



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态

2010 年 1 月 7 日

证券

研究部

王松柏

分析员

wangsb@cicc.com.cn

刘欣

联系人

liuxin3@cicc.com.cn

审慎推荐

光大证券(601788.CH)

09 年业绩略好于预期

主要财务信息

(百万元)	2007 A	2008 A	2009 F	2010 F	2011 F
净利润	4,686	1,368	2,674	2,834	3,185
(+/-%)		-70.8	95.5	6.0	12.4
每股收益 (元)	1.62	0.47	0.78	0.83	0.93
(+/-%)		-70.8	65.8	6.0	12.4
每股净资产 (元)	3.45	3.64	6.59	7.22	7.95
(+/-%)		5.4	81.0	9.6	10.0
股东权益	10,093	10,704	22,716	24,934	27,475
(+/-%)		6.1	112.2	9.8	10.2
净资产收益率 (%)	46.81%	12.97%	11.87%	11.48%	11.73%
市盈率 (倍)	16.8	57.4	34.6	32.7	29.1
市净率 (倍)	7.8	7.4	4.1	3.8	3.4
股本 (百万股)	2898	2898	3418	3418	3418

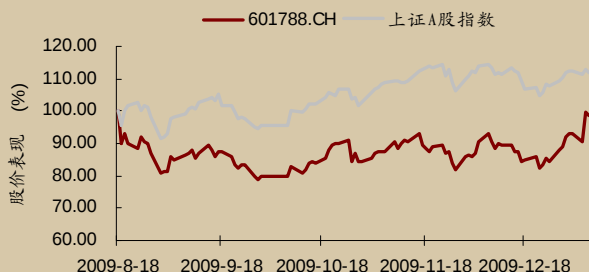
股票信息

	A股
当前股价	人民币 27.09
股票代码	601788.CH
日成交量 (百万股)	80
52周最高价/最低价	人民币 30.88/21.08
发行股数 (百万股)	3,418
其中: 流通股 (百万股)	520
主要股东 (持股比例)	光大集团 33.92%

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[601788.CH]	11.0	9.4	23.5	6.2
[SHASHR index]	1.3 -	1.9	17.0 -	0.7
[Security index]	+1.26	+6.83	+25.14	+1.26

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

3/23/2010 2009 年业绩报告

公司近况:

光大证券公布 09 年业绩快报。09 年公司共实现净利润 28.63 亿元, 同比大幅增长 109.3%, 全面摊薄后的每股盈利为 0.84 元, 高于我们的盈利预测 7.1%。

评论:

光大证券 09 年净利润略高于预期, 主要是公司营业支出低于我们的预期所致。09 年光大证券营业收入为 55.97 亿元, 略低于我们的预期 1.6%; 但 09 年第 4 季度营业支出仅为 4700 万元, 使 09 年营业支出低于我们的预测 19.5%。我们预计自营业业务减值损失的冲回是导致 09 年第 4 季度营业支出明显偏低的原因。

我们暂时维持对光大证券 2010 年和 2011 年的盈利预测, 每股净利润分别为 0.83 元和 0.93 元。

估值与建议:

在 10 年日均股票交易额 1700 亿元-2500 亿元的区间内, 光大证券每股价值区间为 18.16 元-25.74 元。

在考虑融资融券和股值期货创新业务之后, 光大证券的估值区间为 22.02 元-29.6 元。

我们维持对光大证券“审慎推荐”的投资评级, 而略好于预期的业绩也有望成为公司股价短期的驱动因素。

图表 1：光大证券 2009 业绩快报

(人民币 百万元)	2008	2009	YoY	2009E	2009实际业绩与预测业绩比较
营业收入	3,691	5,597	51.6%	5,688	-1.6%
营业费用	2,025	1,679	-17.0%	2,086	-19.5%
营业利润	1,666	3,918	135.1%	3,601	8.8%
利润总额	1,729	3,923	126.9%	3,591	9.2%
归属于母公司所有者的净利润	1,368	2,863	109.3%	2,674	7.1%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2：历史和预测的财务指标

	2007	2008	2009F	2010F	2011F		2007	2008	2009F	2010F	2011F
损益表摘要 (人民币百万元)						年增长率 (%)					
营业收入	9,824	3,691	5,688	6,028	6,701	营业收入	382.40%	-62.43%	54.10%	5.98%	11.17%
手续费净收入	4,884	3,364	4,404	4,494	4,886	手续费净收入	483.52%	-31.13%	30.92%	2.05%	8.71%
代理买卖证券业务净收入	4,273	2,572	3,729	3,588	3,775	代理买卖证券业务净收入	520.75%	-39.81%	44.99%	-3.79%	5.21%
证券承销保荐业务净收入	172	157	110	143	187	证券承销保荐业务净收入	74.54%	-8.33%	-29.99%	29.64%	30.97%
委托管理资产业务净收入	97	61	137	213	243	委托管理资产业务净收入	244.52%	-36.82%	124.00%	55.18%	14.23%
基金管理公司收入	329	550	402	522	650	财务顾问业务和其他		62.62%	10.00%	10.00%	10.00%
财务顾问业务和其他	14	24	26	28	31	利息净收入	560.31%	79.29%	-10.22%	20.29%	7.10%
利息净收入	278	499	448	539	577	投资净收入	251.35%	-67.44%	-38.70%	18.42%	37.28%
投资净收入	3,419	1,113	682	808	1,109	其中：对联营企业和合营企业的投资收益	1288.89%	-8.80%	39.13%	-29.40%	30.00%
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	63	57	79	56	73	公允价值变动净收益	859.71%	-210.52%	-109.04%	24.71%	-41.97%
公允价值变动净收益	1,191	-1,316	119	148	96	汇兑净收益	107.48%	20.55%	5.00%	5.00%	5.00%
汇兑净收益	-10	-12	-12	-13	-13	其他业务收入	-4.10%	-31.43%	10.00%	10.00%	10.00%
其他业务收入	62	43	47	52	57	营业支出	264.98%	-23.51%	3.06%	4.89%	8.84%
营业支出	2,647	2,025	2,086	2,189	2,382	营业税金及附加	363.70%	-54.69%	45.46%	5.29%	11.38%
营业税金及附加	401	182	264	278	310	业务及管理费	256.49%	-35.33%	23.84%	4.83%	8.47%
业务及管理费	2,272	1,469	1,820	1,907	2,069	资产减值损失	556.94%	-988.69%	-100.00%		
资产减值损失	-42	371	-	-	-	其他业务成本	99.24%	-85.29%	10.00%	10.00%	10.00%
其他业务成本	15	2	2	3	3	营业利润	447.33%	-76.78%	116.10%	6.62%	12.50%
营业利润	7,178	1,666	3,601	3,839	4,319	营业外收入	-17.22%	2119.80%	-85.76%	5.00%	5.00%
营业外收入	4	84	12	13	13	营业外支出	-12532.54%	-90.57%	5.00%	5.00%	5.00%
营业外支出	219	21	22	23	24	利润总额	428.34%	-75.16%	107.67%	6.62%	12.52%
利润总额	6,962	1,729	3,591	3,829	4,309	所得税费用	454.66%	-87.71%	219.89%	7.43%	12.26%
所得税费用	2,233	274	878	943	1,059	净利润	416.76%	-69.23%	86.50%	6.36%	12.60%
净利润	4,729	1,455	2,713	2,886	3,250	归属于母公司所有者的净利润	410.35%	-70.82%	95.50%	6.00%	12.39%
归属于母公司所有者的净利润	4,686	1,368	2,674	2,834	3,185	少数股东权益	-1447.24%	105.45%	-54.47%	30.00%	24.35%
少数股东权益	43	87	40	52	64	主要驱动因素 (%)					
资产负债表摘要 (人民币百万元)						股票权证交易额市场份额	2.98%	3.08%	3.08%	3.08%	3.08%
总资产	53,869	33,276	48,320	51,818	55,048	净利率	0.84%	1.07%	1.10%	1.10%	1.10%
客户存款	40,659	21,233	24,948	26,196	26,851	股票及股票连接主承销市场份额	0.52%	1.94%	1.00%	1.00%	1.00%
自有存款	5,913	9,543	16,283	18,012	19,984	企业主体债券主承销市场份额	0.00%	2.56%	0.50%	0.50%	0.50%
交易性金融资产	3,939	129	894	989	1,097	营业费用/营业收入	23.13%	39.81%	31.99%	31.64%	30.87%
可供出售金融资产	1,886	653	4,534	5,015	5,564	营业税金及附加税率	4.23%	5.80%	5.13%	5.13%	5.13%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	所得税率	32.37%	16.41%	25.00%	25.00%	25.00%
长期股权投资	50	50	50	50	50	盈利能力 (%)					
固定资产	1,017	1,016	928	840	752	净利润率	47.70%	37.05%	47.01%	47.02%	47.53%
无形资产和商誉	36	28	28	28	28	净资产收益率	46.81%	12.97%	11.87%	11.48%	11.73%
其他资产	368	624	655	688	723	净资产指标 (人民币百万元)					
总负债	43,777	22,572	25,604	26,884	27,573	母公司净资产	7,449	8,223			
代买卖证券款	40,659	21,233	24,948	26,196	26,851	母公司净资产率 (%)	74.92%	79.60%			
应付债券	-	-	-	-	-	每股及估值指标 (元)					
其他负债	3,117	1,339	655	688	723	每股盈利	1.62	0.47	0.78	0.83	0.93
所有者权益	10,093	10,704	22,716	24,934	27,475	每股净资产	3.45	3.64	6.59	7.22	7.95
总股本	2,898	2,898	3,418	3,418	3,418	市净率	-	-	-	-	-
少数股东权益	81	156	196	247	312	股利支付比率	0.00%	0.00%	144.96%	25.00%	25.00%
归属于母公司所有者权益	10,011	10,548	22,521	24,687	27,163	经营数据					
						员工数量 (个)	2,256	1,716			
						营业部数量 (个)	76	78			
						服务部数量 (个)	18	16			

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3: 可比公司估值

公司名称	股价	总股本	流通股	总市值	市盈率					市净率				
	(元)	(百万股)	(百万)	(十亿)	07A	08A	09E	10E	11E	07A	08A	09E	10E	11E
中信证券	32.44	6,630	6,570	215	8.7	29.4	25.3	22.8	22.0	2.08	3.90	3.59	3.28	3.02
海通证券	19.04	8,228	1,523	157	14.4	47.4	37.0	35.0	34.8	2.14	4.08	3.75	3.47	3.23
光大证券	27.09	3,418	520	93	16.8	57.4	34.6	32.7	29.1	7.84	7.44	4.11	3.75	3.41
长江证券	20.08	2,171	1,107	44	14.2	47.9	34.3	31.4	31.1	5.70	7.31	4.85	4.34	3.92
宏源证券	24.21	1,461	536	35	17.4	65.3	28.2	28.6	27.9	5.90	7.11	5.61	4.94	4.39
国元证券	21.75	1,964	785	43	14.0	61.1	45.6	39.1	40.2	6.16	6.68	2.79	2.68	2.59
东北证券	38.47	639	194	25	20.1	54.5	36.6	31.6	33.1	10.46	9.90	4.72	4.30	4.00
西南证券	19.19	1,904	240	37	37.5	257.2	59.5	41.2	49.0	11.32	11.02	4.10	3.73	3.46
国金证券	24.52	1,000	268	25	18.5	16.2	45.9	43.1	35.4	4.29	5.66	11.95	11.18	10.09
太平洋证券	18.47	1,503	42	28	45.6	-43.0	66.7	63.6	79.9	13.71	20.12	15.46	12.44	10.76
广发证券	NA	2,507	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
辽宁成大*	38.09	900	844	34	16.2	36.5	27.5	27.3	25.9	7.40	6.92	6.49	5.57	4.89
吉林敖东*	49.19	573	495	28	14.2	32.7	22.1	21.9	20.8	6.12	5.82	5.36	4.57	4.00
招商证券	30.16	3,585	287	108	19.2	48.2	33.3	32.3	29.7	12.85	12.32	5.08	4.70	4.33

公司名称	每股收益					每股净资产					净资产收益率(%)					总资产收益率(%)				
	07A	08A	09E	10E	11E	07A	08A	09E	10E	11E	07A	08A	09E	10E	11E	07A	08A	09E	10E	11E
中信证券	3.74	1.10	1.28	1.43	1.47	15.56	8.33	9.05	9.89	10.73	24.0	13.2	14.2	14.4	13.7	6.5	5.3	6.0	6.2	6.0
海通证券	1.33	0.40	0.52	0.54	0.55	8.90	4.66	5.08	5.49	5.90	14.9	8.6	10.1	9.9	9.3	5.7	4.4	5.2	5.2	5.0
光大证券	1.62	0.47	0.78	0.83	0.93	3.45	3.64	6.59	7.22	7.95	46.8	13.0	11.9	11.5	11.7	8.7	4.1	5.5	5.5	5.8
长江证券	1.41	0.42	0.59	0.64	0.64	3.53	2.75	4.14	4.63	5.12	40.0	15.2	14.1	13.8	12.6	9.4	3.9	5.4	5.5	5.2
宏源证券	1.39	0.37	0.86	0.85	0.87	4.11	3.41	4.31	4.90	5.52	34.0	10.9	19.9	17.2	15.7	8.9	3.5	6.2	5.6	5.5
国元证券	1.56	0.36	0.48	0.56	0.54	3.53	3.26	7.80	8.12	8.39	44.1	10.9	6.1	6.9	6.5	12.0	4.4	3.8	4.2	4.0
东北证券	1.92	0.71	1.05	1.22	1.16	3.68	3.88	8.15	8.95	9.63	52.1	18.2	12.9	13.6	12.1	8.3	4.5	5.4	5.9	5.4
西南证券	0.51	0.07	0.32	0.47	0.39	1.69	1.74	4.68	5.15	5.54	30.2	4.3	6.9	9.0	7.1	9.1	1.8	4.5	6.1	4.8
国金证券	1.32	1.51	0.53	0.57	0.69	5.72	4.33	2.05	2.19	2.43	23.1	34.9	26.1	25.9	28.5	4.4	10.5	6.9	6.5	7.1
太平洋证券	0.41	(0.43)	0.28	0.29	0.23	1.35	0.92	1.19	1.49	1.72	30.1	-46.8	23.2	19.6	13.5	12.3	-18.5	8.6	8.0	5.9
广发证券	3.05	1.26	1.74	1.80	1.91	5.70	4.81	5.91	7.02	8.21	53.4	26.1	29.4	25.7	23.2	7.8	5.7	7.2	6.9	6.8
辽宁成大*	2.36	1.04	1.39	1.40	1.47	5.15	5.51	5.87	6.84	7.78	45.7	18.9	23.6	20.4	18.9	NA	NA	NA	NA	NA
吉林敖东*	3.47	1.50	2.23	2.24	2.36	8.04	8.45	9.19	10.76	12.30	43.2	17.8	24.3	20.9	19.2	NA	NA	NA	NA	NA
招商证券	1.57	0.63	0.91	0.93	1.02	2.35	2.45	5.94	6.42	6.97	66.8	25.6	15.3	14.6	14.6	6.2	4.4	5.4	4.9	5.1

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 4: 经纪业务敏感性分析

10年日均股票 交易额(亿元)	Base	每股收益					每股净资产					净资产收益率, %					每股收益弹性, %				
		-400	-200	Base	+200	+400	-400	-200	Base	+200	+400	-400	-200	Base	+200	+400	-400	-200	Base	+200	+400
		-400	-200	Base	+200	+400	-400	-200	Base	+200	+400	-400	-200	Base	+200	+400	-400	-200	Base	+200	+400
中信证券	2100	1.22	1.32	1.43	1.53	1.63	9.68	9.79	9.89	10.00	10.10	12.6	13.5	14.4	15.3	16.2	(15)	(7)	-	7	15
海通证券	2100	0.44	0.49	0.54	0.60	0.65	5.38	5.44	5.49	5.55	5.60	8.1	9.0	9.9	10.8	11.7	(20)	(10)	-	10	20
光大证券	2100	0.69	0.76	0.83	0.90	0.97	7.08	7.15	7.22	7.29	7.36	9.7	10.6	11.5	12.3	13.2	(17)	(9)	-	9	17
长江证券	2100	0.51	0.58	0.64	0.70	0.76	4.51	4.57	4.63	4.69	4.76	11.4	12.6	13.8	14.9	16.1	(20)	(10)	-	10	20
宏源证券	2100	0.66	0.75	0.85	0.94	1.03	4.71	4.81	4.90	5.00	5.09	14.0	15.6	17.2	18.8	20.3	(22)	(11)	-	11	22
国元证券	2100	0.46	0.51	0.56	0.60	0.65	8.03	8.08	8.12	8.17	8.22	5.7	6.3	6.9	7.4	7.9	(17)	(9)	-	9	17
东北证券	2100	1.00	1.11	1.22	1.33	1.44	8.73	8.84	8.95	9.06	9.17	11.4	12.5	13.6	14.7	15.7	(18)	(9)	-	9	18
西南证券	2100	0.42	0.44	0.47	0.49	0.51	5.11	5.13	5.15	5.17	5.19	8.3	8.7	9.0	9.4	9.8	(9)	(4)	-	4	9
国金证券	2100	0.43	0.50	0.57	0.64	0.70	2.06	2.12	2.19	2.26	2.33	21.1	23.6	25.9	28.1	30.2	(24)	(12)	-	12	24
太平洋证券	2100	0.22	0.26	0.29	0.32	0.36	1.42	1.45	1.49	1.52	1.55	15.8	17.7	19.6	21.3	23.0	(23)	(11)	-	11	23
广发证券	2100	1.43	1.62	1.80	1.99	2.17	6.65	6.84	7.02	7.21	7.39	21.5	23.6	25.7	27.6	29.4	(21)	(10)	-	10	21
辽宁成大*	2100	1.13	1.26	1.40	1.53	1.66	6.57	6.70	6.84	6.97	7.11	17.2	18.8	20.4	21.9	23.4	(19)	(10)	-	10	19
吉林敖东*	2100	1.83	2.03	2.24	2.45	2.66	10.34	10.55	10.76	10.97	11.18	17.6	19.3	20.9	22.4	23.8	(19)	(9)	-	9	19
招商证券	2100	0.75	0.84	0.93	1.03	1.12	6.24	6.33	6.42	6.51	6.60	12.1	13.3	14.6	15.7	16.9	(19)	(10)	-	10	19

10年日均股票 交易额(亿元)	Base	目前股价对应市盈率					目前股价对应市净率					部分加总每股价值					每股价值弹性, %				
		-400	-200	Base	+200	+400	-400	-200	Base	+200	+400	-400	-200	Base	+200	+400	-400	-200	Base	+200	+400
		-400	-200	Base	+200	+400	-400	-200	Base	+200	+400	-400	-200	Base	+200	+400	-400	-200	Base	+200	+400
中信证券	2100	26.7	24.6	22.8	21.2	19.8	3.3	3.3	3.3	3.2	3.2	29.97	32.04	34.10	36.17	38.23	(12)	(6)	-	6	12
海通证券	2100	43.7	38.8	35.0	31.8	29.1	3.5	3.5	3.5	3.4	3.4	12.83	13.84	14.85	15.85	16.86	(14)	(7)	-	7	14
光大证券	2100	39.4	35.7	32.7	30.1	27.9	3.8	3.8	3.8	3.7	3.7	18.16	20.05	21.95	23.85	25.74	(17)	(9)	-	9	17
长江证券	2100	39.1	34.8	31.4	28.6	26.3	4.5	4.4	4.3	4.3	4.2	12.85	14.10	15.35	16.60	17.85	(16)	(8)	-	8	16
宏源证券	2100	36.8	32.2	28.6	25.8	23.5	5.1	5.0	4.9	4.8	4.8	15.99	17.88	19.77	21.66	23.55	(19)	(10)	-	10	19
国元证券	2100	47.1	42.7	39.1	36.0	33.4	2.7	2.7	2.7	2.7	2.6	15.30	16.25	17.20	18.16	19.11	(11)	(6)	-	6	11
东北证券	2100	38.6	34.7	31.6	28.9	26.7	4.4	4.4	4.3	4.2	4.2	24.09	26.31	28.53	30.75	32.96	(16)	(8)	-	8	16
西南证券	2100	45.3	43.1	41.2	39.4	37.8	3.8	3.7	3.7	3.7	3.7	10.07	11.42	12.77	14.12	15.47	(21)	(11)	-	11	21
国金证券	2100	56.5	48.9	43.1	38.5	34.9	11.9	11.5	11.2	10.9	10.5	11.68	12.11	12.54	12.97	13.40	(7)	(3)	-	3	7
太平洋证券	2100	82.1	71.7	63.6	57.1	51.9	13.0	12.7	12.4	12.2	11.9	5.04	5.69	6.35	7.00	7.66	(21)	(10)	-	10	21
广发证券	2100	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	31.79	35.51	39.22	42.94	46.65	(19)	(9)	-	9	19
辽宁成大*	2100	33.8	30.2	27.3	24.9	22.9	5.8	5.7	5.6	5.5	5.4	24.84	27.52	30.21	32.89	35.57	(18)	(9)	-	9	18
吉林敖东*	2100	26.9	24.2	21.9	20.0	18.5	4.8	4.7	4.6	4.5	4.4	40.08	44.27	48.46	52.64	56.83	(17)	(9)	-	9	17
招商证券	2100	40.1	35.8	32.3	29.4	27.0	4.8	4.8	4.7	4.6	4.6	19.43	21.25	23.07	24.88	26.70	(16)	(8)	-	8	16

资料来源: 中金公司研究部

图表5：自营业务敏感性分析

10年权益类 投资收益率 (%)	Base	每股收益					每股净资产					净资产收益率, %					每股收益弹性, %				
		-10%	-5%	Base	+5%	+10%	-10%	-5%	Base	+5%	+10%	-10%	-5%	Base	+5%	+10%	-10%	-5%	Base	+5%	+10%
		-10%	-5%	Base	+5%	+10%	-10%	-5%	Base	+5%	+10%	-10%	-5%	Base	+5%	+10%	-10%	-5%	Base	+5%	+10%
中信证券	20%	1.30	1.36	1.43	1.49	1.55	9.77	9.83	9.89	9.96	10.02	13.3	13.9	14.4	14.9	15.5	(9)	(4)	-	4	9
海通证券	20%	0.48	0.51	0.54	0.57	0.60	5.43	5.46	5.49	5.52	5.55	8.9	9.4	9.9	10.4	10.9	(11)	(6)	-	6	11
光大证券	20%	0.74	0.78	0.83	0.87	0.92	7.13	7.18	7.22	7.27	7.31	10.4	10.9	11.5	12.0	12.6	(11)	(5)	-	5	11
长江证券	20%	0.56	0.60	0.64	0.68	0.72	4.55	4.59	4.63	4.67	4.71	12.3	13.1	13.8	14.5	15.2	(12)	(6)	-	6	12
宏源证券	20%	0.75	0.80	0.85	0.89	0.94	4.81	4.86	4.90	4.95	4.99	15.6	16.5	17.2	18.0	18.8	(11)	(5)	-	5	11
国元证券	20%	0.48	0.52	0.56	0.60	0.64	8.04	8.08	8.12	8.16	8.20	5.9	6.4	6.9	7.3	7.8	(14)	(7)	-	7	14
东北证券	20%	1.00	1.11	1.22	1.33	1.44	8.74	8.84	8.95	9.06	9.17	11.5	12.6	13.6	14.6	15.7	(18)	(9)	-	9	18
西南证券	20%	0.30	0.38	0.47	0.55	0.63	4.98	5.07	5.15	5.23	5.32	6.0	7.5	9.0	10.5	11.9	(36)	(18)	-	18	36
国金证券	60%	0.55	0.56	0.57	0.58	0.59	2.17	2.18	2.19	2.20	2.21	25.2	25.6	25.9	26.3	26.7	(4)	(2)	-	2	4
太平洋证券	50%	0.27	0.28	0.29	0.30	0.31	1.47	1.48	1.49	1.49	1.50	18.5	19.0	19.6	20.1	20.6	(7)	(3)	-	3	7
广发证券	20%	1.70	1.75	1.80	1.86	1.91	6.92	6.97	7.02	7.08	7.13	24.5	25.1	25.7	26.2	26.8	(6)	(3)	-	3	6
辽宁成大*	20%	1.32	1.36	1.40	1.43	1.47	6.76	6.80	6.84	6.88	6.91	19.5	20.0	20.4	20.9	21.3	(5)	(3)	-	3	5
吉林敖东*	20%	2.12	2.18	2.24	2.30	2.36	10.64	10.70	10.76	10.82	10.88	20.0	20.4	20.9	21.3	21.7	(5)	(3)	-	3	5
招商证券	20%	0.90	0.92	0.93	0.95	0.97	6.38	6.40	6.42	6.44	6.46	14.1	14.3	14.6	14.8	15.1	(4)	(2)	-	2	4

10年权益类 投资收益率 (%)	Base	目前股价对应市盈率					目前股价对应市净率					部分加总每股价值					每股价值弹性, %				
		-10%	-5%	Base	+5%	+10%	-10%	-5%	Base	+5%	+10%	-10%	-5%	Base	+5%	+10%	-10%	-5%	Base	+5%	+10%
		-10%	-5%	Base	+5%	+10%	-10%	-5%	Base	+5%	+10%	-10%	-5%	Base	+5%	+10%	-10%	-5%	Base	+5%	+10%
中信证券	20%	24.9	23.8	22.8	21.8	20.9	3.3	3.3	3.3	3.3	3.2	33.36	33.73	34.10	34.47	34.84	(2)	(1)	-	1	2
海通证券	20%	39.3	37.0	35.0	33.1	31.5	3.5	3.5	3.5	3.4	3.4	14.62	14.73	14.85	14.96	15.07	(2)	(1)	-	1	2
光大证券	20%	36.6	34.5	32.7	31.0	29.5	3.8	3.8	3.8	3.7	3.7	21.71	21.83	21.95	22.07	22.19	(1)	(1)	-	1	1
长江证券	20%	35.9	33.5	31.4	29.6	28.0	4.4	4.4	4.3	4.3	4.3	14.81	15.08	15.35	15.62	15.90	(4)	(2)	-	2	4
宏源证券	20%	32.2	30.3	28.6	27.2	25.8	5.0	5.0	4.9	4.9	4.8	19.39	19.58	19.77	19.96	20.15	(2)	(1)	-	1	2
国元证券	20%	45.6	42.1	39.1	36.5	34.2	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	16.88	17.04	17.20	17.37	17.53	(2)	(1)	-	1	2
东北证券	20%	38.4	34.6	31.6	29.0	26.8	4.4	4.3	4.3	4.2	4.2	28.10	28.32	28.53	28.74	28.95	(1)	(1)	-	1	1
西南证券	20%	64.4	50.3	41.2	34.9	30.3	3.9	3.8	3.7	3.7	3.6	12.47	12.62	12.77	12.92	13.07	(2)	(1)	-	1	2
国金证券	60%	44.8	44.0	43.1	42.3	41.5	11.3	11.2	11.2	11.1	11.1	11.99	12.26	12.54	12.81	13.09	(4)	(2)	-	2	4
太平洋证券	50%	68.1	65.7	63.6	61.6	59.7	12.6	12.5	12.4	12.4	12.3	6.22	6.28	6.35	6.41	6.48	(2)	(1)	-	1	2
广发证券	20%	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	38.50	38.86	39.22	39.58	39.95	(2)	(1)	-	1	2
辽宁成大*	20%	28.9	28.1	27.3	26.6	25.9	5.6	5.6	5.6	5.5	5.5	29.68	29.95	30.21	30.47	30.73	(2)	(1)	-	1	2
吉林敖东*	20%	23.2	22.5	21.9	21.3	20.8	4.6	4.6	4.6	4.5	4.5	47.64	48.05	48.46	48.87	49.27	(2)	(1)	-	1	2
招商证券	20%	33.6	32.9	32.3	31.6	31.0	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	22.68	22.87	23.07	23.26	23.45	(2)	(1)	-	1	2

资料来源：中金公司研究部

图表6：融资融券业务敏感性分析

10年用于融资融券的现金和债券比例		Base	每股收益增加					每股收益增厚, %					每股价值增厚 (元)					每股价值增厚, %				
			-10%	-5%	Base	+5%	+10%	-10%	-5%	Base	+5%	+10%	-10%	-5%	Base	+5%	+10%	-10%	-5%	Base	+5%	+10%
			-10%	-5%	Base	+5%	+10%	-10%	-5%	Base	+5%	+10%	-10%	-5%	Base	+5%	+10%	-10%	-5%	Base	+5%	+10%
中信证券	50%	0.11	0.13	0.14	0.16	0.18	7.9	9.0	10.1	11.3	12.4	2.24	2.56	2.88	3.21	3.55	6.6	7.5	8.4	9.4	10.4	
海通证券	50%	0.07	0.08	0.08	0.09	0.10	12.1	13.8	15.5	17.4	19.2	1.32	1.50	1.69	1.89	2.09	8.9	10.1	11.4	12.7	14.1	
光大证券	50%	0.09	0.10	0.12	0.13	0.14	11.1	12.6	14.2	15.8	17.4	1.84	2.10	2.36	2.62	2.89	8.4	9.6	10.7	11.9	13.2	
长江证券	50%	0.04	0.05	0.05	0.06	0.06	6.4	7.3	8.2	9.2	10.2	0.81	0.93	1.05	1.17	1.30	5.3	6.1	6.8	7.6	8.5	
宏源证券	50%	0.04	0.05	0.06	0.06	0.07	5.1	5.8	6.6	7.3	8.1	0.86	0.98	1.11	1.24	1.37	4.4	5.0	5.6	6.3	6.9	
国元证券	50%	0.10	0.12	0.13	0.15	0.16	18.5	21.0	23.7	26.3	29.1	2.06	2.34	2.63	2.93	3.24	12.0	13.6	15.3	17.0	18.8	
东北证券	50%	0.10	0.11	0.13	0.14	0.16	8.0	9.2	10.3	11.6	12.8	1.95	2.23	2.52	2.82	3.13	6.8	7.8	8.8	9.9	11.0	
西南证券	50%	0.03	0.04	0.04	0.05	0.05	7.2	8.2	9.3	10.3	11.4	0.67	0.77	0.86	0.96	1.06	5.4	6.1	6.9	7.7	8.5	
国金证券	50%	0.02	0.03	0.03	0.03	0.04	4.0	4.6	5.2	5.7	6.4	0.46	0.52	0.59	0.65	0.72	3.6	4.1	4.6	5.1	5.7	
太平洋证券	50%	0.02	0.02	0.03	0.03	0.03	7.2	8.2	9.3	10.4	11.5	0.42	0.48	0.54	0.60	0.67	6.6	7.5	8.5	9.5	10.6	
广发证券	50%	0.06	0.07	0.08	0.09	0.10	3.6	4.1	4.6	5.2	5.7	1.29	1.47	1.67	1.86	2.06	3.3	3.8	4.2	4.7	5.3	
辽宁成大*	50%	0.05	0.05	0.06	0.07	0.07	3.3	3.8	4.3	4.8	5.3	0.93	1.06	1.20	1.35	1.49	3.1	3.5	4.0	4.5	4.9	
吉林敖东*	50%	0.07	0.08	0.09	0.10	0.12	3.2	3.7	4.2	4.7	5.2	1.45	1.66	1.88	2.10	2.33	3.0	3.4	3.9	4.3	4.8	
招商证券	50%	0.10	0.11	0.13	0.14	0.18	10.7	12.1	13.6	15.2	19.0	1.99	2.27	2.55	2.84	3.55	8.6	9.8	11.1	12.3	15.4	

10年融资融券利率 (%)		Base	每股收益增加					每股收益增厚, %					每股价值增厚 (元)					每股价值增厚, %				
			-2%	-1%	Base	+1%	+2%	-2%	-1%	Base	+1%	+2%	-2%	-1%	Base	+1%	+2%	-2%	-1%	Base	+1%	+2%
			-2%	-1%	Base	+1%	+2%	-2%	-1%	Base	+1%	+2%	-2%	-1%	Base	+1%	+2%	-2%	-1%	Base	+1%	+2%
中信证券	10%	0.11	0.13	0.14	0.16	0.18	7.5	8.8	10.1	11.4	12.7	2.14	2.51	2.88	3.25	3.62	6.3	7.4	8.4	9.5	10.6	
海通证券	10%	0.06	0.07	0.08	0.10	0.11	11.6	13.6	15.5	17.5	19.5	1.26	1.48	1.69	1.91	2.12	8.5	10.0	11.4	12.9	14.3	
光大证券	10%	0.09	0.10	0.12	0.13	0.15	10.8	12.5	14.2	15.9	17.6	1.79	2.07	2.36	2.64	2.92	8.2	9.5	10.7	12.0	13.3	
长江证券	10%	0.04	0.05	0.05	0.06	0.07	6.0	7.1	8.2	9.3	10.5	0.76	0.91	1.05	1.19	1.34	5.0	5.9	6.8	7.8	8.7	
宏源证券	10%	0.04	0.05	0.06	0.06	0.07	4.9	5.7	6.6	7.4	8.2	0.83	0.97	1.11	1.25	1.39	4.2	4.9	5.6	6.3	7.0	
国元证券	10%	0.10	0.12	0.13	0.15	0.16	18.0	20.8	23.7	26.5	29.4	2.00	2.32	2.63	2.95	3.27	11.6	13.5	15.3	17.2	19.0	
东北证券	10%	0.10	0.11	0.13	0.14	0.16	7.9	9.1	10.3	11.6	12.8	1.93	2.22	2.52	2.82	3.12	6.8	7.8	8.8	9.9	10.9	
西南证券	10%	0.03	0.03	0.04	0.05	0.06	5.9	7.5	9.3	11.2	13.3	0.55	0.70	0.86	1.04	1.24	4.4	5.6	6.9	8.3	9.9	
国金证券	10%	0.02	0.03	0.03	0.03	0.04	3.9	4.5	5.2	5.8	6.4	0.44	0.51	0.59	0.66	0.73	3.4	4.0	4.6	5.2	5.7	
太平洋证券	10%	0.02	0.02	0.03	0.03	0.03	7.0	8.1	9.3	10.6	11.6	0.40	0.47	0.54	0.61	0.67	6.4	7.4	8.5	9.5	10.6	
广发证券	10%	0.06	0.07	0.08	0.09	0.11	3.4	4.0	4.6	5.2	5.9	1.22	1.44	1.67	1.89	2.12	3.1	3.7	4.2	4.8	5.4	
辽宁成大*	10%	0.04	0.05	0.06	0.07	0.08	3.1	3.7	4.3	4.9	5.5	0.88	1.04	1.20	1.37	1.53	2.9	3.4	4.0	4.5	5.1	
吉林敖东*	10%	0.07	0.08	0.09	0.11	0.12	3.1	3.6	4.2	4.7	5.3	1.37	1.62	1.88	2.13	2.38	2.8	3.4	3.9	4.4	4.9	
招商证券	10%	0.10	0.11	0.13	0.14	0.16	10.3	12.0	13.6	15.3	17.0	1.92	2.23	2.55	2.87	3.18	8.3	9.7	11.1	12.4	13.8	

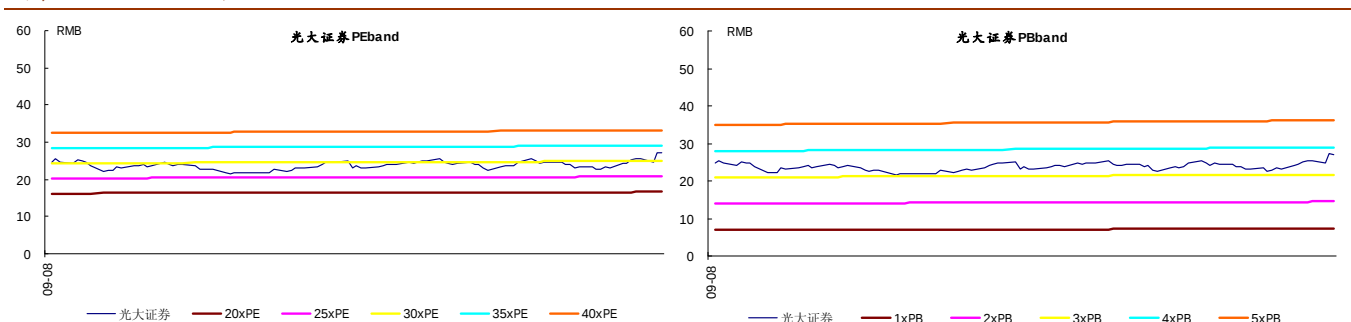
图表 7: 股指期货业务敏感性分析

10年股指期货交易额 /股票交易额	Base	每股收益增加					每股收益增厚, %					每股价值增厚 (元)					每股价值增厚, %				
		-0.2	-0.1	Base	+0.1	+0.2	-0.2	-0.1	Base	+0.1	+0.2	-0.2	-0.1	Base	+0.1	+0.2	-0.2	-0.1	Base	+0.1	+0.2
中信证券	1.0	0.07	0.08	0.08	0.09	0.10	4.8	5.4	6.0	6.6	7.2	1.36	1.53	1.70	1.87	2.04	4.0	4.5	5.0	5.5	6.0
海通证券	1.0	0.03	0.04	0.04	0.04	0.05	5.8	6.5	7.2	7.9	8.6	0.63	0.70	0.78	0.86	0.94	4.2	4.7	5.3	5.8	6.3
光大证券	1.0	0.06	0.07	0.08	0.08	0.09	7.2	8.1	9.0	10.0	10.9	1.20	1.35	1.50	1.65	1.80	5.5	6.2	6.8	7.5	8.2
长江证券	1.0	0.04	0.04	0.05	0.05	0.06	6.1	6.8	7.6	8.3	9.1	0.77	0.87	0.97	1.06	1.16	5.0	5.7	6.3	6.9	7.6
宏源证券	1.0	0.05	0.06	0.06	0.07	0.08	5.9	6.7	7.4	8.2	8.9	1.00	1.13	1.25	1.38	1.51	5.1	5.7	6.3	7.0	7.6
国元证券	1.0	0.03	0.04	0.04	0.05	0.05	6.3	7.1	7.9	8.6	9.4	0.70	0.79	0.87	0.96	1.05	4.1	4.6	5.1	5.6	6.1
东北证券	1.0	0.06	0.06	0.07	0.08	0.08	4.6	5.2	5.7	6.3	6.9	1.12	1.26	1.40	1.54	1.68	3.9	4.4	4.9	5.4	5.9
西南证券	1.0	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02	3.2	3.6	4.0	4.4	4.8	0.30	0.33	0.37	0.41	0.45	2.4	2.7	3.0	3.3	3.6
国金证券	1.0	0.04	0.04	0.05	0.05	0.06	6.6	7.4	8.2	9.0	9.9	0.75	0.84	0.93	1.03	1.12	5.8	6.6	7.3	8.0	8.8
太平洋证券	1.0	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	5.2	5.8	6.5	7.1	7.8	0.30	0.34	0.38	0.41	0.45	4.7	5.3	5.9	6.5	7.1
广发证券	1.0	0.09	0.11	0.12	0.13	0.14	5.2	5.9	6.5	7.2	7.8	1.89	2.12	2.36	2.59	2.83	4.8	5.4	6.0	6.6	7.2
辽宁成大*	1.0	0.07	0.08	0.09	0.09	0.10	4.9	5.5	6.1	6.7	7.3	1.36	1.53	1.70	1.87	2.04	4.5	5.1	5.6	6.2	6.8
吉林敖东*	1.0	0.11	0.12	0.13	0.15	0.16	4.7	5.3	5.9	6.5	7.1	2.13	2.39	2.66	2.92	3.19	4.4	4.9	5.5	6.0	6.6
招商证券	1.0	0.07	0.08	0.09	0.10	0.11	8.0	9.0	10.0	11.0	12.0	1.49	1.68	1.86	2.05	2.24	6.5	7.3	8.1	8.9	9.7

10年股指期货 市场份额 (%)	Base	每股收益增加					每股收益增厚, %					每股价值增厚 (元)					每股价值增厚, %				
		-0.2%	-0.1%	Base	+0.1%	+0.2%	-0.2%	-0.1%	Base	+0.1%	+0.2%	-0.2%	-0.1%	Base	+0.1%	+0.2%	-0.2%	-0.1%	Base	+0.1%	+0.2%
中信证券	7.7%	0.08	0.08	0.08	0.09	0.09	5.8	5.9	6.0	6.0	6.1	1.65	1.68	1.70	1.72	1.74	4.9	4.9	5.0	5.0	5.1
海通证券	4.1%	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	6.8	7.0	7.2	7.4	7.5	0.75	0.76	0.78	0.80	0.82	5.0	5.1	5.3	5.4	5.5
光大证券	3.1%	0.07	0.07	0.08	0.08	0.08	8.5	8.8	9.0	9.3	9.6	1.40	1.45	1.50	1.55	1.60	6.4	6.6	6.8	7.1	7.3
长江证券	1.4%	0.04	0.04	0.05	0.05	0.06	6.5	7.0	7.6	8.1	8.6	0.83	0.90	0.97	1.04	1.11	5.4	5.8	6.3	6.7	7.2
宏源证券	1.3%	0.05	0.06	0.06	0.07	0.07	6.3	6.8	7.4	8.0	8.6	1.06	1.16	1.25	1.35	1.45	5.4	5.9	6.3	6.8	7.3
国元证券	1.1%	0.04	0.04	0.04	0.05	0.05	6.4	7.1	7.9	8.6	9.3	0.71	0.79	0.87	0.96	1.04	4.1	4.6	5.1	5.6	6.0
东北证券	0.7%	0.05	0.06	0.07	0.08	0.09	4.2	4.9	5.7	6.5	7.3	1.01	1.21	1.40	1.59	1.78	3.6	4.2	4.9	5.6	6.2
西南证券	0.6%	0.01	0.02	0.02	0.02	0.03	2.6	3.3	4.0	4.7	5.4	0.24	0.31	0.37	0.44	0.50	1.9	2.4	3.0	3.5	4.0
国金证券	0.7%	0.03	0.04	0.05	0.05	0.06	5.9	7.0	8.2	9.4	10.5	0.67	0.80	0.93	1.07	1.20	5.2	6.3	7.3	8.3	9.4
太平洋证券	0.3%	0.01	0.01	0.02	0.03	0.03	2.0	4.2	6.5	8.7	10.9	0.12	0.25	0.38	0.50	0.63	1.8	3.9	5.9	8.0	10.0
广发证券	3.7%	0.11	0.11	0.12	0.12	0.12	6.2	6.4	6.5	6.7	6.9	2.23	2.29	2.36	2.42	2.48	5.7	5.8	6.0	6.2	6.3
辽宁成大*	3.7%	0.08	0.08	0.09	0.09	0.09	5.8	5.9	6.1	6.3	6.4	1.61	1.66	1.70	1.75	1.79	5.3	5.5	5.6	5.8	5.9
吉林敖东*	3.7%	0.13	0.13	0.13	0.14	0.14	5.6	5.8	5.9	6.1	6.2	2.51	2.59	2.66	2.73	2.80	5.2	5.3	5.5	5.6	5.8
招商证券	3.9%	0.09	0.09	0.09	0.10	0.10	9.5	9.7	10.0	10.2	10.5	1.77	1.82	1.86	1.91	1.96	7.7	7.9	8.1	8.3	8.5

资料来源: 中金公司研究部

图表 8: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。