



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4月25日

证券

研究部

王松柏

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511030003
wangsb@cicc.com.cn

中性

东北证券 (000686.SZ)

费用增长仍为业绩的主要压力

主要财务信息

(百万元)	2009 A	2010 A	2011 F	2012 F
净利润	913	527	553	604
(+/-%)	123	42	5	9
每股收益 (元)	1.43	0.82	0.67	0.73
每股净资产 (元)	4.78	5.42	9.24	9.90
股东权益	3,057	3,465	7,676	8,225
(+/-%)	35.41	13.34	121.55	7.14
净资产收益率 (%)	29.86	15.21	7.21	7.34
市盈率 (倍)	15.55	26.92	33.35	30.56
市净率 (倍)	4.64	4.10	2.40	2.24
股本 (百万股)	639	639	831	831

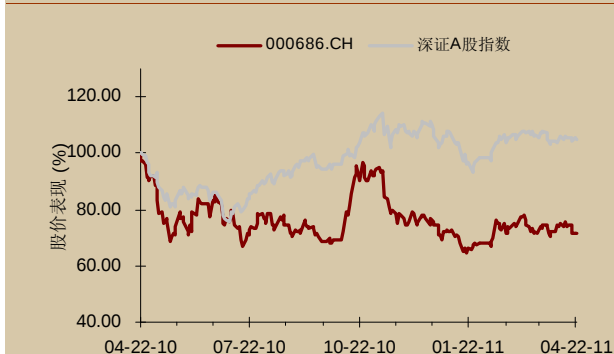
股票信息

	A股
当前股价	人民币 22.20
股票代码	000686.CH
市价总值 (百万元)	14,193
日成交量 (百万股)	3
52周最高价/最低价	人民币 31.1/20
发行股数 (百万股)	639
其中: 流通股 (百万股)	194
主要股东 (持股比例)	亚泰集团 30.62%

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[000686.CH]	-3.81	-1.25	+7.71	-0.40
[SZASHR index]	-0.53	-0.82	+8.30	-1.29
[Security index]	+0.34	-0.21	+12.16	+5.92

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

2011年1季度业绩继续下滑:

东北证券 2011 年 1 季度实现净利润 1.05 亿元 (或者每股收益 0.16 元), 同比减少 47.8%, 环比减少 46.8%。业务及管理费的营业收入占比快速上升是业绩下降的主要原因。

主要发现包括:

- 经纪业务市场份额及净手续费率双双下滑。2011 年第 1 季度公司股基权证交易市场份额为 0.72%, 同比、环比分别下降 0.06 和 0.04 个百分点; 经纪业务净手续费率为 0.120%, 同比、环比分别下降 12.9%和 8.3%。
- 业务及管理费压力仍然较大。2011 年第 1 季度公司业务及管理费占营业收入比重由 2010 年同期的 37.4%大幅增至 59.0%, 费用压力继续增加。

发展趋势:

在营业收入同比下降 17.5%的情况下, 公司的业务及管理费大幅增长了 30.1%。在全行业人力资源费用普遍上升的情况下, 我们维持作为中小型证券公司的东北证券净利润率可能长期受制于此的判断。

盈利预测调整:

我们维持对东北证券的盈利预测。

估值与评级:

公司目前股价隐含的 11 年日均股票交易额为 1600 亿元, 不含创新业务溢价, 估值在证券股中属于较低水平。

公司的收入结构仍然严重依赖经纪业务, 且创新业务发展前景弱于大型证券公司, 业务及管理费的增长压力将明显降低公司的长期盈利能力。维持对东北证券的中性评级。

公司的再融资计划一旦获得通过, 可能带来短期交易性机会。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

2011 年第 1 季度业绩继续下滑

东北证券 2011 年 1 季度实现净利润 1.05 亿元（或者每股收益 0.16 元），同比减少 47.8%%，环比减少 46.8%。业务及管理费的营业收入占比快速上升是业绩下降的主要原因。

业务结构仍然严重依赖经纪业务

经纪业务和自营业务仍然是公司最主要的收入来源：

- ▶ 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 68.9%，仍然是公司最主要收入来源。
- ▶ 自营业务（投资收益和公允价值变动收益）的营业收入占比为 20.6%。

经纪业务市场份额及净手续费率双双下滑

- ▶ 第 1 季度公司的股基权证交易市场份额为 0.72%，同比、环比分别下降 0.06 和 0.04 个百分点。
- ▶ 第 1 季度公司经纪业务净手续费率为 0.120%，同比、环比分别下降 12.9% 和 8.3%。

自营业务收入略低于预期

- ▶ 在 2011 年第 1 季度市场震荡上行的环境下，公司的自营业务收入仅为 7700 万元，同比基本持平，环比减少 48.5%。
- ▶ 计入所有者权益的自营业务税前收入也降低至 900 万元。

投资银行业务尚未有所建树

- ▶ 2011 年第 1 季度，公司尚无股票及股票连接或债券主承销项目。

资产管理业务表现良好

- ▶ 2011 年第 1 季度公司实现资产管理收益 1300 万元，较 2010 年同期的 400 万元大幅增长。

业务及管理费压力仍然较大

- ▶ 2011 年第 1 季度公司的业务及管理费为 2.21 亿元，同比增加 30.1%，占营业收入比重由 2010 年同期的 37.4% 大幅增至 59.0%，费用压力继续增加。
- ▶ 在营业收入同比下降 17.5% 的情况下，公司的业务及管理费大幅增长了 30.1%。在全行业人力资源费用普遍上升的情况下，我们维持作为中小型证券公司的东北证券净利润率可能长期受制于此的判断。

盈利预测

我们维持对东北证券的盈利预测。

估值与评级

公司目前股价隐含的 11 年日均股票交易额为 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。

公司的收入结构仍然严重依赖经纪业务，且创新业务发展前景弱于大型证券公司，业务及管理费的增长压力将明显降低公司的长期盈利能力。维持对东北证券的中性评级。

公司的再融资计划一旦获得通过，可能带来短期交易性机会。

图表 1: 2011 年 1 季度业绩分析

报表分析 (人民币百万元)	10Q1	11Q1	YoY	10Q4	11Q1	QoQ	评论
营业收入	454	375	-17.5%	648	375	-42.2%	
市场股基权证交易额	24,638,094	27,425,342	11.3%	39,391,023	27,425,342	-30.4%	市场份额同比、环比分别下降0.06、0.03个百分点 净手续费率同比下降12.9%、环比下降8.3%
日均股票交易额	200,577	275,213	37.2%	299,984	275,213	-8.3%	
公司市场份额	0.78%	0.72%	-7.3%	0.75%	0.72%	-3.8%	
公司股基权证交易额	191,261	197,407	3.2%	294,803	197,407	-33.0%	
代理买卖证券业务净收入	263	237	-10.1%	386	237	-38.6%	
代理买卖证券业务净手续费率	0.138%	0.120%	-12.9%	0.131%	0.120%	-8.3%	
上证指数涨幅	-5%	4%	-187.3%	6%	4%	-22.0%	自营业务实现收入7700万元，同比基本持平，环比减少48.5%
投资净收益	138	56	-59.6%	181	56	-69.2%	
公允价值变动净收益	-58	21	-137.1%	-31	21	-168.6%	
自营业务收入	80	77	-3.8%	150	77	-48.5%	计入所有者权益的自营业务税前收入约为900万元
计入所有者权益的税前自营业务收入	48	9	-80.7%	66	9	-86.0%	
股票及股票连接融资额	157,239	182,360	16.0%	372,221	182,360	-51.0%	今年一季度公司尚未有股票及债券承销项目
公司股票及股票连接主承销额	1,987	0	-100.0%	1,000	0	-100.0%	
公司股票及股票连接主承销市场份额	1.26%	0.00%	-100.0%	0.27%	0.00%	-100.0%	
企业主体债券融资额	253,740	298,425	17.6%	208,510	298,425	43.1%	
公司企业主体债券主承销额	0	0	0	0	0	0	
企业主体债券主承销市场份额	0.00%	0.00%	0	0.00%	0	0.00%	
证券承销保荐业务净收入	70	5	-93.1%	19	5	-74.0%	
客户存款	14,203	10,526	-25.9%	12,658	10,526	-16.8%	客户存款同比、环比分别减少25.9%和16.8%；净利息收入则同环比均减少11%左右
净利息收入	24	21	-11.4%	24	21	-11.5%	
集合理财产品期末规模	546	n.a.		744	n.a.		
受托资产管理收益	4	13	210.0%	41	13	-67.7%	
其他业务收入	12	21	75.0%	29	21	-25.1%	
营业支出	194	238	22.8%	382	238	-37.6%	业务及管理费同比增加30.1%、环比增减少33.9%
营业税金及附加	24	18	-27.9%	35	18	-49.5%	
营业税金及附加/营业收入	5.37%	4.70%		5.38%	4.70%		
业务及管理费	170	221	30.1%	334	221	-33.9%	
业务及管理费/营业收入	37.37%	58.95%		51.57%	58.95%		
其他业务支出	0	0		13	0	-100.1%	
营业利润	260	136	-47.6%	266	136	-48.7%	
营业外收入	1	0	-90.6%	1	0	-95.8%	
营业外支出	0	0	-75.9%	1	0	-95.5%	
利润总额	260	136	-47.7%	266	136	-48.7%	利润总额相较去年同期减少47.7%，所得税率保持稳定
所得税费用	59	31	-47.6%	68	31	-54.4%	
实际税率	22.68%	22.71%		25.56%	22.71%		
净利润	201	105	-47.7%	198	105	-46.7%	净利润同比减少47.7%，环比减少46.8%
少数股东权益	0	0	-6504.5%	0	0	-2.0%	
归属母公司所有者的净利润	201	105	-47.8%	197	105	-46.8%	
净利润率	44.33%	28.06%		30.48%	28.06%		
每股收益 (元)	0.31	0.16	-47.8%	0.31	0.16	-46.8%	
收入结构分析 (人民币百万元)	10Q1	11Q1	As %	10Q4	11Q1	As %	评论
代理买卖证券业务净收入	263	237	63.2%	386	237	63.2%	经纪业务（代理买卖证券业务净收入、利息净收入）成为最主要收入来源，占营业收入68.9%。自营业务收入（投资净收益、公允价值变动净收益）营业收入比为20.6%
证券承销业务净收入	70	5	1.3%	19	5	1.3%	
委托管理资产业务净收入	4	13	3.5%	41	13	3.5%	
利息净收入	24	21	5.6%	24	21	5.6%	
投资净收益	138	56	14.9%	181	56	14.9%	
公允价值变动净收益	-58	21	5.7%	-31	21	5.7%	
其他收入	12	21	5.7%	29	21	5.7%	
小计	454	375	100.0%	648	375	100.0%	
资产结构分析 (人民币百万元)	10Q1	11Q1	As %	10Q4	11Q1	QoQ	评论
自有存款	1,682	3,118	70.4%	2,473	3,118	26.1%	自有存款规模环比上升 自有证券规模环比下降
交易性金融资产	1,054	975	22.0%	1,556	975	-37.4%	
可供出售金融资产	206	336	7.6%	440	336	-23.8%	
持有至到期投资	0	0	0.0%	0	0		
小计	2,942	4,428	100.0%	4,469	4,428	-0.9%	
净资本分析 (人民币百万元)	10Q1	11Q1	YoY	10Q4	11Q1	QoQ	评论
净资本	n.a.	n.a.	n.a.	3,459	n.a.	n.a.	
净资本率	n.a.	n.a.	n.a.	100.15%	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

	2008	2009	2010	2011F	2012F		2008	2009	2010	2011F	2012F
损益表摘要 (人民币百万元)						年增长率 (%)					
营业收入	1,116	1,993	1,700	1,694	1,813	营业收入	-56.20%	78.58%	-14.71%	-0.34%	7.03%
手续费净收入	977	1,446	1,387	1,290	1,348	手续费净收入	-43.02%	48.03%	-4.05%	-6.97%	4.50%
代理买卖证券业务净收入	889	1,430	1,182	1,049	1,094	代理买卖证券业务净收入	-46.72%	60.93%	-17.36%	-11.25%	4.33%
证券承销保荐业务净收入	88	13	145	181	199	证券承销保荐业务净收入	91.38%	-84.74%	981.58%	24.56%	10.16%
委托管理资产业务净收入	-	2	60	61	55	委托管理资产业务净收入	-	-	2762.84%	0.96%	-9.53%
财务顾问业务和其他	-	-	-	-	-	财务顾问业务和其他	-	-	-	-	-
利息净收入	95	102	100	104	139	利息净收入	29.90%	6.55%	-1.22%	3.89%	33.71%
投资净收益	151	292	269	132	144	投资净收益	-77.20%	93.87%	-7.73%	-50.98%	9.32%
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	50	74	88	87	96	其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-63.24%	46.75%	18.99%	-0.57%	10.00%
公允价值变动净收益	-130	140	-66	157	170	公允价值变动净收益	-299.65%	-207.96%	-147.02%	-338.91%	7.98%
汇兑净收益	-0	-0	-0	-0	-0	汇兑净收益	-51.48%	-98.46%	5509.96%	5.00%	5.00%
其他业务收入	24	14	10	10	12	其他业务收入	-34.54%	-41.61%	-31.87%	10.00%	10.00%
营业支出	599	803	1,016	987	1,041	营业支出	-31.07%	33.96%	26.55%	-2.89%	5.53%
营业税金及附加	59	93	86	83	87	营业税金及附加	-53.30%	58.60%	-7.14%	-3.67%	5.00%
业务及管理费	539	695	917	904	954	业务及管理费	-23.77%	28.90%	32.00%	-1.47%	5.58%
资产减值损失	2	15	13	-	-	资产减值损失	-95.03%	729.34%	-16.60%	-100.00%	-
其他业务成本	-	-	-	-	-	其他业务成本	-	-	-	-	-
营业利润	517	1,190	684	708	772	营业利润	-69.21%	130.32%	-42.53%	3.44%	9.12%
营业外收入	2	2	11	11	12	营业外收入	-76.48%	-12.88%	462.34%	5.00%	5.00%
营业外支出	5	2	9	9	10	营业外支出	47.59%	-59.18%	345.32%	5.00%	5.00%
利润总额	514	1,190	686	709	774	利润总额	-69.48%	131.48%	-42.37%	3.44%	9.10%
所得税费用	104	277	158	156	169	所得税费用	-81.75%	166.15%	-42.91%	-1.78%	8.98%
净利润	410	913	528	554	605	净利润	-63.19%	122.67%	-42.21%	5.01%	9.14%
归属于母公司所有者的净利润	410	913	527	553	604	归属于母公司所有者的净利润	-63.19%	122.68%	-42.26%	4.96%	9.11%
少数股东权益	0	0	0	1	1	少数股东权益	-321.81%	-59.13%	4379.44%	71.09%	30.42%
资产负债表摘要 (人民币百万元)						主要驱动因素 (%)					
总资产	9,030	18,781	19,576	24,375	25,303	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	6,420	14,491	13,657	13,999	14,349	股票权证交易额市场份额	0.06%	0.72%	0.69%	0.69%	0.69%
自有存款	1,559	640	2,473	6,633	6,997	代理买卖证券业务净手续费率	0.20%	0.17%	0.14%	0.14%	0.13%
交易性金融资产	115	1,083	1,556	1,723	1,818	净利差	0.88%	1.01%	1.02%	1.00%	1.00%
可供出售金融资产	30	1,239	440	488	515	证券投资期末规模 (人民币百万元)	145	2,323	1,997	2,211	2,332
持有至到期投资	-	-	-	-	-	证券投资收益率	-7.68%	29.01%	5.34%	9.60%	9.60%
长期股权投资	244	284	365	453	549	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	449	480	474	440	407	股票及股票连接承销市场份额	1.08%	0.00%	0.51%	1.00%	1.00%
无形资产和商誉	35	40	40	40	40	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	178	524	571	599	629	企业主体债券承销市场份额	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总负债	6,768	15,720	16,107	16,694	17,073	集合资产管理业务期末规模 (百万元)	-	650	3,579	2,500	3,000
代买卖证券款	6,420	14,491	13,657	13,999	14,349	集合资产管理业务费率	0.65%	0.65%	2.85%	2.00%	2.00%
应付债券	1	901	2,101	2,101	2,101	业务及管理费/营业收入	48.29%	34.86%	53.94%	53.34%	52.61%
其他负债	348	329	349	595	624	营业税金及附加率	6.03%	5.11%	5.70%	5.53%	5.53%
所有者权益	2,261	3,061	3,469	7,681	8,231	所得税率	22.47%	24.84%	26.48%	25.00%	25.00%
总股本	581	639	639	831	831	盈利能力 (%)					
少数股东权益	4	4	4	5	6	净利润率	36.73%	45.80%	31.01%	32.66%	33.30%
归属于母公司所有者权益	2,258	3,057	3,465	7,676	8,225	净资产收益率	18.16%	29.86%	15.21%	7.21%	7.34%
每股及估值指标 (元)						净资产指标 (人民币百万元)					
每股盈利	0.71	1.43	0.82	0.67	0.73	净资产	1,298	2,277.05	3,459	-	-
每股净资产	3.88	4.78	5.42	9.24	9.90	净资产率 (%)	57.48%	74.48%	100.15%	-	-
市盈率	31.47	15.55	26.92	33.35	30.56	经营数据					
市净率	5.72	4.64	4.10	2.40	2.24	员工数量 (个)	1,283	2,919	3,680	-	-
股利支付比率	0.00%	42.53%	10.50%	24.26%	10.00%	营业部数量 (个)	48	57	68	-	-
						服务部数量 (个)	19	11	0	-	-

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)	08A	09A	10E	11E	12E	08A	09A	10E	11E	12E
中信证券	14.22	9,946	9,856	141	12.9	10.5	12.5	13.9	18.8	1.71	1.53	2.01	1.92	1.80
海通证券	10.19	8,228	1,523	84	25.4	18.4	21.3	21.2	20.2	2.19	1.93	1.89	1.80	1.70
广发证券*	38.23	2,507	92	96	30.4	20.4	23.8	32.2	28.3	7.95	5.85	4.94	2.91	2.73
华泰证券	13.93	5,600	785	78	50.0	17.7	22.8	21.6	20.3	6.91	4.82	2.37	2.20	2.03
招商证券	19.12	3,585	341	69	30.5	18.4	22.4	21.4	20.1	7.81	3.03	2.88	2.69	2.51
光大证券	15.38	3,418	520	53	32.6	18.6	23.9	24.4	22.4	4.23	2.34	2.31	2.24	2.13
长江证券	12.29	2,171	1,106	27	29.3	19.4	21.2	25.8	25.0	4.47	2.92	2.82	2.62	2.43
宏源证券	17.60	1,461	536	26	47.5	22.3	19.7	22.9	21.0	5.17	3.93	3.52	3.28	2.96
国元证券	12.85	1,964	785	25	36.1	24.3	27.3	29.1	27.2	3.95	1.66	1.68	1.65	1.60
东北证券*	22.20	639	194	14	31.5	15.5	26.9	33.3	30.6	5.72	4.64	4.10	2.40	2.24
西南证券	11.87	2,337	240	28	195.2	22.4	34.2	31.8	27.9	8.36	4.83	2.48	2.30	2.13
国金证券	16.05	1,000	268	16	10.6	31.1	36.6	39.6	37.0	3.71	6.20	5.32	4.70	4.17
太平洋证券	11.94	1,503	42	18	-27.8	44.3	76.3	77.9	73.4	13.01	10.05	10.44	9.20	8.18
辽宁成大*	31.14	900	844	28	29.8	20.9	24.6	26.2	23.2	5.66	4.33	3.79	2.17	2.03
吉林敖东*	37.67	573	495	22	25.1	15.8	18.4	19.5	17.3	4.46	3.45	2.97	1.68	1.57
兴业证券	18.82	2,200	263	33	136.7	31.6	52.6	53.6	50.4	9.03	7.20	4.93	4.67	4.42

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	1.14	1.02	0.76	8.33	9.29	7.08	7.39	7.91	13.2	14.6	16.1	13.8	9.6	5.3	4.3	7.4	6.7	4.7
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	1.61	1.19	1.35	4.81	6.53	7.74	13.12	14.00	26.1	28.6	20.8	9.0	9.6	5.7	4.5	4.2	3.2	3.5
华泰证券	0.28	0.79	0.61	0.64	0.69	2.02	2.89	5.87	6.33	6.86	13.8	27.3	10.4	10.2	10.0	2.4	3.8	3.0	3.3	3.4
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	0.64	0.63	0.69	3.64	6.57	6.65	6.86	7.23	13.0	12.6	9.7	9.2	9.5	4.1	4.6	3.7	3.4	3.6
长江证券	0.42	0.63	0.58	0.48	0.49	2.75	4.20	4.36	4.69	5.06	15.2	15.0	13.3	10.2	9.7	3.9	3.9	3.7	2.9	2.9
宏源证券	0.37	0.79	0.89	0.77	0.84	3.41	4.48	5.00	5.37	5.94	10.9	17.6	17.9	14.3	14.1	3.5	4.0	4.9	4.3	4.4
国元证券	0.36	0.53	0.47	0.44	0.47	3.26	7.73	7.63	7.81	8.01	10.9	6.8	6.2	5.7	5.9	4.4	3.5	3.7	3.3	3.5
东北证券*	0.71	1.43	0.82	0.67	0.73	3.88	4.78	5.42	9.24	9.90	18.2	29.9	15.2	7.2	7.3	4.5	4.9	2.7	2.3	2.4
西南证券	0.06	0.53	0.35	0.37	0.42	1.42	2.46	4.79	5.16	5.58	4.3	21.5	7.2	7.2	7.6	1.8	6.7	3.5	3.7	4.0
国金证券	1.51	0.52	0.44	0.41	0.43	4.33	2.59	3.02	3.42	3.85	34.9	19.9	14.5	11.9	11.3	10.5	4.7	4.0	3.5	3.5
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	1.27	1.19	1.34	5.51	7.20	8.21	14.36	15.35	18.9	20.7	15.4	8.3	8.7	NA	NA	NA	NA	NA
吉林敖东*	1.50	2.38	2.05	1.93	2.18	8.45	10.91	12.69	22.38	24.02	17.8	21.8	16.1	8.6	9.1	NA	NA	NA	NA	NA
兴业证券	0.14	0.60	0.36	0.35	0.37	2.08	2.61	3.82	4.03	4.26	6.6	22.8	9.4	8.7	8.8	2.0	4.6	2.6	2.5	2.5

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

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	
中信证券	2200		0.96	0.99	1.02	1.05	1.08	7.33	7.36	7.39	7.42	7.45	13.1	13.5	13.8	14.2	14.5	
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	
广发证券*	2200		1.02	1.10	1.19	1.27	1.35	12.96	13.04	13.12	13.21	13.29	7.9	8.5	9.0	9.6	10.2	
华泰证券	2200		0.54	0.59	0.64	0.70	0.75	6.23	6.28	6.33	6.38	6.43	8.7	9.4	10.2	10.9	11.6	
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	
光大证券	2200		0.54	0.59	0.63	0.67	0.72	6.77	6.82	6.86	6.90	6.95	8.0	8.6	9.2	9.8	10.3	
长江证券	2200		0.39	0.43	0.48	0.52	0.57	4.60	4.65	4.69	4.74	4.78	8.4	9.3	10.2	11.0	11.9	
宏源证券	2200		0.64	0.70	0.77	0.83	0.90	5.24	5.30	5.37	5.43	5.50	12.2	13.2	14.3	15.3	16.3	
国元证券	2200		0.37	0.41	0.44	0.48	0.51	7.74	7.77	7.81	7.84	7.88	4.8	5.2	5.7	6.1	6.5	
东北证券*	2200		0.52	0.59	0.67	0.74	0.81	9.09	9.16	9.24	9.31	9.38	5.7	6.5	7.2	7.9	8.7	
西南证券	2200		0.34	0.35	0.37	0.39	0.41	5.12	5.14	5.16	5.18	5.19	6.5	6.9	7.2	7.6	7.9	
国金证券	2200		0.32	0.36	0.41	0.45	0.49	3.33	3.38	3.42	3.46	3.50	9.7	10.8	11.9	12.9	13.9	
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	
辽宁成大*	2200		1.04	1.11	1.19	1.26	1.33	14.21	14.28	14.36	14.43	14.50	7.3	7.8	8.3	8.7	9.2	
吉林敖东*	2200		1.70	1.82	1.93	2.04	2.15	22.16	22.27	22.38	22.49	22.61	7.7	8.2	8.6	9.1	9.5	
兴业证券	2200		0.28	0.32	0.35	0.38	0.42	3.96	3.99	4.03	4.06	4.09	7.2	8.0	8.7	9.5	10.2	

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	
中信证券	2200		14.8	14.4	13.9	13.5	13.2	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	15.14	15.75	16.36	16.96	17.57	
海通证券	2200		24.8	22.9	21.2	19.8	18.6	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	12.53	13.21	13.90	14.58	15.27	
广发证券*	2200		37.5	34.6	32.2	30.1	28.2	3.0	2.9	2.9	2.9	2.9	29.02	30.70	32.37	34.05	35.72	
华泰证券	2200		25.8	23.5	21.6	20.0	18.6	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	14.86	15.89	16.93	17.96	18.99	
招商证券	2200		24.9	23.0	21.4	20.0	18.8	2.7	2.7	2.7	2.7	2.6	19.49	20.73	21.97	23.21	24.45	
光大证券	2200		28.2	26.2	24.4	22.8	21.4	2.3	2.3	2.2	2.2	2.2	15.04	16.47	17.89	19.32	20.75	
长江证券	2200		31.8	28.5	25.8	23.5	21.7	2.7	2.6	2.6	2.6	2.6	10.82	11.72	12.62	13.52	14.42	
宏源证券	2200		27.7	25.1	22.9	21.1	19.6	3.4	3.3	3.3	3.2	3.2	16.04	17.35	18.66	19.96	21.27	
国元证券	2200		34.6	31.6	29.1	26.9	25.1	1.7	1.7	1.6	1.6	1.6	13.45	14.16	14.87	15.58	16.29	
东北证券*	2200		42.8	37.5	33.3	30.0	27.3	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	16.94	18.41	19.88	21.35	22.82	
西南证券	2200		35.4	33.5	31.8	30.3	28.9	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	10.96	11.34	11.72	12.10	12.47	
国金证券	2200		49.6	44.0	39.6	36.0	32.9	4.8	4.8	4.7	4.6	4.6	9.68	10.50	11.32	12.14	12.96	
太平洋证券	2200		103.5	88.9	77.9	69.3	62.4	9.5	9.3	9.2	9.1	8.9	3.07	3.45	3.83	4.21	4.59	
辽宁成大*	2200		29.9	27.9	26.2	24.7	23.4	2.2	2.2	2.2	2.2	2.1	23.63	24.78	25.93	27.08	28.24	
吉林敖东*	2200		22.1	20.7	19.5	18.5	17.5	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	38.41	40.22	42.02	43.82	45.62	
兴业证券	2200		66.1	59.2	53.6	48.9	45.1	4.8	4.7	4.7	4.6	4.6	8.35	9.01	9.68	10.34	11.00	

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

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 5: 自营业务敏感性分析

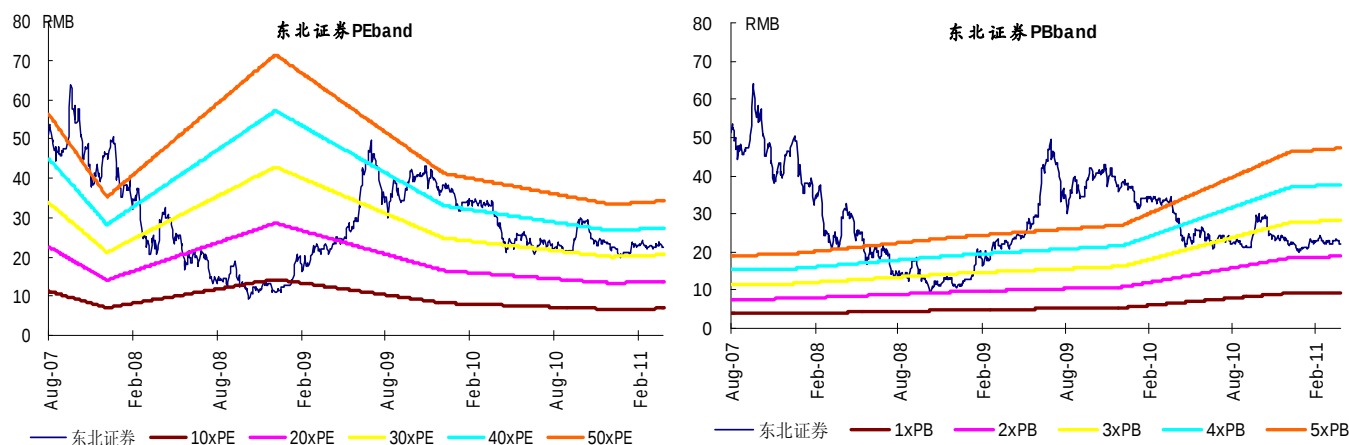
11年股票 投资收益率 (%)	Base	每股收益					每股净资产					净资产收益率, %					每股收益弹性, %				
		-10%	-5%	Base	+5%	+10%	-10%	-5%	Base	+5%	+10%	-10%	-5%	Base	+5%	+10%	-10%	-5%	Base	+5%	+10%
中信证券	20%	0.83	0.93	1.02	1.11	1.21	7.20	7.30	7.39	7.48	7.58	11.6	12.7	13.8	14.9	15.9	(18)	(9)	-	9	18
海通证券	15%	0.41	0.44	0.48	0.51	0.55	5.60	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%	1.01	1.10	1.19	1.27	1.36	12.95	13.04	13.12	13.21	13.30	7.8	8.4	9.0	9.6	10.2	(15)	(7)	-	7	15
华泰证券	15%	0.56	0.60	0.64	0.69	0.73	6.24	6.29	6.33	6.37	6.42	8.9	9.5	10.2	10.8	11.4	(14)	(7)	-	7	14
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%	0.58	0.60	0.63	0.66	0.69	6.80	6.83	6.86	6.89	6.92	8.5	8.8	9.2	9.6	9.9	(9)	(4)	-	4	9
长江证券	15%	0.41	0.44	0.48	0.51	0.55	4.62	4.66	4.69	4.73	4.76	8.8	9.5	10.2	10.8	11.5	(14)	(7)	-	7	14
宏源证券	15%	0.70	0.73	0.77	0.80	0.83	5.30	5.33	5.37	5.40	5.44	13.2	13.7	14.3	14.8	15.4	(9)	(4)	-	4	9
国元证券	15%	0.40	0.42	0.44	0.46	0.49	7.76	7.79	7.81	7.83	7.85	5.1	5.4	5.7	5.9	6.2	(10)	(5)	-	5	10
东北证券*	15%	0.57	0.62	0.67	0.72	0.76	9.14	9.19	9.24	9.29	9.33	6.2	6.7	7.2	7.7	8.2	(15)	(7)	-	7	15
西南证券	15%	0.31	0.34	0.37	0.40	0.43	5.10	5.13	5.16	5.19	5.22	6.1	6.7	7.2	7.8	8.3	(16)	(8)	-	8	16
国金证券	15%	0.40	0.40	0.41	0.41	0.41	3.41	3.41	3.42	3.42	3.42	11.7	11.8	11.9	11.9	12.0	(2)	(1)	-	1	2
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%	1.04	1.11	1.19	1.26	1.34	11.83	11.89	11.95	12.01	12.07	8.8	9.4	9.9	10.5	11.1	(13)	(6)	-	6	13
吉林敖东*	15%	1.70	1.81	1.93	2.05	2.16	22.15	22.26	22.38	22.50	22.61	7.7	8.1	8.6	9.1	9.6	(12)	(6)	-	6	12
兴业证券	15%	0.31	0.33	0.35	0.37	0.39	3.99	4.01	4.03	4.05	4.07	7.7	8.2	8.7	9.2	9.7	(12)	(6)	-	6	12

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	20%	17.1	15.3	13.9	12.8	11.8	2.0	1.9	1.9	1.9	1.9	14.10	15.23	16.36	17.48	18.61	(14)	(7)	-	7	14
海通证券	15%	24.9	22.9	21.2	19.8	18.5	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%	37.7	34.7	32.2	30.0	28.1	3.0	2.9	2.9	2.9	2.9	30.28	31.32	32.37	33.42	34.46	(6)	(3)	-	3	6
华泰证券	15%	25.0	23.2	21.6	20.2	19.0	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	15.87	16.40	16.93	17.45	17.98	(6)	(3)	-	3	6
招商证券	15%	23.3	22.3	21.4	20.6	19.9	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	21.12	21.55	21.97	22.40	22.83	(4)	(2)	-	2	4
光大证券	15%	26.7	25.5	24.4	23.3	22.4	2.3	2.3	2.2	2.2	2.2	17.22	17.56	17.89	18.23	18.57	(4)	(2)	-	2	4
长江证券	15%	30.1	27.8	25.8	24.0	22.5	2.7	2.6	2.6	2.6	2.6	11.79	12.21	12.62	13.03	13.45	(7)	(3)	-	3	7
宏源证券	15%	25.2	24.0	22.9	22.0	21.1	3.3	3.3	3.3	3.3	3.2	17.84	18.25	18.66	19.07	19.47	(4)	(2)	-	2	4
国元证券	15%	32.2	30.6	29.1	27.7	26.5	1.7	1.7	1.6	1.6	1.6	14.35	14.61	14.87	15.13	15.39	(3)	(2)	-	2	3
东北证券*	15%	39.1	36.0	33.3	31.0	29.0	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	18.74	19.31	19.88	20.45	21.01	(6)	(3)	-	3	6
西南证券	15%	37.9	34.6	31.8	29.5	27.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	11.03	11.37	11.72	12.06	12.40	(6)	(3)	-	3	6
国金证券	15%	40.2	39.9	39.6	39.3	39.0	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	11.25	11.29	11.32	11.36	11.40	(1)	(0)	-	0	1
太平洋证券	15%	95.9	85.9	77.9	71.2	65.6	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%	30.0	28.0	26.2	24.7	23.3	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	24.49	25.21	25.93	26.65	27.37	(6)	(3)	-	3	6
吉林敖东*	15%	22.2	20.8	19.5	18.4	17.4	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	39.76	40.89	42.02	43.14	44.27	(5)	(3)	-	3	5
兴业证券	15%	60.9	57.0	53.6	50.5	47.8	4.7	4.7	4.7	4.6	4.6	9.16	9.42	9.68	9.93	10.19	(5)	(3)	-	3	5

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: 历史 PE/PB Band



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