



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

**公司动态**  
证券研究报告

2011年2月22日

证券

研究部

王松柏

分析员, SAC 执业证书编号:  
S0080207070060  
wangsb@cicc.com.cn

中性

宏源证券 (000562.CH)

非公开增发事项简评

### 主要财务信息

| (百万元)      | 2007A | 2008A | 2009A | 2010 F | 2011 F |
|------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 净利润        | 2,038 | 542   | 1,152 | 1,478  | 1,200  |
| (+/-%)     | -     | 73    | 113   | 28     | 19     |
| 每股收益 (元)   | 1.39  | 0.37  | 0.79  | 1.01   | 0.82   |
| (+/-%)     | -     | 73    | 113   | 28     | 19     |
| 每股净资产 (元)  | 4.11  | 3.41  | 4.48  | 4.98   | 5.45   |
| (+/-%)     | -     | 17.00 | 31.34 | 11.31  | 9.38   |
| 股东权益       | 5,999 | 4,979 | 6,539 | 7,278  | 7,961  |
| (+/-%)     | -     | 17.00 | 31.34 | 11.31  | 9.38   |
| 净资产收益率 (%) | 33.98 | 10.88 | 17.61 | 20.31  | 15.08  |
| 市盈率 (倍)    | 13.17 | 49.56 | 23.31 | 18.16  | 22.36  |
| 市净率 (倍)    | 4.47  | 5.39  | 4.10  | 3.69   | 3.37   |
| 股本 (百万股)   | 1,461 | 1,461 | 1,461 | 1,461  | 1,461  |

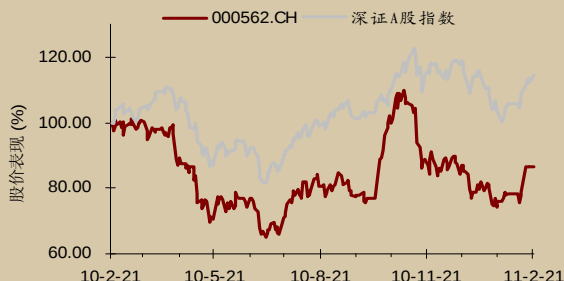
### 股票信息

|               | A股            |
|---------------|---------------|
| 当前股价          | 人民币 18.37     |
| 股票代码          | 000562.CH     |
| 市价总值 (百万元)    | 26,842        |
| 日成交量 (百万股)    | 30            |
| 52周最高价/最低价    | 人民币 23.9/13.8 |
| 发行股数 (百万股)    | 1,461         |
| 其中: 流通股 (百万股) | 536           |
| 主要股东 (持股比例)   | 建银投资 66.88%   |

### 最近估值走势

|                  | Last week | 1m     | 3m    | YTD   |
|------------------|-----------|--------|-------|-------|
| [000562.CH]      | +0.00     | +13.82 | -2.60 | +9.74 |
| [SZASHR index]   | +2.86     | +10.27 | -0.02 | +0.50 |
| [Security index] | +7.65     | +14.48 | +2.91 | +8.11 |

### 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

### 公司近况:

宏源证券发布公告称其非公开发行股票相关事项已经公司董事会审议通过, 计划非公开发行不超过 5 亿股 A 股股票, 融资规模不超过 70 亿元, 发行价不低于 15.10 元/股, 即定价基准日前二十个交易日公司股票均价的 90%。

### 评论:

- ▶ **非公开增发对每股价值影响有限。**尽管本次非公开增发价格相对于交易价格有一定折扣, 但是长达 1 年的锁定期使套利存在一定不确定性, 因此增发前后每股价值的变化是主要的考量因素。在 2011 年日均股票交易额 2200 亿元、股票投资收益率 15%、不考虑公司再融资的假设下, 公司每股价值为 19.77 元; 在假设以每股 15.10 元的价格再融资 70 亿元之后, 公司每股价值为 19.10 元。
- ▶ **大股东承诺参与非公开增发可能给股价带来一定支撑。**作为公司的控股股东, 中国建投承诺参与非公开增发有助于提升投资者的信心, 进而给股价带来一定支撑。
- ▶ **方案仅通过公司董事会, 尚存在不确定性。**非公开发行股票提案已经获得公司董事会审议通过, 但尚需股东大会和中国证监会批准, 仍存在不确定性。
- ▶ **公司复牌后存在补涨动力。**公司于 2 月 15 日开始停牌一周, 期间证券股上涨幅度超过 7%, 复牌后公司股价有一定补涨需求。

### 估值与建议:

公司目前股价隐含的 2011 年日均股票交易额接约为 2000 亿元, 在可比公司中的估值水平较高, 我们维持对宏源证券“中性”投资评级。

图表 1: 再融资对公司每股价值的影响

| 自营业务部分估值(百万元)                 | 2011F-假设再融资 | 2011F - 不考虑再融资 |
|-------------------------------|-------------|----------------|
| 自有可用资金年底规模                    | 14,077      | 6,982          |
| 自营业务税前利润                      | 480         | 313            |
| 自营业务净利润                       | 360         | 235            |
| 自营业务净利润可持续增长率(a)              | 5.00%       | 5.00%          |
| 股东权益成本(b)                     | 14.50%      | 14.50%         |
| 自营业务净利润折现值 $((1+a)/(a-b)*NI)$ | 3,982       | 2,593          |
| 自营业务价值                        | 18,059      | 9,575          |
| 自营业务市净率(P/B)                  | 1.20        | 1.20           |
| 自营业务每股价值(元)                   | 9.38        | 6.55           |
| 非自营业务部分估值(百万元)                | 2011F       | 2011F          |
| 非自营业务税前利润                     | 1,232       | 1,273          |
| 少数股东权益                        | -           | -              |
| 非自营业务净利润                      | 935         | 966            |
| 非自营业务价值                       | 18,703      | 19,314         |
| 非自营业务市盈率(P/E)                 | 20.00       | 20.00          |
| 非自营业务每股价值(元)                  | 9.72        | 13.22          |
| 部分加总法(sum-of-parts)估值         | 2011F       | 2011F          |
| 总价值                           | 36,762      | 28,889         |
| 每股价值                          | 19.10       | 19.77          |
| 对应市盈率(倍)                      | 28.38       | 24.07          |
| 对应市净率(倍)                      | 2.44        | 3.63           |

资料来源: 中金公司研究部

图表 2: 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) | 08A   | 09A  | 10E  | 11E  | 12E  | 08A   | 09A   | 10E   | 11E  | 12E  |
| 中信证券  | 14.17 | 9,946 | 9,856 | 141  | 12.9  | 10.5 | 11.9 | 13.4 | 20.3 | 1.70  | 1.53  | 2.04  | 1.82 | 1.72 |
| 海通证券  | 10.34 | 8,228 | 1,523 | 85   | 25.8  | 18.7 | 21.6 | 21.5 | 20.5 | 2.22  | 1.96  | 1.92  | 1.82 | 1.73 |
| 广发证券* | 47.40 | 2,507 | 92    | 119  | 37.7  | 25.3 | 21.7 | 37.1 | 32.6 | 9.86  | 7.26  | 7.44  | 3.92 | 3.64 |
| 华泰证券  | 15.14 | 5,600 | 785   | 85   | 54.4  | 19.2 | 24.9 | 24.7 | 23.3 | 7.51  | 5.24  | 2.65  | 2.45 | 2.27 |
| 招商证券  | 20.21 | 3,585 | 341   | 72   | 32.3  | 19.4 | 23.7 | 22.7 | 21.3 | 8.25  | 3.21  | 3.04  | 2.84 | 2.66 |
| 光大证券  | 16.17 | 3,418 | 520   | 55   | 34.3  | 19.6 | 24.5 | 25.5 | 23.9 | 4.44  | 2.46  | 2.41  | 2.30 | 2.19 |
| 长江证券  | 13.12 | 2,171 | 1,106 | 28   | 31.3  | 20.8 | 22.5 | 26.4 | 25.6 | 4.77  | 3.12  | 3.01  | 2.78 | 2.57 |
| 宏源证券  | 18.37 | 1,461 | 536   | 27   | 49.6  | 23.3 | 18.2 | 22.4 | 21.2 | 5.39  | 4.10  | 3.69  | 3.37 | 3.05 |
| 国元证券  | 12.55 | 1,964 | 785   | 25   | 35.3  | 23.8 | 28.1 | 28.8 | 27.3 | 3.85  | 1.62  | 1.64  | 1.59 | 1.54 |
| 东北证券* | 23.20 | 639   | 194   | 15   | 32.9  | 16.2 | 24.3 | 30.5 | 27.5 | 5.97  | 4.85  | 4.24  | 2.44 | 2.26 |
| 西南证券  | 11.58 | 2,337 | 240   | 27   | 190.5 | 21.9 | 46.8 | 42.4 | 39.4 | 8.16  | 4.71  | 2.47  | 2.33 | 2.20 |
| 国金证券  | 15.79 | 1,000 | 268   | 16   | 10.4  | 30.6 | 34.6 | 35.1 | 32.1 | 3.65  | 6.09  | 5.21  | 4.54 | 3.98 |
| 太平洋证券 | 11.90 | 1,503 | 42    | 18   | -27.7 | 44.1 | 76.0 | 77.6 | 73.2 | 12.96 | 10.02 | 10.40 | 9.17 | 8.15 |
| 辽宁成大* | 30.74 | 900   | 844   | 28   | 29.5  | 20.7 | 18.5 | 24.3 | 21.4 | 5.58  | 4.27  | 3.67  | 2.24 | 2.11 |
| 吉林敖东* | 36.04 | 573   | 495   | 21   | 24.0  | 15.1 | 13.5 | 17.6 | 15.5 | 4.27  | 3.30  | 2.79  | 1.68 | 1.58 |
| 兴业证券  | 17.60 | 2,200 | 263   | 33   | 127.9 | 29.5 | 39.3 | 37.1 | 34.9 | 8.45  | 6.74  | 4.79  | 4.36 | 3.98 |

| 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(%) |     |     |     |     |
|-------|--------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|------|------|------|------|-----------|-----|-----|-----|-----|
|       | 08A    | 09A  | 10E  | 11E  | 12E  | 08A   | 09A   | 10E   | 11E   | 12E   | 08A       | 09A  | 10E  | 11E  | 12E  | 08A       | 09A | 10E | 11E | 12E |
| 中信证券  | 1.10   | 1.35 | 1.19 | 1.06 | 0.70 | 8.33  | 9.29  | 6.93  | 7.77  | 8.25  | 13.2      | 14.6 | 17.1 | 13.7 | 8.5  | 5.3       | 4.3 | 6.1 | 6.4 | 4.0 |
| 海通证券  | 0.40   | 0.55 | 0.48 | 0.48 | 0.51 | 4.66  | 5.28  | 5.38  | 5.67  | 5.99  | 8.6       | 10.5 | 8.9  | 8.5  | 8.4  | 4.4       | 3.8 | 3.5 | 3.4 | 3.4 |
| 广发证券* | 1.26   | 1.87 | 2.18 | 1.28 | 1.46 | 4.81  | 6.53  | 6.37  | 12.09 | 13.03 | 26.1      | 28.6 | 34.2 | 10.6 | 11.2 | 5.7       | 4.5 | 5.3 | 3.4 | 3.7 |
| 华泰证券  | 0.28   | 0.79 | 0.61 | 0.61 | 0.65 | 2.02  | 2.89  | 5.71  | 6.17  | 6.67  | 13.8      | 27.3 | 10.7 | 9.9  | 9.8  | 2.4       | 3.8 | 3.3 | 3.2 | 3.2 |
| 招商证券  | 0.63   | 1.04 | 0.85 | 0.89 | 0.95 | 2.45  | 6.30  | 6.64  | 7.11  | 7.61  | 25.6      | 16.5 | 12.8 | 12.6 | 12.5 | 4.4       | 4.1 | 3.5 | 3.5 | 3.6 |
| 光大证券  | 0.47   | 0.83 | 0.66 | 0.63 | 0.68 | 3.64  | 6.57  | 6.72  | 7.02  | 7.39  | 13.0      | 12.6 | 9.8  | 9.0  | 9.2  | 4.1       | 4.6 | 3.7 | 3.4 | 3.5 |
| 长江证券  | 0.42   | 0.63 | 0.58 | 0.50 | 0.51 | 2.75  | 4.20  | 4.36  | 4.71  | 5.10  | 15.2      | 15.0 | 13.4 | 10.6 | 10.1 | 3.9       | 3.9 | 3.5 | 2.9 | 2.8 |
| 宏源证券  | 0.37   | 0.79 | 1.01 | 0.82 | 0.87 | 3.41  | 4.48  | 4.98  | 5.45  | 6.03  | 10.9      | 17.6 | 20.3 | 15.1 | 14.4 | 3.5       | 4.0 | 5.3 | 4.1 | 4.2 |
| 国元证券  | 0.36   | 0.53 | 0.45 | 0.44 | 0.46 | 3.26  | 7.73  | 7.67  | 7.88  | 8.12  | 10.9      | 6.8  | 5.8  | 5.5  | 5.7  | 4.4       | 3.5 | 3.0 | 2.9 | 2.9 |
| 东北证券* | 0.71   | 1.43 | 0.95 | 0.76 | 0.84 | 3.88  | 4.78  | 5.47  | 9.51  | 10.28 | 18.2      | 29.9 | 17.4 | 8.0  | 8.2  | 4.5       | 4.9 | 3.0 | 2.5 | 2.7 |
| 西南证券  | 0.06   | 0.53 | 0.25 | 0.27 | 0.29 | 1.42  | 2.46  | 4.70  | 4.97  | 5.26  | 4.3       | 21.5 | 5.3  | 5.5  | 5.6  | 1.8       | 6.7 | 2.6 | 2.7 | 2.8 |
| 国金证券  | 1.51   | 0.52 | 0.46 | 0.45 | 0.49 | 4.33  | 2.59  | 3.03  | 3.48  | 3.97  | 34.9      | 19.9 | 15.1 | 12.9 | 12.4 | 10.5      | 4.7 | 4.1 | 3.8 | 3.9 |
| 太平洋证券 | (0.43) | 0.27 | 0.16 | 0.15 | 0.16 | 0.92  | 1.19  | 1.14  | 1.30  | 1.46  | -46.8     | 22.7 | 13.7 | 11.8 | 11.1 | -18.5     | 6.8 | 4.3 | 4.0 | 4.0 |
| 辽宁成大* | 1.04   | 1.49 | 1.66 | 1.26 | 1.43 | 5.51  | 7.20  | 8.37  | 13.72 | 14.55 | 18.9      | 20.7 | 19.9 | 9.2  | 9.9  | NA        | NA  | NA  | NA  | NA  |
| 吉林敖东* | 1.50   | 2.38 | 2.67 | 2.05 | 2.32 | 8.45  | 10.91 | 12.94 | 21.39 | 22.77 | 17.8      | 21.8 | 20.6 | 9.6  | 10.2 | NA        | NA  | NA  | NA  | NA  |
| 兴业证券  | 0.14   | 0.60 | 0.45 | 0.47 | 0.50 | 2.08  | 2.61  | 3.68  | 4.04  | 4.42  | 6.6       | 22.8 | 12.2 | 11.7 | 11.4 | 2.0       | 4.6 | 3.4 | 3.3 | 3.3 |

广发证券、东北证券为假设再融资之后

资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

图表 3: 经纪业务敏感性分析

| 11年日均股票<br>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                | 2200 | 1.00      | 1.03 | 1.06 | 1.09 | 1.12 | 7.70      | 7.73  | 7.77  | 7.80  | 7.83  | 12.9      | 13.3  | 13.7  | 14.0  | 14.3  | (6)       | (3)  | -    | 3    | 6    |
| 海通证券                | 2200 | 0.41      | 0.45 | 0.48 | 0.51 | 0.55 | 5.60      | 5.64  | 5.67  | 5.71  | 5.74  | 7.3       | 7.9   | 8.5   | 9.0   | 9.6   | (14)      | (7)  | -    | 7    | 14   |
| 广发证券*               | 2200 | 1.11      | 1.19 | 1.28 | 1.36 | 1.45 | 11.92     | 12.00 | 12.09 | 12.17 | 12.26 | 9.3       | 9.9   | 10.6  | 11.2  | 11.8  | (13)      | (7)  | -    | 7    | 13   |
| 华泰证券                | 2200 | 0.50      | 0.55 | 0.61 | 0.67 | 0.73 | 6.05      | 6.11  | 6.17  | 6.23  | 6.29  | 8.2       | 9.1   | 9.9   | 10.8  | 11.6  | (19)      | (10) | -    | 10   | 19   |
| 招商证券                | 2200 | 0.77      | 0.83 | 0.89 | 0.95 | 1.02 | 6.98      | 7.05  | 7.11  | 7.17  | 7.23  | 11.0      | 11.8  | 12.6  | 13.3  | 14.1  | (14)      | (7)  | -    | 7    | 14   |
| 光大证券                | 2200 | 0.54      | 0.59 | 0.63 | 0.68 | 0.72 | 6.94      | 6.98  | 7.02  | 7.07  | 7.11  | 7.9       | 8.4   | 9.0   | 9.6   | 10.2  | (14)      | (7)  | -    | 7    | 14   |
| 长江证券                | 2200 | 0.40      | 0.45 | 0.50 | 0.55 | 0.59 | 4.62      | 4.67  | 4.71  | 4.76  | 4.81  | 8.7       | 9.6   | 10.6  | 11.4  | 12.3  | (19)      | (10) | -    | 10   | 19   |
| 宏源证券                | 2200 | 0.68      | 0.75 | 0.82 | 0.89 | 0.96 | 5.31      | 5.38  | 5.45  | 5.52  | 5.59  | 12.9      | 14.0  | 15.1  | 16.1  | 17.2  | (17)      | (8)  | -    | 8    | 17   |
| 国元证券                | 2200 | 0.36      | 0.40 | 0.44 | 0.47 | 0.51 | 7.81      | 7.84  | 7.88  | 7.92  | 7.96  | 4.6       | 5.1   | 5.5   | 6.0   | 6.4   | (17)      | (9)  | -    | 9    | 17   |
| 东北证券*               | 2200 | 0.62      | 0.69 | 0.76 | 0.83 | 0.90 | 9.37      | 9.44  | 9.51  | 9.58  | 9.65  | 6.6       | 7.3   | 8.0   | 8.7   | 9.3   | (18)      | (9)  | -    | 9    | 18   |
| 西南证券                | 2200 | 0.23      | 0.25 | 0.27 | 0.29 | 0.31 | 4.93      | 4.95  | 4.97  | 4.99  | 5.01  | 4.7       | 5.1   | 5.5   | 5.9   | 6.3   | (15)      | (7)  | -    | 7    | 15   |
| 国金证券                | 2200 | 0.37      | 0.41 | 0.45 | 0.49 | 0.53 | 3.40      | 3.44  | 3.48  | 3.52  | 3.56  | 10.8      | 11.9  | 12.9  | 14.0  | 15.0  | (19)      | (9)  | -    | 9    | 19   |
| 太平洋证券               | 2200 | 0.12      | 0.13 | 0.15 | 0.17 | 0.19 | 1.26      | 1.28  | 1.30  | 1.32  | 1.34  | 9.2       | 10.5  | 11.8  | 13.1  | 14.3  | (25)      | (12) | -    | 12   | 25   |
| 辽宁成大*               | 2200 | 1.12      | 1.19 | 1.26 | 1.34 | 1.41 | 13.58     | 13.65 | 13.72 | 13.80 | 13.87 | 8.2       | 8.7   | 9.2   | 9.7   | 10.2  | (12)      | (6)  | -    | 6    | 12   |
| 吉林敖东*               | 2200 | 1.82      | 1.93 | 2.05 | 2.17 | 2.28 | 21.16     | 21.28 | 21.39 | 21.51 | 21.62 | 8.6       | 9.1   | 9.6   | 10.1  | 10.5  | (11)      | (6)  | -    | 6    | 11   |
| 兴业证券                | 2200 | 0.39      | 0.43 | 0.47 | 0.52 | 0.56 | 3.95      | 3.99  | 4.04  | 4.08  | 4.13  | 9.8       | 10.8  | 11.7  | 12.7  | 13.6  | (19)      | (9)  | -    | 9    | 19   |
| 11年日均股票<br>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                | 2200 | 14.2      | 13.8 | 13.4 | 13.0 | 12.6 | 1.8       | 1.8   | 1.8   | 1.8   | 1.8   | 15.96     | 16.59 | 17.21 | 17.84 | 18.47 | (7)       | (4)  | -    | 4    | 7    |
| 海通证券                | 2200 | 25.1      | 23.2 | 21.5 | 20.1 | 18.8 | 1.8       | 1.8   | 1.8   | 1.8   | 1.8   | 12.53     | 13.22 | 13.90 | 14.59 | 15.28 | (10)      | (5)  | -    | 5    | 10   |
| 广发证券*               | 2200 | 42.9      | 39.8 | 37.1 | 34.8 | 32.7 | 4.0       | 3.9   | 3.9   | 3.9   | 3.9   | 30.30     | 32.02 | 33.74 | 35.46 | 37.18 | (10)      | (5)  | -    | 5    | 10   |
| 华泰证券                | 2200 | 30.6      | 27.3 | 24.7 | 22.5 | 20.7 | 2.5       | 2.5   | 2.5   | 2.4   | 2.4   | 14.32     | 15.50 | 16.68 | 17.87 | 19.05 | (14)      | (7)  | -    | 7    | 14   |
| 招商证券                | 2200 | 26.3      | 24.3 | 22.7 | 21.2 | 19.9 | 2.9       | 2.9   | 2.8   | 2.8   | 2.8   | 19.49     | 20.73 | 21.97 | 23.21 | 24.45 | (11)      | (6)  | -    | 6    | 11   |
| 光大证券                | 2200 | 29.7      | 27.4 | 25.5 | 23.8 | 22.4 | 2.3       | 2.3   | 2.3   | 2.3   | 2.3   | 15.97     | 17.40 | 18.83 | 20.26 | 21.69 | (15)      | (8)  | -    | 8    | 15   |
| 长江证券                | 2200 | 32.6      | 29.1 | 26.4 | 24.1 | 22.1 | 2.8       | 2.8   | 2.8   | 2.8   | 2.7   | 11.15     | 12.10 | 13.05 | 14.00 | 14.95 | (15)      | (7)  | -    | 7    | 15   |
| 宏源证券                | 2200 | 26.9      | 24.4 | 22.4 | 20.6 | 19.2 | 3.5       | 3.4   | 3.4   | 3.3   | 3.3   | 17.01     | 18.39 | 19.77 | 21.15 | 22.53 | (14)      | (7)  | -    | 7    | 14   |
| 国元证券                | 2200 | 34.9      | 31.6 | 28.8 | 26.5 | 24.6 | 1.6       | 1.6   | 1.6   | 1.6   | 1.6   | 13.85     | 14.61 | 15.37 | 16.13 | 16.89 | (10)      | (5)  | -    | 5    | 10   |
| 东北证券*               | 2200 | 37.3      | 33.6 | 30.5 | 27.9 | 25.8 | 2.5       | 2.5   | 2.4   | 2.4   | 2.4   | 19.22     | 20.61 | 22.00 | 23.39 | 24.78 | (13)      | (6)  | -    | 6    | 13   |
| 西南证券                | 2200 | 49.9      | 45.8 | 42.4 | 39.4 | 36.9 | 2.3       | 2.3   | 2.3   | 2.3   | 2.3   | 8.66      | 9.07  | 9.48  | 9.89  | 10.30 | (14)      | (7)  | -    | 7    | 14   |
| 国金证券                | 2200 | 43.2      | 38.7 | 35.1 | 32.1 | 29.6 | 4.6       | 4.6   | 4.5   | 4.5   | 4.4   | 10.45     | 11.29 | 12.13 | 12.97 | 13.82 | (9)       | (4)  | -    | 4    | 9    |
| 太平洋证券               | 2200 | 103.2     | 88.6 | 77.6 | 69.1 | 62.2 | 9.4       | 9.3   | 9.2   | 9.0   | 8.9   | 3.07      | 3.45  | 3.83  | 4.21  | 4.59  | (20)      | (10) | -    | 10   | 20   |
| 辽宁成大*               | 2200 | 27.5      | 25.8 | 24.3 | 23.0 | 21.8 | 2.3       | 2.3   | 2.2   | 2.2   | 2.2   | 24.77     | 25.95 | 27.13 | 28.31 | 29.49 | (9)       | (4)  | -    | 4    | 9    |
| 吉林敖东*               | 2200 | 19.8      | 18.6 | 17.6 | 16.6 | 15.8 | 1.7       | 1.7   | 1.7   | 1.7   | 1.7   | 40.20     | 42.05 | 43.90 | 45.74 | 47.59 | (8)       | (4)  | -    | 4    | 8    |
| 兴业证券                | 2200 | 45.7      | 41.0 | 37.1 | 34.0 | 31.3 | 4.5       | 4.4   | 4.4   | 4.3   | 4.3   | 10.73     | 11.61 | 12.50 | 13.38 | 14.27 | (14)      | (7)  | -    | 7    | 14   |

广发证券、东北证券为假设再融资之后

资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

图表 4: 可比公司估值

| 11年股票     |     | Base | 每股收益 |      |      |      |       | 每股净资产 |       |       |       |      | 净资产收益率, % |      |      |      |      | 每股收益弹性, % |     |      |     |      |
|-----------|-----|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-----------|------|------|------|------|-----------|-----|------|-----|------|
| 投资收益率 (%) |     |      | -10% | -5%  | Base | +5%  | +10%  | -10%  | -5%   | Base  | +5%   | +10% | -10%      | -5%  | Base | +5%  | +10% | -10%      | -5% | Base | +5% | +10% |
| 中信证券      | 15% | 0.94 | 1.00 | 1.06 | 1.12 | 1.18 | 7.65  | 7.71  | 7.77  | 7.83  | 7.88  | 12.3 | 13.0      | 13.7 | 14.3 | 15.0 | (11) | (6)       | -   | 6    | 11  |      |
| 海通证券      | 10% | 0.41 | 0.45 | 0.48 | 0.51 | 0.55 | 5.60  | 5.64  | 5.67  | 5.71  | 5.74  | 7.3  | 7.9       | 8.5  | 9.0  | 9.6  | (15) | (7)       | -   | 7    | 15  |      |
| 广发证券*     | 15% | 1.12 | 1.20 | 1.28 | 1.35 | 1.43 | 11.93 | 12.01 | 12.09 | 12.16 | 12.24 | 9.4  | 10.0      | 10.6 | 11.1 | 11.7 | (12) | (6)       | -   | 6    | 12  |      |
| 华泰证券      | 15% | 0.56 | 0.59 | 0.61 | 0.64 | 0.66 | 6.12  | 6.14  | 6.17  | 6.19  | 6.22  | 9.2  | 9.6       | 9.9  | 10.3 | 10.7 | (8)  | (4)       | -   | 4    | 8   |      |
| 招商证券      | 15% | 0.82 | 0.86 | 0.89 | 0.93 | 0.96 | 7.04  | 7.07  | 7.11  | 7.14  | 7.18  | 11.7 | 12.1      | 12.6 | 13.0 | 13.4 | (8)  | (4)       | -   | 4    | 8   |      |
| 光大证券      | 15% | 0.61 | 0.62 | 0.63 | 0.64 | 0.66 | 7.00  | 7.01  | 7.02  | 7.04  | 7.05  | 8.7  | 8.9       | 9.0  | 9.2  | 9.3  | (3)  | (2)       | -   | 2    | 3   |      |
| 长江证券      | 15% | 0.43 | 0.46 | 0.50 | 0.53 | 0.57 | 4.65  | 4.68  | 4.71  | 4.75  | 4.78  | 9.2  | 9.9       | 10.6 | 11.2 | 11.8 | (14) | (7)       | -   | 7    | 14  |      |
| 宏源证券      | 15% | 0.74 | 0.78 | 0.82 | 0.86 | 0.90 | 5.37  | 5.41  | 5.45  | 5.49  | 5.53  | 13.9 | 14.5      | 15.1 | 15.7 | 16.3 | (9)  | (5)       | -   | 5    | 9   |      |
| 国元证券      | 15% | 0.41 | 0.42 | 0.44 | 0.45 | 0.46 | 7.86  | 7.87  | 7.88  | 7.89  | 7.90  | 5.2  | 5.4       | 5.5  | 5.7  | 5.8  | (5)  | (3)       | -   | 3    | 5   |      |
| 东北证券*     | 15% | 0.64 | 0.70 | 0.76 | 0.82 | 0.88 | 9.39  | 9.45  | 9.51  | 9.57  | 9.63  | 6.8  | 7.4       | 8.0  | 8.6  | 9.1  | (15) | (8)       | -   | 8    | 15  |      |
| 西南证券      | 15% | 0.21 | 0.24 | 0.27 | 0.31 | 0.34 | 4.90  | 4.94  | 4.97  | 5.00  | 5.04  | 4.2  | 4.8       | 5.5  | 6.1  | 6.8  | (25) | (12)      | -   | 12   | 25  |      |
| 国金证券      | 15% | 0.45 | 0.45 | 0.45 | 0.45 | 0.45 | 3.48  | 3.48  | 3.48  | 3.48  | 3.48  | 12.8 | 12.9      | 12.9 | 13.0 | 13.0 | (1)  | (0)       | -   | 0    | 1   |      |
| 太平洋证券     | 15% | 0.12 | 0.14 | 0.15 | 0.17 | 0.18 | 1.27  | 1.28  | 1.30  | 1.31  | 1.33  | 9.8  | 10.8      | 11.8 | 12.8 | 13.7 | (19) | (9)       | -   | 9    | 19  |      |
| 辽宁成大*     | 15% | 1.13 | 1.20 | 1.26 | 1.33 | 1.39 | 12.23 | 12.28 | 12.33 | 12.39 | 12.44 | 9.3  | 9.8       | 10.2 | 10.7 | 11.2 | (10) | (5)       | -   | 5    | 10  |      |
| 吉林敖东*     | 15% | 1.84 | 1.95 | 2.05 | 2.15 | 2.25 | 21.19 | 21.29 | 21.39 | 21.49 | 21.60 | 8.7  | 9.1       | 9.6  | 10.0 | 10.4 | (10) | (5)       | -   | 5    | 10  |      |
| 兴业证券      | 15% | 0.45 | 0.46 | 0.47 | 0.49 | 0.50 | 4.01  | 4.02  | 4.04  | 4.05  | 4.06  | 11.2 | 11.4      | 11.7 | 12.0 | 12.3 | (6)  | (3)       | -   | 3    | 6   |      |

| 11年股票     |     | 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, % |     |      |     |      |
|-----------|-----|------|-----------|------|------|------|------|-----------|-----|------|-----|-------|----------|-------|-------|-------|------|-----------|-----|------|-----|------|
| 投资收益率 (%) |     |      | -10%      | -5%  | Base | +5%  | +10% | -10%      | -5% | Base | +5% | +10%  | -10%     | -5%   | Base  | +5%   | +10% | -10%      | -5% | Base | +5% | +10% |
| 中信证券      | 15% | 15.0 | 14.2      | 13.4 | 12.7 | 12.0 | 1.9  | 1.8       | 1.8 | 1.8  | 1.8 | 15.79 | 16.50    | 17.21 | 17.93 | 18.64 | (8)  | (4)       | -   | 4    | 8   |      |
| 海通证券      | 10% | 25.2 | 23.2      | 21.5 | 20.1 | 18.8 | 1.8  | 1.8       | 1.8 | 1.8  | 1.8 | 13.06 | 13.48    | 13.90 | 14.32 | 14.74 | (6)  | (3)       | -   | 3    | 6   |      |
| 广发证券*     | 15% | 42.2 | 39.5      | 37.1 | 35.0 | 33.2 | 4.0  | 3.9       | 3.9 | 3.9  | 3.9 | 31.90 | 32.82    | 33.74 | 34.66 | 35.58 | (5)  | (3)       | -   | 3    | 5   |      |
| 华泰证券      | 15% | 26.8 | 25.7      | 24.7 | 23.7 | 22.9 | 2.5  | 2.5       | 2.5 | 2.4  | 2.4 | 16.10 | 16.39    | 16.68 | 16.98 | 17.27 | (4)  | (2)       | -   | 2    | 4   |      |
| 招商证券      | 15% | 24.6 | 23.6      | 22.7 | 21.8 | 21.0 | 2.9  | 2.9       | 2.8 | 2.8  | 2.8 | 21.12 | 21.55    | 21.97 | 22.40 | 22.83 | (4)  | (2)       | -   | 2    | 4   |      |
| 光大证券      | 15% | 26.4 | 25.9      | 25.5 | 25.1 | 24.7 | 2.3  | 2.3       | 2.3 | 2.3  | 2.3 | 18.57 | 18.70    | 18.83 | 18.96 | 19.09 | (1)  | (1)       | -   | 1    | 1   |      |
| 长江证券      | 15% | 30.6 | 28.3      | 26.4 | 24.7 | 23.2 | 2.8  | 2.8       | 2.8 | 2.8  | 2.7 | 12.22 | 12.64    | 13.05 | 13.46 | 13.88 | (6)  | (3)       | -   | 3    | 6   |      |
| 宏源证券      | 15% | 24.7 | 23.5      | 22.4 | 21.4 | 20.4 | 3.4  | 3.4       | 3.4 | 3.3  | 3.3 | 18.84 | 19.31    | 19.77 | 20.24 | 20.70 | (5)  | (2)       | -   | 2    | 5   |      |
| 国元证券      | 15% | 30.4 | 29.6      | 28.8 | 28.1 | 27.4 | 1.6  | 1.6       | 1.6 | 1.6  | 1.6 | 15.09 | 15.23    | 15.37 | 15.51 | 15.65 | (2)  | (1)       | -   | 1    | 2   |      |
| 东北证券*     | 15% | 36.1 | 33.1      | 30.5 | 28.3 | 26.4 | 2.5  | 2.5       | 2.4 | 2.4  | 2.4 | 20.65 | 21.33    | 22.00 | 22.68 | 23.35 | (6)  | (3)       | -   | 3    | 6   |      |
| 西南证券      | 15% | 56.4 | 48.4      | 42.4 | 37.7 | 33.9 | 2.4  | 2.3       | 2.3 | 2.3  | 2.3 | 8.70  | 9.09     | 9.48  | 9.87  | 10.26 | (8)  | (4)       | -   | 4    | 8   |      |
| 国金证券      | 15% | 35.4 | 35.2      | 35.1 | 35.0 | 34.8 | 4.5  | 4.5       | 4.5 | 4.5  | 4.5 | 12.09 | 12.11    | 12.13 | 12.15 | 12.18 | (0)  | (0)       | -   | 0    | 0   |      |
| 太平洋证券     | 15% | 95.5 | 85.7      | 77.6 | 71.0 | 65.4 | 9.4  | 9.3       | 9.2 | 9.1  | 9.0 | 3.50  | 3.67     | 3.83  | 3.99  | 4.16  | (9)  | (4)       | -   | 4    | 9   |      |
| 辽宁成大*     | 15% | 27.1 | 25.6      | 24.3 | 23.1 | 22.0 | 2.5  | 2.5       | 2.5 | 2.5  | 2.5 | 25.87 | 26.50    | 27.13 | 27.76 | 28.40 | (5)  | (2)       | -   | 2    | 5   |      |
| 吉林敖东*     | 15% | 19.5 | 18.5      | 17.6 | 16.7 | 16.0 | 1.7  | 1.7       | 1.7 | 1.7  | 1.7 | 41.92 | 42.91    | 43.90 | 44.88 | 45.87 | (5)  | (2)       | -   | 2    | 5   |      |
| 兴业证券      | 15% | 39.3 | 39.3      | 38.2 | 37.1 | 36.1 | 35.2 | 4.4       | 4.4 | 4.4  | 4.3 | 12.18 | 12.34    | 12.50 | 12.65 | 12.81 | (3)  | (1)       | -   | 1    | 3   |      |

广发证券、东北证券为假设再融资之后

---

## 法律声明

---

### 一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》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，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

**本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。**

## 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: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## Singapore

China International Capital  
Corporation (Singapore) Pte.  
Limited  
#39-04, 6 Battery Road  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 上海

中国国际金融有限公司上海分公司  
上海浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## United Kingdom

China International Capital  
Corporation (UK) Limited  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

## 香港

中国国际金融(香港)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

## 北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

## 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: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

## 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

## 武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号  
新世界中心写字楼4层  
邮编: 430032  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

## 上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号  
邮编: 200020  
电话: (86-21) 6386-1195  
传真: (86-21) 6386-1180

## 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: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

## 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
磐基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

## 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及  
欧瑞蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

## 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: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

## 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: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

## 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018



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