国泰君安证券 GUOTAI JUNAN SECURITIES

综合金融/金融

中信证券（600030）

资本夯实，转型蓄力

——中信证券 2015 年半年报点评

	刘欣琦（分析师）	孔祥（研究助理）	耿艳艳（研究助理）
	021-38676647	021-38674744	021-38676640
	liuxinqi@gtjas.com	Kongxiang@gtjas.com	Gengyanyan@gtjas.com
证书编号	S0880515050001	S0880113090014	S0880115060008

本报告导读：

公司上半年积极补充资本，H 股（18 港币）定增引入社保。作为券商业创新龙头，公司当前价格具有安全边际，维持“增持”评级。

投资要点：

- 上半年集团实现营业收入/归母公司净利润 311.1/124.7 亿元，同比增 195%/206%，对应 EPS1.03 元，业绩符合预期。因交易量等主要业绩驱动因素提升，上调 2015-17 年盈利预测至 1.54/1.69/1.88 元，较上次调增 11%/2%/-4%。因行业估值中枢下探，调低目标价至 24 元，对应 15 年 PE15 倍，处于行业平均水平。维持“增持”评级。
- **传统经纪业务份额稳固，加大新型资本中介业务投入。（1）**上半年经纪市场份额约 6.3%，佣金率约 0.05%，预计后续份额将保持稳定，机构与海外业务将是发力方向。后续零售经纪业务竞争日趋激烈，而机构和高净值财富管理业务仍有壁垒，相关业务受互联网和牌照放开影响较小。**（2）**上半年积极补充资本，H 股定增引入社保。目前母公司净资本突破 700 亿元，作为业内首家主动对两融集中控制的券商，公司主动降低杠杆后目前杠杆率不足 4 倍。作为行业创新龙头，公司后续将加大大宗商品/大宗经纪等创新业务投入。
- **加速海外并购整合，转型产业投行和交易服务型投行。**上半年投行业绩同比翻倍，共完成 A 股主承销项目 36 单（对应市场份额 13.3%），主承销数量及规模均排名市场第一，同时子公司金石投资完成直投项目 19 单，投行布局将受益于注册制改革推进。公司上半年布局昆仑金融（*香港*）/罗素投资（*欧洲*）等海外收购，加大与里昂证券等业务协作，继续发展 REITS 等新型融资业务，资产管理规模突破 1 万亿元（其中主动类业务约 12%）。
- **核心风险：**市场继续大幅调整。

财务摘要（百万元）	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	16,115	29,197	43,540	48,605	53,578
(+/-)%	*22%*	*81%*	*49%*	*12%*	*10%*
经营利润（EBIT）	6,859	13,180	23,947	26,733	29,468
(+/-)%	*38%*	*92%*	*82%*	*12%*	*10%*
净利润	5,244	11,337	18,600	20,484	22,790
(+/-)%	*37%*	*116%*	*64%*	*10%*	*11%*
每股净收益（元）	0.43	0.94	1.54	1.69	1.88
每股股利（元）	0.08	0.31	0.31	0.31	0.31

利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率(%)	43%	45%	55%	55%	55%
净资产收益率(%)	6%	9%	14%	12%	11%
总资产收益率(%)	2%	2%	2%	2%	2%
市净率	2.26	1.52	1.50	1.20	0.96
市盈率	38	18	11	10	9
股息率(%)	0.5%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%

评级：	增持
上次评级：	增持
目标价格：	24.00
上次预测：	39.49
当前价格：	16.38

2015.08.25

交易数据

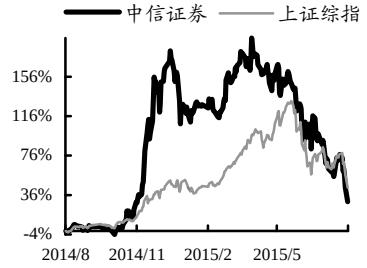
52 周内股价区间（元）	12.25-38.40
总市值（百万元）	198,475
总股本/流通 A 股（百万股）	12,117/9,815
流通 B 股/H 股（百万股）	0/2,278
流通股比例	100%
日均成交量（百万股）	34200.58
日均成交值（百万元）	9191.85

资产负债表摘要（14/12）

股东权益（百万元）	130,292
每股净资产	10.75
市净率	1.52
净负债率	351.5%

EPS（元）	2014A	2015E
Q1	0.12	0.35
Q2	0.25	0.68
Q3	0.24	0.20
Q4	0.33	0.31
全年	0.94	1.54

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-31%	-50%	30%
相对指数	-9%	-19%	-14%

相关报告

《正反馈持续，龙头行情再启》2015.03.23

《龙头券商受益于业绩与估值的双击》2015.01.25

《杠杆提升超预期，投行海外正蓄力》2014.10.31

《业务份额提升，引领行业创新》2014.08.28

《提升经纪份额，引领行业创新》2014.05.05

模型更新时间：2015.08.25

股票研究

金融

综合金融

中信证券（600030）

评级:	**增持**
上次评级:	增持
目标价格:	**24.00**
上次预测:	39.49
当前价格:	16.38

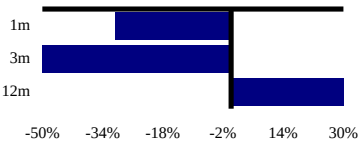
公司网址

www.cs.ecitic.com

公司简介

公司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；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；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；为期货公司提供中间介绍业务。

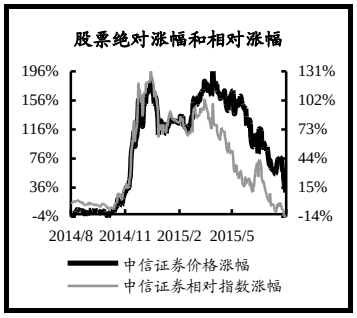
绝对价格回报（%）

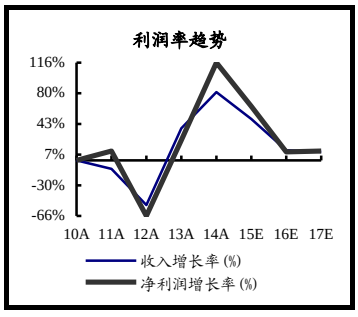


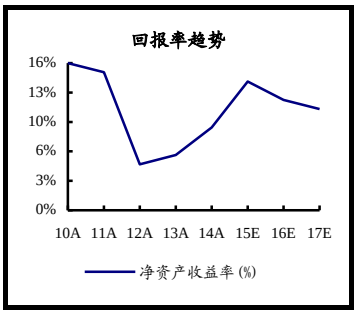
52 周价格范围	12.25-38.40
市值（百万）	198,475

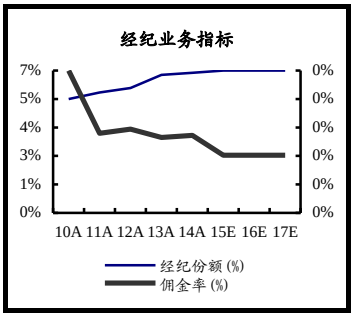
财务预测（单位：百万元）

损益表	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	27,795	25,033	11,694	16,115	29,197	43,540	48,605	53,578
代理买卖证券业务净收入	7,440	5,516	3,591	2,694	3,688	18,620	18,620	18,620
市场日均股票基金成交额（亿元）	2,292	1,744	1,317	2,000	3,600	10,000	10,000	10,000
公司经纪份额	5.2%	5.5%	5.7%	6.3%	6.4%	6.5%	6.5%	6.5%
公司股票基金权证成交额（亿元）	57,459	46,853	36,602	61,195	12,000	33,854	33,854	33,854
公司股票基金净佣金率	0.136%	0.076%	0.080%	0.072%	0.074%	0.055%	0.055%	0.055%
证券承销业务净收入	2,903	1,485	1,790	2,120	3,472	4,687	6,093	7,312
公司股票承销额（亿元）	244	217	178	138	400	540	702	842
公司债券承销额（亿元）	760	1,584	2,278	2,185	3,500	4,725	5,906	7,088
受托资产管理业务净收入	181	218	198	1,361	4,298	5,802	7,253	8,703
公司资产管理规模（亿元）	456	620	2,508	4,402	7,700	10,395	12,994	15,593
投资收益+公允价值变动	296	217	734	5,470	10,833	12,458	13,704	15,074
上证指数涨幅	0%	-14%	-22%	3%	45%	15%	10%	10%
股票投资规模					52,506	10,678	11,773	13,350
其中：交易性金融资产					126,185	157,731	197,164	246,455
可供出售金融资产					48,836	61,045	76,306	95,383
其他投资规模					0	0	0	0
债券投资规模					122,515	23,164	24,687	32,000
利息收入	1,303	1,401	1,224	829	950	1,473	2,135	2,669
营业支出	**11,526**	**10,022**	**6,263**	**9,256**	**16,017**	**19,593**	**21,872**	**24,110**
税金及附加	962	488	401	773	1,257	1,874	2,093	2,307
业务及管理费用	10,535	8,013	5,820	8,081	14,760	17,718	19,780	21,804
营业利润	**16,269**	**15,011**	**5,431**	**6,859**	**13,180**	**23,947**	**26,733**	**29,468**
所得税	4,184	2,427	1,180	1,538	3,560	5,747	6,149	6,778
少数股东损益	825	28	69	64	524	100	100	100
净利润	**11,311**	**12,576**	**4,237**	**5,244**	**11,337**	**18,600**	**20,484**	**22,790**
资产负债表								
货币资金	64,719	60,780	52,172	66,970	67,680	84,600	105,750	132,188
交易性金融资产	14,256	19,049	38,808	69,898	13,100	16,375	20,469	25,586
可供出售金融资产	37,188	28,898	29,192	25,351	4,373	5,466	6,833	8,541
长期股权投资	**7,614**	**17,409**	**18,482**	**14,786**	**1,524**	**1,905**	**2,381**	**2,977**
资产合计	153,178	148,280	168,508	271,354	479,626	775,506	969,383	1,211,728
代理买卖证券款	62,081	36,477	34,807	51,711	21,658	27,073	33,841	42,301
应付职工薪酬	**5,058**	**3,120**	**2,314**	**1,374**	**3,202**	**4,003**	**5,003**	**6,254**
负债总计	**82,330**	**61,290**	**81,823**	**181,952**	**378,495**	**642,755**	**803,444**	**1,004,305**
股东权益合计	**70,435**	**86,587**	**86,465**	**87,689**	**130,292**	**132,751**	**165,939**	**207,423**
每股净资产	**5.81**	**7.15**	**7.14**	**7.24**	**10.75**	**10.96**	**13.69**	**17.12**
收入构成								
经纪佣金	7,809	3,571	2,927	5,634	8,834	18,620	18,620	18,620
承销	2,903	1,485	1,790	2,120	3,472	4,687	6,093	7,312
资产管理	181	218	198	1,361	4,298	5,802	7,253	8,703
自营收入	2,605	217	734	5,470	10,833	12,458	13,704	15,074
利息收入	1,303	1,401	1,224	829	950	1,473	2,135	2,669
财务指标								
成长性								
经纪份额增长率	0%	6%	4%	10%	2%	0%	0%	0%
收入增长率	0%	-10%	-53%	38%	81%	49%	12%	10%
营业利润增长率	0%	-8%	-64%	26%	92%	82%	12%	10%
净利润增长率	0%	11%	-66%	24%	116%	64%	10%	11%
盈利能力及风险指标								
净资产收益率(ROE)	16%	15%	5%	6%	9%	14%	12%	11%
总资产收益率(ROA)	7%	8%	3%	2%	2%	2%	2%	2%
营业费用率	41%	40%	54%	57%	55%	45%	45%	45%
所得税率	15%	10%	10%	10%	12%	13%	13%	13%
自营资产/净资产	73%	55%	79%	109%	13%	16%	16%	16%
股票投资/净资产	26%	19%	28%	38%	5%	6%	6%	6%
估值比率								
PE	18	16	47	38	18	11	10	9
PB	2.82	2.29	2.30	2.26	1.52	1.50	1.20	0.96
股息率				0.5%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%









本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	（021）38676666	（0755）23976888	（010）59312799

E-mail：gtjaresearch@gtjas.com