



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

业绩回顾

证券研究报告

2011年3月22日

证券

研究部

王松柏

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

中性

国元证券 (000728.SZ)

2010 年业绩符合预期

主要财务信息

(百万元)	2009 A	2010 F	2011 F	2012 F
净利润	1,037	925	866	925
(+/-%)	99 -	11 -	6	7
每股收益 (元)	0.53	0.47	0.44	0.47
每股净资产 (元)	7.73	7.63	7.87	8.12
股东权益	15,183	14,980	15,459	15,951
(+/-%)	218.40 -	1.34	3.20	3.18
净资产收益率 (%)	6.83	6.17	5.60	5.80
市盈率 (倍)	23.12	25.93	27.68	25.92
市净率 (倍)	1.58	1.60	1.55	1.50
股本 (百万股)	1,964	1,964	1,964	1,964

股票信息

	A股
当前股价	人民币 12.21
股票代码	000728.CH
市价总值 (百万元)	23,982
日成交量 (百万股)	5
52周最高价/最低价	人民币 18.65/11.18
发行股数 (百万股)	1,964
其中: 流通股 (百万股)	785
主要股东 (持股比例)	国元控股 (集团) 31.59%

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[000728.CH]	-2.71	+1.58	-0.57	-0.41
[SZASHR index]	-1.94	+1.84	-3.92	-0.40
[Security index]	-0.06	-1.13	+1.28	+4.54

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

2010 年业绩符合预期:

国元证券 2010 年实现净利润 10.37 亿元 (或者每股收益 0.47 元), 同比减少 10.8%, 略高出我们的盈利预测的 2010 年净利润 5.6%。

正面:

- ▶ **自营业务超预期。**2010 年公司的自营业务收入为 3.73 亿元, 同比增加 32.5%, 超出我们的自营业务收入预测 31.6%。
- ▶ **手续费率下降趋势放缓。**2010 年第 4 季度公司经纪业务净手续费率从第 3 季度的 0.102% 小幅下降至 0.098%。

负面:

- ▶ **经纪业务市场份额继续下滑。**2010 年公司股基权证交易市场份额为 1.05%, 同比下降 0.04 个百分点。
- ▶ **业务及管理费用继续增加。**2010 年公司的业务及管理费为 9.30 亿元, 同比增加 25.3%, 占营业收入比重由 2009 年的 33.95% 增加至 41.46%。

发展趋势:

受中国证券业协会规范经纪业务净手续费率的影响, 我们预计 2011 年经纪业务净手续费率将基本保持稳定。

盈利预测调整:

根据公司 2010 年经营状况, 我们分别将国元证券 2011 和 2012 年的盈利预测分别微调了 1.4% 和 2.3%, 每股收益分别为 0.44 元和 0.47 元。

估值与评级

公司创新业务发展前景弱于大型证券股, 我们维持对国元证券“中性”投资评级。公司目前股价隐含的 11 年日均股票交易额不到 1600 亿元, 不包含创新业务溢价, 估值在证券股中属于较低水平。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

2010 年业绩符合预期

国元证券 2010 年实现净利润 10.37 亿元（或者每股收益 0.47 元），同比减少 10.8%，略高出我们的盈利预测的 2010 年净利润 5.6%。2010 年第 4 季度公司实现净利润 2.51 亿元（或每股 0.13 元），环比微降 0.5%。营业支出明显增加是业绩同比下滑的主要原因。

2010 年公司实现营业收入 22.42 亿元，同比微幅上升 2.6%。2010 年第 4 季度实现营业收入为 7.05 亿元，环比增长 17.5%。

经纪业务和自营业务仍然是公司最主要的收入来源：

- ▶ 2010 年全年，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 69.4%，是公司最主要收入来源，但该占比相较 2009 年同期的 78% 已经出现明显下降。
- ▶ 2010 年自营业务（投资收益和公允价值变动收益）营业收入占比为 16.6%。

经纪业务符合预期、净手续费率大幅下滑

- ▶ 2010 年公司代理买卖证券业务净收入 12.26 亿元，同比降低 20.3%，第 4 季度公司代理买卖证券业务净收入环比增长 45.2%，为 3.96 亿元。
- ▶ 2010 年公司股基权证交易市场份额为 1.05%，同比下降 0.04 个百分点，第 4 季度市场份额环比则持平在 1.03%。
- ▶ 2010 年公司经纪业务净手续费率为 0.104%，同比下降 11.4%，2010 年第 4 季度公司经纪业务净手续费率从第 3 季度的 0.102% 小幅下降至 0.098%。
- ▶ 2010 年净利息收入为 3.3 亿元，同比上升 99.0%，第 4 季度净利息收入为 9900 万元，环比上升 23.9%。

自营业务超预期、资金使用效率仍然较低

- ▶ 2010 年公司的自营业务收入为 3.73 亿元，同比增加 32.5%，超出我们的自营业务收入预测 31.6%。第 4 季度自营业务收入 1.28 亿元，较第 3 季度减少了 24.1%。
- ▶ 在 2009 年公开增发完成后，2010 年公司有更多的资金进行投资，也开始开展融资融券业务，其资金使用效率可望逐步提升。

证券承销业务有所斩获，债券承销期待继续突破

- ▶ 2010 年公司股票主承销额为 58.37 亿元，同比大幅增长 332.0%，市场份额为 0.61%，也较 2009 年提升了 0.24 个百分点；
- ▶ 在债券主承销方面，公司 2010 年无主承销项目，尚待突破。

业务及管理费用

- ▶ 2010 年公司的业务及管理费为 9.30 亿元，同比增加 25.3%，占营业收入比重由 2009 年的 33.95% 增加至 41.46%；
- ▶ 第 4 季度业务及管理费环比增长了 35.4%，主要是由于公司在第 4 季度计提了部分奖金，导致业务及管理费有所增加。

盈利预测

根据公司 2010 年经营状况，我们分别将国元证券 2011 和 2012 年的盈利预测分别微调了 1.4% 和 2.3%，每股收益分别为 0.44 元和 0.47 元。

估值与评级

公司创新业务发展前景弱于大型证券股，我们维持对国元证券“中性”投资评级。公司目前股价隐含的 11 年日均股票交易额不到 1600 亿元，不包含创新业务溢价，估值在证券股中属于较低水平。

图表 1: 2010 业绩分析

报表分析 (人民币百万元)	09A	10A	同比变动	10Q3	10Q4	环比变动	评论
营业收入	2,185	2,242	2.6%	600	705	17.5%	
市场股基权证交易额	120,562,719	113,030,121	-6.2%	26,035,109	39,391,023	51.3%	市场份额同比下降0.04个百分点,环比持平 净手续费率同比、环比分别下降11.4%、4.3%
日均股票交易额	219,667	225,468	2.6%	197,182	299,984	52.1%	
公司市场份额	1.09%	1.05%	-4.0%	1.03%	1.03%	0.3%	
公司股基权证交易额	1,316,165	1,184,476	-10.0%	267,355	405,832	51.8%	
代理买卖证券业务净收入	1,539	1,226	-20.3%	273	396	45.2%	
代理买卖证券业务净手续费率	0.117%	0.104%	-11.4%	0.102%	0.098%	-4.3%	
上证指数涨幅	80%	-14%		11%	6%	-46.5%	自营业务收入3.73亿元、第4季度收入1.28亿元 计入所有者权益的自营业务税前损失为8200万元
投资净收益	249	416	67.2%	98	193	97.0%	
公允价值变动净收益	32	-44		71	-64		
自营业务收入	281	373	32.5%	169	128	-24.1%	
计入所有者权益的税前自营业务收入	18	-82	-553.2%	23	-82		
股票及股票连接融资额	364,501	959,180	163.1%	222,309	372,221	67.4%	股票承销业务随市场加速发展 债券承销业务尚无斩获
公司股票及股票连接承销额	1,351	5,837	332.0%	1,358	2,034	49.8%	
公司股票及股票连接承销市场份额	0.37%	0.61%	64.2%	0.61%	0.55%	-10.5%	
企业主体债券融资额	1,494,588	1,008,743	-32.5%	275,833	208,510	-24.4%	
公司企业主体债券承销额	4,500	0	-100.0%	0	0		
企业主体债券承销市场份额	0.30%	0.00%	-100.0%	0.00%	0.00%		
证券承销保荐业务净收入	114	249	117.5%	58	64	10.3%	
客户存款	13,684	9,159	-33.1%	10,267	9,159	-10.8%	加息使得净利息收入同比上升
净利息收入	166	330	99.0%	80	99	23.9%	
集合理财产品期末规模	1,043	881	-15.5%	n.a.	881		市场环境下集合理财产品赎回较多,但资产管理业务基本保持稳定
受托资产管理收益	33	26	-22.0%	4	17	361.9%	
其他业务收入	52	38	-27.1%	16	0	-101.7%	
营业支出	864	1,054	21.9%	266	355	33.4%	业务及管理费同比、环比分别增加25.3%、35.4%
营业税金及附加	102	101	-0.9%	22	37	66.2%	
营业税金及附加/营业收入	4.69%	4.53%		3.69%	5.22%		
业务及管理费	742	930	25.3%	243	329	35.4%	
业务及管理费/营业收入	33.95%	41.46%		40.47%	46.67%		
其他业务支出	20	23	14.6%	1	-11	-1617.2%	
营业利润	1,321	1,188	-10.1%	334	350	4.8%	
营业外收入	6	15	157.4%	8	2	-75.3%	
营业外支出	4	6	50.9%	3	2	-48.5%	
利润总额	1,323	1,197	-9.5%	339	351	3.5%	
所得税费用	281	271	-3.3%	86	100	16.5%	
实际税率	21.21%	22.66%		25.30%	28.50%		
净利润	1,042	926	-11.2%	253	251	-1.0%	净利润同比下降10.8%,环比微降0.5%
少数股东权益	5	1	-81.8%	1	0	-173.4%	
归属母公司所有者的净利润	1,037	925	-10.8%	252	251	-0.5%	
净利润率	47.46%	41.26%		42.07%	35.63%		
每股收益 (元)	0.53	0.47	-10.8%	0.13	0.13	-0.5%	
收入结构分析 (人民币百万元)	09A	10A	当期占比	10Q3	10Q4	当期占比	评论
代理买卖证券业务净收入	1,539	1,226	54.7%	273	396	56.2%	经纪业务 (代理买卖证券业务净收入、利息净收入) 以及自营业务 (投资收益、公允价值变动收益) 为最主要收入来源, 占比分别为69.4%和16.6%
证券承销业务净收入	114	249	11.1%	58	64	9.1%	
委托管理资产业务净收入	33	26	1.2%	4	17	2.5%	
净利息收入	166	330	14.7%	80	99	14.1%	
投资净收益	249	416	18.6%	98	193	27.4%	
公允价值变动净收益	32	-44	-2.0%	71	-64	-9.1%	
其他收入	52	38	1.7%	16	0	0.0%	
小计	2,185	2,242	100.0%	600	705	100.0%	
资产结构分析 (人民币百万元)	09A	10A	当期占比	10Q3	10Q4	环比变动	评论
自有存款 (含履约保证金)	12,337	8,076	62.6%	9,517	8,076	-15.1%	自有存款规模环比下降 自有证券规模环比上升
交易性金融资产	1,316	1,219	9.4%	935	1,219	30.5%	
可供出售金融资产	662	3,613	28.0%	2,456	3,613	47.1%	
持有至到期投资	0	0	0.0%	0	0		
小计	14,315	12,909	100.0%	12,907	12,909	0.0%	
净资产分析 (人民币百万元)	09A	10A	同比变动	10Q3	10Q4	环比变动	评论
净资产	12,788	11,771	-8.0%	n.a.	11,771	n.a.	净资产和净资产率同比分别下滑8.0%和6.8%
净资产率	84.99%	79.17%	-6.8%	n.a.	79.17%	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

	2008	2009	2010	2011F	2012F		2008	2009	2010F	2011F	2012F
损益表摘要 (人民币百万元)						年增长率 (%)					
营业收入	1,184	2,185	2,242	2,132	2,255	营业收入	-71.11%	84.53%	2.59%	-4.93%	5.80%
手续费净收入	974	1,730	1,533	1,450	1,534	手续费净收入	-39.55%	77.55%	-11.37%	-5.46%	5.82%
代理买卖证券业务净收入	889	1,536	1,223	1,081	1,123	代理买卖证券业务净收入	-39.80%	72.85%	-20.36%	-11.62%	3.90%
证券承销保荐业务净收入	25	114	249	289	319	证券承销保荐业务净收入	-43.98%	365.31%	117.51%	16.15%	10.16%
委托管理资产业务净收入	27	33	26	41	50	委托管理资产业务净收入	-66.75%	22.79%	-22.01%	56.81%	21.98%
财务顾问业务和其他	34	46	35	39	43	财务顾问业务和其他	223.71%	35.87%	-24.15%	10.00%	10.00%
利息净收入	125	166	330	275	300	利息净收入	52.85%	32.75%	99.02%	-16.67%	8.80%
投资净收益	950	249	416	328	341	投资净收益	-40.28%	-73.79%	67.18%	-21.36%	4.16%
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	145	118	128	112	123	其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-16.34%	-18.78%	9.20%	-13.11%	10.00%
公允价值变动净收益	-876	32	-44	73	74	公允价值变动净收益	-216.07%	-103.66%	-236.61%	-266.22%	1.15%
汇兑净收益	-2	0	0	0	0	汇兑净收益	23.23%	-111.91%	-1.31%	5.00%	5.00%
其他业务收入	13	8	5	6	7	其他业务收入	-78.17%	-41.17%	-31.34%	10.00%	10.00%
营业支出	591	864	1,054	1,023	1,072	营业支出	-37.45%	46.31%	21.94%	-2.91%	4.80%
营业税金及附加	75	102	101	98	103	营业税金及附加	-51.82%	36.42%	-0.89%	-3.73%	5.06%
业务及管理费	512	742	930	921	965	业务及管理费	-32.45%	44.81%	25.28%	-0.93%	4.75%
资产减值损失	-1	11	19	-	-	资产减值损失	-106.20%	-909.62%	76.06%	-100.00%	
其他业务成本	4	9	4	4	5	其他业务成本	-30.13%	105.59%	-56.18%	10.00%	10.00%
营业利润	594	1,321	1,188	1,109	1,183	营业利润	-81.18%	122.54%	-10.06%	-6.71%	6.72%
营业外收入	0	6	15	16	17	营业外收入	-99.60%	1137.78%	157.37%	5.00%	5.00%
营业外支出	7	4	6	7	7	营业外支出	179.08%	-34.79%	50.95%	5.00%	5.00%
利润总额	588	1,323	1,197	1,118	1,193	利润总额	-82.05%	125.13%	-9.50%	-6.62%	6.71%
所得税费用	66	281	271	252	268	所得税费用	-93.30%	323.43%	-3.32%	-7.27%	6.34%
净利润	521	1,042	926	866	925	净利润	-77.17%	99.92%	-11.17%	-6.44%	6.81%
归属于母公司所有者的净利润	521	1,037	925	866	925	归属于母公司所有者的净利润	-77.15%	99.13%	-10.82%	-6.34%	6.81%
少数股东权益	1	5	1	-	-	少数股东权益	-87.12%	872.07%	-81.75%	-100.00%	
资产负债表摘要 (人民币百万元)						主要驱动因素 (%)					
总资产	11,914	29,386	24,901	26,037	26,824	日均股票交易额 (人民币百万元)	108,582	219,667	225,468	220,000	240,000
客户存款	6,452	13,684	9,159	9,388	9,622	股票权证交易额市场份额	0.87%	1.10%	0.97%	0.97%	0.97%
自有资金	2,778	12,337	8,076	8,906	9,181	代理买卖证券业务净手续费率	0.15%	0.12%	0.10%	0.10%	0.10%
交易性金融资产	1,534	1,316	1,219	1,210	1,247	净利差	1.08%	0.82%	1.32%	1.30%	1.30%
可供出售金融资产	136	662	3,613	3,585	3,696	证券投资期末规模 (人民币百万元)	1,671	1,978	4,833	4,796	4,944
持有至到期投资	0	0	0	0	0	证券投资收益率	-2.89%	8.97%	7.17%	6.00%	6.00%
长期股权投资	421	492	899	1,011	1,133	股票及股票连接融资额 (人民币百万元)	299,868	364,501	967,707	723,120	796,590
固定资产	453	496	782	729	676	股票及股票连接主承销市场份额	0.17%	0.37%	0.67%	1.00%	1.00%
无形资产和商誉	21	16	18	18	18	企业主体债券融资额 (人民币百万元)	536,590	1,496,588	1,008,860	1,239,635	1,593,179
其他资产	118	382	1,134	1,190	1,250	企业主体债券主承销市场份额	0.00%	0.30%	0.00%	0.00%	0.00%
总负债	7,099	14,151	9,921	10,578	10,872	集合资产管理业务期末规模 (百万元)	1,472	1,043	1,500	2,000	2,500
代买卖证券款	6,452	13,684	9,159	9,388	9,622	集合资产管理业务费率	1.93%	1.55%	1.01%	1.50%	1.50%
应付债券	-	-	-	-	-	业务及管理费/营业收入	43.26%	33.95%	41.46%	43.20%	42.77%
其他负债	647	467	762	1,190	1,250	营业税金及附加税率	8.21%	5.38%	5.69%	5.60%	5.60%
所有者权益	4,815	15,234	14,980	15,459	15,951	所得税率	14.96%	23.28%	25.38%	25.00%	25.00%
总股本	1,464	1,964	1,964	1,964	1,964	盈利能力 (%)					
少数股东权益	46	51	-	-	-	净利润率	43.98%	47.46%	41.26%	40.64%	41.03%
归属于母公司所有者权益	4,769	15,183	14,980	15,459	15,951	净资产收益率	10.92%	6.83%	6.17%	5.60%	5.80%
每股及估值指标 (元)						净资产指标 (人民币百万元)					
每股盈利	0.36	0.53	0.47	0.44	0.47	净资产	3,334.78	12,788.14	11,770.78		
每股净资产	3.26	7.73	7.63	7.87	8.12	净资产率 (%)	70.93%	84.99%	79.17%		
市盈率	41.85	28.20	31.62	33.76	31.60	经营数据					
市净率	4.57	1.93	1.95	1.89	1.83	员工数量 (个)	1414	1642	2,176		
股利支付比率	32.11%	50.60%	94.68%	50.00%	50.00%	营业部数量 (个)	48	68	76		
						服务部数量 (个)	20	0	0		

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	2011			2012		
	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)	2,200	2,200	0.0	2,400	2,400	0.0
股票权证交易额市场份额	1.10%	0.97%	-11.2	1.10%	0.97%	-11.2
经纪业务净手续费率	0.095%	0.100%	5.0	0.090%	0.095%	5.3
净利差	1.00%	1.30%	30.0	1.00%	1.30%	30.0
自营业务						
证券投资期末规模 (亿元)	43	48	11.6	44	49	12.1
证券投资收益率	4.80%	6.00%	25.0	4.80%	6.00%	25.0
投行业务						
市场股票及股票融资额 (亿元)	6,198	7,231	16.7	6,828	7,966	16.7
股票及股票连接主承销市场份额	1.25%	1.00%	-20.0	1.25%	1.00%	-20.0
市场企业主体债券融资额 (亿元)	14,462	12,396	-14.3	18,208	15,932	-12.5
企业主体债券主承销市场份额	0.00%	0.00%		0.00%	0.00%	
资管业务						
集合资产管理业务期末规模 (亿元)	20	20	0.0	25	25	0.0
集合资产管理业务费率	1.50%	1.50%	0.0	1.50%	1.50%	0.0
其他						
业务及管理费/营业收入	44.43%	43.20%	-2.8	44.16%	42.77%	-3.2
营业税金及附加税率	5.60%	5.60%	0.0	5.60%	5.60%	0.0
所得税率	25.00%	25.00%	0.0	25.00%	25.00%	0.0

资料来源：公司数据，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 4: 盈利预测调整

(人民币,百万元)	2011			2012		
	调整前	调整后	+/- (%)	调整前	调整后	+/- (%)
营业收入	2,173	2,132	-1.9	2,286	2,255	-1.3
手续费净收入	1,568	1,450	-7.6	1,657	1,534	-7.4
代理买卖证券业务净收入	1,159	1,081	-6.8	1,202	1,123	-6.5
证券承销保荐业务净收入	310	289	-6.7	341	319	-6.7
委托管理资产业务净收入	43	41	-5.2	52	50	-4.7
财务顾问业务和其他	56	39	-31.0	62	43	-31.0
利息净收入	268	275	2.8	274	300	9.3
投资净收益	191	328	71.3	205	341	66.3
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	123	112	-9.3	135	123	-9.3
公允价值变动净收益	136	73	-46.3	139	74	-47.0
汇兑净收益	0	0	-6.0	0	0	-6.0
其他业务收入	10	6	-37.6	10	7	-37.6
营业支出	1,076	1,023	-4.9	1,127	1,072	-4.8
营业税金及附加	100	98	-2.1	105	103	-2.3
业务及管理费	965	921	-4.6	1,009	965	-4.4
资产减值损失	0	0		0	0	
其他业务成本	11	4	-60.2	12	5	-60.2
营业利润	1,097	1,109	1.1	1,159	1,183	2.1
营业外收入	7	16	145.1	7	17	145.1
营业外支出	5	7	43.8	5	7	43.8
利润总额	1,098	1,118	1.8	1,161	1,193	2.8
所得税费用	244	252	3.2	256	268	4.3
净利润	855	866	1.4	904	925	2.3
归属于母公司所有者的净利润	855	866	1.4	904	925	2.3
少数股东权益	0	0		0	0	
每股收益 (元)	0.44	0.44	1.4	0.46	0.47	2.3
每股净资产 (元)	7.88	7.87	-0.1	8.12	8.12	0.0

资料来源：公司数据、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)	08A	09A	10E	11E	12E	08A	09A	10E	11E	12E
中信证券	13.96	9,946	9,856	139	12.7	10.3	11.8	13.2	20.0	1.68	1.50	2.01	1.80	1.69
海通证券	9.98	8,228	1,523	82	24.9	18.1	20.9	20.8	19.7	2.14	1.89	1.85	1.76	1.67
广发证券*	40.96	2,507	92	103	32.6	21.9	18.8	32.1	28.1	8.52	6.27	6.43	3.39	3.14
华泰证券	13.95	5,600	785	78	50.1	17.7	22.9	22.7	21.4	6.92	4.83	2.44	2.26	2.09
招商证券	18.75	3,585	341	67	29.9	18.0	22.0	21.0	19.7	7.66	2.97	2.82	2.64	2.46
光大证券	15.07	3,418	520	52	31.9	18.2	22.9	23.8	22.2	4.14	2.29	2.24	2.15	2.04
长江证券	12.56	2,171	1,106	27	30.0	19.9	21.5	25.2	24.5	4.57	2.99	2.88	2.66	2.46
宏源证券	17.36	1,461	536	25	46.8	22.0	17.2	21.1	20.0	5.10	3.88	3.49	3.19	2.88
国元证券	12.21	1,964	785	24	34.3	23.1	25.9	27.7	25.9	3.75	1.58	1.60	1.55	1.50
东北证券*	22.26	639	194	14	31.6	15.6	23.3	29.3	26.4	5.73	4.66	4.07	2.34	2.17
西南证券	11.87	2,337	240	28	195.2	22.4	47.9	43.4	40.4	8.36	4.83	2.53	2.39	2.26
国金证券	15.40	1,000	268	15	10.2	29.8	33.7	34.2	31.3	3.56	5.94	5.08	4.43	3.88
太平洋证券	11.65	1,503	42	18	-27.1	43.2	74.4	76.0	71.6	12.69	9.81	10.18	8.98	7.98
辽宁成大*	30.70	900	844	28	29.4	20.6	18.5	24.3	21.4	5.58	4.27	3.67	2.24	2.11
吉林敖东*	34.01	573	495	19	22.6	14.3	12.7	16.6	14.6	4.03	3.12	2.63	1.59	1.49
兴业证券	16.52	2,200	263	33	120.0	27.7	36.9	34.9	32.8	7.93	6.32	4.49	4.09	3.73

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	0.47	0.44	0.47	3.26	7.73	7.63	7.87	8.12	10.9	6.8	6.2	5.6	5.8	4.4	3.5	3.7	3.3	3.4
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：公司数据、中金公司研究部

图表 6: 经纪业务敏感性分析

11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	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	0.37	0.41	0.44	0.48	0.51	7.80	7.84	7.87	7.91	7.94	4.7	5.2	5.6	6.0	6.4	(16)	(8)	-	8	16	
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 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	2200	14.0	13.6	13.2	12.8	12.4	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	24.3	22.4	20.8	19.4	18.2	1.8	1.8	1.8	1.7	1.7	12.53	13.22	13.90	14.59	15.28	(10)	(5)	-	5	10	
广发证券*	2200	37.1	34.4	32.1	30.1	28.3	3.4	3.4	3.4	3.4	3.3	30.30	32.02	33.74	35.46	37.18	(10)	(5)	-	5	10	
华泰证券	2200	28.2	25.2	22.7	20.7	19.1	2.3	2.3	2.3	2.2	2.2	14.32	15.50	16.68	17.87	19.05	(14)	(7)	-	7	14	
招商证券	2200	24.4	22.6	21.0	19.7	18.5	2.7	2.7	2.6	2.6	2.6	19.49	20.73	21.97	23.21	24.45	(11)	(6)	-	6	11	
光大证券	2200	27.7	25.6	23.8	22.2	20.8	2.2	2.2	2.1	2.1	2.1	15.97	17.40	18.83	20.26	21.69	(15)	(8)	-	8	15	
长江证券	2200	31.2	27.9	25.2	23.0	21.2	2.7	2.7	2.7	2.6	2.6	11.15	12.10	13.05	14.00	14.95	(15)	(7)	-	7	15	
宏源证券	2200	25.4	23.1	21.1	19.5	18.1	3.3	3.2	3.2	3.1	3.1	17.01	18.39	19.77	21.15	22.53	(14)	(7)	-	7	14	
国元证券	2200	33.0	30.1	27.7	25.6	23.9	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5	13.50	14.21	14.92	15.62	16.33	(10)	(5)	-	5	10	
东北证券*	2200	35.8	32.2	29.3	26.8	24.7	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	19.22	20.61	22.00	23.39	24.78	(13)	(6)	-	6	13	
西南证券	2200	51.1	47.0	43.4	40.4	37.8	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	8.66	9.07	9.48	9.89	10.30	(14)	(7)	-	7	14	
国金证券	2200	42.1	37.8	34.2	31.3	28.8	4.5	4.5	4.4	4.4	4.3	10.45	11.29	12.13	12.97	13.82	(9)	(4)	-	4	9	
太平洋证券	2200	101.0	86.7	76.0	67.6	60.9	9.3	9.1	9.0	8.9	8.7	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	22.9	21.7	2.3	2.2	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	18.7	17.6	16.6	15.7	14.9	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	40.20	42.05	43.90	45.74	47.59	(8)	(4)	-	4	8	
兴业证券	2200	42.9	38.5	34.9	31.9	29.4	4.2	4.1	4.1	4.0	4.0	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

图表 7: 自营业务敏感性分析

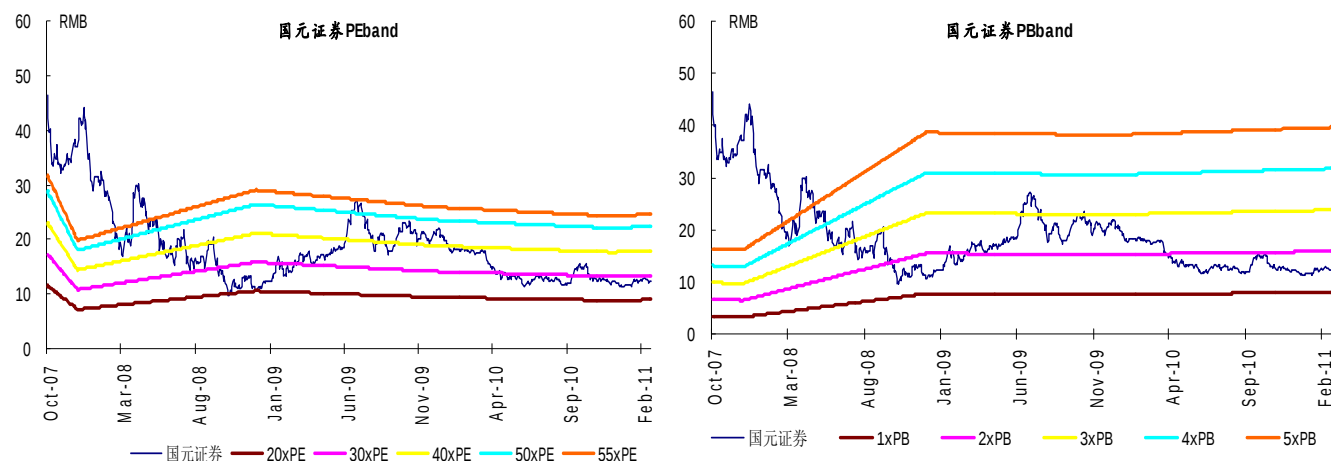
11年股票 投资收益率 (%)	Base	每股收益					每股净资产					净资产收益率, %					每股收益弹性, %				
		-10%	-5%	Base	+5%	+10%	-10%	-5%	Base	+5%	+10%	-10%	-5%	Base	+5%	+10%	-10%	-5%	Base	+5%	+10%
中信证券	15%	0.94	1.00	1.06	1.12	1.18	7.65	7.71	7.77	7.83	7.88	12.3	13.0	13.7	14.3	15.0	(11)	(6)	-	6	11
海通证券	10%	0.41	0.45	0.48	0.51	0.55	5.60	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	####	0.40	0.42	0.44	0.46	0.48	7.83	7.85	7.87	7.89	7.91	5.1	5.3	5.6	5.9	6.1	(10)	(5)	-	5	10
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 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	15%	14.8	13.9	13.2	12.5	11.8	1.8	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%	24.3	22.4	20.8	19.4	18.2	1.8	1.8	1.8	1.7	1.7	13.06	13.48	13.90	14.32	14.74	(6)	(3)	-	3	6
广发证券*	15%	36.4	34.1	32.1	30.3	28.7	3.4	3.4	3.4	3.4	3.3	31.90	32.82	33.74	34.66	35.58	(5)	(3)	-	3	5
华泰证券	15%	24.7	23.7	22.7	21.9	21.1	2.3	2.3	2.3	2.3	2.2	16.10	16.39	16.68	16.98	17.27	(4)	(2)	-	2	4
招商证券	15%	22.8	21.9	21.0	20.2	19.5	2.7	2.7	2.6	2.6	2.6	21.12	21.55	21.97	22.40	22.83	(4)	(2)	-	2	4
光大证券	15%	24.6	24.2	23.8	23.4	23.0	2.2	2.1	2.1	2.1	2.1	18.57	18.70	18.83	18.96	19.09	(1)	(1)	-	1	1
长江证券	15%	29.3	27.1	25.2	23.6	22.2	2.7	2.7	2.7	2.6	2.6	12.22	12.64	13.05	13.46	13.88	(6)	(3)	-	3	6
宏源证券	15%	23.3	22.2	21.1	20.2	19.3	3.2	3.2	3.2	3.2	3.1	18.84	19.31	19.77	20.24	20.70	(5)	(2)	-	2	5
国元证券	####	30.7	29.1	27.7	26.4	25.2	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5	14.39	14.65	14.92	15.18	15.44	(4)	(2)	-	2	4
东北证券*	15%	34.6	31.7	29.3	27.2	25.3	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	20.65	21.33	22.00	22.68	23.35	(6)	(3)	-	3	6
西南证券	15%	57.8	49.6	43.4	38.6	34.8	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	8.70	9.09	9.48	9.87	10.26	(8)	(4)	-	4	8
国金证券	15%	34.5	34.4	34.2	34.1	34.0	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	12.09	12.11	12.13	12.15	12.18	(0)	(0)	-	0	0
太平洋证券	15%	93.5	83.9	76.0	69.5	64.0	9.2	9.1	9.0	8.9	8.8	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%	18.4	17.5	16.6	15.8	15.1	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	41.92	42.91	43.90	44.88	45.87	(5)	(2)	-	2	5
兴业证券	15%	36.9	35.9	34.9	33.9	33.0	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	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

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 8: 历史 PE/PB



资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

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