



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

2012年2月7日

证券

研究部

王松柏¹

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

中性

东北证券 (000686.SZ)

非公开发行影响中性

主要财务信息

(百万元)	2010 A	2011 F	2012 F	2013 F
净利润	527	18	266	345
(+/-%)	-	42	97	1,395
每股收益 (元)	0.82	0.03	0.42	0.54
每股净资产 (元)	5.42	5.17	5.58	6.08
股东权益	3,465	3,305	3,569	3,888
(+/-%)	13.34	4.61	7.99	8.93
净资产收益率 (%)	15.21	0.54	7.45	8.88
市盈率 (倍)	15.92	472.09	31.58	24.32
市净率 (倍)	2.42	2.54	2.35	2.16
股本 (百万股)	639	639	639	639

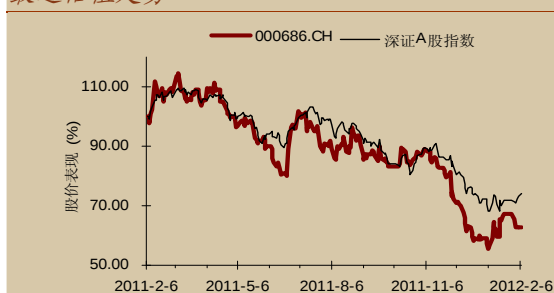
股票信息

	A股
当前股价	人民币 13.13
股票代码	000686.CH
市价总值 (百万元)	8,394
52周最高价/最低价	人民币 24.61/11.5
其中: 流通股 (百万股)	196
主要股东 (持股比例)	亚泰集团 30.71%

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
000686.CH	-4.30	+10.61	-29.71	+5.89
SZASHR index	+3.55	+8.25	-17.51	+2.10
Security index	-1.65	+8.48	-14.52	+10.21

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

3/1/2012 2011 年年报

公司近况:

东北证券发布公告, 称其将按照不低于 11.79 元的价格非公开发行不超过 3.4 亿股股票, 募集资金不超过 40 亿元, 全部用于增加公司资本金, 扩充业务范围和业务规模。同时公司公布其 1 月经营数据, 实现营业收入 1473 万元, 净利润-4529 万元。

评论:

- ▶ **第一和第二大股东出资认购的股票份额最多占到本次募资额的 40%。**东北证券的前两大股东将分别出资认购其非公开发行的股票, 其中亚泰集团拟出资不少于 10 亿元且不超过 12.28 亿元, 而吉林信托拟出资 3.5 亿元。按照出资额最多的假设, 二者出资合计仅占本次非公开发行的 40 亿元募资额的 40%。
- ▶ **非公开发行股份后将摊薄每股收益和每股价值, 但增厚每股净资产。**按照每股发行价格 11.79 元, 融资额 40 亿元的假设, 不考虑资金运用, 每股收益和每股价值将分别摊薄 28.7%和 2.9%至 0.30 元和 13.38 元, 每股净资产增厚 38.9%至 7.75 元。
- ▶ **非公开发行股票后, 公司估值底部将提高 13.8%。**按照每股发行价格 11.79 元, 融资额 40 亿元的假设, 公司的估值底部将从 8.20 元提高到 9.33 元。
- ▶ 亚泰集团和吉林信托认购的股份锁定期分别为 60 和 36 个月; 而其他发行对象认购的股份也根据其所持比例的不同有 36 或者 12 个月的锁定期。
- ▶ **公司 1 月经营数据表明其目前经营状况仍面临较大压力。**

盈利预测调整:

由于本次非公开发行仍需获得股东大会和监管层的批准, 我们暂不调整公司盈利预测。

估值与评级:

假设公司成功完成非公开发行, 目前股价相比其估值底部仍有一定距离。而公司目前业务结构对经纪业务依赖较重, 在我们判断今年一季度股票交易额难有明显改善且公司手续费率相对较高, 下跌压力较大的情况下, 我们维持对东北证券“中性”投资评级。

¹报告贡献人: 刘潇 (liuxiao@cicc.com.cn)



中金公司研究部：2012年2月7日

图表 1: 历史和预测的财务指标

	2009	2010	2011F	2012F	2013F		2009	2010	2011F	2012F	2013F
损益表摘要 (人民币百万元)						2009					
营业收入	1,993	1,700	946	1,290	1,533	营业收入	78.58%	-14.71%	-44.35%	36.39%	18.79%
手续费净收入	1,446	1,387	897	999	1,200	手续费净收入	48.03%	-4.05%	-35.36%	11.39%	20.19%
代理买卖证券业务净收入	1,430	1,182	746	838	1,017	代理买卖证券业务净收入	60.93%	-17.36%	-36.85%	12.27%	21.34%
证券承销保荐业务净收入	13	145	85	96	109	证券承销保荐业务净收入	-84.74%	981.58%	-41.70%	13.40%	13.40%
委托管理资产业务净收入	2	60	66	65	75	委托管理资产业务净收入		2762.84%	9.27%	-1.21%	15.38%
财务顾问业务和其他	-	-	-	-	-	财务顾问业务和其他					
利息净收入	102	100	106	122	150	利息净收入	6.55%	-1.22%	5.41%	15.65%	22.69%
投资净收益	292	269	45	93	101	投资净收益	93.87%	-7.73%	-83.14%	104.48%	9.08%
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	74	88	77	74	82	其中：对联营企业和合营企业的投资收益	46.75%	18.99%	-12.41%	-3.51%	10.00%
公允价值变动净收益	140	-66	-112	65	69	公允价值变动净收益	-207.96%	-147.02%	69.63%	-158.47%	5.37%
汇兑净收益	-0	-0	-0	-0	-0	汇兑净收益	-98.46%	5509.96%	5.00%	5.00%	5.00%
其他业务收入	14	10	10	12	13	其他业务收入	-41.61%	-31.87%	10.00%	10.00%	10.00%
营业支出	803	1,016	949	962	1,100	营业支出	33.96%	26.55%	-6.55%	1.32%	14.37%
营业税金及附加	93	86	42	60	72	营业税金及附加	58.60%	-7.14%	-51.06%	43.28%	18.95%
业务及管理费	695	917	907	901	1,028	业务及管理费	28.90%	32.00%	-1.07%	-0.63%	14.06%
资产减值损失	15	13	-	-	-	资产减值损失	729.34%	-16.60%	-100.00%		
其他业务成本	-	-	-	-	-	其他业务成本					
营业利润	1,190	684	-3	328	433	营业利润	130.32%	-42.53%	n.a.	n.a.	31.73%
营业外收入	2	11	11	12	12	营业外收入	-12.88%	462.34%	5.00%	5.00%	5.00%
营业外支出	2	9	9	10	10	营业外支出	-59.18%	345.32%	5.00%	5.00%	5.00%
利润总额	1,190	686	-1	330	435	利润总额	131.48%	-42.37%	n.a.	n.a.	31.56%
所得税费用	277	158	-20	64	88	所得税费用	166.15%	-42.91%	n.a.	n.a.	37.81%
净利润	913	528	18	266	347	净利润	122.67%	-42.21%	-96.54%	1358.85%	30.06%
归属于母公司所有者的净利润	913	527	18	266	345	归属于母公司所有者的净利润	122.68%	-42.26%	-96.63%	1394.82%	29.86%
少数股东权益	0	0	0	1	1	少数股东权益	-59.13%	4379.44%	20.32%	35.15%	108.16%
资产负债表摘要 (人民币百万元)						主要驱动因素 (%)					
总资产	18,781	19,576	18,493	19,099	19,769	日均股票交易额 (人民币百万元)	219.667	225.468	184.500	210.000	242.000
客户存款	14,491	13,657	12,488	12,800	13,120	股票权证交易额市场份额	0.72%	0.74%	0.70%	0.70%	0.70%
自有资金	640	2,473	3,362	3,177	3,173	代理买卖证券业务净手续费率	0.17%	0.14%	0.12%	0.11%	0.11%
融资融券	-	-	-	353	560	净利差	1.01%	1.02%	1.20%	1.20%	1.20%
股票回购	-	-	-	-	-	证券投资期末规模 (人民币百万元)	2,323	1,997	1,121	1,177	1,244
交易性金融资产	1,083	1,556	874	917	970	证券投资收益率	29.01%	5.34%	-9.20%	7.30%	7.30%
可供出售金融资产	1,239	440	247	260	274	股票及股票连接融资融券 (人民币百万元)	364.501	967.707	676.969	767.683	870.552
持有至到期投资	-	-	-	-	-	股票及股票连接承销市场份额	0.00%	0.51%	0.50%	0.50%	0.50%
长期股权投资	284	365	442	517	598	企业主体债券融资融券 (人民币百万元)	1,496.588	1,008.860	1,353.938	1,791.260	2,321.473
固定资产	480	474	440	407	373	企业主体债券承销市场份额	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
无形资产和商誉	40	40	40	40	40	集合资产管理业务期末规模 (百万元)	650	3,579	3,000	3,500	4,000
其他资产	524	571	599	629	661	集合资产管理业务费率	0.65%	2.85%	2.00%	2.00%	2.00%
总负债	15,720	16,107	15,183	15,525	15,875	业务及管理费/营业收入	34.86%	53.94%	95.89%	69.86%	67.08%
代买卖证券款	14,491	13,657	12,488	12,800	13,120	营业税金及附加率	5.11%	5.70%	5.53%	5.53%	5.53%
应付债券	901	2,101	2,101	2,101	2,101	所得税率	24.84%	26.48%	25.00%	25.00%	25.00%
其他负债	329	349	595	624	654	盈利能力 (%)	45.80%	31.01%	1.88%	20.60%	22.52%
所有者权益	3,061	3,469	3,310	3,574	3,894	净利润率	29.86%	15.21%	0.54%	7.45%	8.88%
总股本	639	639	639	639	639	净资产收益率					
少数股东权益	4	4	5	5	5	净资产 (人民币百万元)	2,277.05	3,459			
归属于母公司所有者权益	3,057	3,465	3,305	3,569	3,888	净资产率 (%)	74.48%	100.15%			
每股及估值指标 (元)						经营数据					
每股盈利	1.43	0.82	0.03	0.42	0.54	员工数量 (个)	2919	3,680			
每股净资产	4.78	5.42	5.17	5.58	6.08	营业部数量 (个)	57	68			
市盈率	9.20	15.92	472.09	31.58	24.32	服务部数量 (个)	11	0			
市净率	2.75	2.42	2.54	2.35	2.16						

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)	09A	10A	11E	12E	13E	09A	10A	11E	12E	13E						
中信证券	10.84	9,839	9,815	107	8.0	9.5	12.0	16.8	14.8	1.17	1.53	1.41	1.35	1.27						
中信证券-H股	15.72	1,178	1,178	19	10.2	11.8	14.1	19.7	17.3	1.49	1.89	1.65	1.58	1.49						
海通证券	8.45	8,228	8,228	70	15.3	18.9	20.9	17.3	15.1	1.60	1.56	1.51	1.43	1.34						
华泰证券	8.26	5,600	785	46	10.5	13.5	25.4	17.0	14.6	2.86	1.41	1.37	1.29	1.20						
广发证券	24.57	2,507	92	62	13.1	15.3	36.0	23.5	20.6	3.76	3.17	2.31	2.15	2.02						
招商证券	10.91	3,585	341	39	10.4	12.1	24.2	18.4	16.0	1.73	1.63	2.04	1.91	1.79						
光大证券	10.65	3,418	520	36	12.9	16.5	21.1	15.7	13.6	1.62	1.60	1.58	1.49	1.40						
国元证券	9.09	1,964	1,964	18	17.2	19.3	29.7	20.7	18.4	1.18	1.19	1.18	1.15	1.11						
长江证券	7.83	2,371	2,371	19	12.4	13.3	38.0	19.6	16.8	1.86	1.78	1.57	1.47	1.38						
宏源证券	11.92	1,461	1,461	17	15.1	13.3	21.5	18.2	15.6	2.66	2.39	2.31	2.12	1.94						
西南证券	8.72	2,337	240	20	16.5	25.1	97.6	25.1	22.0	3.55	1.82	1.79	1.67	1.55						
兴业证券	10.58	2,200	263	23	17.7	29.6	39.3	27.9	24.1	4.05	2.77	2.68	2.51	2.35						
东北证券	13.13	639	194	8	9.2	15.9	472.1	31.6	24.3	2.75	2.42	2.54	2.35	2.16						
国金证券	10.32	1,000	268	10	20.0	23.5	34.8	30.8	27.2	3.98	3.42	3.12	2.83	2.57						
太平洋证券	6.98	1,503	42	10	25.9	51.5	81.4	67.8	57.4	5.88	5.36	5.03	4.68	4.33						
平均值					14.3	19.3	64.5	24.7	21.2	2.68	2.26	2.14	2.00	1.86						
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(%)				
	09A	10A	11E	12E	13E	09A	10A	11E	12E	13E	09A	10A	11E	12E	13E	09A	10A	11E	12E	13E
中信证券	1.35	1.14	0.90	0.65	0.73	9.29	7.08	7.71	8.03	8.54	14.6	16.1	11.7	8.0	8.6	4.3	7.4	6.3	4.3	4.7
中信证券-H股	1.54	1.34	1.11	0.80	0.91	10.55	8.32	9.53	9.94	10.57	14.6	16.1	11.7	8.0	8.6	4.3	7.4	6.3	4.3	4.7
海通证券	0.55	0.45	0.41	0.49	0.56	5.28	5.40	5.60	5.92	6.29	10.5	8.3	7.2	8.2	8.9	3.8	3.2	2.8	3.2	3.6
华泰证券	0.79	0.61	0.33	0.49	0.57	2.89	5.87	6.01	6.42	6.86	27.3	10.4	5.4	7.6	8.2	3.8	3.0	1.8	2.6	2.9
广发证券	1.87	1.61	0.68	1.05	1.19	6.53	7.74	10.64	11.41	12.19	28.6	20.8	6.4	9.2	9.8	4.5	4.2	2.0	3.0	3.3
招商证券	1.05	0.90	0.45	0.59	0.68	6.30	6.69	5.36	5.72	6.11	16.7	13.5	8.4	10.4	11.1	4.1	3.4	2.5	3.2	3.6
光大证券	0.83	0.64	0.50	0.68	0.78	6.57	6.65	6.73	7.16	7.60	12.6	9.7	7.5	9.5	10.3	4.6	3.7	2.9	3.8	4.2
国元证券	0.53	0.47	0.31	0.44	0.49	7.73	7.63	7.67	7.93	8.16	6.8	6.2	4.0	5.5	6.1	3.5	3.7	2.4	3.3	3.7
长江证券	0.63	0.59	0.21	0.40	0.47	4.20	4.39	4.98	5.32	5.69	15.0	13.5	4.1	7.5	8.2	3.9	3.6	1.3	2.5	2.8
宏源证券	0.79	0.89	0.55	0.66	0.76	4.48	5.00	5.16	5.62	6.15	17.6	17.9	10.8	11.7	12.4	4.0	4.9	3.3	3.7	4.1
西南证券	0.53	0.35	0.09	0.35	0.40	2.46	4.79	4.87	5.22	5.62	21.5	7.3	1.8	6.7	7.0	6.7	3.5	0.9	3.4	3.7
兴业证券	0.60	0.36	0.27	0.38	0.44	2.61	3.82	3.95	4.22	4.51	22.8	9.4	6.8	9.0	9.8	4.6	2.6	2.0	2.7	3.0
东北证券	1.43	0.82	0.03	0.42	0.54	4.78	5.42	5.17	5.58	6.08	29.9	15.2	0.5	7.4	8.9	4.9	2.7	0.1	1.4	1.7
国金证券	0.52	0.44	0.30	0.33	0.38	2.59	3.02	3.31	3.64	4.02	19.9	14.5	9.0	9.2	9.4	4.7	4.0	2.7	2.9	3.1
太平洋证券	0.27	0.14	0.09	0.10	0.12	1.19	1.30	1.39	1.49	1.61	22.7	10.4	6.2	6.9	7.5	6.8	3.5	2.3	2.7	3.0
平均值						18.7	12.6	6.8	8.3	9.0	4.56	4.04	2.65	3.14	3.47					

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



中金公司研究部: 2012 年 2 月 7 日

图表 3: 经纪业务敏感性分析

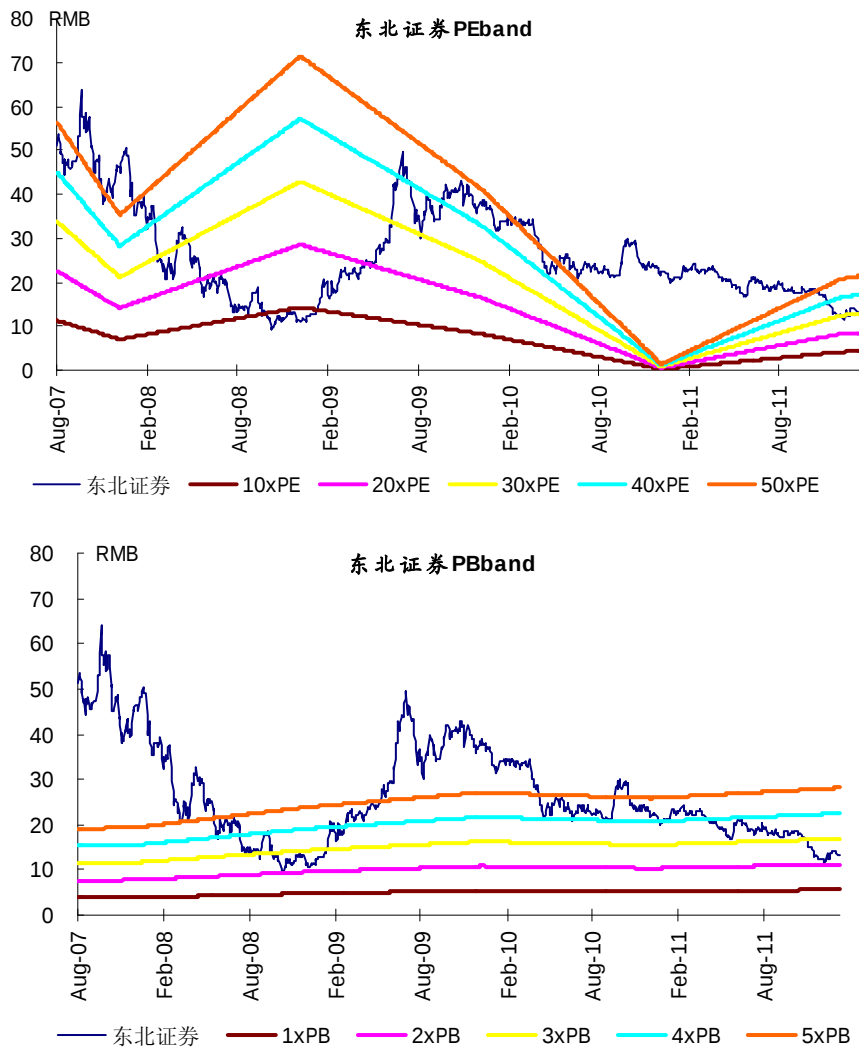
12 年日均股票 交易额 (亿元)	Base	每股收益					每股净资产					净资产收益率, %					每股收益弹性, %				
		-400	-200	Base	+200	+400	-400	-200	Base	+200	+400	-400	-200	Base	+200	+400	-400	-200	Base	+200	+400
中信证券	2100	0.59	0.62	0.65	0.67	0.70	7.98	8.01	8.03	8.06	8.09	7.4	7.7	8.0	8.3	8.6	(8)	(4)	-	4	8
中信证券-H 股	2100	0.73	0.77	0.80	0.83	0.86	9.88	9.91	9.94	9.97	10.00	7.4	7.7	8.0	8.3	8.6	(8)	(4)	-	4	8
海通证券	2100	0.43	0.46	0.49	0.52	0.55	5.86	5.89	5.92	5.95	5.98	7.3	7.8	8.2	8.7	9.1	(12)	(6)	-	6	12
华泰证券	2100	0.39	0.44	0.49	0.53	0.58	6.32	6.37	6.42	6.46	6.51	6.1	6.9	7.6	8.3	8.9	(20)	(10)	-	10	20
广发证券	2100	0.88	0.96	1.05	1.13	1.21	11.25	11.33	11.41	11.49	11.57	7.9	8.5	9.2	9.8	10.4	(16)	(8)	-	8	16
招商证券	2100	0.51	0.55	0.59	0.63	0.67	5.64	5.68	5.72	5.76	5.80	9.1	9.7	10.4	11.0	11.6	(14)	(7)	-	7	14
光大证券	2100	0.59	0.64	0.68	0.72	0.76	7.08	7.12	7.16	7.20	7.24	8.4	8.9	9.5	10.0	10.5	(12)	(6)	-	6	12
国元证券	2100	0.38	0.41	0.44	0.47	0.50	7.86	7.89	7.93	7.96	7.99	4.8	5.2	5.5	5.9	6.3	(14)	(7)	-	7	14
长江证券	2100	0.31	0.36	0.40	0.44	0.48	5.24	5.28	5.32	5.37	5.41	6.0	6.8	7.5	8.2	8.9	(21)	(11)	-	11	21
宏源证券	2100	0.54	0.60	0.66	0.72	0.77	5.50	5.56	5.62	5.68	5.73	9.8	10.8	11.7	12.6	13.5	(18)	(9)	-	9	18
西南证券	2100	0.31	0.33	0.35	0.37	0.38	5.18	5.20	5.22	5.24	5.26	6.0	6.3	6.7	7.0	7.3	(10)	(5)	-	5	10
兴业证券	2100	0.31	0.35	0.38	0.41	0.45	4.15	4.18	4.22	4.25	4.29	7.5	8.3	9.0	9.7	10.4	(18)	(9)	-	9	18
东北证券	2100	0.26	0.34	0.42	0.49	0.57	5.43	5.50	5.58	5.66	5.74	4.8	6.1	7.4	8.7	10.0	(38)	(19)	-	19	38
国金证券	2100	0.25	0.29	0.33	0.38	0.42	3.56	3.60	3.64	3.68	3.73	7.1	8.1	9.2	10.2	11.2	(25)	(12)	-	12	25
太平洋证券	2100	0.07	0.09	0.10	0.12	0.13	1.46	1.48	1.49	1.51	1.52	5.0	5.9	6.9	7.8	8.8	(30)	(15)	-	15	30
12 年日均股票 交易额 (亿元)	Base	目前股价对应市盈率					目前股价对应市净率					部分加总每股价值					每股价值弹性, %				
		-400	-200	Base	+200	+400	-400	-200	Base	+200	+400	-400	-200	Base	+200	+400	-400	-200	Base	+200	+400
中信证券	2100	18.3	17.5	16.8	16.2	15.5	1.4	1.4	1.3	1.3	1.3	14.68	14.94	15.20	15.46	15.72	(3)	(2)	-	2	3
中信证券-H 股	2100	21.4	20.5	19.7	18.9	18.2	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	18.16	18.48	18.80	19.13	19.45	(3)	(2)	-	2	3
海通证券	2100	19.7	18.4	17.3	16.4	15.5	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	9.88	10.17	10.46	10.75	11.04	(6)	(3)	-	3	6
华泰证券	2100	21.3	18.9	17.0	15.5	14.2	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	11.76	12.25	12.74	13.22	13.71	(8)	(4)	-	4	8
广发证券	2100	27.8	25.5	23.5	21.8	20.3	2.2	2.2	2.2	2.1	2.1	19.72	20.53	21.34	22.16	22.97	(8)	(4)	-	4	8
招商证券	2100	21.3	19.7	18.4	17.2	16.2	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	10.23	10.63	11.03	11.44	11.84	(7)	(4)	-	4	7
光大证券	2100	17.9	16.7	15.7	14.8	14.0	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	13.21	13.63	14.05	14.46	14.88	(6)	(3)	-	3	6
国元证券	2100	24.2	22.3	20.7	19.4	18.1	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	11.29	11.61	11.92	12.23	12.54	(5)	(3)	-	3	5
长江证券	2100	24.9	22.0	19.6	17.8	16.2	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4	9.01	9.43	9.85	10.28	10.70	(9)	(4)	-	4	9
宏源证券	2100	22.1	19.9	18.2	16.7	15.4	2.2	2.1	2.1	2.1	2.1	11.51	12.10	12.68	13.27	13.86	(9)	(5)	-	5	9
西南证券	2100	28.0	26.4	25.1	23.8	22.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	7.45	7.63	7.81	7.99	8.17	(5)	(2)	-	2	5
兴业证券	2100	33.9	30.6	27.9	25.6	23.6	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	9.05	9.39	9.73	10.07	10.41	(7)	(3)	-	3	7
东北证券	2100	50.7	38.9	31.6	26.6	22.9	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	12.21	13.00	13.78	14.56	15.35	(11)	(6)	-	6	11
国金证券	2100	41.1	35.2	30.8	27.4	24.7	2.9	2.9	2.8	2.8	2.8	7.45	7.87	8.28	8.70	9.12	(10)	(5)	-	5	10
太平洋证券	2100	96.2	79.5	67.8	59.1	52.3	4.8	4.7	4.7	4.6	4.6	3.15	3.30	3.46	3.61	3.76	(9)	(4)	-	4	9

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 4: 融资融券业务敏感性分析

12年融资融券占 自有资金比例	Base	每股收益					每股净资产					净资产收益率, %					每股收益弹性, %				
		-20%	-10%	Base	+10%	+40%	-20%	-10%	Base	+20%	+40%	-20%	-10%	Base	+20%	+40%	-20%	-10%	Base	+20%	+40%
中信证券	25%	0.64	0.64	0.65	0.65	0.65	8.03	8.03	8.03	8.04	8.04	7.99	8.01	8.03	8.05	8.07	(1)	(0)	-	0	1
中信证券-H股	25%	0.79	0.80	0.80	0.80	0.80	9.94	9.94	9.94	9.94	9.94	7.99	8.01	8.03	8.05	8.07	(1)	(0)	-	0	1
海通证券	18%	0.48	0.49	0.49	0.49	0.49	5.92	5.92	5.92	5.92	5.93	8.18	8.20	8.23	8.25	8.27	(1)	(0)	-	0	1
华泰证券	38%	0.48	0.48	0.49	0.49	0.49	6.41	6.41	6.42	6.42	6.42	7.50	7.53	7.56	7.59	7.63	(1)	(0)	-	0	1
广发证券	25%	1.04	1.04	1.05	1.05	1.05	11.41	11.41	11.41	11.41	11.42	9.12	9.15	9.17	9.19	9.21	(1)	(0)	-	0	1
招商证券	175%	0.59	0.59	0.59	0.60	0.60	5.72	5.72	5.72	5.73	5.73	10.28	10.32	10.36	10.40	10.43	(1)	(0)	-	0	1
光大证券	43%	0.67	0.67	0.68	0.68	0.68	7.15	7.16	7.16	7.16	7.17	9.38	9.42	9.47	9.51	9.55	(1)	(0)	-	0	1
国元证券	8%	0.44	0.44	0.44	0.44	0.44	7.92	7.93	7.93	7.93	7.93	5.51	5.52	5.53	5.54	5.56	(0)	(0)	-	0	0
长江证券	23%	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	5.32	5.32	5.32	5.32	5.33	7.46	7.47	7.49	7.51	7.53	(0)	(0)	-	0	0
宏源证券	55%	0.65	0.65	0.66	0.66	0.66	5.61	5.62	5.62	5.62	5.62	11.63	11.65	11.68	11.71	11.74	(1)	(0)	-	0	1
西南证券	8%	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35	5.22	5.22	5.22	5.22	5.22	6.64	6.65	6.66	6.67	6.68	(0)	(0)	-	0	0
兴业证券	25%	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	4.22	4.22	4.22	4.22	4.22	8.95	8.97	9.00	9.03	9.06	(1)	(0)	-	0	1
东北证券	10%	0.41	0.41	0.42	0.42	0.42	5.58	5.58	5.58	5.58	5.59	7.39	7.42	7.45	7.47	7.50	(1)	(0)	-	0	1
国金证券	8%	0.33	0.33	0.33	0.34	0.34	3.64	3.64	3.64	3.64	3.64	9.15	9.17	9.18	9.20	9.22	(0)	(0)	-	0	0
太平洋证券	8%	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	1.49	1.49	1.49	1.49	1.49	6.87	6.89	6.90	6.91	6.93	(0)	(0)	-	0	0
12年融资融券占 自有资金比例	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, %				
		-20%	-10%	Base	+20%	+40%	-20%	-10%	Base	+20%	+40%	-20%	-10%	Base	+20%	+40%	-20%	-10%	Base	+20%	+40%
中信证券	25%	16.9	16.8	16.8	16.8	16.7	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	14.96	15.08	15.20	15.32	15.44	(2)	(1)	-	1	2
中信证券-H股	25%	19.8	19.7	19.7	19.6	19.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	18.50	18.65	18.80	18.95	19.11	(2)	(1)	-	1	2
海通证券	18%	17.4	17.4	17.3	17.3	17.2	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	10.35	10.40	10.46	10.52	10.58	(1)	(1)	-	1	1
华泰证券	38%	17.2	17.1	17.0	16.9	16.9	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	12.52	12.63	12.74	12.84	12.95	(2)	(1)	-	1	2
广发证券	25%	23.6	23.5	23.5	23.4	23.4	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	21.11	21.23	21.34	21.46	21.57	(1)	(1)	-	1	1
招商证券	175%	18.5	18.5	18.4	18.3	18.3	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	10.87	10.95	11.03	11.12	11.20	(1)	(1)	-	1	1
光大证券	43%	15.9	15.8	15.7	15.6	15.6	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	13.81	13.93	14.05	14.17	14.28	(2)	(1)	-	1	2
国元证券	8%	20.8	20.8	20.7	20.7	20.6	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	11.84	11.88	11.92	11.96	12.00	(1)	(0)	-	0	1
长江证券	23%	19.7	19.7	19.6	19.6	19.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	9.75	9.80	9.85	9.91	9.96	(1)	(1)	-	1	1
宏源证券	55%	18.3	18.2	18.2	18.1	18.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	12.48	12.58	12.68	12.79	12.89	(2)	(1)	-	1	2
西南证券	8%	25.1	25.1	25.1	25.0	25.0	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	7.74	7.78	7.81	7.84	7.88	(1)	(0)	-	0	1
兴业证券	25%	28.1	28.0	27.9	27.8	27.7	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	9.59	9.66	9.73	9.80	9.87	(1)	(1)	-	1	1
东北证券	10%	31.8	31.7	31.6	31.5	31.3	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	13.57	13.68	13.78	13.88	13.99	(2)	(1)	-	1	2
国金证券	8%	31.0	30.9	30.8	30.8	30.7	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	8.21	8.25	8.28	8.32	8.36	(1)	(0)	-	0	1
太平洋证券	8%	68.1	67.9	67.8	67.7	67.5	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	3.43	3.44	3.46	3.47	3.48	(1)	(0)	-	0	1

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/或机构投资者提供。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，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将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
上海市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

北京市建国门外大街甲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

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

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

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

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

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

