以及超预期的主要原因，沪深 300 指数在四季度上涨了逾 44%，并且我们从公司中报观察到，公司自营持股多为银行、保险等低估值蓝筹股，均是本轮行情的热点；此外，两融带来的利息收入贡献也功不可没，2014 年末公司两融余额约 721 亿元，占比 7.13%，居市场首位（含子公司）。当然，经纪业务收入应也是公司业绩保持稳定增长的因素之一：Q4 市场日均成交量约为 5560 亿元，YOY 增 175%。
- **H 股增发补充资本**：公司 12 月 28 日公告称拟新增发行 H 股 15 亿股，相当于发行前总股本的 13.6%，发行价格不低于定价日前 5 个交易日 H 股收市价均值的 80%，预计将补充净资产约 250 亿元人民币，按照 2014 年末净资产测算增厚净资产约 25%，BVPS 增厚约 10% 左右；发行后公司 2015 年 PB 将由 2.7X 降至 2.5X 左右，对比目前 A 股券商估值有较大的提升空间。此外，公告称公司 70% 的增发金额将用于资本中介业务，包括融资融券、股权衍生品、固定收益等，20% 的资金用于跨境业务发展及平台建设。由于融资融券以及质押回购等业务收益见效迅速且确定性强，预计也将有效抵消增发带来的股本摊薄。
- **展望未来**：我们认为，牛市通道已经开启，看好 2015 年全年的交投情况，我们判断全年日均成交量有望达到 4000 亿元的水准，届时公司有望凭借稳定的市占率取得可观的业绩表现；并且我们也看好公司强大的资本实力在两融、新三板等创新业务方面的突破。
- **盈利预测与投资建议**：维持 2015 年 130 亿元左右的盈利预测，增速 15% 左右，扣非后增 30%；由于 H 股增发尚未通过股东大会决议，暂不考虑增发影响，最新 A 股价对应 15 年 PE 23.7X，PB 约为 2.71 倍，H 股 PB 仅为 1.93 倍左右，建议把握回调后的建仓良机，给予 A/H 均为买入的投资建议。

接续下页

年度截止 12 月 31 日		2011	2012	2013E	2014E	2015E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	12,576	4,237	5,244	11,301	13,055
同比增减	%	11.18%	-66.31%	23.75%	115.50%	15.52%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.14	0.38	0.48	1.03	1.18
同比增减	%	-5.86%	-66.31%	23.75%	115.50%	15.52%
市盈率(P/E)	X	24.57	72.93	58.93	27.35	23.67
股利 (DPS)	RMB 元	0.43	0.30	0.15	0.30	0.50
股息率 (Yield)	%	1.53%	1.07%	0.53%	1.07%	1.78%

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一: 合并损益表

百万元	2011	2012	2013	2014E	2015E
营业收入	25,033	11,694	16,115	29,511	35,496
手续费及佣金净收入	8,646	6,289	9,638	15,745	25,176
代理买卖证券净收入	3,571	2,927	5,634	9,534	18,275
承销净收入	1,485	1,790	2,120	2,175	2,501
资产管理净收入	218	198	1,360	3,840	4,400
利息净收入	1,401	1,224	1,035	727	1,120
投资收益	15,563	3,663	7,341	8,195	8,400
营业支出	10,022	6,263	12,106	16,001	19,176
管理费用	1,515	5,820	8,081	16,313	17,748
资产减值损失	1,514	-1	5	5	4
营业利润	15,011	5,431	6,860	13,510	16,320
所得税	2,427	1,180	2,008	4,039	3,182
净利润	12,576	4,237	5,244	11,301	13,055

附二: 合并资产负债表

百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	60,780	52,172	55,680	82,497	85,275
结算备付金	8,425	7,515	12,130	15,085	15,593
交易性金融资产	19,049	38,808	69,898	106,067	109,640
可供出售金融资产	28,898	29,192	25,351	35,356	36,547
长期投资净额	17,409	18,482	14,651	21,213	21,928
固定资产合计	3,338	3,320	3,637	5,893	6,091
无形资产及其他资产合计	10,381	19,019	90,007	14,142	14,619
资产总计	148,280	168,508	271,354	400,698	414,195
代理买卖证券款	36,477	34,807	45,196	74,247	76,748
负债合计	61,290	81,823	181,952	266,346	275,318
股东权益合计	86,990	86,684	89,402	134,352	138,877
负债及股东权益总计	148,280	168,508	271,354	400,698	414,195

附三: 合并现金流量表

百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动产生的现金流量净额	-26,924	-19,103	-21,786	-13569	-12562
投资活动产生的现金流量净额	10,708	744	5,554	8756	9452
筹资活动产生的现金流量净额	6,355	8,850	21,569	6,129	8,639
现金及现金等价物净增加额	-10,060	-9,517	5,035	1,316	5,529