



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

业绩回顾

研究报告

2010 年 4 月 28 日

证券

研究部

王松柏

分析员, SAC 执业证书编号: S0080207070060

wangsb@cicc.com.cn

刘欣

联系人

liuxin3@cicc.com.cn

审慎推荐

海通证券(600837.CH)

2009 年业绩好于预期

主要财务信息

(百万元)	2007 A	2008 A	2009 A	2010 F	2011 F
净利润	5,457	3,302	4,548	4,456	4,834
(+/-%)		-39.49	38	2	8
每股收益 (元)	1.33	0.40	0.55	0.54	0.59
(+/-%)		-69.75	38	2	8
每股净资产 (元)	8.90	4.66	5.28	5.45	5.82
(+/-%)		47.64	13.17	3.24	6.81
股东权益	36,632	38,362	43,414	44,822	47,874
(+/-%)		4.72	13.17	3.24	6.81
净资产收益率 (%)	14.90	8.61	10.48	9.94	10.10
市盈率 (倍)	9.88	32.65	23.70	24.19	22.30
市净率 (倍)	1.47	2.81	2.48	2.40	2.25
股本 (百万股)	4,114	8,228	8,228	8,228	8,228

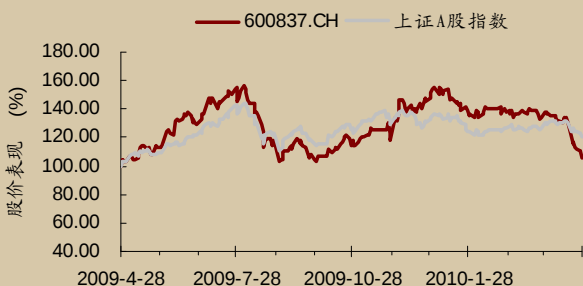
股票信息

	A股
当前股价	人民币 13.1
股票代码	600837.CH
市价总值 (百万元)	107,785
日成交量 (百万股)	73
52周最高价/最低价	人民币 20.7/12.06
发行股数 (百万股)	8,228
其中: 流通股 (百万股)	1,523
主要股东 (持股比例)	上实集团 6.75%

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[600837.CH]	-8.33	-21.08	-23.66	-31.74
[SHASHR index]	-2.41	-4.99	-2.66	-11.32
[Security index]	-5.97	-6.29	-10.06	-18.58

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

09 年业绩好于预期、10 年 1 季度自营低于预期

海通证券 2009 年净利润为 45.48 亿元, 每股收益为 0.55 元, 同比增长 37.8%, 与业绩快报基本一致, 高于我们之前的盈利预测 7.3%, 营业外收入支出是业绩超预期的最主要原因。公司 2010 年 1 季度净利润为 10.11 亿元, 每股收益为 0.12 元, 环比微增 2.6%, 自营业务收入低于预期。

正面:

- 10 年 1 季度公司经纪业务市场份额环比有所回升。
- 10 年 1 季度公司未计入损益自营业务收入高达 22 亿元。
- 10 年 1 季度公司经纪业务净手续费率环比小幅下降 0.5%。

负面:

- 10 年 1 季度公司自营业务收入仅为 2.47 亿元。

发展趋势:

- 经纪业务净手续费率长期下降趋势不可避免。

盈利预测调整:

我们将海通证券 2010 年和 2011 年的盈利预测分别小幅调整-0.6%和 7.2%, 每股收益分别为 0.54 元和 0.59 元。

估值与建议:

公司目前股价隐含的 10 年日均股票交易额为 1700 亿元并且不包含创新业务溢价, 股价下跌空间已经较有限。鉴于公司创新业务发展前景较好, 我们维持对海通证券“审慎推荐”的投资评级。

09 年业绩好于预期、10 年 1 季度自营低于预期

海通证券 2009 年净利润为 45.48 亿元，每股收益为 0.55 元，同比增长 37.8%，与业绩快报基本一致，高于我们之前的盈利预测 7.3%，营业外收入支出是业绩超预期的最主要原因。09 年公司营业收入为 99.4 亿元，同比上升 41.9%。

公司 10 年 1 季度净利润为 10.11 亿元，每股收益为 0.12 元，环比微增 2.6%。10 年第 1 季度公司营业收入为 22.37 亿元，环比下降 31.4%。

经纪业务和自营业务是公司最主要的收入来源：

- 2009 年经纪业务（代理买卖证券业务净收入和净利息收入）的营业收入占比为 74.4%，是公司最主要的收入来源。自营业务（投资收益和公允价值变动收益）营业收入占比为 10.5%。
- 2010 年 1 季度经纪业务（代理买卖证券业务净收入和净利息收入）的营业收入占比为 67%，是公司最主要的收入来源。自营业务（投资收益和公允价值变动收益）有所增长，营业收入占比为 11%。

10 年 1 季度经纪业务市场份额有所回升，净手续费率小幅下降

- 2009 年公司代理买卖证券业务净收入为 62.74 亿元，同比增长 56%。2010 年 1 季度公司代理买卖证券业务净收入为 12.07 亿元，环比下降 22.8%。
- 2009 年公司股基权证交易市场市场份额为 4.01%，同比下降 0.4 个百分点。2010 年 1 季度公司股基权证交易市场市场份额为 4.06%，环比上升 0.18 个百分点。
- 2009 年公司经纪业务净手续费率为 0.130%，同比下降 3.7%。2010 年 1 季度公司经纪业务净手续费率为 0.121%，环比下降 0.5%。
- 2009 年净利息收入为 11.24 亿元，同比上升 12.1%。2010 年 1 季度净利息收入为 2.91 亿元，环比下降 6.1%。

自营业务收入表现稳健，未计入损益浮盈高达 22 亿元

- 2009 年公司的自营业务实现盈利 10.39 亿元，同比持平。2010 年 1 季度公司的自营业务实现盈利 2.47 亿元，环比下降 55.6%。
- 公司计入所有者权益的税前自营业务收入持续增加。2010 年 1 季度末，计入所有者权益的税前自营业务收入高达 22.28 亿元，环比上升 19.7%。

证券承销业务稳步发展

- 2009 年公司股票主承销额为 75.05 亿元，同比上升 67.6%，市场份额为 2.06%；在债券主承销方面，2009 年公司主承销额为 199 亿元，同比上升 3213.9%，市场份额为 1.33%；
- 2010 年 1 季度公司股票主承销额为 162.73 亿元，环比上升 216.5%，市场份额为 10.35%；在债券主承销方面，2010 年 1 季度公司主承销额为 30 亿元，环比下降 34.8%，市场份额为 1.18%；
- 2009 年公司证券承销保荐业务净收入 3.82 亿元，同比增加 126.6%。2010 年 1 季度公司证券承销保荐业务净收入 1.73 亿元，环比下降 38.9%。

资产管理业务继续发展

- 截至 2009 年末，公司共有集合理财产品 3 只，期末管理资产规模为 12.02 亿元。委托管理资产业务净收入 7.44 亿元。
- 截至 2010 年 1 季度末，公司共有集合理财产品 3 只，期末管理资产规模为 10.61 亿元。委托管理资产业务净收入 1.46 亿元。

业务及管理费压力有所下降

- 2009 年公司业务及管理费为 37.25 亿元，同比增加 26.2%，占营业收入比重由 2008 年的 42.14%降至 37.48%。
- 2010 年 1 季度公司业务及管理费为 8.15 亿元，环比下降 54.5%，占营业收入比重由 2009 年 4 季度的 54.94%降至 36.45%；业务及管理费环比下降显示公司未在第 1 季度计提奖金。

盈利预测

我们将海通证券 2010 年和 2011 年的盈利预测分别小幅调整-0.6%和 7.2%，每股收益分别为 0.54 元和 0.59 元。

估值与评级

公司目前股价隐含的 10 年日均股票交易额 1700 亿元并且不包含创新业务溢价，股价下跌空间已经较有限。鉴于公司创新业务发展前景较好，我们维持对海通证券“审慎推荐”的投资评级。

图表 1: 2009&1Q10 业绩分析

报表分析 (人民币百万元)	08A	09A	同比变动	09Q4	10Q1	环比变动	评论
营业收入	7,007	9,940	41.9%	3,261	2,237	-31.4%	
市场股权证交易额	67,660,783	120,562,719	78.2%	33,215,341	24,638,094	-25.8%	市场份额2009年同比下降0.4个百分点、2010年1季度环比上升0.18个百分点 净手续费率2009年同比下降3.7%、2010年1季度环比下降0.5%
日均股票交易额	108,582	219,667	102.3%	244,576	200,577	-18.0%	
公司市场份额	4.41%	4.01%	-9.1%	3.88%	4.06%	4.6%	
公司股权证交易额	2,984,865	4,836,581	62.0%	1,289,547	1,000,980	-22.4%	
代理买卖证券业务净收入	4,023	6,274	56.0%	1,562	1,207	-22.8%	
代理买卖证券业务净手续费率	0.135%	0.130%	-3.7%	0.121%	0.121%	-0.5%	
上证指数涨幅	-66%	80%	-221.4%	-6%	30%	-599.0%	2009年自营业务收入10.39亿元，未计入损益的税前自营业务收入为18.62亿元 2010年1季度自营业务收入2.47亿元，未计入损益的税前自营业务收入为22.28亿元
权益类投资期末规模*	2,935	12,349	320.8%	12,349	n.a.	211	
投资净收益	1,861	1,313	-29.5%	396	211	-46.7%	
公允价值变动净收益	-820	-274	-66.6%	160	36	-77.8%	
自营业务收入	1,041	1,039	-0.2%	556	247	-55.6%	
计入所有者权益的税前自营业务收入	19	1,862	9472.8%	1,862	2,228	19.7%	
股票及股票连接融资额	299,868	364,501	21.6%	153,141	157,239	2.7%	证券承销业务继续稳步发展
公司股票及股票连接主承销额	4,478	7,505	67.6%	5,141	16,273	216.5%	
公司股票及股票连接主承销市场份额	1.49%	2.06%	37.9%	3.36%	10.35%	208.3%	
企业主体债券融资额	536,590	1,494,588	178.5%	358,355	253,740	-29.2%	
公司企业主体债券主承销额	600	19,883	3213.9%	4,600	3,000	-34.8%	
企业主体债券主承销市场份额	0.11%	1.33%	1089.8%	1.28%	1.18%	-7.9%	
证券承销保荐业务净收入	168	382	126.6%	283	173	-38.9%	
客户存款	33,778	66,580	97.1%	66,580	68,654	3.1%	平均客户存款余额变化使得2009年净利息收入同比提高，2010年1季度环比下降
净利息收入	1,003	1,124	12.1%	310	291	-6.1%	
集合理财产品期末规模	1,087	1,202	10.6%	1,202	1,061	-11.8%	海通稳健成长2009年8月28日成立，募集规模为11.8亿元
集合理财产品 (只)	2	3	50.0%	3	3	0.0%	
受托资产管理收益	536	744	38.8%	336	146	-56.7%	
其他业务收入	236	378	60.0%	214	173	-18.9%	
营业支出	3,342	4,210	25.9%	1,946	903	-53.6%	2009年业务及管理费同比上升26.2% 2010年1季度环比下降54.4%
营业税金及附加	335	475	41.9%	147	87	-41.0%	
营业税金及附加/营业收入	4.78%	4.78%		4.52%	3.89%		
业务及管理费	2,953	3,725	26.2%	1,792	815	-54.5%	
业务及管理费/营业收入	42.14%	37.48%		54.94%	36.45%		
其他业务支出	55	10	-82.6%	7	1	-84.0%	
营业利润	3,664	5,730	56.4%	1,315	1,333	1.4%	2009年净利润同比上升37.8% 2010年1季度环比上升2.6%
营业外收入	56	200	258.6%	78	43	-45.3%	
营业外支出	22	-52		-3	1		
利润总额	3,698	5,982	61.8%	1,397	1,376	-1.5%	实际所得税率维持正常水平
所得税费用	313	1,320	322.0%	363	318	-12.5%	
实际税率	8.46%	22.07%		26.01%	23.12%		
净利润	3,385	4,662	37.7%	1,033	1,058	2.3%	2009年净利润同比上升37.8% 2010年1季度环比上升2.6%
少数股东权益	83	114	36.2%	48	46	-3.0%	
归属母公司所有者的净利润	3,302	4,548	37.8%	986	1,011	2.6%	
净利润率	47.12%	45.76%		30.23%	45.22%		
每股收益 (元)	0.40	0.55	37.8%	0.12	0.12	2.6%	
收入结构分析 (人民币百万元)	08A	09A	当期占比	09Q4	10Q1	当期占比	评论
代理买卖证券业务净收入	4,023	6,274	63.1%	1,562	1,207	53.9%	2009年经纪业务 (代理买卖证券业务净收入、利息净收入) 和自营业务 (投资净收益、公允价值变动净收益) 仍是前2大收入来源，占比分别为74.4%和10.5%
证券承销业务净收入	168	382	3.8%	283	173	7.7%	
委托管理资产业务净收入	536	744	7.5%	336	146	6.5%	
利息净收入	1,003	1,124	11.3%	310	291	13.0%	
投资净收益	1,861	1,313	13.2%	396	211	9.4%	
公允价值变动净收益	-820	-274	-2.8%	160	36	1.6%	
其他收入	236	378	3.8%	214	173	7.8%	
小计	7,007	9,940	100.0%	3,261	2,237	100.0%	
资产结构分析 (人民币百万元)	08A	09A	当期占比	09Q4	10Q1	环比变动	评论
自有存款	26,589	29,036	60.2%	29,036	28,759	-1.0%	2010年1季度自有存款规模环比持平 2010年1季度自有证券规模环比下降
交易性金融资产	9,761	12,897	26.8%	12,897	8,136	-36.9%	
可供出售金融资产	1,126	6,271	13.0%	6,271	7,298	16.4%	
持有至到期投资	1,010	0	0.0%	0	0		
小计	38,485	48,203	100.0%	48,203	44,193	-8.3%	
净资本分析 (人民币百万元)	08A	09A	同比变动	09Q4	10Q1	环比变动	评论
净资本	34,145	34,391	1.0%	34,391	n.a.	n.a.	
净资本率	89.33%	79.84%	-6.9%	79.84%	n.a.	n.a.	

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	2009	2010F	2011F		2007	2008	2009	2010F	2011F
损益表摘要 (人民币百万元)						年增长率 (%)					
营业收入	11,265	7,007	9,940	10,387	11,218	营业收入	320.69%	-37.80%	41.86%	4.50%	8.00%
手续费净收入	7,152	4,908	7,755	6,983	7,627	手续费净收入	330.35%	-31.37%	58.01%	-9.96%	9.22%
代理买卖证券业务净收入	5,964	3,995	6,304	5,485	5,785	代理买卖证券业务净收入	383.41%	-33.01%	57.78%	-12.99%	5.47%
证券承销保荐业务净收入	369	212	417	357	459	证券承销保荐业务净收入	123.70%	-42.50%	96.90%	-14.37%	28.43%
委托管理资产业务净收入	17	17	33	28	45	委托管理资产业务净收入	66.89%	-1.65%	97.98%	-15.28%	62.06%
基金管理人收入	684	519	711	793	986	基金管理人收入	252.58%	-24.11%	36.93%	11.60%	24.33%
财务顾问业务和其他	118	165	291	320	352	财务顾问业务和其他	99.40%	39.92%	75.95%	10.00%	10.00%
利息净收入	490	1,003	1,124	1,331	1,334	利息净收入	490.81%	104.62%	12.10%	18.42%	0.21%
投资净收益	2,501	1,861	1,313	761	1,426	投资净收益	193.98%	-25.59%	-29.45%	-42.04%	87.44%
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	76	98	66	94	117	其中：对联营企业和合营企业的投资收益	454.43%	29.59%	-32.69%	42.16%	24.35%
公允价值变动净收益	1,081	-820	-274	1,288	805	公允价值变动净收益	4509.36%	-175.85%	-66.56%	-569.83%	-37.51%
汇兑净收益	-14	-18	2	2	2	汇兑净收益	114.17%	27.28%	-109.78%	5.00%	5.00%
其他业务收入	55	72	20	22	24	其他业务收入	-15.49%	31.09%	-72.20%	10.00%	10.00%
营业支出	3,941	3,342	4,210	4,356	4,656	营业支出	121.70%	-15.18%	25.95%	3.47%	6.90%
营业税金及附加	416	335	475	495	540	营业税金及附加	219.56%	-19.65%	41.93%	4.27%	8.99%
业务及管理费	3,268	2,953	3,725	3,853	4,109	业务及管理费	197.12%	-9.64%	26.17%	3.44%	6.62%
资产减值损失	253	52	3	-	-	资产减值损失	-53.54%	-79.57%	-94.01%	-100.00%	-
其他业务成本	3	4	7	7	8	其他业务成本	26.38%	1.99%	83.08%	10.00%	10.00%
营业利润	7,324	3,664	5,730	6,031	6,562	营业利润	713.54%	-49.97%	56.38%	5.26%	8.80%
营业外收入	523	56	200	66	69	营业外收入	171.11%	-89.35%	258.61%	-67.21%	5.00%
营业外支出	54	22	-52	8	9	营业外支出	-86.36%	-59.09%	-336.94%	-115.87%	5.00%
利润总额	7,794	3,698	5,982	6,089	6,622	利润总额	1012.79%	-52.56%	61.76%	1.79%	8.76%
所得税费用	2,234	313	1,320	1,499	1,626	所得税费用	819.18%	-86.00%	321.97%	13.53%	8.52%
净利润	5,560	3,385	4,662	4,590	4,996	净利润	1115.66%	-39.12%	37.72%	-1.54%	8.84%
归属于母公司所有者的净利润	5,457	3,302	4,548	4,456	4,834	归属于母公司所有者的净利润	1159.30%	-39.49%	37.67%	-2.03%	8.48%
少数股东权益	103	83	114	134	162	少数股东权益	329.80%	-19.38%	36.16%	18.22%	20.87%
资产负债表摘要 (人民币百万元)						主要驱动因素 (%)					
总资产	95,345	74,686	120,727	116,953	121,963	总资产	4.09%	4.35%	4.03%	4.03%	4.03%
客户存款	53,686	33,778	66,580	69,909	71,657	客户存款	0.62%	1.09%	1.38%	1.35%	1.35%
自有资金	33,225	26,589	29,036	24,327	26,096	自有资金	4.79%	1.49%	2.06%	2.00%	2.00%
交易性金融资产	3,452	9,761	12,897	13,392	14,366	交易性金融资产	0.75%	0.11%	1.33%	1.50%	1.50%
可供出售金融资产	2,767	1,126	6,271	6,512	6,985	可供出售金融资产	29.01%	42.14%	37.48%	37.10%	36.62%
持有至到期投资	-	1,010	-	-	-	持有至到期投资	3.89%	5.67%	5.43%	5.53%	5.53%
长期股权投资	321	300	610	704	821	长期股权投资	28.94%	8.69%	22.31%	25.00%	25.00%
固定资产	949	956	971	850	730	固定资产	-	-	-	-	-
无形资产和商誉	185	276	276	276	276	无形资产和商誉	-	-	-	-	-
其他资产	760	891	936	983	1,032	其他资产	-	-	-	-	-
总负债	58,462	36,049	76,208	70,892	72,689	总负债	-	-	-	-	-
代买卖证券款	53,686	33,778	66,580	69,909	71,657	代买卖证券款	-	-	-	-	-
应付债券	4,775	2,271	9,628	983	1,032	应付债券	-	-	-	-	-
其他负债	36,884	38,637	44,519	46,061	49,275	其他负债	-	-	-	-	-
所有者权益	4,114	8,228	8,228	8,228	8,228	所有者权益	-	-	-	-	-
股本	251	275	1,105	1,239	1,401	股本	-	-	-	-	-
少数股东权益	36,632	38,362	43,414	44,822	47,874	少数股东权益	-	-	-	-	-
归属于母公司所有者权益	-	-	-	-	-	归属于母公司所有者权益	-	-	-	-	-

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3：盈利预测假设调整

主要假设	2010			2011		
	调整前	调整后	+/- (%)	调整前	调整后	+/- (%)
经纪业务						
日均股票交易额 (亿元)	2,100	2,100	0.0	2,300	2,300	0.0
股票权证交易额市场份额	4.14%	4.03%	-2.6	4.14%	4.03%	-2.6
经纪业务手续费率	0.131%	0.117%	-10.5	0.127%	0.113%	-10.9
净利差	1.60%	1.35%	-15.6	1.60%	1.35%	-15.6
自营业务						
证券投资期末规模占可用资金比例	30.00%	45.00%	50.0	30.00%	45.00%	50.0
证券投资收益率	12.35%	9.80%	-20.6	6.85%	5.80%	-15.3
投行业务						
市场股票及股票融资额 (亿元)	3,651	3,694	1.2	4,921	4,884	-0.8
股票及股票连接主承销市场份额	1.00%	2.00%	100.0	1.00%	2.00%	100.0
市场企业主体债券融资额 (亿元)	16,431	16,624	1.2	20,506	20,348	-0.8
企业主体债券主承销市场份额	0.25%	1.50%	500.0	0.25%	1.50%	500.0
资管业务						
受托资产管理平均规模 (亿元)	25	25	0.0	35	35	0.0
受托资产管理费率	1.50%	1.50%	0.0	1.50%	1.50%	0.0
其他						
业务及管理费/营业收入	35.74%	37.10%	3.8	35.77%	36.62%	2.4
所得税率	25.00%	25.00%	0.0	25.00%	25.00%	0.0

资料来源：中金公司研究部

图表 4: 盈利预测调整

(人民币,百万元)	2010			2011		
	调整前	调整后	+/- (%)	调整前	调整后	+/- (%)
营业收入	10,182	10,387	2.0	10,280	11,218	9.1
手续费净收入	6,976	6,983	0.1	7,579	7,627	0.6
代理买卖证券业务净收入	5,985	5,485	-8.3	6,327	5,785	-8.6
证券承销保荐业务净收入	217	357	64.9	288	459	59.1
委托管理资产业务净收入	30	28	-7.4	45	45	0.0
基金管理公司收入	691	793	14.9	859	986	14.8
财务顾问业务和其他	54	320	492.5	59	352	492.5
利息净收入	1,179	1,331	12.9	1,248	1,334	6.9
投资净收益	668	761	13.9	603	1,426	136.6
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	85	94	11.0	105	117	11.0
公允价值变动净收益	1,291	1,288	-0.2	776	805	3.8
汇兑净收益	-19	2	-109.3	-20	2	-109.3
其他业务收入	87	22	-74.7	96	24	-74.7
营业支出	4,136	4,356	5.3	4,175	4,656	11.5
营业税金及附加	493	495	0.5	493	540	9.4
业务及管理费	3,639	3,853	5.9	3,677	4,109	11.7
资产减值损失	0	0		0	0	
其他业务成本	4	7	66.4	5	8	66.4
营业利润	6,046	6,031	-0.2	6,105	6,562	7.5
营业外收入	61	66	6.7	65	69	6.7
营业外支出	24	8	-65.9	25	9	-65.9
利润总额	6,083	6,089	0.1	6,144	6,622	7.8
所得税费用	1,500	1,499	-0.1	1,510	1,626	7.7
净利润	4,584	4,590	0.1	4,634	4,996	7.8
归属于母公司所有者的净利润	4,481	4,456	-0.6	4,507	4,834	7.2
少数股东权益	103	134	30.7	127	162	27.2
每股收益(元)	0.54	0.54	-0.6	0.55	0.59	7.2
每股净资产(元)	5.49	5.45	-0.8	5.90	5.82	-1.4

资料来源: 中金公司研究部

图表 5：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	09A	10E	11E	07A	08A	09A	10E	11E
中信证券	28.94	6,630	6,570	192	7.7	26.3	21.4	18.9	18.1	1.86	3.47	3.12	2.85	2.58
海通证券	13.10	8,228	1,523	108	9.9	32.6	23.7	24.2	22.3	1.47	2.81	2.48	2.40	2.25
广发证券	46.20	2,507	92	116	15.2	36.7	26.6	25.6	24.2	8.10	9.61	7.81	6.58	5.63
华泰证券	18.37	5,600	549	103	14.7	66.0	23.3	24.8	23.2	8.98	9.11	6.35	3.14	2.85
招商证券	25.19	3,585	287	90	16.1	40.2	24.2	25.5	24.9	10.73	10.29	4.00	3.72	3.45
光大证券	21.14	3,418	520	72	13.1	44.8	25.6	26.1	22.5	6.12	5.81	3.22	3.08	2.86
长江证券	14.26	2,171	1,106	31	10.5	34.0	22.6	23.0	23.4	4.05	5.19	3.39	3.24	2.94
宏源证券	18.55	1,461	536	27	13.3	50.0	23.5	22.2	22.6	4.52	5.44	4.15	3.86	3.48
国元证券	14.78	1,964	785	29	9.5	41.5	28.0	26.8	24.7	4.19	4.54	1.91	1.90	1.83
东北证券	28.40	639	639	18	14.8	40.3	19.9	26.5	25.4	7.72	7.31	5.94	3.10	2.79
西南证券	16.04	2,337	240	37	31.4	263.8	30.3	33.4	34.0	9.47	11.30	6.53	3.05	2.80
国金证券	17.50	1,000	268	18	13.2	11.6	33.9	36.3	33.2	3.06	4.04	6.75	5.73	4.89
太平洋证券	14.59	1,503	42	22	36.0	-34.0	54.1	57.3	76.2	10.83	15.90	12.29	11.75	10.18
辽宁成大*	35.09	900	844	32	14.9	33.6	25.3	25.1	23.8	6.81	6.37	5.98	5.13	4.51
吉林敖东*	42.30	573	495	24	12.2	28.1	19.0	18.8	17.9	5.26	5.01	4.61	3.93	3.44

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	09A	10E	11E	07A	08A	09A	10E	11E	07A	08A	09A	10E	11E	07A	08A	09A	10E	11E
中信证券	3.74	1.10	1.35	1.53	1.60	15.56	8.33	9.29	10.15	11.21	24.0	13.2	14.6	15.1	14.2	6.5	5.3	4.3	5.1	5.1
海通证券	1.33	0.40	0.55	0.54	0.59	8.90	4.66	5.28	5.45	5.82	14.9	8.6	10.5	9.9	10.1	5.7	4.4	3.8	3.8	4.0
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
华泰证券	1.25	0.28	0.79	0.74	0.79	2.04	2.02	2.89	5.84	6.45	61.2	13.8	27.3	12.7	12.3	7.2	2.4	3.8	3.6	3.4
招商证券	1.57	0.63	1.04	0.99	1.01	2.35	2.45	6.30	6.78	7.30	66.8	25.6	16.5	14.6	13.9	6.2	4.4	4.1	3.9	3.8
光大证券	1.62	0.47	0.83	0.81	0.94	3.45	3.64	6.57	6.87	7.40	46.8	13.0	12.6	11.8	12.7	8.7	4.1	4.6	4.4	4.8
长江证券	1.35	0.42	0.63	0.62	0.61	3.53	2.75	4.20	4.40	4.85	38.4	15.2	15.0	14.1	12.6	9.0	3.9	3.9	3.9	3.7
宏源证券	1.39	0.37	0.79	0.84	0.82	4.11	3.41	4.48	4.80	5.33	34.0	10.9	17.6	17.4	15.4	8.9	3.5	4.0	4.3	4.0
国元证券	1.56	0.36	0.53	0.55	0.60	3.53	3.26	7.73	7.78	8.10	44.1	10.9	6.8	7.1	7.4	12.0	4.4	3.5	3.6	3.8
东北证券	1.92	0.71	1.43	1.07	1.12	3.68	3.88	4.78	9.16	10.17	52.1	18.2	29.9	11.7	11.0	8.3	4.5	4.9	3.7	3.6
西南证券	0.51	0.06	0.53	0.48	0.47	1.69	1.42	2.46	5.26	5.73	30.2	4.3	21.5	9.1	8.2	9.1	1.8	6.7	5.0	4.6
国金证券	1.32	1.51	0.52	0.48	0.53	5.72	4.33	2.59	3.05	3.58	23.1	34.9	19.9	15.8	14.7	4.4	10.5	4.7	4.1	4.3
太平洋证券	0.41	(0.43)	0.27	0.25	0.19	1.35	0.92	1.19	1.24	1.43	30.1	-46.8	22.7	20.5	13.4	12.3	-18.5	6.8	6.6	4.6
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

资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

图表 6：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
中信证券	2100		1.33	1.43	1.53	1.64	1.74	9.95	10.05	10.15	10.25	10.35	13.4	14.3	15.1	16.0	16.8	(13)	(7)	-	7	13
海通证券	2100		0.45	0.50	0.54	0.59	0.63	5.36	5.40	5.45	5.49	5.54	8.4	9.2	9.9	10.7	11.4	(17)	(8)	-	8	17
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
华泰证券	2100		0.60	0.67	0.74	0.81	0.89	5.70	5.77	5.84	5.91	5.99	10.5	11.6	12.7	13.8	14.8	(20)	(10)	-	10	20
招商证券	2100		0.82	0.91	0.99	1.07	1.15	6.61	6.70	6.78	6.86	6.94	12.5	13.5	14.6	15.6	16.5	(16)	(8)	-	8	16
光大证券	2100		0.68	0.75	0.81	0.87	0.93	6.75	6.81	6.87	6.93	6.99	10.1	11.0	11.8	12.6	13.3	(15)	(8)	-	8	15
长江证券	2100		0.51	0.56	0.62	0.68	0.74	4.29	4.34	4.40	4.46	4.52	11.8	13.0	14.1	15.2	16.3	(18)	(9)	-	9	18
宏源证券	2100		0.66	0.75	0.84	0.92	1.01	4.63	4.72	4.80	4.89	4.98	14.2	15.8	17.4	18.9	20.3	(21)	(11)	-	11	21
国元证券	2100		0.46	0.50	0.55	0.60	0.65	7.68	7.73	7.78	7.82	7.87	6.0	6.5	7.1	7.7	8.2	(17)	(9)	-	9	17
东北证券	2100		0.88	0.97	1.07	1.17	1.27	8.97	9.06	9.16	9.26	9.36	9.8	10.7	11.7	12.6	13.6	(18)	(9)	-	9	18
西南证券	2100		0.44	0.46	0.48	0.50	0.52	5.22	5.24	5.26	5.28	5.31	8.4	8.8	9.1	9.5	9.9	(9)	(4)	-	4	9
国金证券	2100		0.36	0.42	0.48	0.54	0.60	2.93	2.99	3.05	3.12	3.18	12.3	14.1	15.8	17.4	19.0	(25)	(13)	-	13	25
太平洋证券	2100		0.19	0.22	0.25	0.29	0.32	1.18	1.21	1.24	1.27	1.31	16.2	18.4	20.5	22.5	24.3	(25)	(12)	-	12	25
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

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
中信证券	2100		21.7	20.2	18.9	17.7	16.7	2.9	2.9	2.9	2.8	2.8	30.82	32.85	34.89	36.92	38.95	(12)	(6)	-	6	12
海通证券	2100		29.0	26.4	24.2	22.3	20.7	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	12.83	13.73	14.63	15.53	16.43	(12)	(6)	-	6	12
广发证券	2100		32.3	28.6	25.6	23.2	21.2	6.9	6.8	6.6	6.4	6.2	31.79	35.51	39.22	42.94	46.65	(19)	(9)	-	9	19
华泰证券	2100		30.8	27.4	24.8	22.6	20.7	3.2	3.2	3.1	3.1	3.1	15.73	17.17	18.62	20.07	21.52	(16)	(8)	-	8	16
招商证券	2100		30.5	27.8	25.5	23.6	22.0	3.8	3.8	3.7	3.7	3.6	19.93	21.54	23.15	24.76	26.37	(14)	(7)	-	7	14
光大证券	2100		30.9	28.3	26.1	24.3	22.6	3.1	3.1	3.1	3.0	3.0	18.04	19.93	21.83	23.72	25.62	(17)	(9)	-	9	17
长江证券	2100		28.2	25.3	23.0	21.0	19.4	3.3	3.3	3.2	3.2	3.2	12.06	13.21	14.36	15.50	16.65	(16)	(8)	-	8	16
宏源证券	2100		28.2	24.8	22.2	20.1	18.3	4.0	3.9	3.9	3.8	3.7	14.93	16.70	18.47	20.23	22.00	(19)	(10)	-	10	19
国元证券	2100		32.3	29.3	26.8	24.7	22.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	15.42	16.37	17.31	18.26	19.20	(11)	(5)	-	5	11
东北证券	2100		32.5	29.2	26.5	24.3	22.4	3.2	3.1	3.1	3.1	3.0	22.25	24.22	26.19	28.15	30.12	(15)	(8)	-	8	15
西南证券	2100		36.7	35.0	33.4	31.9	30.6	3.1	3.1	3.0	3.0	3.0	12.36	12.81	13.25	13.70	14.14	(20)	(10)	-	10	20
国金证券	2100		48.6	41.6	36.3	32.3	29.0	6.0	5.8	5.7	5.6	5.5	9.75	10.97	12.18	13.39	14.61	(7)	(3)	-	3	7
太平洋证券	2100		76.2	65.4	57.3	51.0	45.9	12.4	12.1	11.7	11.5	11.2	4.22	4.85	5.48	6.11	6.74	(23)	(12)	-	12	23
辽宁成大*	2100		31.1	27.8	25.1	22.9	21.1	5.3	5.2	5.1	5.0	4.9	24.84	27.52	30.21	32.89	35.57	(18)	(9)	-	9	18
吉林敖东*	2100		23.2	20.8	18.8	17.2	15.9	4.1	4.0	3.9	3.9	3.8	40.08	44.27	48.46	52.64	56.83	(17)	(9)	-	9	17

图表 7: 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%
中信证券	20%	1.35	1.44	1.53	1.63	1.72	9.97	10.06	10.15	10.24	10.34	13.5	14.3	15.1	15.9	16.6	(12)	(6)	-	6	12
海通证券	20%	0.47	0.51	0.54	0.58	0.61	5.38	5.41	5.45	5.48	5.51	8.8	9.4	9.9	10.5	11.0	(12)	(6)	-	6	12
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
华泰证券	20%	0.68	0.71	0.74	0.78	0.81	5.77	5.81	5.84	5.87	5.91	11.7	12.2	12.7	13.2	13.7	(9)	(4)	-	4	9
招商证券	20%	0.92	0.95	0.99	1.02	1.06	6.71	6.74	6.78	6.81	6.85	13.7	14.1	14.6	15.0	15.4	(7)	(4)	-	4	7
光大证券	20%	0.77	0.79	0.81	0.83	0.85	6.83	6.85	6.87	6.89	6.91	11.3	11.5	11.8	12.0	12.3	(5)	(2)	-	2	5
长江证券	20%	0.51	0.57	0.62	0.68	0.73	4.29	4.35	4.40	4.45	4.51	12.0	13.0	14.1	15.2	16.2	(17)	(9)	-	9	17
宏源证券	20%	0.72	0.78	0.84	0.89	0.95	4.69	4.75	4.80	4.86	4.92	15.4	16.4	17.4	18.4	19.3	(14)	(7)	-	7	14
国元证券	20%	0.50	0.53	0.55	0.58	0.60	7.72	7.75	7.78	7.80	7.83	6.5	6.8	7.1	7.4	7.7	(9)	(5)	-	5	9
东北证券	20%	0.91	0.99	1.07	1.15	1.24	9.00	9.08	9.16	9.24	9.33	10.1	10.9	11.7	12.5	13.3	(15)	(8)	-	8	15
西南证券	20%	0.33	0.41	0.48	0.56	0.63	5.11	5.19	5.26	5.34	5.41	6.5	7.8	9.1	10.4	11.7	(31)	(16)	-	16	31
国金证券	20%	0.43	0.46	0.48	0.51	0.53	3.00	3.03	3.05	3.08	3.11	14.3	15.0	15.8	16.5	17.2	(11)	(5)	-	5	11
太平洋证券	20%	0.22	0.24	0.25	0.27	0.29	1.20	1.22	1.24	1.26	1.28	18.0	19.3	20.5	21.7	22.8	(15)	(7)	-	7	15
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

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%
中信证券	20%	21.5	20.1	18.9	17.8	16.8	2.9	2.9	2.9	2.8	2.8	33.62	34.25	34.89	35.52	36.16	(4)	(2)	-	2	4
海通证券	20%	27.6	25.8	24.2	22.8	21.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	14.28	14.46	14.63	14.80	14.97	(2)	(1)	-	1	2
广发证券	20%	27.2	26.4	25.6	24.9	24.2	6.7	6.6	6.6	6.5	6.5	38.50	38.86	39.22	39.58	39.95	(2)	(1)	-	1	2
华泰证券	20%	27.2	25.9	24.8	23.7	22.7	3.2	3.2	3.1	3.1	3.1	18.28	18.45	18.62	18.79	18.96	(2)	(1)	-	1	2
招商证券	20%	27.5	26.5	25.5	24.7	23.8	3.8	3.7	3.7	3.7	3.7	22.43	22.79	23.15	23.51	23.87	(3)	(2)	-	2	3
光大证券	20%	27.5	26.8	26.1	25.5	24.9	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	21.56	21.69	21.83	21.96	22.09	(1)	(1)	-	1	1
长江证券	20%	27.8	25.1	23.0	21.1	19.6	3.3	3.3	3.2	3.2	3.2	13.80	14.08	14.36	14.64	14.91	(4)	(2)	-	2	4
宏源证券	20%	25.7	23.8	22.2	20.8	19.6	4.0	3.9	3.9	3.8	3.8	17.89	18.18	18.47	18.76	19.05	(3)	(2)	-	2	3
国元证券	20%	29.5	28.1	26.8	25.6	24.5	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	17.16	17.24	17.31	17.39	17.46	(1)	(0)	-	0	1
东北证券	20%	31.3	28.7	26.5	24.6	23.0	3.2	3.1	3.1	3.1	3.0	25.55	25.87	26.19	26.51	26.83	(2)	(1)	-	1	2
西南证券	20%	48.6	39.6	33.4	28.9	25.4	3.1	3.1	3.0	3.0	3.0	12.93	13.09	13.25	13.42	13.58	(1)	(0)	-	0	1
国金证券	20%	40.7	38.4	36.3	34.5	32.8	5.8	5.8	5.7	5.7	5.6	12.06	12.12	12.18	12.24	12.30	(2)	(1)	-	1	2
太平洋证券	20%	67.2	61.9	57.3	53.4	50.0	12.1	11.9	11.7	11.6	11.4	5.34	5.41	5.48	5.55	5.63	(3)	(1)	-	1	3
辽宁成大*	20%	26.6	25.8	25.1	24.5	23.8	5.2	5.2	5.1	5.1	5.1	29.68	29.95	30.21	30.47	30.73	(2)	(1)	-	1	2
吉林敖东*	20%	19.9	19.4	18.8	18.4	17.9	4.0	4.0	3.9	3.9	3.9	47.64	48.05	48.46	48.87	49.27	(2)	(1)	-	1	2

资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

图表 8: 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%
中信证券	50%	0.12	0.13	0.15	0.17	0.18	7.6	8.6	9.7	10.8	11.9	2.32	2.64	2.98	3.32	3.66	6.7	7.6	8.5	9.5	10.5
海通证券	50%	0.07	0.08	0.09	0.10	0.11	12.6	14.3	16.1	18.0	19.9	1.36	1.55	1.75	1.95	2.16	9.3	10.6	12.0	13.3	14.7
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
华泰证券	50%	0.05	0.06	0.07	0.08	0.08	7.2	8.1	9.1	10.2	11.2	1.06	1.21	1.36	1.51	1.66	5.7	6.5	7.3	8.1	8.9
招商证券	50%	0.08	0.10	0.11	0.12	0.18	8.6	9.7	10.9	12.2	18.6	1.69	1.92	2.16	2.40	3.66	7.3	8.3	9.3	10.4	15.8
光大证券	50%	0.10	0.11	0.13	0.14	0.16	12.4	14.1	15.8	17.5	19.3	2.00	2.27	2.55	2.83	3.12	9.2	10.4	11.7	13.0	14.3
长江证券	50%	0.04	0.05	0.06	0.06	0.07	7.0	8.0	9.0	10.1	11.1	0.88	1.00	1.12	1.25	1.38	6.1	6.9	7.8	8.7	9.6
宏源证券	50%	0.04	0.05	0.05	0.06	0.06	4.8	5.5	6.2	6.9	7.6	0.80	0.91	1.03	1.15	1.28	4.3	5.0	5.6	6.2	6.9
国元证券	50%	0.12	0.13	0.15	0.16	0.18	20.9	23.8	26.7	29.7	32.8	2.31	2.63	2.95	3.28	3.62	13.3	15.2	17.0	19.0	20.9
东北证券	50%	0.06	0.07	0.08	0.09	0.10	5.9	6.8	7.7	8.6	9.5	1.27	1.46	1.65	1.84	2.04	4.9	5.6	6.3	7.0	7.8
西南证券	50%	0.02	0.03	0.03	0.03	0.04	4.7	5.4	6.0	6.7	7.4	0.45	0.52	0.58	0.65	0.71	3.4	3.9	4.4	4.9	5.4
国金证券	50%	0.03	0.03	0.04	0.04	0.05	6.1	7.0	7.8	8.7	9.6	0.59	0.67	0.75	0.84	0.93	4.8	5.5	6.2	6.9	7.6
太平洋证券	50%	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	5.9	6.8	7.6	8.5	9.5	0.30	0.34	0.39	0.43	0.48	5.5	6.3	7.1	7.9	8.8
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

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%
中信证券	10%	0.11	0.13	0.15	0.17	0.19	7.1	8.4	9.7	11.0	12.3	2.18	2.58	2.98	3.37	3.77	6.3	7.4	8.5	9.7	10.8
海通证券	10%	0.07	0.08	0.09	0.10	0.11	12.0	14.1	16.1	18.2	20.3	1.30	1.53	1.75	1.97	2.20	8.9	10.4	12.0	13.5	15.0
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
华泰证券	10%	0.05	0.06	0.07	0.08	0.09	6.8	8.0	9.1	10.3	11.5	1.01	1.18	1.36	1.53	1.70	5.4	6.4	7.3	8.2	9.1
招商证券	10%	0.08	0.09	0.11	0.12	0.14	8.0	9.5	10.9	12.4	13.8	1.58	1.87	2.16	2.44	2.73	6.8	8.1	9.3	10.6	11.8
光大证券	10%	0.10	0.11	0.13	0.14	0.16	11.9	13.8	15.8	17.7	19.7	1.92	2.23	2.55	2.87	3.19	8.8	10.2	11.7	13.1	14.6
长江证券	10%	0.04	0.05	0.06	0.06	0.07	6.7	7.8	9.0	10.2	11.4	0.83	0.97	1.12	1.27	1.42	5.8	6.8	7.8	8.9	9.9
宏源证券	10%	0.04	0.04	0.05	0.06	0.07	4.5	5.3	6.2	7.0	7.9	0.75	0.89	1.03	1.17	1.31	4.1	4.8	5.6	6.3	7.1
国元证券	10%	0.11	0.13	0.15	0.16	0.18	20.6	23.6	26.7	29.8	32.9	2.27	2.61	2.95	3.29	3.63	13.1	15.1	17.0	19.0	21.0
东北证券	10%	0.06	0.07	0.08	0.09	0.10	5.7	6.7	7.7	8.7	9.7	1.22	1.44	1.65	1.86	2.07	4.7	5.5	6.3	7.1	7.9
西南证券	10%	0.02	0.03	0.03	0.03	0.04	4.4	5.2	6.0	6.9	7.8	0.43	0.50	0.58	0.66	0.75	3.2	3.8	4.4	5.0	5.6
国金证券	10%	0.03	0.03	0.04	0.04	0.05	6.0	6.9	7.8	8.8	9.7	0.57	0.66	0.75	0.84	0.93	4.7	5.4	6.2	6.9	7.7
太平洋证券	10%	0.01	0.02	0.02	0.09	0.02	5.6	6.6	7.6	37.2	9.6	0.29	0.34	0.39	1.89	0.49	5.2	6.2	7.1	34.5	9.0
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	5.1

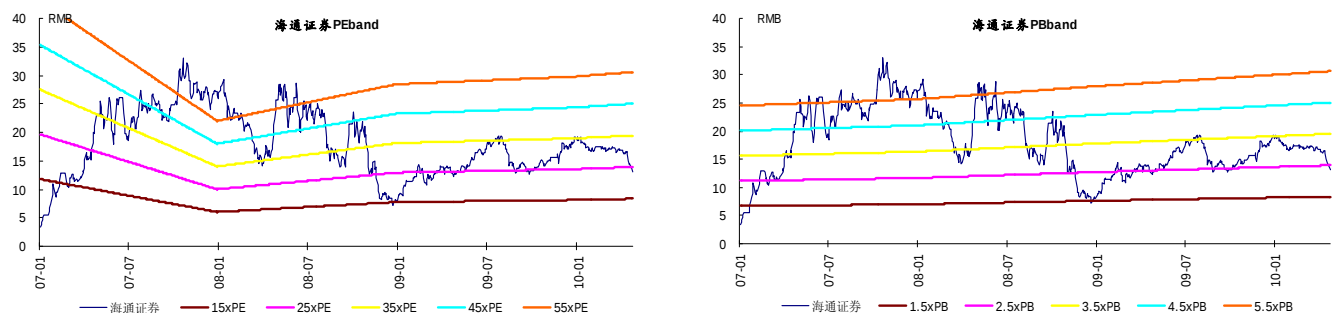
图表 9：股指期货业务敏感性分析

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	0.09	0.10	0.11	4.7	5.3	5.9	6.5	7.1	1.44	1.62	1.81	1.99	2.17	4.1	4.7	5.2	5.7	6.2
海通证券	1.0	0.03	0.03	0.04	0.04	0.05	5.6	6.3	7.0	7.7	8.4	0.61	0.68	0.76	0.83	0.91	4.1	4.7	5.2	5.7	6.2
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
华泰证券	1.0	0.07	0.07	0.08	0.09	0.10	8.9	10.1	11.2	12.3	13.4	1.33	1.49	1.66	1.82	1.99	7.1	8.0	8.9	9.8	10.7
招商证券	1.0	0.08	0.09	0.10	0.10	0.11	7.7	8.7	9.7	10.6	11.6	1.52	1.72	1.91	2.10	2.29	6.6	7.4	8.2	9.1	9.9
光大证券	1.0	0.06	0.07	0.08	0.09	0.10	7.9	8.9	9.9	10.9	11.8	1.28	1.44	1.60	1.76	1.92	5.9	6.6	7.3	8.0	8.8
长江证券	1.0	0.04	0.04	0.05	0.05	0.06	6.4	7.2	8.0	8.8	9.6	0.79	0.89	0.99	1.09	1.19	5.5	6.2	6.9	7.6	8.3
宏源证券	1.0	0.05	0.06	0.07	0.07	0.08	6.5	7.3	8.1	8.9	9.7	1.08	1.22	1.36	1.49	1.63	5.9	6.6	7.3	8.1	8.8
国元证券	1.0	0.04	0.04	0.05	0.05	0.06	7.0	7.9	8.8	9.6	10.5	0.77	0.87	0.97	1.06	1.16	4.5	5.0	5.6	6.1	6.7
东北证券	1.0	0.06	0.06	0.07	0.08	0.08	5.2	5.9	6.5	7.2	7.8	1.12	1.26	1.39	1.53	1.67	4.3	4.8	5.3	5.9	6.4
西南证券	1.0	0.02	0.02	0.02	0.03	0.03	3.9	4.3	4.8	5.3	5.8	0.37	0.42	0.46	0.51	0.56	2.8	3.1	3.5	3.8	4.2
国金证券	1.0	0.04	0.04	0.05	0.05	0.06	7.9	8.8	9.8	10.8	11.8	0.76	0.85	0.95	1.04	1.13	6.2	7.0	7.8	8.5	9.3
太平洋证券	1.0	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02	5.4	6.1	6.8	7.5	8.2	0.28	0.31	0.35	0.38	0.42	5.0	5.7	6.3	6.9	7.6
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

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	8.2%	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	5.7	5.8	5.9	6.0	6.0	1.76	1.78	1.81	1.83	1.85	5.0	5.1	5.2	5.2	5.3
海通证券	4.0%	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	6.6	6.8	7.0	7.2	7.3	0.72	0.74	0.76	0.78	0.79	4.9	5.0	5.2	5.3	5.4
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
华泰证券	6.1%	0.08	0.08	0.08	0.08	0.09	10.8	11.0	11.2	11.4	11.5	1.60	1.63	1.66	1.69	1.71	8.6	8.8	8.9	9.1	9.2
招商证券	4.1%	0.09	0.09	0.10	0.10	0.10	9.2	9.4	9.7	9.9	10.1	1.81	1.86	1.91	1.95	2.00	7.8	8.0	8.2	8.4	8.6
光大证券	3.2%	0.07	0.08	0.08	0.08	0.08	9.3	9.6	9.9	10.2	10.5	1.50	1.55	1.60	1.65	1.70	6.9	7.1	7.3	7.5	7.8
长江证券	1.5%	0.04	0.05	0.05	0.05	0.06	6.9	7.4	8.0	8.5	9.1	0.86	0.92	0.99	1.06	1.13	6.0	6.4	6.9	7.4	7.9
宏源证券	1.3%	0.06	0.06	0.07	0.07	0.08	6.9	7.5	8.1	8.7	9.3	1.15	1.25	1.36	1.46	1.56	6.2	6.8	7.3	7.9	8.4
国元证券	1.1%	0.04	0.04	0.05	0.05	0.06	7.2	8.0	8.8	9.5	10.3	0.80	0.88	0.97	1.05	1.14	4.6	5.1	5.6	6.1	6.6
东北证券	0.7%	0.05	0.06	0.07	0.08	0.09	4.7	5.6	6.5	7.4	8.3	1.01	1.20	1.39	1.59	1.78	3.9	4.6	5.3	6.1	6.8
西南证券	0.6%	0.02	0.02	0.02	0.03	0.03	3.3	4.1	4.8	5.6	6.3	0.32	0.39	0.46	0.54	0.61	2.4	3.0	3.5	4.0	4.6
国金证券	0.7%	0.03	0.04	0.05	0.05	0.06	7.0	8.4	9.8	11.2	12.7	0.67	0.81	0.95	1.08	1.22	5.5	6.6	7.8	8.9	10.0
太平洋证券	0.3%	0.01	0.01	0.02	0.02	0.03	2.3	4.5	6.8	9.1	11.3	0.11	0.23	0.35	0.46	0.58	2.1	4.2	6.3	8.4	10.5
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

资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

图表 10：历史 P/E 和 P/B



资料来源：彭博资讯，公司数据，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
国贸写字楼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(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融（新加坡）有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。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。