

沪港通股票

中信证券

创新布局最为全面，行业龙头地位稳固

主要业务继续保持行业前列，龙头地位稳固

中信作为证券业龙头的地位十分稳固，公司资产规模、盈利规模远超竞争对手。虽然 2014 年公司经纪份额退居行业第二位，但承销/并购/资管/两融/股票质押等继续保持行业首位，收益互换、做市、REITs 等创新业务领先地位进一步突出。此外，公司国际化也取得进展，海外投行业务项目数及市场排名创历史新高，跨境业务稳步发展，2014 年国际业务收入占比提升至 20%。

业务布局最为全面，未来利润增长点较多

中信是国内业务布局最为全面的证券公司，2014 年末公司有效杠杆率达到 3.8x，融资类业务总规模达到 2020 亿元。考虑到降息降准预期下，市场流动性相对宽松，我们预期公司利差收入将维持高位，看好公司融资类业务业绩贡献持续提升。此外，金石、中信产业基金、华夏等子公司驱动公司 2014 年净利润大幅超出市场预期，我们期待子公司在 2015 年再次带来惊喜。

基于行业假设调整，上调公司 2015-17 年盈利预测

考虑到 1) 2015 年市场环境有望显著好于我们原先预期，2) 公司创新业务布局全面，未来利润增长点较多，我们调整 2015-17 年 EPS 预测至 1.42/1.80/2.06 元，上调幅度分别 32%、32% 和 30%。

估值：上调目标价至 45.25 元，维持“买入”评级

基于分部估值法，我们将目标价由 36.45 元上调至 45.25 元，上调幅度 24.1%，对应 2015 年 P/B 4.04x，2015 年 P/E 31.9x。考虑到公司是证券行业龙头且布局最全面、未来利润增长点较多，我们维持“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	Rmb45.25			
	之前: Rmb36.45			
股价	Rmb35.84			
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	Rmb36.15-11.06			
市值	Rmb387 十亿/US\$62.3 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)	475,764			
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb14,670.9			
普通股股东权益 (12/15E)	Rmb140 十亿			
市净率 (12/15E)	3.2x			
一级资本充足率	-			
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)				
从	到			
12/15E	1.08	1.42	31.51	1.18
12/16E	1.36	1.80	32.01	1.49
12/17E	1.58	2.06	30.18	1.81

崔 晓 雁
分析师
S1460513100002
xiaoyan.cui@ubssecurities.com
+86-213-866 8871

潘 洪 文
分析师
S1460513090002
hongwen.pan@ubssecurities.com
+86-213-866 8845

重要数据 (Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
营业收入	11,694	16,115	29,198	47,333	58,517	65,623	73,415	83,214
税前利润	5,487	6,846	15,422	23,947	30,221	34,522	39,313	44,837
净利润(本地 GAAP)	4,237	5,244	11,337	17,752	22,519	25,775	29,402	33,650
净利润(UBS)	4,237	5,244	11,337	17,752	22,519	25,775	29,402	33,650
一级资本充足率%	-	-	-	-	-	-	-	-
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.38	0.48	1.03	1.42	1.80	2.06	2.35	2.69
盈利能力与估值	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
股东权益回报率(UBS)	4.9	6.0	12.1	14.8	15.1	15.3	15.4	16.5
股价/拨备前营业利润(稀释后)	23.7	18.7	10.9	18.7	14.8	13.0	11.4	10.0
市净率	1.5	1.5	1.5	3.2	2.8	2.5	2.2	2.0
市净率(UBS)	1.5	1.5	1.5	3.2	2.8	2.5	2.2	2.0
市盈率(UBS, 稀释后)	30.6	25.9	13.3	25.3	19.9	17.4	15.3	13.3
净股息收益率(%)	2.6	1.2	2.3	1.2	1.5	1.7	2.0	2.3

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 2015 年 04 月 10 日 22 时 43 分的股价(Rmb35.84)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2015-17年日均交易额分别为9000亿元/9356亿元/9661亿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2015-17年EPS分别为1.52元/2.20元/2.52元，每股估值为49.17元。

悲观情景

假设股市持续低迷，在2015-17年日均交易额分别为6000亿元/6238亿元/6441亿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2015-17年EPS分别为0.90元/0.93元/1.15元，每股估值为39.46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

Rmb45.25

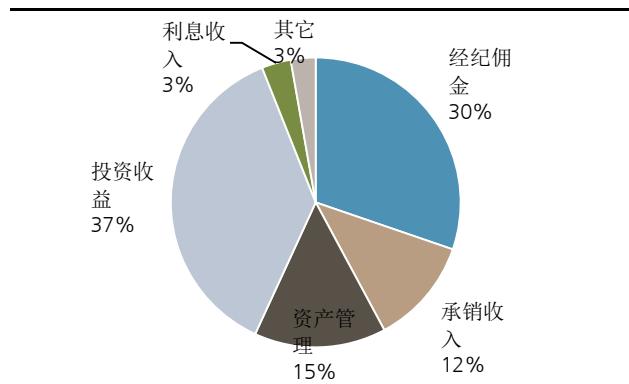
公司简介

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）



来源：公司数据

中信证券简要损益表 (亿元)

损益表	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	161.2	292.0	473.3	585.2	656.2
营业支出	92.6	160.2	233.9	283.0	311.0
所得税	15.4	35.6	55.3	69.8	79.7
净利润	53.1	118.6	184.2	232.4	265.5
归属母公司净利润	52.4	113.4	177.5	225.2	257.8

来源：公司数据，瑞银证券估算

盈利预测调整概要

基于行业核心假设大幅上调，且我们认为公司业务布局最全面、未来利润增长点较多，我们将公司 2015-17 年 EPS 预测由 1.08/1.36/1.58 元上调至 1.42/1.80/2.06 元，上调幅度分别 32%、32% 和 30%。

图表 19: 盈利预测调整概要

	2015E	2016E	2017E
净利润 (百万元)			
调整后	17,752	22,519	25,775
调整前	13,499	17,058	19,799
调整%	31.5%	32.0%	30.2%
营业收入 (百万元)			
调整后	47,333	58,517	65,623
调整前	38,848	47,562	53,767
调整%	21.8%	23.0%	22.1%
总资产金额 (百万元)			
调整后	704,609	889,515	1,081,594
调整前	641,328	763,748	901,746
调整%	9.9%	16.5%	19.9%
融资融券余额 (亿元)			
调整后	1,750.0	2,115.9	2,490.4
调整前	1,290.0	1,570.4	1,790.7
调整%	35.7%	34.7%	39.1%
股票质押余额 (亿元)			
调整后	527.2	685.3	870.4
调整前	425.2	552.7	701.9
调整%	24.0%	24.0%	24.0%

来源: 瑞银证券估算

估值调整概要: 上调目标价至 45.25 元

基于分部估值法，我们将目标价由 36.45 元上调至 45.25 元，上调幅度 24.1%。最新目标价对应 2015 年 P/E 31.9x，对应 2015 年 P/B 4.04x。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我们和市场的预期（日均成交额最高突破 14000 亿元），因此我们上调了公司经纪业务收入预测，维持估值倍数 20x（该估值倍数与华泰一致，略高于海通 19x）。我们估算公司传统业务价值由 1148 亿元提升至 1541 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 2015 年 3 月末融资融券余额突破 1.5 万亿元），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，维持资本中介业务 P/E 倍数 40x（与华泰一致，高于海通 38x）。我们估算公司资本中介业务价值由 1819 亿元提升至 2215 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，维持估值倍数 13x（该估值倍数与海通一致，高于华泰 12x）。我们估算公司资本投资业务价值由 359 亿元提升至 449 亿元。

图表 20: 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	174	206	18%	市场成交显著放大，上调经纪收入假设
净利润	56	76	34%	
P/E 倍数	20	20	0%	
业务价值	1,148	1,541	34%	
资本中介业务				
净收入	97	114	18%	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	45	55	22%	
P/E 倍数	40	40	0%	
业务价值	1,819	2,215	22%	
资本投资业务				
净投资收益	80	90	12%	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	28	35	25%	
P/E 倍数	13	13	0%	
业务价值	359	449	25%	
子公司				
华夏基金	148	153	4%	
金石	232	282	22%	
中信产业	28	34	21%	
中信投资-另类投资	172	175	2%	
中证期货	41	51	26%	
中证国际	69	84	21%	
子公司价值小计	689	780	13%	
估值	4,016	4,985	24%	
目标价（元）	36.45	45.25	24%	

来源: 瑞银证券估算

投资建议: 维持“买入”评级

基于分部估值法，我们将目标价由 36.45 元上调至 45.25 元，上调幅度 24.1%。对应 2015 年 P/E 31.9x，对应 2015 年 P/B 4.04x。考虑到公司作为国内证券行业龙头最为受益于行业管制放松和中国资本市场发展，同时公司业务布局最全面、未来利润增长点较多，我们维持“买入”评级。

中信证券 (600030.SS)

损益表 (Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
净利息收入	1,224	2,440	1,282	3,499	172.9	5,600	60.1	5,869	6,498	7,551
非利息收入总额	10,469	13,675	27,916	43,834	57.0	52,917	20.7	59,755	66,917	75,663
总盈利	11,694	16,115	29,198	47,333	62.1	58,517	23.6	65,623	73,415	83,214
现金支出总额	(5,941)	(8,523)	(15,027)	(23,009)	-53.1	(27,920)	-21.3	(30,724)	(33,726)	(38,000)
折旧前营业利润	5,753	7,592	14,170	24,324	71.7	30,597	25.8	34,899	39,689	45,214
折旧和摊销(除商誉)	(280)	(331)	(377)	(377)	0.0	(377)	0.0	(377)	(377)	(377)
拨备前营业利润	5,473	7,262	13,794	23,947	73.6	30,221	26.2	34,522	39,313	44,837
总拨备	(30)	(353)	(600)	0	-	0	-	0	0	0
拨备后营业利润	5,443	6,909	13,194	23,947	81.5	30,221	26.2	34,522	39,313	44,837
来自联营及合资公司的利润(税前)	(388)	(274)	1,599	(667)	-	(718)	-7.7	(783)	(850)	(925)
其他税前项目	432	211	629	667	6.0	718	7.7	783	850	925
税前利润 (UBS)	5,487	6,846	15,422	23,947	55.3	30,221	26.2	34,522	39,313	44,837
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	5,487	6,846	15,422	23,947	55.3	30,221	26.2	34,522	39,313	44,837
税项	(1,180)	(1,538)	(3,560)	(5,529)	-55.3	(6,977)	-26.2	(7,970)	(9,076)	(10,352)
税后利润	4,307	5,308	11,861	18,419	55.3	23,244	26.2	26,552	30,237	34,486
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	(69)	(64)	(524)	(667)	-27.2	(725)	-8.7	(777)	(835)	(836)
净利润 (本地 GAAP)	4,237	5,244	11,337	17,752	56.6	22,519	26.9	25,775	29,402	33,650
净利润(不计优先股股息)	4,237	5,244	11,337	17,752	56.6	22,519	26.9	25,775	29,402	33,650
净利润 (UBS)	4,237	5,244	11,337	17,752	56.6	22,519	26.9	25,775	29,402	33,650
每股(Rmb)	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
每股收益(本地 GAAP, 基本)	0.38	0.48	1.03	1.42	37.8	1.80	26.9	2.06	2.35	2.69
每股收益(UBS 稀释后)	0.38	0.48	1.03	1.42	37.8	1.80	26.9	2.06	2.35	2.69
拨备前营业利润(稀释后)	0.50	0.66	1.25	1.91	52.8	2.41	26.2	2.76	3.14	3.58
每股股息净值	0.30	0.15	0.31	0.43	38.7	0.54	25.6	0.62	0.71	0.81
每股账面价值	7.85	7.96	9.00	11.19	24.4	12.66	13.2	14.31	16.19	18.35
每股账面价值(UBS)	7.85	7.96	9.00	11.19	24.4	12.66	13.2	14.31	16.19	18.35
资产负债表(Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
银行资产(年底)	168,508	271,354	479,626	704,609	46.9	889,515	26.2	1,081,594	1,287,880	1,504,681
银行资产(平均)	158,394	219,931	375,490	592,118	57.7	797,062	34.6	985,554	1,184,737	1,396,281
总资产(年底)	168,508	271,354	479,626	704,609	46.9	889,515	26.2	1,081,594	1,287,880	1,504,681
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	8,838	41,297	103,969	206,631	98.7	252,713	22.3	292,564	345,349	403,498
客户贷款(平均)	5,721	25,068	72,633	155,300	113.8	229,672	47.9	272,638	318,956	348,031
生息资产(平均)	120,148	171,696	259,593	363,568	40.1	489,958	34.8	628,509	766,966	909,069
客户存款	33,852	40,125	96,841	114,272	18.0	125,699	10.0	138,269	152,096	167,306
普通股权益(年底)	86,465	87,688	99,099	140,053	41.3	158,481	13.2	179,110	202,663	229,670
普通股权益(平均)	86,526	87,077	93,394	119,576	28.0	149,267	24.8	168,795	190,886	204,390
股东资金总额(股权、优先股及少数股东)	86,684	89,402	101,131	142,440	40.8	161,317	13.3	182,462	206,604	234,284
股东资金总额(股权、优先股及少数股东)(平均)	86,837	88,043	95,267	121,786	27.8	151,878	24.7	171,889	194,533	220,444
有形资产净值	86,684	89,402	101,131	142,440	40.8	161,317	13.3	182,462	206,604	234,284
Balance sheet structure (%)	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
贷款/银行资产(年底)	5.2	15.2	21.7	29.3	35.3	28.4	-3.1	27.0	26.8	26.8
存款/银行资产(年底)	20.1	14.8	20.2	16.2	-19.7	14.1	-12.9	12.8	11.8	11.1
存贷比	26.1	102.9	107.4	180.8	68.4	201.0	11.2	211.6	227.1	241.2
股东资金总额/银行资产(年底)	51.4	32.9	21.1	20.2	-4.1	18.1	-10.3	16.9	16.0	15.6

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)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
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	86,465	87,688	99,099	140,053	158,481	179,110	202,663	229,670
权益对资产比率%	51.3	32.3	20.7	19.9	17.8	16.6	15.7	15.3
有形权益对有形资产比率%	51.3	32.3	20.7	19.9	17.8	16.6	15.7	15.3
资产质量 (Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
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	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
净息差(平均资产)	0.77	1.11	0.34	0.59	0.70	0.60	0.55	0.54
拨备与营业利润率	0.5	4.9	4.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股东权益回报率(UBS 盈利)	4.9	6.0	12.1	14.8	15.1	15.3	15.4	16.5
经调整的资产收益率	4.9	6.0	12.1	14.8	15.1	15.3	15.4	15.6
风险加权资产收益率 (UBS 经调整)	-	-	-	-	-	-	-	-
资产收益率	2.72	2.41	3.16	3.11	2.92	2.69	2.55	2.47
生产率	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
成本收入比	53.2	54.9	52.8	49.4	48.4	47.4	46.5	46.1
成本与平均资产比率	3.93	4.03	4.10	3.95	3.55	3.16	2.88	2.75
薪酬费用比	40.9	41.1	40.7	28.7	24.6	22.5	20.7	18.9
增长率(%)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
营业收入	-53.3	37.8	81.2	62.1	23.6	12.1	11.9	13.3
拨备前营业利润	-66.9	32.7	90.0	73.6	26.2	14.2	13.9	14.1
净利润 (UBS)	-66.3	23.8	116.2	56.6	26.9	14.5	14.1	14.4
每股股息净值	-30.2	-50.0	106.7	38.7	25.6	14.8	14.5	14.1
总资产(年底)	13.6	61.0	76.8	46.9	26.2	21.6	19.1	16.8
客户贷款	239.4	367.3	151.8	98.7	22.3	15.8	18.0	16.8
客户存款	-5.3	18.5	141.3	18.0	10.0	10.0	10.0	10.0
Value (x)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
市值/收入	11.4	8.7	5.2	8.2	6.6	5.9	5.3	4.6
市值/存款	3.9	3.5	1.6	3.4	3.1	2.8	2.5	2.3
股价/拨备前营业利润(稀释后)	23.7	18.7	10.9	18.7	14.8	13.0	11.4	10.0
市盈率(本地 GAAP, 基本)	30.6	25.9	13.3	25.3	19.9	17.4	15.3	13.3
市盈率 (UBS, 稀释后)	30.6	25.9	13.3	25.3	19.9	17.4	15.3	13.3
净股息收益率(%)	2.6	1.2	2.3	1.2	1.5	1.7	2.0	2.3
市净率	1.5	1.5	1.5	3.2	2.8	2.5	2.2	2.0
市净率(UBS)	1.5	1.5	1.5	3.2	2.8	2.5	2.2	2.0

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。