



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5月25日

证券业

研究部

王松柏

分析员 SAC 执业证书编号
S0080511030003
wangsb@cicc.com.cn

推荐

中信证券 (600030.CH)

华夏基金股权转让取得实质性进展

主要财务信息

(百万元)	2009 A	2010 A	2011 F	2012 F
净利润	8,984	11,311	10,124	7,484
(+/-%)	23	26 -	10 -	26
每股收益 (元)	1.35	1.14	1.02	0.75
(+/-%)	23 -	16 -	10 -	26
每股净资产 (元)	9.29	7.08	7.39	7.90
股东权益	61,599	70,435	73,469	78,607
净资产收益率 (%)	14.58	16.06	13.78	9.52
市盈率 (倍)	9.13	10.88	12.15	16.44
市净率 (倍)	1.33	1.75	1.67	1.57
股本 (百万股)	6,630	9,946	9,946	9,946

股票信息

	A股
当前股价	人民币 12.37
股票代码	600030.CH
市价总值 (百万元)	123,028
日成交量 (百万股)	45
52周最高价/最低价	人民币 17.25/10.42
发行股数 (百万股)	9,946
其中: 流通股 (百万股)	9,856
主要股东 (持股比例)	中国中信集团 23.69%

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[600030.CH]	-4.99	-13.01	-11.45	-1.75
[SHASHR index]	-3.00	-8.07	-3.86	-1.45
[Security index]	-1.27	n.a.	-9.28	-5.99

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

投资提示:

中信证券发布公告称公司董事会通过审议决议, 通过挂牌方式转让华夏基金 51% 的股权, 标的股权首次挂牌价格将不低于经国有资产管理部门备案的评估值, 即 75.63 亿元。

理由:

- ▶ **转让价格好于预期。**公司公告的最低转让价格高达 75.63 亿元, 远高于我们预计的 50.54 亿元。
- ▶ **华夏基金股权转让带来的现金流有利于其他业务的发展。**华夏基金股权转让完成后, 公司的可用资金规模和净资产将提升, 有利于直接投资业务、融资融券业务和跨境业务的发展。
- ▶ **华夏基金股权转让扫除最后一个监管障碍。**由于公司此前已经完成了中信建投证券股权的转让, 本次转让完成后, 公司将完全符合同业竞争、基金公司等方面的要求。

估值与建议:

公司目前股价隐含的 2011 年日均股票交易额不到 1400 亿元, 估值在证券股中仍处于低端水平, 估值优势明显。本次的股权转让预期明确有望成为公司股价短期催化剂, 同时自营业务的良好表现、H 股发行进展也值得关注。我们维持中信证券“推荐”的投资评级和 17 元左右的目标价。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1: 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	17,708	22,007	27,795	22,706	19,539	营业收入	-42.64%	24.27%	26.30%	-18.31%	-13.95%
手续费净收入	12,798	16,919	14,858	10,880	11,854	手续费净收入	-32.48%	32.20%	-12.18%	-26.77%	8.95%
代理买卖证券业务净收入	7,455	10,902	7,869	4,655	4,811	代理买卖证券业务净收入	-44.17%	46.24%	-27.82%	-40.85%	3.35%
证券承销业务净收入	1,783	2,401	2,903	2,066	2,390	证券承销业务净收入	-19.59%	34.69%	20.89%	-28.83%	15.67%
委托管理资产业务净收入	150	146	180	261	365	委托管理资产业务净收入	-7.22%	-2.53%	23.55%	44.47%	40.08%
基金管理公司收入	3,018	3,153	3,447	3,394	3,733	基金管理公司收入	28.81%	4.50%	9.30%	-1.53%	10.00%
财务顾问业务和其他	393	316	459	505	555	财务顾问业务和其他	-55.44%	-19.54%	45.26%	10.00%	10.00%
利息净收入	1,706	1,401	1,303	1,006	999	利息净收入	72.12%	-17.84%	-7.00%	-22.77%	-0.74%
投资净收益	6,451	3,479	10,960	9,027	4,770	投资净收益	-14.84%	-46.08%	215.03%	-17.64%	-47.15%
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	1	103	24	99	113	其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-93.06%	16142.85%	-76.36%	309.27%	13.50%
公允价值变动净收益	-3,341	52	565	1,674	1,785	公允价值变动净收益	-199.71%	-101.54%	996.48%	196.30%	6.63%
汇兑净收益	23	4	7	8	8	汇兑净收益	-145.60%	-81.51%	68.63%	5.00%	5.00%
其他业务收入	71	151	101	111	122	其他业务收入	49.11%	112.79%	-33.16%	10.00%	10.00%
营业支出	8,165	8,746	11,526	8,294	8,545	营业支出	-25.83%	7.12%	31.78%	-28.04%	3.03%
营业税金及附加	785	1,034	962	1,177	1,004	营业税金及附加	-40.62%	31.71%	-6.96%	22.42%	-14.69%
业务及管理费	6,658	8,016	10,535	7,105	7,529	业务及管理费	-30.14%	20.39%	31.43%	-32.56%	5.96%
资产减值损失	709	-315	18	-	-	资产减值损失	383.08%	-144.45%	-105.56%		
其他业务成本	13	12	11	12	12	其他业务成本	41.79%	-7.79%	-4.54%	5.00%	5.00%
营业利润	9,543	13,260	16,269	14,412	10,994	营业利润	-51.95%	38.95%	22.69%	-11.41%	-23.72%
营业外收入	41	114	86	90	94	营业外收入	-30.59%	178.22%	-25.21%	5.00%	5.00%
营业外支出	23	73	35	36	38	营业外支出	28.12%	215.94%	-52.22%	5.00%	5.00%
利润总额	9,561	13,302	16,320	14,465	11,050	利润总额	-51.96%	39.12%	22.69%	-11.36%	-23.61%
所得税费用	1,511	3,214	4,184	3,592	2,734	所得税费用	-76.23%	112.67%	30.19%	-14.16%	-23.87%
净利润	8,050	10,088	12,136	10,874	8,315	净利润	-40.57%	25.32%	20.30%	-10.40%	-23.53%
归属于母公司所有者的净利润	7,305	8,984	11,311	10,124	7,484	归属于母公司所有者的净利润	-41.03%	22.98%	25.91%	-10.50%	-26.07%
少数股东权益	745	1,104	825	750	831	少数股东权益	-35.60%	48.16%	-25.31%	-9.04%	10.79%
资产负债表摘要 (人民币百万元)						主要驱动因素 (%)					
总资产	136,888	206,807	153,178	151,595	159,746	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	61,070	112,478	62,081	63,633	65,224	股基权证交易额市场份额	7.66%	7.93%	8.03%	5.18%	5.18%
自有存款	24,872	27,985	19,281	13,409	14,603	代理买卖证券业务净手续费率	0.14%	0.11%	0.09%	0.08%	0.08%
交易性金融资产	6,005	11,887	14,256	14,863	16,188	净利率	1.18%	1.30%	1.20%	1.30%	1.30%
可供出售金融资产	34,099	42,923	37,188	38,772	42,226	证券投资期末规模 (人民币百万元)	40,732	54,810	51,444	53,635	58,413
持有至到期投资	628	-	-	-	-	证券投资收益率	10.97%	7.07%	10.69%	11.50%	11.50%
长期股权投资	2,592	3,436	7,614	7,713	7,826	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	869	846	564	447	330	股票及股票连接承销市场份额	21.61%	22.29%	14.48%	10.00%	10.00%
无形资产和商誉	962	975	928	928	928	企业主体债券承销规模 (人民币百万元)	536,590	1,494,588	1,008,860	1,239,635	1,593,179
其他资产	5,792	6,277	11,266	11,829	12,421	企业主体债券承销市场份额	16.53%	11.16%	9.81%	10.00%	10.00%
总负债	79,362	141,993	82,330	76,962	79,145	集合资产管理业务期末规模 (百万元)	3,586	11,335	11,403	20,000	25,000
代买卖证券款	61,070	112,478	62,081	63,633	65,224	集合资产管理业务费率	1.23%	1.61%	1.39%	1.50%	1.50%
应付债券	1,950	1,500	1,500	1,500	1,500	业务及管理费/营业收入	37.60%	36.43%	37.90%	31.29%	38.53%
其他负债	16,342	28,015	18,749	11,829	12,421	营业税金及附加税率	4.90%	5.04%	3.63%	5.43%	5.42%
所有者权益	57,526	64,814	70,848	74,632	80,601	所得税率	15.81%	24.35%	25.67%	25.00%	25.00%
总股本	6,630	6,630	9,946	9,946	9,946	盈利能力 (%)					
少数股东权益	2,305	3,215	413	1,163	1,994	净利润率	41.25%	40.82%	40.70%	44.59%	38.30%
归属于母公司所有者权益	55,222	61,599	70,435	73,469	78,607	净资产收益率	13.23%	14.58%	16.06%	13.78%	9.52%
每股及估值指标 (元)						净资产指标 (人民币百万元)					
每股盈利	1.10	1.35	1.14	1.02	0.75	母公司净资产	38,779	34,904	41,050		
每股净资产	8.33	9.29	7.08	7.39	7.90	母公司净资产率 (%)	78.61%	66.54%	66.72%		
市盈率	11.23	9.13	10.88	12.15	16.44	经营数据					
市净率	1.49	1.33	1.75	1.67	1.57	员工数量 (个)	11,910	10,487	15,476		
股利支付比率	13.38%	45.38%	36.90%	43.96%	23.18%	营业部数量 (个)	179	222	270		
						服务部数量 (个)	41	13	0		

资料来源：公司数据，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	10A	11E	12E	08A	09A	10A	11E	12E
中信证券	12.37	9,946	9,856	123	11.2	9.1	10.9	12.2	16.4	1.49	1.33	1.75	1.67	1.57
海通证券	8.90	8,228	1,523	73	22.2	16.1	19.9	19.1	17.7	1.91	1.69	1.65	1.57	1.49
广发证券*	31.32	2,507	92	79	24.9	16.7	19.5	26.2	23.1	6.51	4.80	4.05	2.39	2.24
华泰证券	12.68	5,600	785	71	45.5	16.1	20.7	19.5	18.4	6.29	4.39	2.16	2.00	1.85
招商证券	17.74	3,585	341	64	28.3	17.1	20.8	19.9	18.7	7.24	2.81	2.67	2.50	2.33
光大证券	14.22	3,418	520	49	30.1	17.2	22.1	22.5	20.8	3.91	2.16	2.14	2.07	1.97
长江证券	10.26	2,171	1,106	22	24.5	16.2	17.4	25.0	24.5	3.73	2.44	2.34	1.98	1.87
宏源证券	15.88	1,461	536	23	42.8	20.1	17.8	20.6	18.9	4.66	3.55	3.18	2.96	2.67
国元证券	11.35	1,964	785	22	31.9	21.5	24.1	25.4	23.8	3.48	1.47	1.49	1.45	1.42
东北证券*	19.30	639	194	12	27.4	13.5	23.4	29.1	26.8	4.97	4.04	3.56	2.09	1.95
西南证券	11.87	2,337	240	28	195.2	22.4	34.2	31.7	27.9	8.36	4.83	2.48	2.30	2.13
国金证券	13.97	1,000	268	14	9.2	27.1	31.9	32.2	30.2	3.23	5.39	4.63	4.06	3.58
太平洋证券	10.14	1,503	42	15	-23.6	37.6	74.8	72.3	64.6	11.05	8.54	7.78	7.03	6.34
辽宁成大*	26.12	900	844	24	25.0	17.6	20.6	21.9	19.4	4.74	3.63	3.18	1.82	1.70
吉林敖东*	34.26	573	495	20	22.8	14.4	16.8	17.7	15.6	4.05	3.14	2.70	1.53	1.43
兴业证券	15.49	2,200	263	33	112.5	26.0	43.3	44.1	41.5	7.43	5.93	4.06	3.85	3.64

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	10A	11E	12E	08A	09A	10A	11E	12E	08A	09A	10A	11E	12E	08A	09A	10A	11E	12E
中信证券	1.10	1.35	1.14	1.02	0.75	8.33	9.29	7.08	7.39	7.90	13.2	14.6	16.1	13.8	9.5	5.3	4.3	7.4	6.7	4.7
海通证券	0.40	0.55	0.45	0.47	0.50	4.66	5.28	5.40	5.66	5.97	8.6	10.5	8.3	8.2	8.4	4.4	3.8	3.2	3.1	3.2
广发证券*	1.26	1.87	1.61	1.20	1.36	4.81	6.53	7.74	13.13	14.01	26.1	28.6	20.8	9.1	9.7	5.7	4.5	4.2	3.3	3.6
华泰证券	0.28	0.79	0.61	0.65	0.69	2.02	2.89	5.87	6.34	6.86	13.8	27.3	10.4	10.2	10.1	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	0.68	3.64	6.57	6.65	6.86	7.23	13.0	12.6	9.7	9.2	9.4	4.1	4.6	3.7	3.4	3.6
长江证券	0.42	0.63	0.59	0.41	0.42	2.75	4.20	4.39	5.18	5.50	15.2	15.0	13.5	7.9	7.6	3.9	3.9	3.6	2.7	2.6
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	0.45	0.48	3.26	7.73	7.63	7.81	8.02	10.9	6.8	6.2	5.7	5.9	4.4	3.5	3.7	3.4	3.5
东北证券*	0.71	1.43	0.82	0.66	0.72	3.88	4.78	5.42	9.23	9.89	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	0.43	1.42	2.46	4.79	5.16	5.58	4.3	21.5	7.2	7.3	7.6	1.8	6.7	3.5	3.7	4.0
国金证券	1.51	0.52	0.44	0.43	0.46	4.33	2.59	3.02	3.45	3.91	34.9	19.9	14.5	12.6	11.8	10.5	4.7	4.0	3.7	3.8
太平洋证券	(0.43)	0.27	0.14	0.14	0.16	0.92	1.19	1.30	1.44	1.60	-46.8	22.7	10.4	9.7	9.8	-18.5	6.8	3.5	3.6	3.8
辽宁成大*	1.04	1.49	1.27	1.19	1.35	5.51	7.20	8.21	14.36	15.37	18.9	20.7	15.4	8.3	8.8	NA	NA	NA	NA	NA
吉林敖东*	1.50	2.38	2.05	1.94	2.19	8.45	10.91	12.69	22.39	24.04	17.8	21.8	16.1	8.7	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

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 3: 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		0.96	0.99	1.02	1.05	1.08	7.33	7.36	7.39	7.42	7.45	13.1	13.4	13.8	14.1	14.5	(6)	(3)	-	3	6
海通证券	2200		0.40	0.43	0.47	0.50	0.53	5.59	5.63	5.66	5.69	5.73	7.2	7.7	8.2	8.8	9.3	(14)	(7)	-	7	14
广发证券*	2200		1.03	1.11	1.20	1.28	1.37	12.96	13.05	13.13	13.22	13.30	7.9	8.5	9.1	9.7	10.3	(14)	(7)	-	7	14
华泰证券	2200		0.54	0.60	0.65	0.70	0.75	6.23	6.28	6.34	6.39	6.44	8.7	9.5	10.2	11.0	11.7	(16)	(8)	-	8	16
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	0.67	0.72	6.77	6.82	6.86	6.90	6.95	8.0	8.6	9.2	9.8	10.3	(14)	(7)	-	7	14
长江证券	2200		0.33	0.37	0.41	0.45	0.49	5.10	5.14	5.18	5.22	5.26	6.4	7.2	7.9	8.6	9.3	(20)	(10)	-	10	20
宏源证券	2200		0.64	0.70	0.77	0.84	0.90	5.24	5.30	5.37	5.44	5.50	12.2	13.3	14.3	15.4	16.4	(17)	(9)	-	9	17
国元证券	2200		0.37	0.41	0.45	0.48	0.52	7.74	7.78	7.81	7.85	7.88	4.8	5.3	5.7	6.1	6.6	(16)	(8)	-	8	16
东北证券*	2200		0.52	0.59	0.66	0.74	0.81	9.09	9.16	9.23	9.31	9.38	5.7	6.4	7.2	7.9	8.6	(22)	(11)	-	11	22
西南证券	2200		0.34	0.36	0.37	0.39	0.41	5.12	5.14	5.16	5.18	5.20	6.6	6.9	7.3	7.6	7.9	(10)	(5)	-	5	10
国金证券	2200		0.35	0.39	0.43	0.48	0.52	3.36	3.40	3.45	3.49	3.53	10.3	11.5	12.6	13.7	14.8	(20)	(10)	-	10	20
太平洋证券	2200		0.10	0.12	0.14	0.16	0.18	1.41	1.43	1.44	1.46	1.48	7.4	8.6	9.7	10.8	11.9	(26)	(13)	-	13	26
辽宁成大*	2200		1.05	1.12	1.19	1.27	1.34	14.22	14.29	14.36	14.44	14.51	7.4	7.8	8.3	8.8	9.2	(12)	(6)	-	6	12
吉林敖东*	2200		1.71	1.83	1.94	2.05	2.17	22.16	22.28	22.39	22.51	22.62	7.7	8.2	8.7	9.1	9.6	(12)	(6)	-	6	12
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	(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		12.9	12.5	12.2	11.8	11.5	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	15.10	15.70	16.30	16.91	17.51	(7)	(4)	-	4	7
海通证券	2200		22.3	20.5	19.1	17.8	16.7	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	12.09	12.76	13.42	14.09	14.76	(10)	(5)	-	5	10
广发证券*	2200		30.5	28.2	26.2	24.5	22.9	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	29.15	30.85	32.55	34.25	35.95	(10)	(5)	-	5	10
华泰证券	2200		23.3	21.2	19.5	18.1	16.8	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	14.94	15.99	17.03	18.08	19.13	(12)	(6)	-	6	12
招商证券	2200		23.1	21.4	19.9	18.6	17.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	19.49	20.73	21.97	23.21	24.45	(11)	(6)	-	6	11
光大证券	2200		26.1	24.2	22.5	21.1	19.8	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	15.01	16.45	17.89	19.33	20.77	(16)	(8)	-	8	16
长江证券	2200		31.2	27.8	25.0	22.8	20.9	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	10.42	11.23	12.04	12.85	13.67	(13)	(7)	-	7	13
宏源证券	2200		25.0	22.6	20.6	19.0	17.6	3.0	3.0	3.0	2.9	2.9	16.05	17.38	18.72	20.05	21.39	(14)	(7)	-	7	14
国元证券	2200		30.3	27.7	25.4	23.5	21.9	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4	13.52	14.25	14.97	15.69	16.41	(10)	(5)	-	5	10
东北证券*	2200		37.3	32.7	29.1	26.2	23.9	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	16.90	18.36	19.82	21.28	22.74	(15)	(7)	-	7	15
西南证券	2200		35.3	33.4	31.7	30.2	28.8	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	10.98	11.36	11.74	12.12	12.51	(15)	(7)	-	7	15
国金证券	2200		40.3	35.8	32.2	29.2	26.8	4.2	4.1	4.1	4.0	4.0	10.19	11.07	11.94	12.82	13.69	(6)	(3)	-	3	6
太平洋证券	2200		97.8	83.1	72.3	64.0	57.4	7.2	7.1	7.0	6.9	6.9	3.06	3.42	3.79	4.15	4.52	(19)	(10)	-	10	19
辽宁成大*	2200		24.9	23.3	21.9	20.6	19.5	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	23.72	24.89	26.06	27.22	28.39	(9)	(4)	-	4	9
吉林敖东*	2200		20.0	18.8	17.7	16.7	15.8	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	38.55	40.38	42.21	44.04	45.87	(9)	(4)	-	4	9
兴业证券	2200		54.4	48.7	44.1	40.3	37.1	3.9	3.9	3.8	3.8	3.8	8.35	9.01	9.68	10.34	11.00	(14)	(7)	-	7	14

广发证券、东北证券为假设再融资之后

图表 4：自营业务敏感性分析

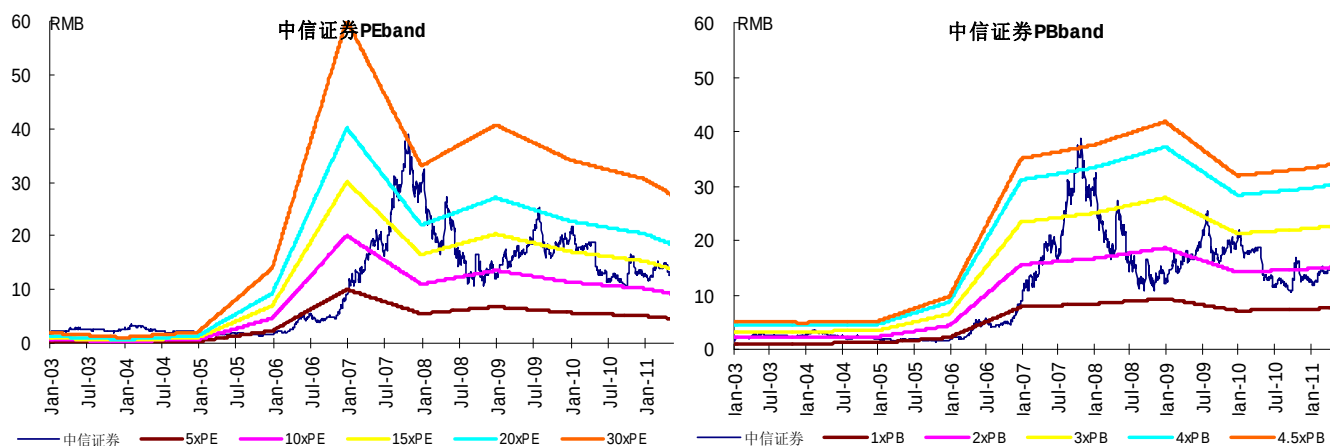
11年股票 投资收益率 (%)	Base	每股收益					每股净资产					净资产收益率, %					每股收益弹性, %				
		-10%	-5%	Base	+5%	+10%	-10%	-5%	Base	+5%	+10%	-10%	-5%	Base	+5%	+10%	-10%	-5%	Base	+5%	+10%
中信证券	20%	0.83	0.92	1.02	1.11	1.21	7.20	7.29	7.39	7.48	7.57	11.5	12.7	13.8	14.9	15.9	(18)	(9)	-	9	18
海通证券	15%	0.39	0.43	0.47	0.50	0.54	5.58	5.62	5.66	5.70	5.73	7.0	7.6	8.2	8.9	9.4	(16)	(8)	-	8	16
广发证券*	15%	1.02	1.11	1.20	1.28	1.37	12.96	13.05	13.13	13.22	13.31	7.9	8.5	9.1	9.7	10.3	(15)	(7)	-	7	15
华泰证券	15%	0.56	0.61	0.65	0.69	0.74	6.25	6.29	6.34	6.38	6.42	9.0	9.6	10.2	10.9	11.5	(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%	0.57	0.60	0.63	0.66	0.69	6.80	6.83	6.86	6.89	6.92	8.4	8.8	9.2	9.6	9.9	(9)	(4)	-	4	9
长江证券	15%	0.36	0.39	0.41	0.43	0.46	5.13	5.16	5.18	5.20	5.23	7.0	7.5	7.9	8.3	8.8	(12)	(6)	-	6	12
宏源证券	15%	0.70	0.74	0.77	0.80	0.84	5.30	5.34	5.37	5.40	5.44	13.2	13.8	14.3	14.9	15.4	(9)	(4)	-	4	9
国元证券	15%	0.40	0.42	0.45	0.47	0.49	7.77	7.79	7.81	7.83	7.85	5.2	5.5	5.7	6.0	6.2	(10)	(5)	-	5	10
东北证券*	15%	0.56	0.61	0.66	0.71	0.76	9.13	9.18	9.23	9.28	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	6.2	6.7	7.3	7.8	8.3	(16)	(8)	-	8	16
国金证券	15%	0.43	0.43	0.43	0.44	0.44	3.44	3.44	3.45	3.45	3.45	12.4	12.5	12.6	12.7	12.7	(1)	(1)	-	1	1
太平洋证券	15%	0.11	0.12	0.14	0.16	0.17	1.41	1.43	1.44	1.46	1.47	7.8	8.8	9.7	10.7	11.6	(22)	(11)	-	11	22
辽宁成大*	15%	1.05	1.12	1.19	1.27	1.34	11.83	11.89	11.95	12.01	12.07	8.8	9.4	10.0	10.6	11.1	(13)	(6)	-	6	13
吉林敖东*	15%	1.71	1.82	1.94	2.06	2.17	22.16	22.28	22.39	22.51	22.63	7.7	8.2	8.7	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%	14.9	13.4	12.2	11.1	10.3	1.7	1.7	1.7	1.7	1.6	14.04	15.17	16.30	17.43	18.56	(14)	(7)	-	7	14
海通证券	15%	22.7	20.7	19.1	17.7	16.4	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	12.52	12.97	13.42	13.88	14.33	(7)	(3)	-	3	7
广发证券*	15%	30.6	28.2	26.2	24.4	22.9	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	30.45	31.50	32.55	33.60	34.64	(6)	(3)	-	3	6
华泰证券	15%	22.6	20.9	19.5	18.3	17.2	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	15.97	16.50	17.03	17.56	18.09	(6)	(3)	-	3	6
招商证券	15%	21.6	20.7	19.9	19.1	18.4	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	21.12	21.55	21.97	22.40	22.83	(4)	(2)	-	2	4
光大证券	15%	24.7	23.6	22.5	21.6	20.7	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	17.22	17.55	17.89	18.23	18.56	(4)	(2)	-	2	4
长江证券	15%	28.4	26.6	25.0	23.6	22.4	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	11.45	11.75	12.04	12.34	12.63	(5)	(2)	-	2	5
宏源证券	15%	22.6	21.6	20.6	19.8	19.0	3.0	3.0	3.0	2.9	2.9	17.90	18.31	18.72	19.13	19.54	(4)	(2)	-	2	4
国元证券	15%	28.2	26.7	25.4	24.3	23.2	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4	14.45	14.71	14.97	15.23	15.49	(3)	(2)	-	2	3
东北证券*	15%	34.2	31.5	29.1	27.1	25.3	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	18.69	19.25	19.82	20.39	20.95	(6)	(3)	-	3	6
西南证券	15%	37.7	34.5	31.7	29.4	27.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	11.06	11.40	11.74	12.09	12.43	(6)	(3)	-	3	6
国金证券	15%	32.6	32.4	32.2	32.0	31.8	4.1	4.1	4.1	4.1	4.0	11.87	11.91	11.94	11.98	12.01	(1)	(0)	-	0	1
太平洋证券	15%	92.4	81.1	72.3	65.2	59.4	7.2	7.1	7.0	7.0	6.9	3.52	3.65	3.79	3.93	4.06	(7)	(4)	-	4	7
辽宁成大*	15%	25.0	23.3	21.9	20.6	19.4	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	24.62	25.34	26.06	26.78	27.50	(6)	(3)	-	3	6
吉林敖东*	15%	20.1	18.8	17.7	16.7	15.8	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	39.96	41.08	42.21	43.34	44.46	(5)	(3)	-	3	5
兴业证券	15%	50.2	46.9	44.1	41.6	39.3	3.9	3.9	3.8	3.8	3.8	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 5：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