业绩分析

中信证券(H) (6030.HK)

中性

证券研究报告

强劲的自营交易、投行和资管业务推动业绩高于预期

与预测不一致的方面

中信证券 2014 年税后净利润同比增长 116%至人民币 113 亿元，符合业绩快报，但比我们/彭博市场全年预测高出了 14%/16%，因为公司四季度表现强劲，特别是在自营交易、投行和资管业务领域。在客户存款和积极举债的推动下，中信证券总资产季环比扩张了 28%。截至 2014 年末，剔除客户存款的资产负债表杠杆率从三季度的 3.2 倍升至 3.8 倍。2014 年四季度折年净资产回报率为 20.7%，推动全年净资产回报率同比上升 6.1 个百分点至 12.1%（行业均值为 11.5%）。**主要积极因素：(1)** 受投资回报率走高的推动，四季度**自营交易收入**再度季环比强劲增长 74%，至人民币 40 亿元（对总收入的贡献为 34%）。我们估算四季度折年投资回报率从上半年的约 6.5%升至 10%，可能得益于 A 股市场走高。交易和可供出售金融资产在总资产中的份额半年环比下降 8 个百分点至 36%，因为中信证券将更多的增量资产配置于客户融资业务。**(2) 四季度投行收入显著提高**，季环比/同比分别增长了 97%/56%，得益于股权资本市场承销份额扩大、财务顾问收入强劲增长以及潜在的海外业务贡献提高。**(3) 资管业务也实现了令人鼓舞的增长**：除了华夏基金收入贡献提高之外，中信证券自身的集合资管业务规模半年环比扩张了 91%至人民币 780 亿元（市场份额半年环比扩张了 2 个百分点至 12%）。**主要不利因素：**(1) 我们估算**母公司 2014 年的平均佣金率同比下降了 24%**，主要反映了母公司为夺回市场份额（季环比提高 0.4 个百分点至 4.0%）而在四季度采取了更为激进的定价策略，不过我们认为集团的佣金率情况可能略好。(2) 为交易/做市而举借的资金的**利息支出持续令净利息收入承压**，后者仅同比提高了 15%，对 2014 年总收入的贡献为 3%。

投资影响

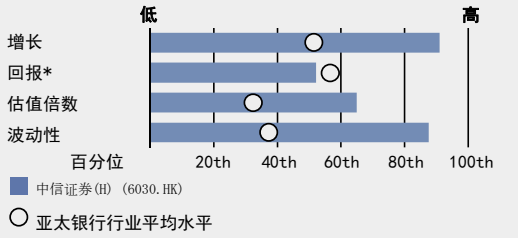
维持对于中信证券 H/A 股的中性评级，因其估值吸引力不及同业（2015 年预期市净率较 H/A 股均值高出 21%/11%）。我们维持基于市净率计算的 12 个月目标价格 37.7 港元/人民币 29.8 元。风险：交易亏损、投行业务实力削弱。

中信证券 2014 年四季度业绩概览

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14
收入成本比	55.2%	60.8%	48.9%	39.2%
佣金率	0.054%	0.057%	0.051%	0.035%

资料来源：公司数据、高华证券研究

投资摘要



* 回报 - 资本回报率

投资摘要指标的全面描述请参见本报告的信息披露部分。

主要数据	当前
股价(HK$)	27.70
12个月目标价格(HK$)	37.70
600030.SS 股价(Rmb)	33.32
600030.SS 12个月目标价格(Rmb)	29.80
市值(HK$ mn / US$ mn)	305,168.4 / 39,329.6
外资持股比例(%)	--

	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
每股盈利(Rmb)	0.48	0.90	1.18	1.33
每股盈利增长(%)	23.8	89.0	31.5	12.2
600030.SS 每股盈利(Rr	0.48	0.90	1.18	1.33
600030.SS 每股盈利增-	23.8	89.0	31.5	12.2
市盈率(X)	28.6	24.6	18.7	16.7
600030.SS 市盈率(X)	25.9	37.0	28.2	25.1
股息收益率(%)	1.1	1.6	1.8	1.8
净资产回报率(%)	6.0	10.9	13.2	13.5

股价走势图

股价表现(%)	3个月	6个月	12个月
绝对	(1.9)	57.9	80.3
相对于恒生中国企业指数	(6.0)	37.1	39.6

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet（股价为3/23/2015收盘价）

所属投资名单

中性

行业评级： 中性

李南, CFA（分析师） 执业证书编号: S1420513110001
+86(10)6627-3021 nan.li@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司
马宁（分析师） 执业证书编号: S1420510120014
+86(10)6627-3063 ning.ma@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司
钱玥（研究助理）
+86(10)6627-3463 yvonne.qian@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司
吴双（分析师） 执业证书编号: S1420514080001
+86(10)6627-3487 jessica.wu@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司

北京高华证券有限责任公司及其关联机构与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。 有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或请与您的投资代表联系。

中信证券(H)： 财务数据概要

损益表(Rmb mn)	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
投资银行手续费	2,119.9	2,962.1	4,448.8	5,112.7
佣金	5,633.5	8,868.7	10,292.9	10,944.1
本金交易	5,259.5	8,482.5	10,545.4	12,079.7
资产管理	1,360.5	3,929.2	4,829.4	5,774.2
其他	849.6	3,108.5	1,504.8	1,877.6
净利息收入	829.4	967.9	3,340.6	4,137.5
信用卡手续费	--	--	--	--
客户贷款拨备	(352.8)	(649.0)	(475.6)	(494.8)
净收入	**16,052.4**	**28,318.8**	**34,961.9**	**39,925.8**
员工/薪酬支出	(5,076.6)	(7,987.9)	(9,984.9)	(11,981.9)
非利息费用合计(含贷款损失拨备)	(9,206.3)	(14,776.6)	(17,482.4)	(20,267.7)
联营公司	0.0	0.0	0.0	0.0
资产处置损益	0.0	0.0	0.0	0.0
其他净额合计	0.0	0.0	0.0	0.0
税前利润	**6,846.1**	**13,542.2**	**17,479.6**	**19,658.1**
所得税拨备	(1,538.0)	(3,188.5)	(4,020.3)	(4,521.4)
少数股东损益	(64.1)	(444.0)	(430.0)	(516.9)
优先股息发放前净利润	**5,243.9**	**9,909.7**	**13,029.3**	**14,619.9**
优先股息	0.0	0.0	0.0	0.0
非经常项目前净利润	**5,243.9**	**9,909.7**	**13,029.3**	**14,619.9**
税后非经常性损益	0.0	0.0	0.0	0.0
特别税项后净利润	**5,243.9**	**9,909.7**	**13,029.3**	**14,619.9**
每股盈利(非经常项目前，基本)(Rmb)	**0.48**	**0.90**	**1.18**	**1.33**
每股盈利(摊薄，非经常项目前)(Rmb)	0.48	0.90	1.18	1.33
每股股息(Rmb)	0.15	0.35	0.40	0.40
每股净资产(Rmb)	**7.96**	**8.52**	**9.36**	**10.28**
有形资产每股账面净值(Rmb)	6.87	7.45	8.28	9.21

增长率和利润率(%)	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
净收入增长	36.8	76.4	23.5	14.2
净利润增长率	23.8	89.0	31.5	12.2
每股盈利增长	23.8	89.0	31.5	12.2
税前利润	42.6	47.8	50.0	49.2
税后利润率	32.7	35.0	37.3	36.6
净利息收入增长	(32.3)	16.7	245.2	23.9

资产负债表(Rmb mn)	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
现金及等价物	55,679.6	100,335.6	110,287.2	113,048.7
现金及登记证券	--	--	--	--
证券合计	101,740.6	161,943.7	184,372.6	207,935.6
回购	22,092.0	30,875.4	35,349.2	40,471.3
借入证券	--	--	--	--
券商应收款	--	--	--	--
客户应收款	--	--	--	--
其他应收款	2,165.5	2,954.4	3,574.9	4,325.6
应收款合计	**2,165.5**	**2,954.4**	**3,574.9**	**4,325.6**
物业、厂房及设备，净值	3,637.4	1,079.1	1,079.1	1,079.1
无形资产	11,963.4	11,871.2	11,871.2	11,871.2
其他资产	--	--	--	--
资产合计	**271,354.2**	**447,888.4**	**521,507.4**	**576,660.8**
商业票据与短期债	19,233.3	34,848.1	40,249.6	38,655.7
存款	45,196.2	111,026.2	122,448.9	119,380.2
售出证券合计，非买入	0.0	0.0	0.0	0.0
回购	55,704.3	113,159.1	141,946.8	178,058.0
贷出证券	--	--	--	--
其他	--	--	--	--
券商应付款	--	--	--	--
客户应付款	--	--	--	--
应付款合计	6,390.1	6,418.8	7,822.8	9,789.8
应计费用及其他负债	0.0	0.0	0.0	0.0
长期债务合计	26,744.1	38,854.7	46,699.2	46,699.2
其它负债	28,684.2	47,882.9	57,460.2	68,975.8
负债合计	**181,952.1**	**352,268.2**	**416,713.8**	**461,654.0**
资本份额和其它优先证券	**--**	**--**	**--**	**--**
优先股	**--**	**--**	**--**	**--**
普通股权益	**87,688.5**	**93,912.4**	**103,085.8**	**113,298.9**
少数股东权益	**1,713.6**	**1,707.8**	**1,707.8**	**1,707.8**
股东权益合计	**89,402.1**	**95,620.3**	**104,793.6**	**115,006.8**
负债及股东权益合计	**271,354.2**	**447,888.4**	**521,507.4**	**576,660.8**

比率(%)	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
总资产回报率	2.4	2.8	2.7	2.7
净资产回报率	6.0	10.7	13.0	13.3

注：最后一个实际年度数据可能包括已公布和预测数据。
资料来源：公司数据、高盛研究预测

对此报告有贡献的人员

李南, CFA
nan.li@ghsl.cn

吴双
jessica.wu@ghsl.cn

马宁
ning.ma@ghsl.cn

钱玥
yvonne.qian@ghsl.cn

图表1：中信证券 2014 年税后净利润同比增长 116%至人民币 113 亿元，符合业绩快报，比我们的全年预测高出了 14%，因为公司四季度表现强劲，特别是在自营交易、投行和资管业务领域

	Annual results				Quarterly resuts					
人民币 百万			2014	As %					QoQ (%)	YoY (%)
	2013	2014	YoY (%)	of GSe	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	4Q14	4Q14
利润表										
手续费及佣金净收入	**9,638**	**17,116**	**78**	**107**	**3,076**	**3,107**	**4,151**	**6,783**	**63**	**64**
经纪业务	5,634	8,834	57	100	1,758	1,566	2,210	3,300	49	67
投资银行	2,120	3,472	64	117	410	486	867	1,709	97	56
资产管理	1,360	4,298	216	109	816	1,023	1,002	1,457	45	53
其他手续费收入	524	513	(2)	188	92	32	72	317	338	186
净利息收入	**829**	**950**	**15**	**98**	**205**	**55**	**207**	**483**	**133**	**190**
自营交易收入	**5,260**	**10,204**	**94**	**120**	**1,467**	**2,496**	**2,277**	**3,964**	**74**	**178**
其他收入	325	3,155	870	111	(4)	2,349	219	590	170	7,134
总营业收入	**16,052**	**31,426**	**96**	**111**	**4,745**	**8,007**	**6,854**	**11,820**	**72**	**107**
营业成本	**8,854**	**15,404**	**74**	**109**	**2,846**	**3,802**	**3,633**	**5,123**	**41**	**49**
拨备前利润	7,199	16,022	123	113	1,899	4,204	3,221	6,697	108	194
税前利润	6,846	15,422	125	114	1,898	3,926	3,221	6,377	98	201
净利润	**5,244**	**11,337**	**116**	**114**	**1,310**	**2,765**	**2,289**	**4,972**	**117**	**221**
资产负债表										
资产										
现金	55,680	109,761	97	109	55,467	60,385	77,703	109,761	41	97
自有	24,763	33,753	36	198	20,925	21,324	27,888	33,753	21	36
客户存款	30,917	76,008	146	91	34,542	39,061	49,815	76,008	53	146
结算备付金	12,130	25,047	106	90	17,660	15,007	17,245	25,047	45	106
流动资产总额	194,833	366,479	88	113	239,219	262,634	301,131	366,479	22	88
长期投资总额	15,083	4,178	(72)	110	3,563	3,628	3,534	4,178	18	(72)
固定资产总额	3,637	1,222	(66)	113	3,914	1,079	1,070	1,222	14	(66)
其他资产	57,801	107,746	86	91	72,291	72,403	69,971	107,746	54	86
资产总额	**271,354**	**479,626**	**77**	**107**	**318,987**	**339,744**	**375,706**	**479,626**	**28**	**77**
负债及股东权益										
代理买卖证券款	45,196	101,846	125	92	55,763	57,455	75,419	101,846	35	125
卖出回购金融负债	55,704	124,914	124	110	74,078	83,822	90,554	124,914	38	124
流动负债总额	153,128	323,684	111	107	194,860	206,500	239,563	323,684	35	111
长期债务总额	26,744	50,482	89	130	31,828	32,969	33,727	50,482	50	89
负债总额	**181,952**	**378,495**	**108**	**107**	**228,996**	**248,305**	**281,105**	**378,495**	**35**	**108**
少数股东权益	1,714	2,033	19	119	1,694	1,708	1,847	2,033	10	19
股东权益合计	**87,688**	**99,099**	**13**	**106**	**88,297**	**89,731**	**92,755**	**99,099**	**7**	**13**
收入成本比	51.0%	45.9%	-5.1%	-3.8%	55.2%	60.8%	48.9%	39.2%	-9.8%	-15.4%
佣金率	0.059%	0.045%	-24%		0.054%	0.057%	0.051%	0.035%	-31%	-37%
净资产回报率	6.0%	12.1%	6.1%	1.2%	6.0%	12.4%	10.0%	20.7%	10.7%	13.6%
总资产回报率	2.4%	3.0%	0.6%	0.3%	1.8%	3.4%	2.6%	4.7%	2.1%	2.4%

注：佣金率基于母公司数据计算

资料来源：公司数据、高华证券研究

信息披露附录

申明

本人，李南, CFA，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述公司或其证券的个人看法。此外，本人薪金的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA 和收入等。 **回报**是各项资本回报指标一年预测的加总，如 CROCI、平均运用资本回报率和净资产回报率。 **估值倍数**根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。 **波动性**根据 12 个月的历史波动性计算并经股息调整。

Quantum

Quantum 是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场的公司之间进行比较。

GS SUSTAIN

GS SUSTAIN 是侧重于长期做多建议的相对稳定的全球投资策略。GS SUSTAIN 关注名单涵盖了我们认为相对于全球同业具有持续竞争优势和出色的资本回报、因而有望在长期内表现出色的行业领军企业。我们对领军企业的筛选基于对以下三方面的量化分析：现金投资的现金回报、行业地位和管理水平（公司管理层对行业面临的环境、社会和企业治理方面管理的有效性）。

信息披露

相关的股票研究范围

李南, CFA：中国券商、中国金融行业。马宁：中国金融行业。

中国券商：银河证券、招商证券、中信证券(A)、中信证券(H)、光大证券、海通证券(A)、海通证券(H)。

中国金融行业：农业银行(H)、农业银行(A)、北京银行、中国银行(H)、中国银行(A)、重庆银行、交通银行(H)、交通银行(A)、南京银行、宁波银行、中国信达、中信银行(H)、中信银行(A)、建设银行(H)、建设银行(A)、光大银行、中国人寿(H)、中国人寿(A)、招商银行(H)、招商银行(A)、民生银行(H)、民生银行(A)、中国太保(H)、中国太保(A)、中国太平、重庆农村商业银行、远东宏信、华夏银行、工商银行(H)、工商银行(A)、兴业银行、新华保险(H)、新华保险(A)、人保集团、人保财险、平安银行、中国平安(H)、中国平安(A)、浦发银行。

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

高盛高华在今后 3 个月中预计将从下述公司获得或寻求获得投资银行服务报酬： 中信证券(A) (Rmb33.32)、中信证券(H) (HK$27.70)

公司评级、研究行业及评级和相关定义

买入、中性、卖出：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据 25-35%的股票评级为买入、10-15%的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单；但是，在某一特定行业买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。地区强力买入或卖出名单是以潜在回报规模或实现回报的可能性为主要依据的投资建议。

潜在回报：代表当前股价与一定时间范围内预测目标价格之差。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究行业及评级：分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及／或估值对研究对象的投资前景的看法。 **具吸引力(A)：**未来 12 个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及／或估值。 **中性(N)：**未来 12 个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及／或估值持平。 **谨慎(C)：**未来 12 个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及／或估值。

暂无评级(NR)：在高盛高华于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时并在某些其他情况下，投资评级和目标价格已经根据高华证券的政策予以除去。 **暂停评级(RS)：**由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标，或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制，我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效，因此投资者不应依赖该等资料。 **暂停研究(CS)：**我们已经暂停对该公司的研究。 **没有研究(NC)：**我们没有对该公司进行研究。 **不存在或不适用(NA)：**此资料不存在或不适用。 **无意义(NM)：**此资料无意义，因此不包括在报告内。

一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华为高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报告中涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师和信贷分析师，将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在高盛组织的会议上的第三方演讲嘉宾（包括高华证券或高盛其它部门人员）的观点不一定反映全球投资研究部的观点，也并非高华证券或高盛的正式观点。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的地区，本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

投资者可以向高华销售代表取得或通过 http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp 取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在高华客户网上并向所有客户同步提供。高华未授权任何第三方整合者转发其研究报告。有关某特定证券的研究报告、模型或其它数据，请联络您的销售代表。

北京高华证券有限责任公司版权所有 © 2015 年

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。