



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

观点聚焦

2009 年 11 月 19 日

证券业

研究部

王松柏

分析员

wangsb@cicc.com.cn

刘欣

联系人

Liuxin3@cicc.com.cn

短期区间交易为主、长期布局创新业务

2010 年证券行业投资策略

投资提示：

在目前盈利模式下，证券公司“融资潮”将逐步拉低自营业务投资收益率和估值倍数。短期以区间交易策略为主，股价低估或者事件性催化剂成为短期选股的主要维度，首选相对估值最低的中信证券和拥有再融资概念的东北证券。融资融券一旦推出将大幅提升自营业务投资收益率和估值倍数，行业重估机会或将来临。由于创新业务资本密集型的特征，自有资产规模较大或者目前自营业务投资收益率较低并且有望率先获得创新业务资格成为中期选股的主要维度，首选中信证券、海通证券、光大证券。（图表 43-图表 46）

理由：

不考虑创新业务的推出，在 10 年日均股票交易额 1700 亿元-2500 亿元，股票市场上涨 0%-40% 的假设下，证券行业营业收入和净利润的波动幅度分别为±20%以内和±35%以内。融资融券和股指期货一旦推出，对业绩短期放大比例将超过 20%，长期放大比例有望达到 35%以上。

- ▶ 09 年前 10 个月股票换手率高达 324%，已经超过韩国和台湾过去 10 年平均股票换手率，而中国历史最高股票换手率仅为 221%。深交所个人投资者交易额占比超过 80%的现状与韩国和台湾历史情况较为类似，但是在 T+1 和融资融券缺位的制度框架下，股票换手率继续提高并达到韩国和台湾曾经超过 350%历史高位的概率较低。在 10 年股票换手率 190%-230%、股票市场上涨 0%-40%的假设下，日均股票交易额介于 1700 亿元-2500 亿元。
- ▶ 09 年下半年的“融资潮”使得上市证券公司自有资产迅速膨胀，由于风险控制的要求，证券公司对固定收益类投资和货币市场类投资比例将上升，导致自营业务投资收益率难以达到 10%，从而拉低自营业务的投资收益率和估值倍数。而融资融券一旦推出，较低的风险、有望高达 10%的融资融券利率和与经纪业务的协同效应必将大量分流传统自营业务的自有资产，迅速提升自营业务的投资收益率和估值倍数。
- ▶ 在融资融券将于 10 年推出、证券公司两年内仅仅使用 50%自有资金和固定收益类投资开展业务、融资融券利率为 10%的假设下，融资融券对 10 年业绩的放大比例为 12%；在证券金融公司设立之后，融资融券对业绩的放大比例有望提升到 25%以上。在股指期货将于 10 年推出、股指期货交易额与股票交易额持平、净手续费率为 0.15%的假设下，股指期货对 10 年业绩的放大比例为 10%，并在之后基本保持稳定。（图表 24、图表 27-图表 40）

估值：

我们采用部分加总法对证券公司进行估值。由于自营业务与股票市场关联度较高导致业绩的可预见性较差，我们采用 PB 估值法对自营业务估值。对自营业务的现有价值，采用自有资金账面值；对自营业务的未来价值，采用未来净利润折现值（14.5%-15%股东权益成本、5%可持续增长率）。由于非自营业务收入增长与资本规模关联度较低，因此我们采用 PE 估值法对非自营业务进行估值。由于非自营业务进入稳定增长期，我们采用 20 倍 PE 进行估值。

风险：

高度依赖经纪业务和自营业务的现有盈利模式导致证券公司业绩对股票市场涨跌较为敏感。创新业务的推出对证券公司价值产生重大影响，但创新业务推出时间、进度、方式等预期尚不明确。

目录

传统业务将进入稳定增长期	4
目前盈利模式下 10 年证券行业业绩难以大幅增长	4
经纪业务大幅增长概率较低	8
目前盈利模式下自营业务长期投资收益率将难以超过 10%	12
投资银行业务结构继续优化	13
资产管理业务贡献小幅提升	14
创新业务成为优化盈利模式的主要途径	16
创新业务将彻底改变业务结构并明显提升资产运用效率	16
融资融券渐进式的推出方式使业绩长期增长可期	18
股指期货对业绩增量贡献约为 10%	21
证券公司估值及评级	23
“融资潮”将极大地改变经纪业务为主的价值导向	23
目前盈利模式下区间交易成为主要投资策略	23
创新业务一旦推出将带来行业性重估机会	23
中信证券(600030/30.11 元): 推荐	27
海通证券(600837/15.58 元): 上调评级至审慎推荐	32
长江证券(000783/18.16 元): 中性	35
宏源证券(000562/24.02 元): 中性	38
国元证券(000728/20.23 元): 中性	41
东北证券(000686/40.79 元): 推荐	44

图表目录

图表 1: 日均股票交易额和股票市场将保持稳定增长	5
图表 2: 不考虑创新业务, 证券行业收入仅小幅增长	5
图表 3: 不考虑创新业务, 证券行业净资产收益率将逐年小幅下滑	5
图表 4: 不考虑创新业务, 证券行业盈利模式仍将高度依赖经纪业务	6
图表 5: 证券行业未来 5 年基本假设和盈利预测	6
图表 6: 10 年证券行业收入敏感性分析	7
图表 7: 10 年证券行业收入增速敏感性分析	7
图表 8: 10 年证券行业净利润敏感性分析	7
图表 9: 10 年证券行业净利润增速敏感性分析	7
图表 10: 样本国家股票换手率驱动因素比较	9
图表 11: 09 年前 3 个季度中国股票换手率居于全球次席	9
图表 12: 美国股票换手率	10
图表 13: 韩国、台湾股票换手率	10
图表 14: 日本、香港股票换手率	10
图表 15: 中国 09 年股票换手率将成为历史高点	11
图表 16: 10 年日均股票交易额敏感性分析	11
图表 17: 经纪业务净手续费率	11
图表 18: 上市证券公司直接投资业务概况	12
图表 19: 上市证券公司直接投资业务上市概况	12
图表 20: 股票及股票连接融资额	13
图表 21: 企业主体债券融资额	13
图表 22: 集合资产管理业务规模	15
图表 23: 基金管理资产规模	15
图表 24: 未来 4 年融资融券和股指期货基本假设和盈利预测	16
图表 25: 证券行业目前盈利模式	17
图表 26: 证券行业未来盈利模式	17
图表 27: 10 年融资融券规模敏感性分析	19
图表 28: 10 年融资融券交易额敏感性分析	19
图表 29: 10 年融资融券手续费敏感性分析	19

图表 30: 10 年融资融券利息敏感性分析.....	19
图表 31: 10 年融资融券收入敏感性分析.....	20
图表 32: 10 年融资融券收入放大比例敏感性分析.....	20
图表 33: 10 年融资融券净利润敏感性分析.....	20
图表 34: 10 年融资融券净利润放大比例敏感性分析.....	20
图表 35: 10 年股指期货手续费敏感性分析.....	21
图表 36: 10 年股指期货客户存款利息敏感性分析.....	21
图表 37: 10 年股指期货收入敏感性分析.....	21
图表 38: 10 年股指期货收入放大比例敏感性分析.....	22
图表 39: 10 年股指期货净利润敏感性分析.....	22
图表 40: 10 年股指期货净利润放大比例敏感性分析.....	22
图表 41: 10 年证券公司部分加总法估值.....	24
图表 42: 证券公司估值对比.....	24
图表 43: 经纪业务敏感性分析.....	25
图表 44: 自营业务敏感性分析.....	25
图表 45: 融资融券敏感性分析.....	26
图表 46: 股指期货敏感性分析.....	26
图表 47: 中信证券财务数据摘要及预测.....	28
图表 48: 中信证券盈利预测调整.....	29
图表 49: 中信证券盈利预测主要假设调整.....	29
图表 50: 出售中信建投证券每股收益减少敏感性分析.....	30
图表 51: 出售中信建投证券再投资每股收益增加敏感性分析 (假设 1.5 倍PB出售中信建投证券股权).....	30
图表 52: 出售中信建投证券再投资每股收益净减少敏感性分析 (假设 1.5 倍PB出售中信建投证券股权).....	30
图表 53: 出售中信建投证券再投资每股价值净减少敏感性分析 (假设 1.5 倍PB出售中信建投证券股权).....	30
图表 54: 出售华夏每股收益减少敏感性分析.....	31
图表 55: 出售华夏基金再投资每股收益增加敏感性分析 (假设 10 倍PE出售华夏基金股权).....	31
图表 56: 出售华夏基金再投资每股收益净减少敏感性分析 (假设 10 倍PE出售华夏基金股权).....	31
图表 57: 出售华夏基金再投资每股价值净减少敏感性分析 (假设 10 倍PE出售华夏基金股权).....	31
图表 58: 海通证券财务数据摘要及预测.....	33
图表 59: 海通证券盈利预测调整.....	34
图表 60: 海通证券盈利预测主要假设调整.....	34
图表 61: 长江证券财务数据摘要及预测.....	36
图表 62: 长江证券盈利预测调整.....	37
图表 63: 长江证券盈利预测主要假设调整.....	37
图表 64: 宏源证券财务数据摘要及预测.....	39
图表 65: 宏源证券盈利预测调整.....	40
图表 66: 宏源证券盈利预测主要假设调整.....	40
图表 67: 国元证券财务数据摘要及预测.....	42
图表 68: 国元证券盈利预测调整.....	43
图表 69: 国元证券盈利预测主要假设调整.....	43
图表 70: 东北证券财务数据摘要及预测.....	45
图表 71: 东北证券盈利预测调整.....	46
图表 72: 东北证券盈利预测主要假设调整.....	46

传统业务将进入稳定增长期

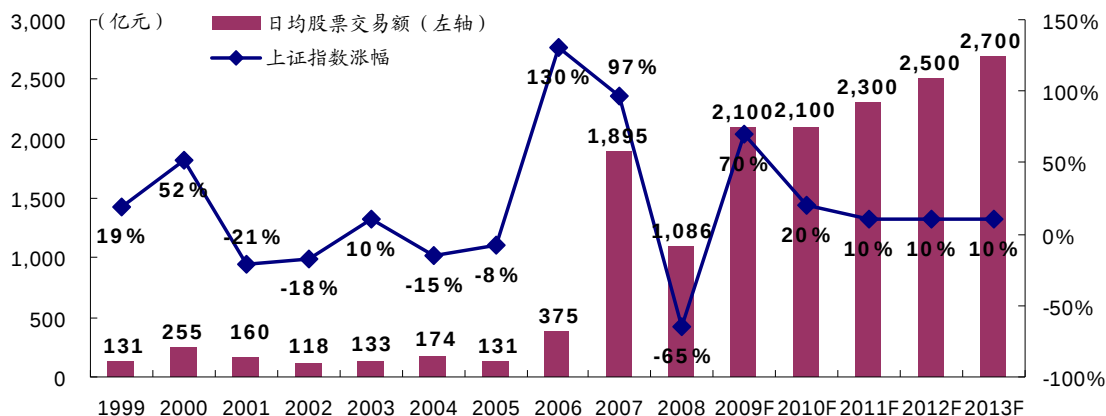
目前证券行业高度依赖经纪业务和自营业务的盈利模式导致证券行业业绩与股票市场高度相关。在 09 年前 10 个月日均股票交易额创出 2099 亿元的历史新高之后，经纪业务再现 06 年、07 年爆发式增长的概率已经极低；同时随着中国证监会对现有服务部在 2010 年 10 月升级完毕时限的临近和对营业网点审批的逐步放松，经纪业务净手续费率逐年下滑已成必然。在股票市场 2010 年继续大幅上涨 50% 以上概率较低、持续经营和再融资将导致权益类投资的配置比例逐步降低的前提下，自营业务投资收益率将难以明显提升，而直接投资业务受制于净资本和锁定期限制，短期难以贡献明显收益。在不考虑股指期货、融资融券等创新业务的前提下，我们预测 09 年证券行业的营业收入和净利润将大幅增长 50% 以上，同时净资产收益率将提升至 17.4%；10 年营业收入和净利润将微幅增长，净资产收益率将小幅下滑至 15.5%。未来几年，经纪业务和自营业务难有大幅增长，证券行业营业收入和净利润在目前盈利模式下的复合增长率将仅为 5% 左右，净资产收益率也将逐年小幅下滑。

目前盈利模式下 10 年证券行业业绩难以大幅增长

在 09 年前 10 个月日均股票交易额同比大幅增长 88%、上证指数由去年同期累计下跌了 67% 变为大幅上涨了 65% 的前提下，不考虑创新业务对业绩带来的影响，我们预测证券行业 09 年的营业收入和净利润将大幅增长 51% 和 49% 至 2064 亿元和 723 亿元，净资产收益率也将从 08 年的 13.6% 提升至 17.4%。但 10 年营业收入和净利润仅小幅 2% 和 1% 至 2095 亿元和 731 亿元，净资产收益率也将小幅下滑至 15.5%，日均股票交易额的滞涨和股票市场涨幅的下降是主要原因。

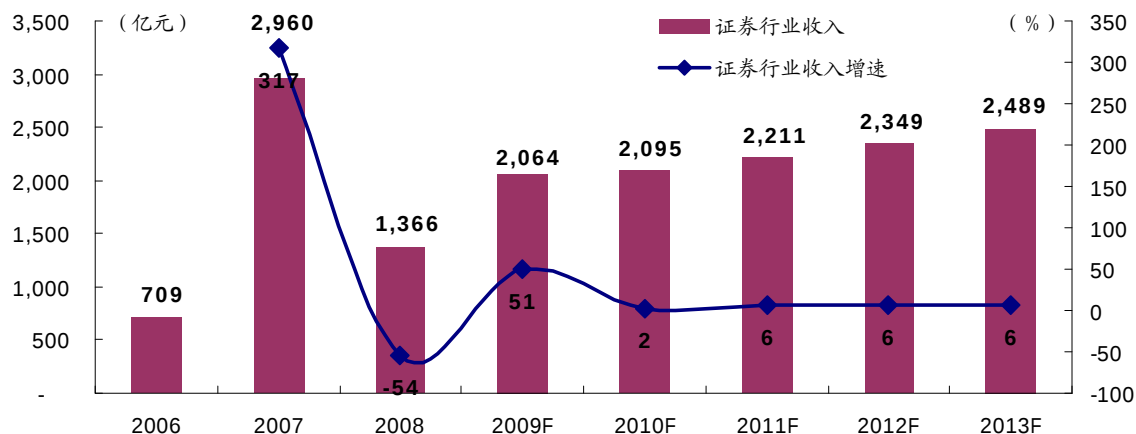
- ▶ 作为证券行业最主要的收入来源，日均股票交易额已从 08 年的 1086 亿元跃升至 09 年前 10 个月的 2099 亿元，我们预测 09 年日均股票交易额为 2100 亿元，10 年将与 09 年基本持平；净手续费率经历了 09 年的大幅下滑后，我们预测净手续费率将在 09 年 1.25% 的基础上继续下滑 5% 至 1.19%。在此之后日均股票交易额将稳定增长，但净手续费率将持续小幅下滑。
- ▶ 尽管 09 年前 10 个月上证指数涨幅高达 65%，但是由于证券公司权益类投资的配置比例较低导致自营业务收入仍难以回到 06 年水平。我们预测股票市场 09 年涨幅为 70%，10 年涨幅下降为 20%，之后几年涨幅均为 10%，证券公司之后几年的权益类投资配置比例将保持在 09 年的水平，即权益类投资配置比例 10%、固定收益类投资配置比例 40%、货币市场类投资配置比例 50%，导致自营业务长期投资收益率难以超过 10%。
- ▶ 受到日均股票交易额大幅增长后保持稳定以及净手续费率持续下滑的影响，09 年经纪业务收入占比较 08 年的 76% 提升了 1 个百分点，10 年进一步下滑至 73%，并在之后几年继续小幅下滑；自营业务在权益类和固定收益类配置比例保持稳定以及直接投资业务的逐步发展的假设下，收入占比将始终保持在 8%-9% 的水平上。
- ▶ 敏感性分析显示在股票市场继续上涨 40%、日均股票交易额 2500 亿元的乐观假设下，10 年证券行业营业收入和净利润将分别增长 19% 和 36%；而在股票市场持平、日均股票交易额萎缩至 1700 亿元的悲观假设下，10 年证券行业收入和净利润将分别下降 16% 和 34%。

图表 1: 日均股票交易额和股票市场将保持稳定增长



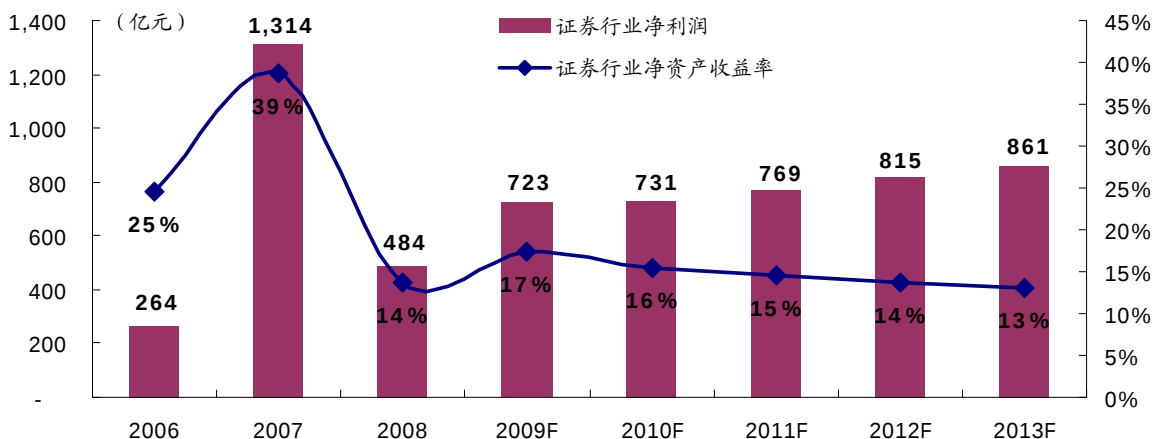
资料来源: WIND 资讯、上交所、深交所、中金公司研究部

图表 2: 不考虑创新业务, 证券行业收入仅小幅增长



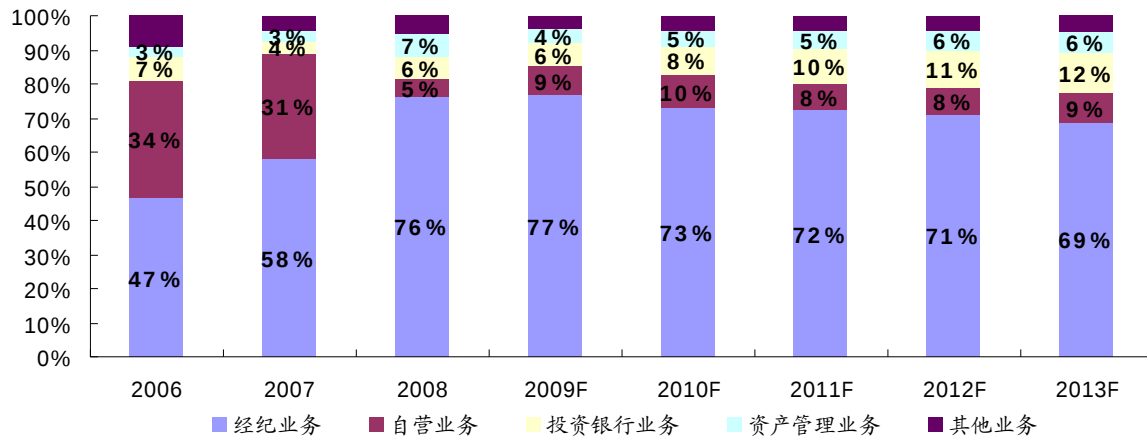
资料来源: 中国证券业协会、公司数据、中金公司研究部

图表 3: 不考虑创新业务, 证券行业净资产收益率将逐年小幅下滑



资料来源: 中国证券业协会、公司数据、中金公司研究部

图表 4：不考虑创新业务，证券行业盈利模式仍将高度依赖经纪业务



资料来源：中国证券业协会、公司数据、中金公司研究部

图表 5：证券行业未来 5 年基本假设和盈利预测

单位：亿元	2005	2006	2007	2008	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F	4-YR CAGR
宏观经济及证券市场指标										
名义GDP	183,217	211,924	249,530	300,670	337,713	365,135	410,119	460,646	517,398	11.3%
实际GDP增速(%)	10.4	11.6	11.9	9.0	8.0	6.0	8.0	8.0	8.0	
GDP指数增速(%)	3.8	3.6	5.2	10.5	4.0	2.0	4.0	4.0	4.0	
市价总值	32,430	89,404	327,141	121,366	216,639	272,965	315,275	364,142	420,585	18.0%
流通市值	10,631	25,004	93,064	45,214	162,479	259,317	315,275	364,142	420,585	26.8%
市价总值证券化率(%)	17.7%	42.2%	131.1%	40.4%	64.1%	74.8%	76.9%	79.1%	81.3%	
流通市值证券化率(%)	5.8%	11.8%	37.3%	15.0%	48.1%	71.0%	76.9%	79.1%	81.3%	
股票流通比例(%)	32.8%	28.0%	28.4%	37.3%	75.0%	95.0%	100.0%	100.0%	100.0%	
年均市价总值换手率(%)	91.1%	148.5%	221.1%	119.1%	300.7%	207.6%	189.2%	178.1%	166.5%	
年均流通市值换手率(%)	283.7%	507.8%	780.2%	386.3%	489.4%	241.0%	193.7%	178.1%	166.5%	
日均股票交易额	131	375	1,895	1,086	2,100	2,100	2,300	2,500	2,700	6.5%
上证指数	1,161	2,675	5,262	1,821	3,095	3,714	4,086	4,494	4,944	12.4%
深证综指	279	551	1,447	553	941	1,129	1,242	1,366	1,502	12.4%
上证指数涨幅(%)	-8.3%	130.4%	96.7%	-65.4%	70.0%	20.0%	10.0%	10.0%	10.0%	
深证综指涨幅(%)	-11.7%	97.5%	162.8%	-61.8%	70.0%	20.0%	10.0%	10.0%	10.0%	
股票及股票连接融资额	329	2,264	7,102	2,999	2,702	3,651	4,921	5,528	6,209	23.1%
企业主体债券融资额	3,136	4,513	6,151	9,697	18,574	21,908	26,658	32,245	38,805	20.2%
股票及股票连接融资额/GDP	0.2%	1.1%	2.8%	1.0%	0.8%	1.0%	1.2%	1.2%	1.2%	
企业主体债券融资额/GDP	1.7%	2.1%	2.5%	3.2%	5.5%	6.0%	6.5%	7.0%	7.5%	
证券行业主要指标										
营业收入	709	2,960	1,366	2,064	2,095	2,211	2,349	2,489	2,489	4.8%
经纪业务	330	1,710	1,042	1,585	1,529	1,600	1,659	1,711	1,711	1.9%
自营业务	243	912	71	177	201	174	195	217	217	5.3%
投资银行业务	51	107	89	133	171	221	253	290	290	21.6%
资产管理业务	19	98	93	90	106	121	136	154	154	14.3%
其他业务	66	132	72	79	87	96	106	116	116	10.0%
净利润	264	1,314	484	723	731	769	815	861	861	4.5%
净资产	1,070	3,401	3,559	4,161	4,710	5,297	5,920	6,577	6,577	12.1%
净利润率(%)	37.2%	44.4%	35.5%	35.0%	34.9%	34.8%	34.7%	34.6%	34.6%	-0.3%
净资产收益率(%)	24.6%	38.6%	13.6%	17.4%	15.5%	14.5%	13.8%	13.1%	13.1%	-6.8%
证券行业主要指标增速(%)										
营业收入			317.4	-53.8	51.0	1.5	5.5	6.3	6.0	
经纪业务			418.0	-39.1	52.1	-3.5	4.6	3.7	3.1	
自营业务			275.6	-92.3	150.1	14.0	-13.8	12.3	11.5	
投资银行业务			110.6	-17.3	50.1	28.3	29.5	14.7	14.7	
资产管理业务			411.0	-4.6	-3.6	17.8	13.7	12.8	13.0	
其他业务			100.7	-45.6	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	
净利润			398.2	-63.1	49.3	1.0	5.2	6.0	5.7	
净资产			217.8	4.6	16.9	13.2	12.4	11.8	11.1	
证券行业分业务营业收入占比										
经纪业务		46.6%	57.8%	76.2%	76.8%	73.0%	72.4%	70.6%	68.8%	
自营业务		34.3%	30.8%	5.2%	8.6%	9.6%	7.9%	8.3%	8.7%	
投资银行业务		7.2%	3.6%	6.5%	6.4%	8.1%	10.0%	10.8%	11.7%	
资产管理业务		2.7%	3.3%	6.8%	4.4%	5.1%	5.5%	5.8%	6.2%	
其他业务		9.3%	4.5%	5.3%	3.8%	4.2%	4.3%	4.5%	4.7%	

资料来源：上交所、深交所、中国债券信息网、巨潮信息、WIND 资讯、CEIC、中国证券业协会、中金公司研究部

图表 6: 10 年证券行业收入敏感性分析

10年证券行业收入 (亿元)		日均股票交易额 (亿元)										
		1,600	1,700	1,800	1,900	2,000	2,100	2,200	2,300	2,400	2,500	2,600
上证指数涨幅 (%)	0%	1,671	1,737	1,802	1,868	1,933	1,999	2,064	2,130	2,195	2,261	2,326
	5%	1,695	1,761	1,826	1,892	1,957	2,023	2,088	2,154	2,219	2,285	2,350
	10%	1,719	1,785	1,850	1,916	1,981	2,047	2,112	2,178	2,243	2,309	2,374
	15%	1,743	1,809	1,874	1,940	2,005	2,071	2,136	2,202	2,267	2,333	2,398
	20%	1,767	1,833	1,898	1,964	2,029	2,095	2,160	2,226	2,291	2,357	2,422
	25%	1,791	1,857	1,922	1,988	2,053	2,119	2,184	2,250	2,315	2,381	2,446
	30%	1,815	1,881	1,946	2,012	2,077	2,143	2,208	2,274	2,339	2,405	2,470
	35%	1,839	1,905	1,970	2,036	2,101	2,167	2,232	2,298	2,363	2,429	2,494
	40%	1,863	1,929	1,994	2,060	2,125	2,191	2,256	2,322	2,387	2,453	2,518

资料来源: 中金公司研究部

图表 7: 10 年证券行业收入增速敏感性分析

10年证券行业 收入增速 (%)		日均股票交易额 (亿元)										
		1,600	1,700	1,800	1,900	2,000	2,100	2,200	2,300	2,400	2,500	2,600
上证指数涨幅 (%)	0%	-19	-16	-13	-9	-6	-3	0	3	6	10	13
	5%	-18	-15	-12	-8	-5	-2	1	4	8	11	14
	10%	-17	-14	-10	-7	-4	-1	2	6	9	12	15
	15%	-16	-12	-9	-6	-3	0	4	7	10	13	16
	20%	-14	-11	-8	-5	-2	2	5	8	11	14	17
	25%	-13	-10	-7	-4	-1	3	6	9	12	15	19
	30%	-12	-9	-6	-3	1	4	7	10	13	17	20
	35%	-11	-8	-5	-1	2	5	8	11	15	18	21
	40%	-10	-7	-3	0	3	6	9	13	16	19	22

资料来源: 中金公司研究部

图表 8: 10 年证券行业净利润敏感性分析

10年证券行业 净利润 (亿元)		日均股票交易额 (亿元)										
		1,600	1,700	1,800	1,900	2,000	2,100	2,200	2,300	2,400	2,500	2,600
上证指数涨幅 (%)	0%	430	477	523	570	616	663	709	755	802	848	895
	5%	447	494	540	587	633	680	726	772	819	865	912
	10%	464	511	557	604	650	697	743	789	836	882	929
	15%	481	528	574	621	667	714	760	806	853	899	946
	20%	498	545	591	638	684	731	777	823	870	916	963
	25%	515	562	608	655	701	748	794	840	887	933	980
	30%	532	579	625	672	718	765	811	857	904	950	997
	35%	549	596	642	689	735	782	828	874	921	967	1,014
	40%	566	613	659	706	752	799	845	891	938	984	1,031

资料来源: 中金公司研究部

图表 9: 10 年证券行业净利润增速敏感性分析

10年证券行业 净利润增速 (%)		日均股票交易额 (亿元)										
		1,600	1,700	1,800	1,900	2,000	2,100	2,200	2,300	2,400	2,500	2,600
上证指数涨幅 (%)	0%	-40	-34	-28	-21	-15	-8	-2	4	11	17	24
	5%	-38	-32	-25	-19	-12	-6	0	7	13	20	26
	10%	-36	-29	-23	-17	-10	-4	3	9	16	22	28
	15%	-33	-27	-21	-14	-8	-1	5	11	18	24	31
	20%	-31	-25	-18	-12	-5	1	7	14	20	27	33
	25%	-29	-22	-16	-9	-3	3	10	16	23	29	35
	30%	-26	-20	-14	-7	-1	6	12	19	25	31	38
	35%	-24	-18	-11	-5	2	8	14	21	27	34	40
	40%	-22	-15	-9	-2	4	10	17	23	30	36	43

资料来源: 中金公司研究部

经纪业务大幅增长概率较低

经纪业务收入在 07 年达到 1710 亿元的历史高点后, 08 年大幅萎缩至 1042 亿元。尽管 09 年前 10 个月 2099 亿元的日均股票交易额已经超越了 07 年的 1895 亿元, 但我们预测由于净手续费率的持续下降导致 09 年经纪业务收入将仅为 1585 亿元; 10 年日均股票交易额将与 09 年持平, 但净手续费率小幅下降导致经纪业务收入小幅下降至 1529 亿元; 未来几年尽管日均股票交易额小幅增长, 但净手续费率的逐年下滑使得复合增长率仅为 1.9%。

我们预测 09 年和 10 年日均股票交易额同为 2100 亿元, 净手续费率分别为 1.25‰和 1.19‰。主要原因有:

► 在现有制度框架下, 股票换手率将难以保持在 09 年水平。

1. 在我们重点关注的美国、韩国、台湾、日本和香港等国家和地区中, 中国 09 年前 9 个月的年化股票换手率紧随美国居于全球次席; 韩国、台湾排名靠前; 而日本和香港排名靠后。07 年开始的金融危机导致美国的股票换手率明显脱离历史区间; 韩国和台湾过去 10 年的平均股票换手率分别为 215%和 188%, 过去 20 年最高换手率分别为 99 年的 349%和 97 年的 466%; 日本和香港过去 10 年的平均股票换手率分别为 103%和 62%, 过去 20 年最高换手率分别为 08 年的 151%和 07 年的 98%。
2. 样本国家和地区均采用了 T+0 制度和融资融券制度, 不同程度地放大了股票交易额。中国目前采用的 T+1 制度属于中国独创, 从时间上限制了投资者交易频率, 其他样本国家和地区均在设立时就采用了 T+0 制度。融资融券制度通过杠杆交易放大了投资者股票交易额, 目前除中国尚未采用融资融券制度之外, 其他样本国家和地区均在 20 世纪 80 年代之前先后采用了融资融券制度。
3. 样本国家和地区中, 股票换手率与个人投资者股票交易额占比正相关, 但是与交易成本相关性不高。韩国和台湾个人投资者股票交易额占比远远超过日本和香港, 这与韩国和台湾股票换手率明显高于日本和香港的情况完全吻合。但是各国交易成本 (印花税和佣金) 与换手率相关性则不明显, 说明交易成本不是股票换手率的主要决定因素。
4. 在缺乏 T+0 制度和融资融券制度的前提下, 中国股票换手率难以达到韩国和台湾的最高水平。韩国 99 年和台湾 97 年个人投资者股票交易额占比分别高达 76%和 91%, 与深交所 08 年个人投资者股票交易额占比高达 86%的情况较为接近。但是中国 09 年前 9 个月高达 324%的年化股票换手率是在 T+0 制度和融资融券制度尚未推出的前提下出现的, 因此 09 年的高股票换手率在 T+0 制度和融资融券制度推出之前将难以成为常态。
5. 在 10 年股票换手率 190%-230%、股票市场上涨 10%-30%的假设下, 日均股票交易额介于 1800 亿元-2400 亿元之间。除了交易制度、投资者结构之外, 股票市场涨跌与股票交易额正相关。鉴于 10 年股票市场再次大幅上涨 50%以上的概率较低, 我们预测 10 年股票换手率将低于牛市水平 (07 年的 221%和 09 年的 286%)。

► 市价总值外延式增长潜力有限, 将主要依靠内涵式增长。由于多数央企已经在香港和 A 股实现上市, 目前剩余仅在香港上市的央企回归 A 股发行规模也将较为有限, 这在客观上限制了市价总值实现外延式大幅增长的潜力。目前中小型企业规模均十分有限, 短期内难以替代央企迅速做大市价总值。在这种情况下, 通过股票市场上涨实现市价总值增长成为主要方式。

► 营业网点的逐步增加使净手续费率逐步下滑成为必然。中国证监会于 09 年 10 月修订了《关于进一步规范证券营业网点若干问题的通知》, 除了维持现有服务部 2010 年 8 月底前升级完毕之外, 还对营业网点审批的再次放松, 随着营业网点逐步增加, 净手续费率逐年下滑已成必然。

净利息收入将保持小幅增长。尽管 09 年客户存款随着股票市场大幅反弹已经达到相当规模，但由于 08 年客户存款的低基数效应，我们预测 09 年净利息收入将基本持平，之后几年净利息收入将随着股票市场回升而逐步增长。

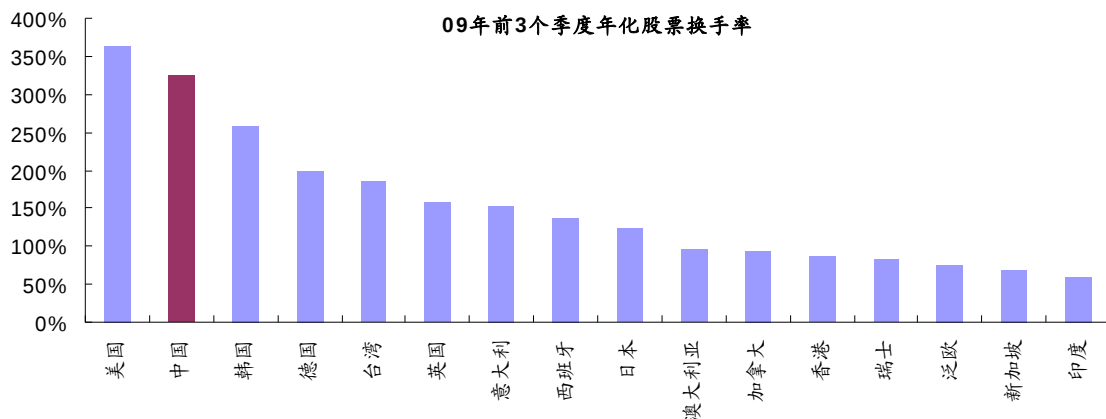
- ▶ **客户存款规模与股票市场涨跌正相关。**由于 09 年前 10 个月股票市场的大幅上涨，客户存款规模也将随之明显增加。由于我们预测 10 年股票市场仍将上涨，我们预测之后几年客户存款规模将随着股票市场上涨呈现出逐年攀升的态势。
- ▶ **净息差将保持稳定。**证券公司的净利息收入主要取决于客户存款利息与同业存款利息之间的净息差，我们预计净息差将基本保持稳定，这使得净利息收入的增长将主要取决于客户存款的增长情况。

图表 10：样本国家股票换手率驱动因素比较

		中国		美国		韩国	台湾	日本	香港
		上交所	深交所	NYSE	NASDAQ	KRX	TSEC	TSE	HKEX
股票换手率	年均换手率	150%	303%	138%	519%	215%	188%	103%	62%
	计算区间	5年	5年	10年	10年	10年	10年	10年	10年
	最高换手率	271%	522%	271%	1137%	349%	466%	151%	98%
	时间	09Q1-Q3	09Q1-Q3	FY08	FY08	FY99	FY97	FY08	FY07
指数涨幅	标的指数	SHCOMP	SZCOMP	SPX	CCMP	KOSPI	TWSE	TPX	HSI
	年均复合涨幅	17%	25%	-3%	-6%	5%	-1%	-6%	2%
	计算区间	5年	5年	10年	10年	10年	10年	10年	10年
	最高换手率年度	53%	72%	-38%	-41%	83%	18%	-41%	39%
交易制度	T+0	×	×	√	√	√	√	√	√
	融资融券	×	×	√	√	√	√	√	√
投资者结构	个人交易占比	NA	86%	NA	NA	49%	76%	NA	26%
	个人市值占比	42%	53%	NA	NA	NA	48%	18%	NA
	时间	FY08	FY08	NA	NA	FY08	FY04	08Q3	08Q3
交易费用	印花税	单边1‰	单边1‰	0‰	0‰	单边1.5‰	单边3‰	0‰	1‰
	佣金规定	≤3‰	≤3‰	无	无	无	≤1.425‰	无	无
	实际佣金	1.3‰	1.3‰	约0.5‰	低于0.5‰	约1‰	低于1‰	约2‰	约2.5‰
	时间	FY08	FY08	FY08	FY08	FY06	FY08	FY06	FY08

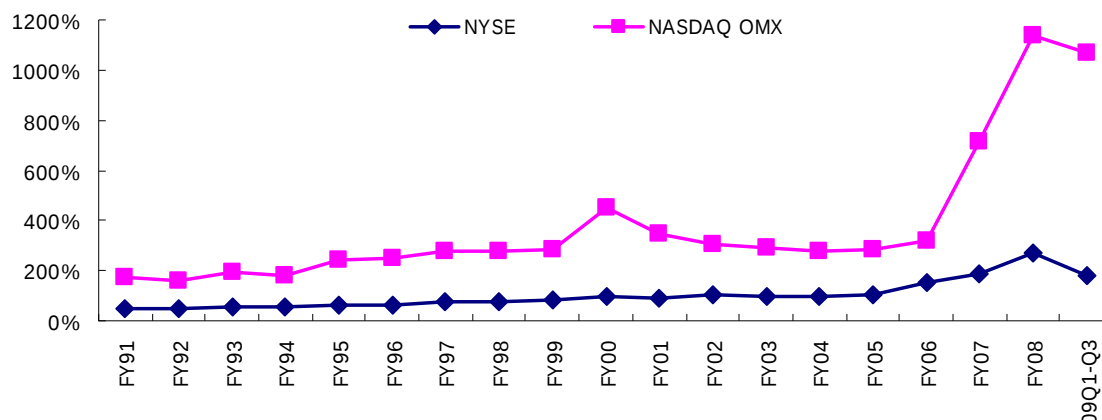
资料来源：WFE、各国交易所、各国协会、各国公司网站、中金公司研究部

图表 11：09 年前 3 个季度中国股票换手率居于全球次席



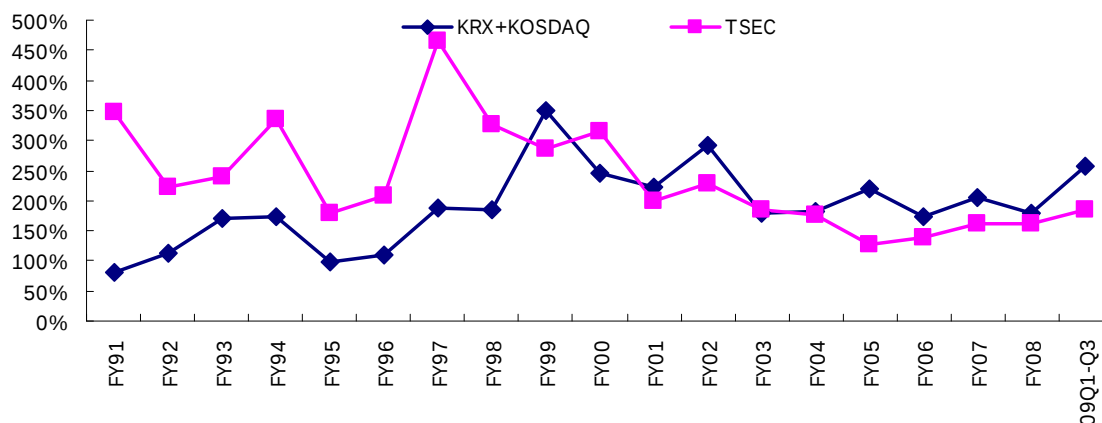
资料来源：WFE、中金公司研究部

图表 12：美国股票换手率



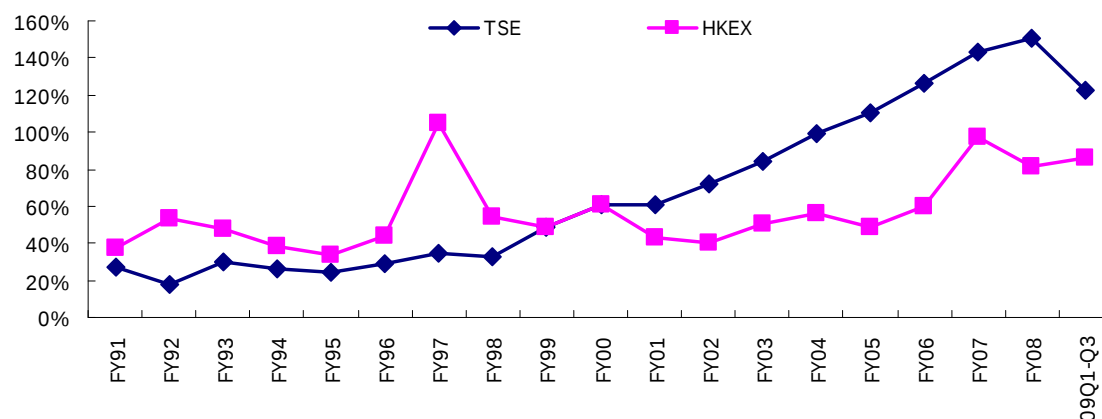
资料来源：WFE、中金公司研究部

图表 13：韩国、台湾股票换手率



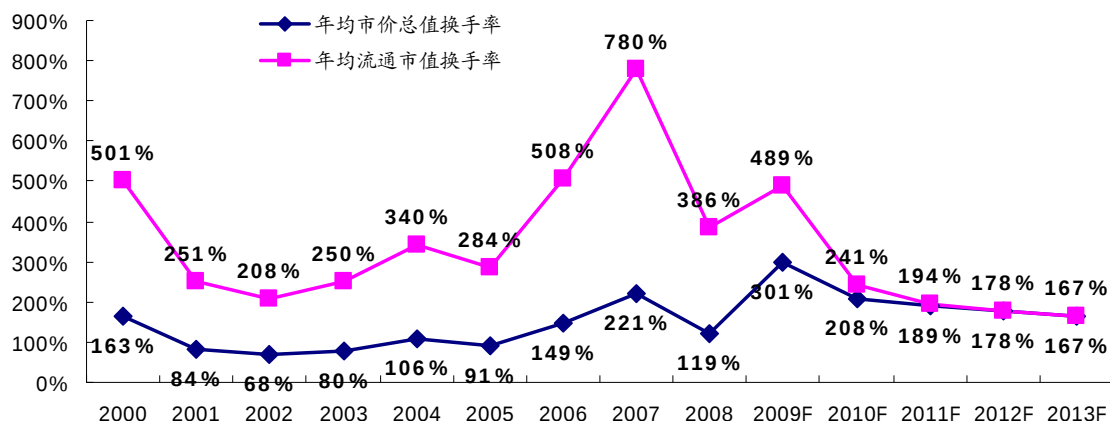
资料来源：WFE、中金公司研究部

图表 14：日本、香港股票换手率



资料来源：WFE、中金公司研究部

图表 15: 中国 09 年股票换手率将成为历史高点



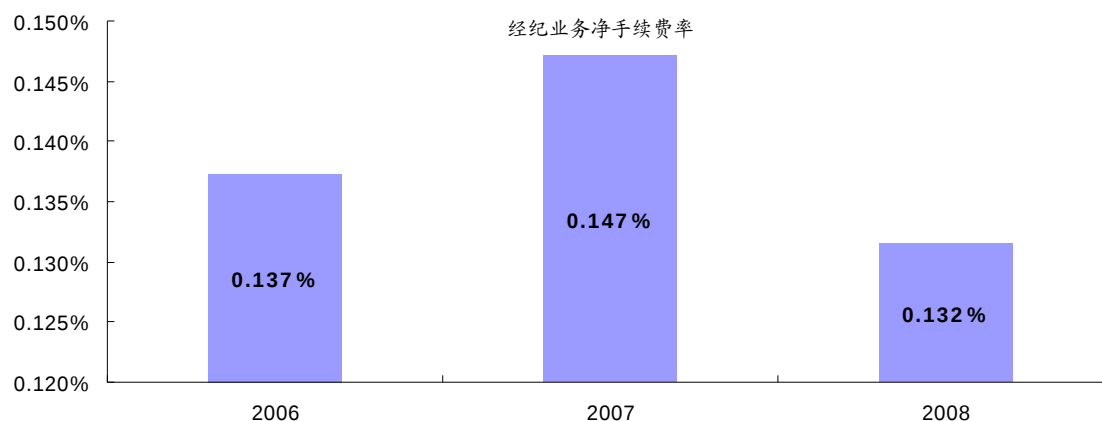
资料来源: 上交所、深交所、中金公司研究部

图表 16: 10 年日均股票交易额敏感性分析

10 年日均股票 交易额 (亿元)		年均市价总值换手率 (%)										
		160%	170%	180%	190%	200%	210%	220%	230%	240%	250%	260%
上证指数涨幅 (%)	0%	1,468	1,560	1,652	1,743	1,835	1,927	2,019	2,110	2,202	2,294	2,386
	5%	1,506	1,600	1,694	1,788	1,882	1,976	2,070	2,164	2,259	2,353	2,447
	10%	1,543	1,640	1,736	1,833	1,929	2,026	2,122	2,219	2,315	2,411	2,508
	15%	1,581	1,680	1,779	1,877	1,976	2,075	2,174	2,273	2,371	2,470	2,569
	20%	1,619	1,720	1,821	1,922	2,023	2,124	2,225	2,327	2,428	2,529	2,630
	25%	1,656	1,760	1,863	1,967	2,070	2,174	2,277	2,381	2,484	2,588	2,691
	30%	1,694	1,800	1,905	2,011	2,117	2,223	2,329	2,435	2,541	2,646	2,752
	35%	1,731	1,840	1,948	2,056	2,164	2,272	2,381	2,489	2,597	2,705	2,813
	40%	1,769	1,879	1,990	2,101	2,211	2,322	2,432	2,543	2,653	2,764	2,874

资料来源: 中金公司研究部

图表 17: 经纪业务净手续费率



资料来源: 上交所、深交所、中国证券业协会、中金公司研究部

目前盈利模式下自营业务长期投资收益率将难以超过 10%

在股票市场大幅波动的情况下，股票市场涨跌仍将是自营业务收入变动的最主要因素。09 年前 10 个月上证指数大幅上涨 65%，自营业务毫无疑问的将实现收入大幅增长。在 09 年和 10 年股票市场分别上涨 70%和 20%、权益类投资比例均为 20%的假设下，我们预测自营业务 09 年将增长 150%至 177 亿元、10 年将增长 14%至 201 亿元。但是由于预测 11 年和 12 年股票市场涨幅将降低到 10%，未来 4 年自营业务的复合增长率仅为 5%。

风险管理要求提升将导致自营业务长期的权益类投资配置比例和投资收益率双双下降

证券公司持续经营和再融资将使自有资产不断累计，并导致风险偏好比逐步降低。伴随着自有资产规模的不断增长，非自营业务对自营业务风险头寸的覆盖程度将不断降低，这必将导致证券公司对证券投资稳定性的要求持续上升。在此基础之上，证券公司必将严格控制波动风险较高的权益类投资在自有资产中的配置比例以达到其风险控制要求。

权益类投资是目前提升自营业务投资收益率的主要途径，但权益类投资带有高波动特征。由于目前固定收益类投资和货币市场投资收益率分别在 3%和 1.35%左右的水平，这直接导致如果不进行权益类投资并获得较高的投资收益，自营业务投资收益率基本无法达到 10%以上的水平，这是固定收益类投资和货币市场类投资在自有资产配置比例中越高自营业务投资收益率就越低的主要原因。不过由于权益类投资带有高波动性特征，导致证券公司配置越高比例的权益类投资风险程度越高。

直接投资业务将在 10 年开始逐步贡献利润

直接投资业务将会逐步产生收益。自 07 年中信证券、中金公司第一批获得直接投资业务资格以来，上市证券公司中海通证券、光大证券、招商证券、长江证券和国元证券陆续获得直接投资业务资格。从直接投资业务的进展情况看，设立较早且规模较大的中信证券和海通证券已有直接投资项目在创业板上市。其他设立较晚或规模较小的证券公司直接投资业务产生明显收益则尚需时日。不过由于直接投资项目普遍有 1 年以上锁定期，因此直接投资业务 2 年内收益将主要通过 IPO 申购、公开增发申购、股权转让等方式获得。

图表 18：上市证券公司直接投资业务概况

证券公司	直接投资公司	成立时间	最新注册资本	已投资项目
中信证券	金石投资	07H2	30亿元	中信房地产 贵州开磷（集团） 中油金鸿天然气输送 北京昊华能源 广西丰林木业集团 沈阳新松机器人自动化 北京神州泰岳软件
海通证券	海通开元投资	08H2	10亿元	浙江银江电子
招商证券	招商资本投资	09H2	1亿元	
光大证券	光大资本投资	08H2	20亿元	
长江证券	长江成长资本	NA	NA	
国元证券	国元股权投资	NA	NA	
广发证券	广发信德	08H2	5亿元	

资料来源：上交所、深交所、中金公司研究部

图表 19：上市证券公司直接投资业务上市概况

证券公司	直投公司	上市项目	代码	持股数量 (万股)	每股成本 (元)	上市日期	上市首日 (元)	项目收入 (万元)	锁定期
中信证券	金石投资	神州泰岳	300002	210	13	2009-10-30	102.90	18,837	3年
海通证券	海通开元投资	银江股份	300020	150	5	2009-10-30	36.40	4,710	1年100% 2年50%
中信证券	金石投资	机器人	300024	320	8	2009-10-30	75.15	21,488	1年

资料来源：上交所、深交所、中金公司研究部

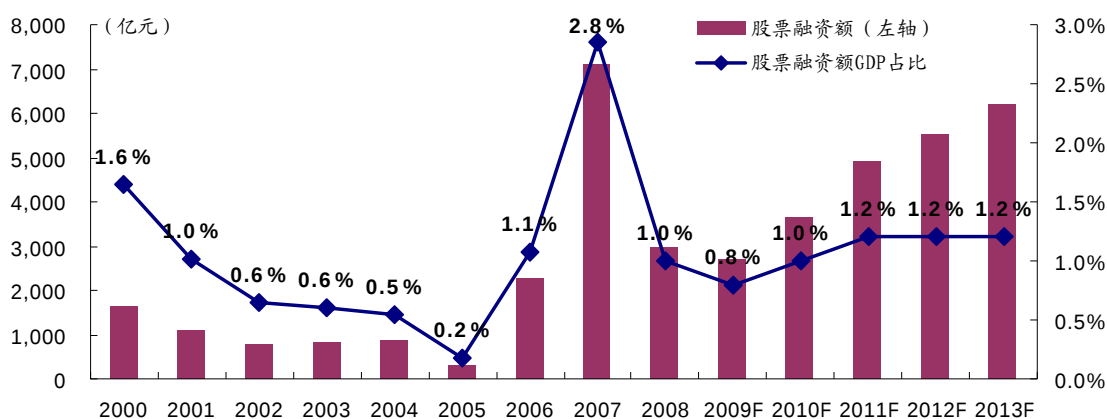
投资银行业务结构继续优化

08 年股票市场的大幅下挫、中期票据的推出和企业债券审批方式的改进明显地改变了直接融资结构，债权融资已经超过股权融资成为最主要的直接融资渠道。受益于 09 年股票市场大幅上涨，我们预测 09 年投资银行承销业务收入将出现 50.1% 的大幅增长至 133 亿元，随着债权融资规模的不断扩大以及股票市场的逐步上涨，我们预测 10 年投资银行承销业务将继续增长 28.3% 至 171 亿元，而未来几年投资银行承销业务收入的复合增长率也将达到 21.6%。

股票承销业务保持稳定增长。尽管大盘蓝筹股融资规模难以达到 07 年的盛况，但是尚未回归 A 股、筹备 IPO 和希望再融资的大盘蓝筹股将使大盘蓝筹股融资规模维持在一定水平。加上 09 年推出的创业板和 04 年推出的中小企业板将使中小企业融资规模保持增长势头。我们预测 09 年和 10 年股票及股票连接融资额分别为 2702 亿元和 3651 亿元，未来 4 年股票承销业务将保持 23.1% 的复合增长率。

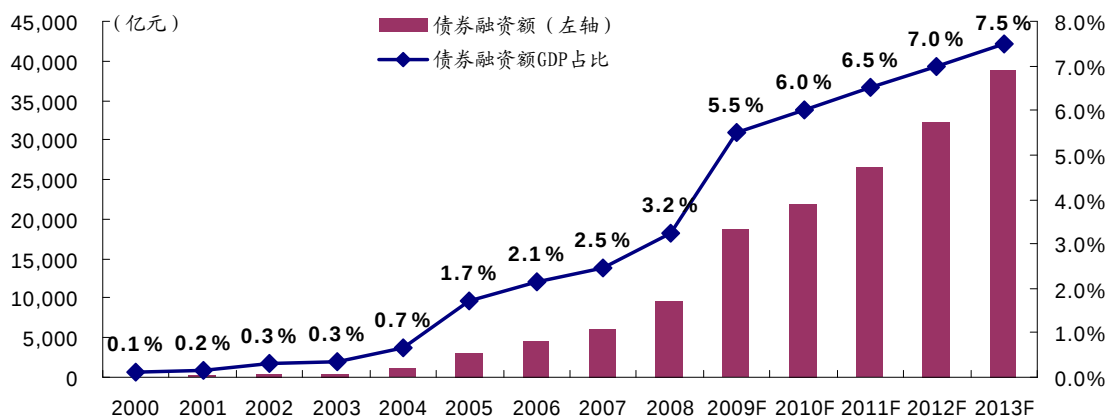
债券承销业务增速将略低于前者。在 08 年中国人民银行推出中期票据、国家发改委简化企业债核准程序的双重利好刺激下，企业主体债券 09 年延续了爆发式增长。其中，09 年前 3 个季度企业债券、中期票据和商业银行债券融资额分别为 3124 亿元、5715 亿元和 2499 亿元，已经远远超过了 08 年全年 2382 亿元、1737 亿元和 974 亿元的融资额。我们预测 09 年和 10 年企业主体债券融资额（不包含短期融资券）分别为 1.35 万亿元和 1.64 万亿元，未来 4 年债券承销业务将保持 20.2% 的复合增长率。

图表 20：股票及股票连接融资额



资料来源：WIND 资讯、巨潮信息网、CEIC、中金公司研究部

图表 21：企业主体债券融资额



资料来源：中国债券信息网、巨潮信息网、CEIC、中金公司研究部

资产管理业务贡献小幅提升

09 年股票市场大幅上涨和中国证监会审批的恢复导致资产管理业务规模恢复增长。我们预测 09 年资产管理业务收入将与 08 年基本持平，为 90 亿元，而 10 年将大幅增长 17.8% 至 106 亿元，未来 4 年资产管理业务复合增长率将达到 14.3%。其中，集合资产管理业务收入 09 年将增长 33.1% 至 18 亿元，10 年将增长 48% 至 27 亿元，未来 4 年复合增长率为 28%；受到 08 年年均高基数效应的负面影响，基金管理公司收入 09 年将负增长，10 年将恢复增长。

集合资产管理业务保持稳定增长

09 年股票市场大幅上涨和中国证监会审批的恢复使集合资产管理业务规模出现了恢复性增长，但集合资产管理业务采取了管理费加业绩提成的收费模式，09 年证券公司对股票市场谨慎态度导致集合理财产品的净值表现一般，预计业绩提成将难以明显增加。之后 4 年由于中国证监会审批的放松集合资产管理业务规模将高速增长，但是股票市场上涨幅度下降使得业绩提成难以明显增长。

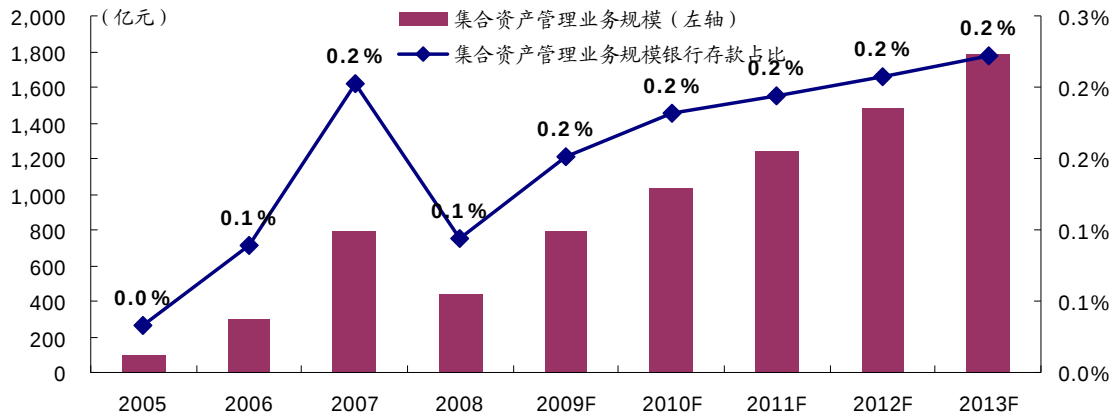
- ▶ 集合资产管理业务规模有望保持增长。受益于中国证监会对集合理财产品审批放松，09 年前 3 个季度集合理财产品募集规模高达 540 亿元，远远超过 08 年全年 156 亿元的募集规模。由于集合资产管理业务已经对东北证券、大通证券、银河证券、安信证券等规范类和未评级证券公司开放，我们预测 09 年、10 年集合资产管理业务规模将分别增长 80% 和 30% 至 793 亿元和 1031 亿元，未来 4 年集合资产管理业务的复合增长率将达到 22%。
- ▶ 集合资产管理业务综合费率将保持稳定。由于集合资产管理业务可以采取管理费加业绩提成的收费模式，因此集合资产管理业务的综合费率会远高于基金。一般来说，采取管理费加业绩提成产品的管理费率低于单纯收取管理费的同类型产品，但收益达到一定水平后会收取业绩提成，因此采取管理费加业绩提成集合理财产品综合费率在市场火爆时将远远超过单纯收取管理费的产品。由于 09 年证券公司对市场谨慎态度导致集合理财产品的净值表现一般，预计综合费率将难以大幅提升。之后 4 年，由于股票市场涨幅缩小，综合费率将基本保持稳定。

基金管理公司收入保持稳定增长

09 年股票市场大幅上涨也使基金管理资产规模恢复性增长，但是基金管理公司单纯收取管理费的收费模式导致基金管理公司收入基本同步于基金管理资产规模变化。由于 08 年年均基金管理资产规模的高基数效应，预计 09 年基金管理公司收入将出现小幅负增长。之后 4 年，基金管理公司将依托外延式和内涵式规模增长实现收入增长。

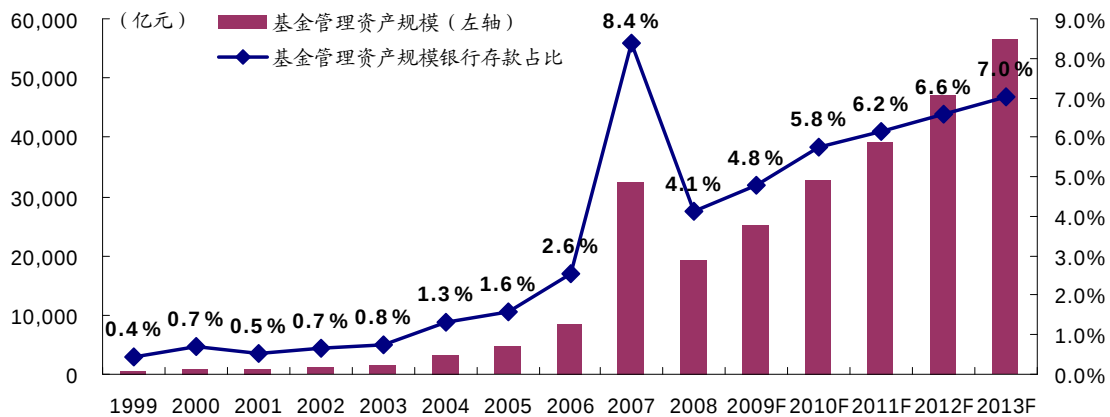
- ▶ 基金管理资产规模将保持稳定增长。不同于证券公司集合理财产品，证券投资基金审批则相对较为宽松。09 年前 3 个季度证券投资基金募集规模达到 3149 亿元，远远超过 08 年全年 1995 亿元的募集规模。我们预测 09 年基金管理资产规模将增长 30% 至 2.51 万亿元，10 年将再增长 30% 至 3.27 万亿元，未来 4 年基金管理资产规模的复合增长率将达到 22%。
- ▶ 高定价的股票型产品仍将是基金管理公司收入的最主要来源。由于国内资产管理业务仍然处在发展初期，目前可供投资者选择的投资品种仍主要局限于基金管理公司、证券公司、商业银行、信托投资公司等金融机构提供的产品。相比较而言，商业银行和信托投资公司在股票市场投资能力相对较差，投资者选择股票型产品的主要选择仍是证券投资基金和证券公司集合理财产品，而股票型产品 1.5% 的管理费率也远远超过债券型产品、货币市场型产品不到 1% 的管理费率。

图表 22: 集合资产管理业务规模



资料来源: WIND 资讯、证券公司网站、CEIC、中金公司研究部

图表 23: 基金管理资产规模



资料来源: WIND 资讯、CEIC、中金公司研究部

创新业务成为优化盈利模式的主要途径

融资融券和股指期货将对证券行业盈利模式和盈利能力产生重大影响。在融资融券将于 10 年推出、证券公司两年内仅仅使用 50% 自有资金和 50% 固定收益类投资开展业务、融资融券利率为 10% 的假设下，融资融券对 10 年营业收入和净利润的放大比例分别为 11% 和 12%，使净资产收益率提升 1.9 个百分点；在证券金融公司设立之后，融资融券对业绩的贡献度将大幅度提升。在股指期货将于 10 年推出、股指期货交易额与股票交易额持平、净手续费率为 0.15% 的假设下，股指期货对 10 年营业收入和净利润的放大比例分别为 7% 和 10%，使净资产收益率提升 1.5 个百分点，并在之后基本保持稳定。

图表 24：未来 4 年融资融券和股指期货基本假设和盈利预测

单位：亿元	2010F	2011F	2012F	2013F	3-YR CAGR
创新业务驱动指标					
融资融券规模	2,026	2,299	9,384	10,744	74.4%
融资融券规模/市价总值	0.7%	0.7%	2.6%	2.6%	
融资融券交易换手率	415.2%	757.0%	712.4%	666.1%	
融资融券交易额	8,410	8,703	66,849	71,566	104.2%
融资融券交易额/股票交易额	1.7%	1.6%	11.0%	11.0%	
融资利率	10.0%	10.0%	2.0%	2.0%	
融券利率	10.0%	10.0%	2.0%	2.0%	
股指期货交易额	508,200	556,600	605,000	653,400	8.7%
股指期货交易额/股票交易额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	
股指期货手续费率	0.015%	0.015%	0.015%	0.015%	
股指期货利率	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	
创新业务主要指标					
融资融券收入	223	250	563	619	40.7%
融资融券手续费收入	20	20	143	146	93.9%
融资融券利息收入	203	230	420	474	32.7%
融资融券净利润	89	100	225	248	40.7%
营业收入放大比例	10.6%	11.3%	24.0%	25.0%	
净利润放大比例	12.2%	13.0%	27.7%	28.8%	
净资产收益率提升百分点	1.9%	1.9%	3.8%	3.8%	
股指期货收入	177	196	215	235	10.0%
股指期货手续费收入	152	167	182	196	8.7%
股指期货利息收入	24	29	34	39	17.0%
股指期货净利润	71	79	86	94	10.0%
营业收入放大比例	7.3%	7.6%	7.7%	7.9%	
净利润放大比例	9.7%	10.2%	10.6%	11.0%	
净资产收益率提升百分点	1.5%	1.5%	1.5%	1.4%	

资料来源：中金公司研究部

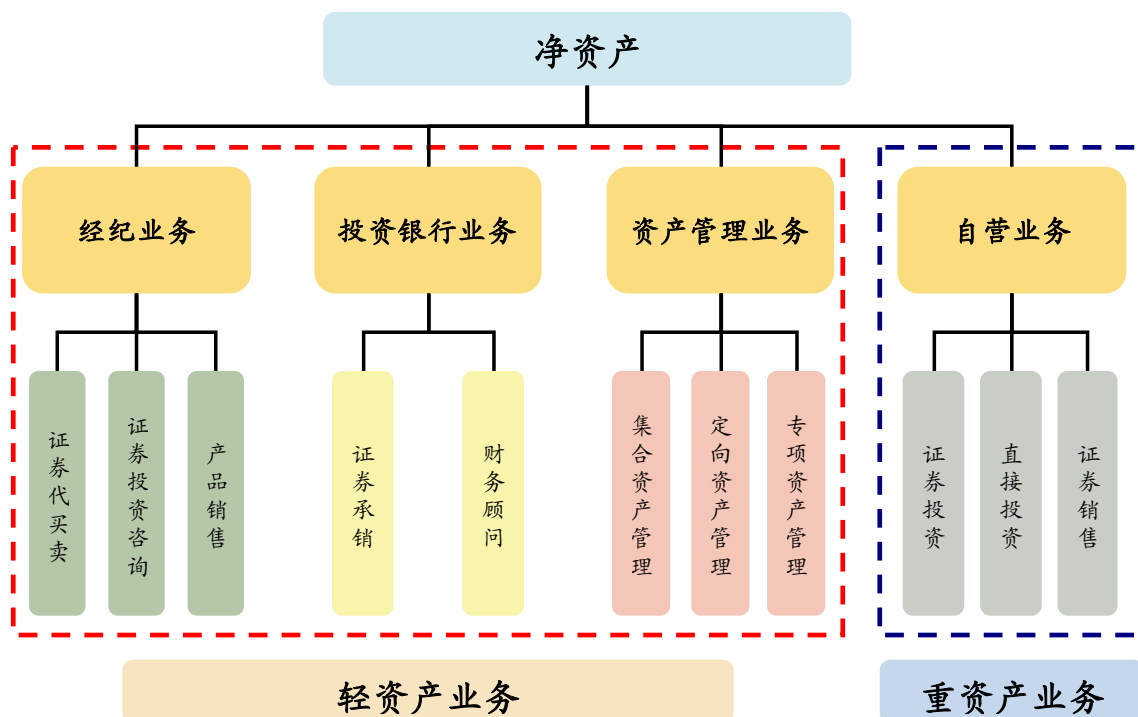
创新业务将彻底改变业务结构并明显提升资产运用效率

融资融券和股指期货等创新业务将使证券行业盈利模式从平行结构转变为树状结构，并提升资产运用效率。

- 目前盈利模式下证券公司业务模块相对独立，非自营业务与自营业务明显区分。非自营业务主要依靠中介服务获得服务费，属于流量业务；自营业务主要依靠自有资金投资于证券获得票息收入和资本利得，属于存量业务。平行结构盈利模式导致业务模块之间协同效应难以发挥，现有业务模块也难以通过净资产撬动总资产进而提升资产运用效率。
- 融资融券和股指期货等创新业务将极大地打破非自营业务与自营业务明显区分的现状，导致证券公司盈利模式逐步转变为树状结构。融资融券和股指期货等创新业务将使传统业务明显受益，同时将带来杠杆效应，极大地提升资产运用效率。但创新业务均属于重资产业务，对自有资本的需求大幅增加；创新业务对风险管理要求的大幅提升也使得自有资本需要提供风险对冲的支持，这将导致自营业务功能从目前单纯的买方业务逐步转变为买方业务和卖方业务支持并重。

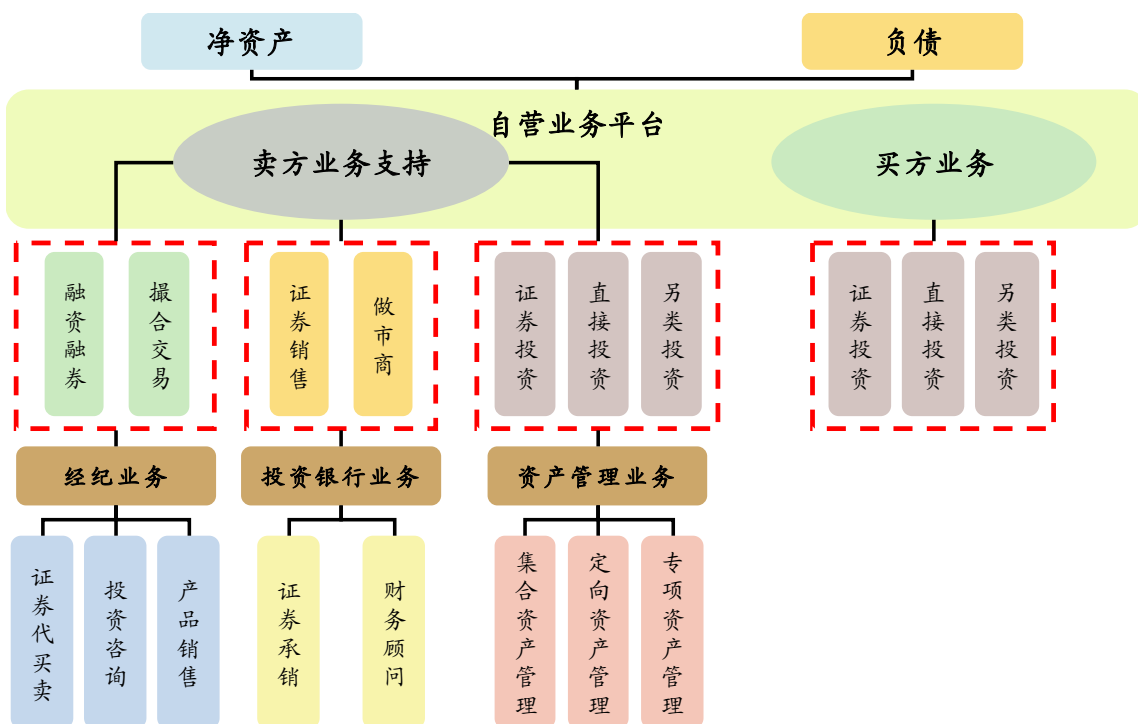
本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

图表 25: 证券行业目前盈利模式



资料来源: 中金公司研究部

图表 26: 证券行业未来盈利模式



资料来源: 中金公司研究部

融资融券渐进式的推出方式使业绩长期增长可期

融资融券推出将采取渐进式的方式。《证券公司监督管理条例》规定，证券公司从事融资融券业务，自有资金或证券不足的，可以向证券金融公司借入，证券金融公司的设立和解散由国务院决定。这表明融资融券将采用专业化模式但将分为两个阶段。在证券金融公司设立前，有资格开展融资融券的证券公司必须以自有资本开展融资融券业务，并逐步向整个证券行业推广；在证券金融公司设立后，证券公司转融通环节将被打通，在真正意义上实现融资融券的运作机制。

假设融资融券 10 年推出，融资融券对证券行业业绩短期增量贡献将超过 10%。

- ▶ 在证券公司抽取 30%-70% 自有资金和债券投资开展融资融券的假设下，融资融券规模为 1215 亿元-2836 亿元。证券行业 08 年底的自有资金和自有证券分别为 2405 亿元和 1857 亿元，在自有资产中 50% 为自有资金、40% 为债券投资、10% 为股票投资的假设下，我们预测 09 年底证券行业的自有资金和自有证券将为 2103 亿元。由于在证券金融公司设立之前证券公司必须以自有资金和自有证券开展融资融券业务，而融资融券业务收益率明显高于货币市场类投资和固定收益类投资，我们预测证券公司将主要从自有资金和债券投资中抽取自有资本开展业务。
- ▶ 在证券公司抽取 50% 自有资金和债券投资开展融资融券、融资融券交易换手率为现金交易换手率 2 倍的假设下，融资融券交易额为现金交易额的 1.7%。假设证券公司抽取 30%-70% 的自有资金和债券投资开展融资融券、融资融券交易换手率为现金交易换手率的 1 倍-3 倍，融资融券交易额为 2615 亿元-17446 亿元。
- ▶ 在证券公司抽取 30%-70% 自有资金和债券投资开展融资融券、融资融券利率为 10% 的假设下，融资融券利息为 122 亿元-284 亿元。根据《证券公司融资融券业务试点管理办法》、《上海证券交易所融资融券交易试点实施细则》以及《上海证券交易所融资融券交易试点实施细则》，证券公司开展融资业务期限不得超过 6 个月、利率不得低于同期贷款利率，即 4.86%。由于融资融券带有一定的稀缺性，我们假设融资融券利率为 10%。
- ▶ 在证券公司抽取 30%-70% 的自有资金和债券投资开展融资融券、融资融券交易换手率为现金交易换手率的 1 倍-3 倍、融资融券利率为 10%、净利润率为 40%，不考虑抽取自有资产对自营业务挤出效应的假设下，融资融券收入和净利润分别为 128 亿元-325 亿元和 51 亿元-130 亿元，对营业收入和净利润的增量贡献分别为 6.1%-15.5% 和 7%-17.8%。

假设证券金融公司 12 年设立，融资融券对证券行业业绩长期增量贡献将超过 20%。

- ▶ 融资融券余额占市价总值将从近两年的 0.7% 提升到之后的 2.6%。在证券金融公司设立后，证券公司除使用自有资产开展融资融券外，还将进行转融通。我们假设融资融券转融通余额为市价总值的 2%，加上证券公司自有资产占市价总值余额 0.6%，融资融券余额占市价总值将达到 2.6%。
- ▶ 在融资融券交易换手率为现金交易换手率 4 倍的假设下，融资融券交易额为现金交易额 11%，低于远低于台湾的水平，与日本的水平较为接近。
- ▶ 在以上假设下，12 年融资融券收入和净利润分别为 563 亿元和 225 亿元，对营业收入和净利润的增量贡献分别为 24% 和 27.7%。

图表 27: 10 年融资融券规模敏感性分析

10年融资融券规模 (亿元)		用于融资现金比例 (%)								
		30%	35%	40%	45%	50%	55%	60%	65%	70%
用于融券 比例 (%)	30%	1,215	1,328	1,440	1,553	1,666	1,778	1,891	2,003	2,116
	35%	1,305	1,418	1,530	1,643	1,756	1,868	1,981	2,093	2,206
	40%	1,395	1,508	1,621	1,733	1,846	1,958	2,071	2,183	2,296
	45%	1,485	1,598	1,711	1,823	1,936	2,048	2,161	2,273	2,386
	50%	1,576	1,688	1,801	1,913	2,026	2,138	2,251	2,363	2,476
	55%	1,666	1,778	1,891	2,003	2,116	2,228	2,341	2,453	2,566
	60%	1,756	1,868	1,981	2,093	2,206	2,318	2,431	2,543	2,656
	65%	1,846	1,958	2,071	2,183	2,296	2,408	2,521	2,633	2,746
	70%	1,936	2,048	2,161	2,273	2,386	2,498	2,611	2,723	2,836

资料来源: 中金公司研究部

图表 28: 10 年融资融券交易额敏感性分析

10年融资融券 交易额 (亿元)		融资交易换手率 (%)								
		215%	265%	315%	365%	415%	465%	515%	565%	615%
融券 交易换手率 (%)	215%	2,615	3,251	4,000	4,861	5,835	6,921	8,120	9,431	10,855
	265%	3,124	3,760	4,509	5,370	6,344	7,430	8,629	9,940	11,364
	315%	3,723	4,359	5,108	5,969	6,943	8,029	9,227	10,539	11,963
	365%	4,412	5,048	5,797	6,658	7,631	8,718	9,916	11,228	12,651
	415%	5,191	5,827	6,576	7,437	8,410	9,497	10,695	12,007	13,430
	465%	6,060	6,696	7,445	8,306	9,279	10,366	11,564	12,875	14,299
	515%	7,019	7,655	8,404	9,265	10,238	11,324	12,523	13,834	15,258
	565%	8,068	8,704	9,453	10,314	11,287	12,373	13,572	14,883	16,307
	615%	9,207	9,843	10,592	11,453	12,426	13,513	14,711	16,023	17,446

资料来源: 中金公司研究部

图表 29: 10 年融资融券手续费敏感性分析

10年融资融券 手续费 (亿元)		融资交易换手率 (%)								
		215%	265%	315%	365%	415%	465%	515%	565%	615%
融券 交易换手率 (%)	215%	6	8	10	12	14	16	19	22	26
	265%	7	9	11	13	15	18	20	24	27
	315%	9	10	12	14	16	19	22	25	28
	365%	10	12	14	16	18	21	24	27	30
	415%	12	14	16	18	20	23	25	29	32
	465%	14	16	18	20	22	25	27	31	34
	515%	17	18	20	22	24	27	30	33	36
	565%	19	21	22	24	27	29	32	35	39
	615%	22	23	25	27	30	32	35	38	41

资料来源: 中金公司研究部

图表 30: 10 年融资融券利息敏感性分析

10年融资融券利息 (亿元)		用于融资现金比例 (%)								
		30%	35%	40%	45%	50%	55%	60%	65%	70%
用于融券 比例 (%)	30%	122	133	144	155	167	178	189	200	212
	35%	131	142	153	164	176	187	198	209	221
	40%	140	151	162	173	185	196	207	218	230
	45%	149	160	171	182	194	205	216	227	239
	50%	158	169	180	191	203	214	225	236	248
	55%	167	178	189	200	212	223	234	245	257
	60%	176	187	198	209	221	232	243	254	266
	65%	185	196	207	218	230	241	252	263	275
	70%	194	205	216	227	239	250	261	272	284

资料来源: 中金公司研究部

图表 31：10 年融资融券收入敏感性分析

10 年营业收入 增加额 (亿元)		用于融资金比例 (%)								
		30%	35%	40%	45%	50%	55%	60%	65%	70%
用于融 券比例 (%)	30%	128	141	154	167	180	194	208	223	237
	35%	138	151	164	177	191	204	219	233	248
	40%	148	161	174	187	201	215	229	243	258
	45%	159	172	185	198	212	226	240	254	269
	50%	170	183	196	209	223	236	250	265	279
	55%	181	194	207	220	234	247	262	276	291
	60%	192	205	218	231	245	259	273	287	302
	65%	204	216	230	243	256	270	284	299	313
	70%	215	228	241	255	268	282	296	310	325

资料来源：中金公司研究部

图表 32：10 年融资融券收入放大比例敏感性分析

10 年营业收入 放大比例 (%)		用于融资金比例 (%)								
		30%	35%	40%	45%	50%	55%	60%	65%	70%
用于融 券比例 (%)	30%	6.1%	6.7%	7.3%	8.0%	8.6%	9.3%	9.9%	10.6%	11.3%
	35%	6.6%	7.2%	7.8%	8.5%	9.1%	9.8%	10.4%	11.1%	11.8%
	40%	7.1%	7.7%	8.3%	9.0%	9.6%	10.3%	10.9%	11.6%	12.3%
	45%	7.6%	8.2%	8.8%	9.5%	10.1%	10.8%	11.4%	12.1%	12.8%
	50%	8.1%	8.7%	9.3%	10.0%	10.6%	11.3%	12.0%	12.6%	13.3%
	55%	8.6%	9.2%	9.9%	10.5%	11.2%	11.8%	12.5%	13.2%	13.9%
	60%	9.2%	9.8%	10.4%	11.0%	11.7%	12.4%	13.0%	13.7%	14.4%
	65%	9.7%	10.3%	11.0%	11.6%	12.2%	12.9%	13.6%	14.3%	15.0%
	70%	10.3%	10.9%	11.5%	12.2%	12.8%	13.5%	14.1%	14.8%	15.5%

资料来源：中金公司研究部

图表 33：10 年融资融券净利润敏感性分析

10 年净利润 增加额 (亿元)		用于融资金比例 (%)								
		30%	35%	40%	45%	50%	55%	60%	65%	70%
用于融 券比例 (%)	30%	51	56	61	67	72	78	83	89	95
	35%	55	60	66	71	76	82	87	93	99
	40%	59	64	70	75	80	86	92	97	103
	45%	64	69	74	79	85	90	96	102	107
	50%	68	73	78	84	89	95	100	106	112
	55%	72	77	83	88	93	99	105	110	116
	60%	77	82	87	93	98	103	109	115	121
	65%	81	87	92	97	103	108	114	119	125
	70%	86	91	96	102	107	113	118	124	130

资料来源：中金公司研究部

图表 34：10 年融资融券净利润放大比例敏感性分析

10 年净利润 放大比例 (%)		用于融资金比例 (%)								
		30%	35%	40%	45%	50%	55%	60%	65%	70%
用于融 券比例 (%)	30%	7.0%	7.7%	8.4%	9.1%	9.9%	10.6%	11.4%	12.2%	13.0%
	35%	7.6%	8.3%	9.0%	9.7%	10.4%	11.2%	12.0%	12.8%	13.6%
	40%	8.1%	8.8%	9.5%	10.3%	11.0%	11.8%	12.5%	13.3%	14.1%
	45%	8.7%	9.4%	10.1%	10.8%	11.6%	12.3%	13.1%	13.9%	14.7%
	50%	9.3%	10.0%	10.7%	11.4%	12.2%	12.9%	13.7%	14.5%	15.3%
	55%	9.9%	10.6%	11.3%	12.0%	12.8%	13.5%	14.3%	15.1%	15.9%
	60%	10.5%	11.2%	11.9%	12.7%	13.4%	14.2%	14.9%	15.7%	16.5%
	65%	11.2%	11.9%	12.6%	13.3%	14.0%	14.8%	15.6%	16.4%	17.2%
	70%	11.8%	12.5%	13.2%	13.9%	14.7%	15.4%	16.2%	17.0%	17.8%

资料来源：中金公司研究部

股指期货对业绩增量贡献约为 10%

假设股指期货 10 年推出，股指期货对证券行业业绩短期增量贡献约为 10%，并将基本保持稳定。

- ▶ 股指期货交易额有望达到股票交易额的 1 倍。从国际经验看，韩国和台湾初期的股指期货交易额与股票交易额较为接近，近几年的股指期货交易额是股票交易额的 2 倍以上；日本和香港初期经历了股指期货交易额的急速放大，但近几年的股指期货交易额与股票交易额较为接近。
- ▶ 在股指期货交易额与股票交易额基本持平、净手续费率为 0.15% 的假设下，股指期货对 10 年营业收入和净利润的放大比例分别为 7% 和 10%，使净资产收益率提升 1.5 个百分点，并在之后基本保持稳定。

图表 35：10 年股指期货手续费敏感性分析

10 年股指期货 手续费 (亿元)		股指期货交易额/股票交易额 (倍)								
		0.6	0.7	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2	1.3	1.4
净手续费率 (%)	0.011%	65	75	86	97	108	119	129	140	151
	0.012%	71	83	95	107	119	131	143	155	166
	0.013%	78	91	104	117	130	143	156	169	182
	0.014%	85	99	113	127	141	155	170	184	198
	0.015%	91	107	122	137	152	168	183	198	213
	0.016%	98	114	130	146	163	179	195	211	228
	0.017%	104	121	138	156	173	190	207	225	242
	0.018%	110	128	146	165	183	201	220	238	256
	0.019%	116	135	154	174	193	212	232	251	270

资料来源：中金公司研究部

图表 36：10 年股指期货客户存款利息敏感性分析

10 年客户存款 利息 (亿元)		股指期货交易额/股票交易额 (倍)								
		0.6	0.7	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2	1.3	1.4
客户存款利率 (%)	0.6%	9	10	12	13	15	16	18	19	21
	0.7%	10	12	14	15	17	19	21	22	24
	0.8%	12	14	16	18	20	22	24	25	27
	0.9%	13	15	18	20	22	24	26	29	31
	1.0%	15	17	20	22	24	27	29	32	34
	1.1%	16	19	22	24	27	30	32	35	38
	1.2%	18	21	24	26	29	32	35	38	41
	1.3%	19	22	25	29	32	35	38	41	45
	1.4%	21	24	27	31	34	38	41	45	48

资料来源：中金公司研究部

图表 37：10 年股指期货收入敏感性分析

10 年营业收入 增加额 (亿元)		股指期货交易额/股票交易额 (倍)								
		0.6	0.7	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2	1.3	1.4
净手续费率 (%)	0.011%	73	86	98	110	122	135	147	159	171
	0.012%	82	95	109	122	136	150	163	177	190
	0.013%	90	105	120	135	150	165	180	195	210
	0.014%	98	114	131	147	163	180	196	212	229
	0.015%	106	124	142	159	177	195	212	230	248
	0.016%	114	133	152	171	190	209	227	246	265
	0.017%	121	142	162	182	202	222	243	263	283
	0.018%	129	150	172	193	215	236	258	279	301
	0.019%	136	159	182	205	227	250	273	296	318

资料来源：中金公司研究部

图表 38：10 年股指期货收入放大比例敏感性分析

10 年营业收入 放大比例 (%)		股指期货交易额/股票交易额 (倍)								
		0.6	0.7	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2	1.3	1.4
净手续费率 (%)	0.011%	3.5%	4.1%	4.7%	5.3%	5.8%	6.4%	7.0%	7.6%	8.2%
	0.012%	3.9%	4.5%	5.2%	5.8%	6.5%	7.1%	7.8%	8.4%	9.1%
	0.013%	4.3%	5.0%	5.7%	6.4%	7.1%	7.9%	8.6%	9.3%	10.0%
	0.014%	4.7%	5.5%	6.2%	7.0%	7.8%	8.6%	9.4%	10.1%	10.9%
	0.015%	5.1%	5.9%	6.8%	7.6%	8.4%	9.3%	10.1%	11.0%	11.8%
	0.016%	5.4%	6.3%	7.2%	8.1%	9.0%	10.0%	10.9%	11.8%	12.7%
	0.017%	5.8%	6.8%	7.7%	8.7%	9.7%	10.6%	11.6%	12.5%	13.5%
	0.018%	6.2%	7.2%	8.2%	9.2%	10.3%	11.3%	12.3%	13.3%	14.4%
	0.019%	6.5%	7.6%	8.7%	9.8%	10.9%	11.9%	13.0%	14.1%	15.2%

资料来源：中金公司研究部

图表 39：10 年股指期货净利润敏感性分析

10 年净利润 增加额 (亿元)		股指期货交易额/股票交易额 (倍)								
		0.6	0.7	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2	1.3	1.4
净手续费率 (%)	0.011%	29	34	39	44	49	54	59	64	69
	0.012%	33	38	44	49	54	60	65	71	76
	0.013%	36	42	48	54	60	66	72	78	84
	0.014%	39	46	52	59	65	72	78	85	91
	0.015%	42	50	57	64	71	78	85	92	99
	0.016%	45	53	61	68	76	83	91	99	106
	0.017%	49	57	65	73	81	89	97	105	113
	0.018%	52	60	69	77	86	95	103	112	120
	0.019%	55	64	73	82	91	100	109	118	127

资料来源：中金公司研究部

图表 40：10 年股指期货净利润放大比例敏感性分析

10 年净利润 放大比例 (%)		股指期货交易额/股票交易额 (倍)								
		0.6	0.7	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2	1.3	1.4
净手续费率 (%)	0.011%	4.0%	4.7%	5.4%	6.0%	6.7%	7.4%	8.0%	8.7%	9.4%
	0.012%	4.5%	5.2%	6.0%	6.7%	7.4%	8.2%	8.9%	9.7%	10.4%
	0.013%	4.9%	5.7%	6.6%	7.4%	8.2%	9.0%	9.8%	10.7%	11.5%
	0.014%	5.4%	6.3%	7.2%	8.0%	8.9%	9.8%	10.7%	11.6%	12.5%
	0.015%	5.8%	6.8%	7.8%	8.7%	9.7%	10.7%	11.6%	12.6%	13.6%
	0.016%	6.2%	7.3%	8.3%	9.3%	10.4%	11.4%	12.5%	13.5%	14.5%
	0.017%	6.6%	7.7%	8.9%	10.0%	11.1%	12.2%	13.3%	14.4%	15.5%
	0.018%	7.1%	8.2%	9.4%	10.6%	11.8%	12.9%	14.1%	15.3%	16.5%
	0.019%	7.5%	8.7%	10.0%	11.2%	12.5%	13.7%	14.9%	16.2%	17.4%

资料来源：中金公司研究部

证券公司估值及评级

“融资潮”将极大地改变经纪业务为主的价值导向

09年下半年证券公司“融资潮”的到来使得上市证券公司自有资产迅速膨胀，这也将极大地改变目前多数证券公司以经纪业务为主的价值导向，自营业务对今后证券公司价值的重要性将逐步提升。

- 在目前盈利模式下，“融资潮”将逐步拉低自营业务投资收益率和估值倍数，短期以区间交易策略为主。目前证券公司自营业务主要投向为权益类投资、固定收益类投资和货币市场类投资，而固定收益类投资和货币市场类投资仅有3%和1.35%左右的投资收益率。但是权益类投资高波动的特征将直接导致证券公司融资后降低权益类投资的配置比例，进而拉低自营业务投资收益率，使得自营业务估值倍数出现下降。在自营业务投资收益率难有质的变化、经纪业务日均股票交易额区间波动为大概率的前提下，区间交易成为主要投资策略。
- 融资融券一旦推出将大幅提升自营业务投资收益率和估值倍数，行业重估机会或将来临。融资融券的风险较低且开展初期将收取较高的融资融券利率，并将对经纪业务起到促进作用。因此一旦融资融券推出，将导致证券公司自营业务配置比例的大幅调整，将大量的货币市场类投资和固定收益类投资转向融资融券，导致自营业务投资收益率出现明显提升，进而提升其估值倍数。

目前盈利模式下区间交易成为主要投资策略

目前证券公司盈利模式的平行结构使我们可以将资本密集型的自营业务和非资本密集型的非自营业务划分。

- 自营业务主要依靠自有资金投资证券获得票息收入和资本利得。由于自营业务与股票市场关联度较高导致业绩的可预见性较差，我们采用PB估值法对自营业务估值。对自营业务的现有价值，采用自有资金账面值；对自营业务的未来价值，采用未来净利润折现值（14.5%-15%股东权益成本、5%可持续增长率）。
- 非自营业务主要依靠中介服务获得服务费。由于非自营业务收入增长与资本规模关联度较低，因此我们采用PE估值法对非自营业务进行估值。由于非自营业务进入稳定增长期，我们采用20倍PE进行估值。

在目前盈利模式下，股价低估或者事件性催化剂成为短期选股的主要维度，我们仍然首选中信证券和东北证券。在10年日均股票交易额1700亿元-2500亿元的假设下，中信证券的合理估值期间为29.97元-38.23元。即使悲观假设中信证券以1.5倍市净率出售中信建投证券60%的股权、以10倍市盈率出售华夏基金25%的股权，中信证券的每股价值将减少3.55元-5.53元，合理估值区间为26.42元-32.69元，目前股价仍处于合理估值区间中端。在以20元价格配股1.92亿股、10年日均股票交易额1700亿元-2500亿元的假设下，东北证券配股后的合理估值区间为24.09元-32.96元，折配股前31.32元-42.85元。在国元证券和长江证券成功再融资之后，东北证券再融资不确定性风险已经很小，一旦再融资获批或者实际募集资金超出预期，将给股价带来短期催化剂。

创新业务一旦推出将带来行业性重估机会

尽管融资融券开展初期证券公司将仅能使用自有资金，但是由于融资融券风险较低，且一旦转融通环节打通其盈利能力将继续大幅跃升，因此融资融券和股指期货有望带来行业性重估机会。

由于创新业务资本密集型的特征，自有资产规模较大或者目前自营业务投资收益率较低成为中期选股的主要维度，我们首选中信证券、海通证券、光大证券。在抽取 50%的自有资金和债券投资开展融资融券、融资融券交易换手率为现金交易换手率的 2 倍、融资融券利率为 10%、净利润率为 40%的假设下，国元证券（增发后）、海通证券、光大证券、招商证券、东北证券（配股后）和中信证券每股收益提升将超过 10%。在股指期货交易额与股票交易额基本持平、净手续费率为 0.15%、净利润率为 40%的假设下，光大证券和国金证券每股收益提升超过 8%。综合以上结论，融资融券和股指期货对国元证券（增发后）、招商证券、光大证券、海通证券、太平洋证券、东北证券（配股后）、中信证券和长江证券每股价值提升超过 13%，但是由于中信证券、海通证券和光大证券属于最早的创新类证券公司，因此率先开展融资融券和股指期货概率高于其他上市证券公司。

图表 41：10 年证券公司部分加总法估值

公司名称	中信证券	海通证券	光大证券	长江证券	宏源证券	国元证券	东北证券	西南证券	国金证券	太平洋证券	广发证券	招商证券
自营业务部分估值(百万元)												
自有可用资金年底规模	61,349	43,791	23,768	9,571	6,833	14,961	6,696	11,719	2,117	2,116	14,938	19,610
自营业务税前利润	3,434	1,677	809	589	394	453	455	558	107	137	1,042	560
自营业务净利润	2,713	1,258	607	442	296	340	342	418	80	137	782	437
自营业务净利润可持续增长率(a)	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
股东权益成本(b)	14.50%	14.50%	14.50%	14.50%	14.50%	14.50%	15.00%	15.00%	14.50%	15.00%	14.50%	14.50%
自营业务净利润折现值((1+a)/(a-b)*NI)	29,984	13,903	6,707	4,883	3,269	3,753	3,586	4,393	889	1,443	8,640	4,828
自营业务价值	91,333	57,694	30,475	14,454	10,102	18,714	10,282	16,112	3,006	3,559	23,578	24,438
自营业务市净率(P/B)	1.49	1.32	1.28	1.51	1.48	1.25	1.54	1.37	1.42	1.68	1.58	1.25
自营业务每股价值(元)	13.77	7.01	8.92	6.64	6.91	9.53	12.37	6.70	3.01	2.37	9.40	6.82
非自营业务部分估值(百万元)												
非自营业务税前利润	10,290	4,406	3,020	1,243	1,246	975	879	915	651	299	5,129	3,645
少数股东权益	1,276	103	52	0	0	1	0	0	0	0	239	0
非自营业务净利润	6,739	3,223	2,227	947	939	754	671	701	488	299	3,738	2,913
非自营业务价值	134,789	64,460	44,547	18,937	18,786	15,078	13,427	14,027	9,767	5,983	74,750	58,262
非自营业务市净率(P/E)	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00
非自营业务每股价值(元)	20.33	7.83	13.03	8.70	12.86	7.68	16.16	5.84	9.76	3.98	29.82	16.25
部分加总法(sum-of-the-parts)估值(元)												
每股价值	34.10	14.85	21.95	15.34	19.77	17.20	28.53	12.54	12.77	6.35	39.22	23.07
对应市盈率(倍)	23.92	27.26	26.47	24.05	23.39	30.90	23.41	26.92	22.46	21.86	21.76	24.69
对应市净率(倍)	3.45	2.70	3.04	3.31	4.03	2.12	3.19	2.43	5.83	4.27	5.58	3.59

资料来源：中金公司研究部

图表 42：证券公司估值对比

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)	07A	08A	09E	10E	11E	07A	08A	09E	10E	11E
中信证券	30.11	6,630	6,570	200	8.1	27.3	23.5	21.1	20.4	1.93	3.62	3.33	3.04	2.81
海通证券	15.58	8,228	1,523	128	11.7	38.8	30.3	28.6	28.4	1.75	3.34	3.07	2.84	2.64
光大证券	24.22	3,418	341	83	15.0	51.3	31.0	29.2	26.0	7.01	6.65	3.68	3.35	3.05
长江证券	18.16	1,675	856	30	12.9	43.3	31.1	28.5	28.2	5.15	6.61	4.38	3.92	3.55
宏源证券	24.02	1,461	536	35	17.2	64.8	28.0	28.4	27.7	5.85	7.05	5.57	4.90	4.35
国元证券	20.97	1,464	285	31	13.5	58.9	44.0	37.7	38.8	5.94	6.44	2.69	2.58	2.50
东北证券	40.79	639	194	26	21.3	57.8	38.9	33.5	35.1	11.09	10.50	5.00	4.56	4.24
西南证券	17.26	1,904	240	33	33.8	231.3	53.5	37.1	44.0	10.19	9.91	3.68	3.35	3.11
国金证券	24.20	1,000	268	24	18.3	16.0	45.3	42.6	34.9	4.23	5.59	11.80	11.04	9.95
太平洋证券	17.11	1,503	42	26	42.2	-39.9	61.8	58.9	74.0	12.70	18.64	14.32	11.52	9.97
广发证券	NA	2,507	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
辽宁成大*	39.57	900	844	36	16.8	37.9	28.5	28.3	26.9	7.68	7.19	6.74	5.79	5.09
吉林敖东*	50.90	573	495	29	14.6	33.9	22.8	22.7	21.5	6.33	6.02	5.54	4.73	4.14
招商证券	32.59	3,585	287	117	20.8	52.0	36.0	34.9	32.1	13.88	13.31	5.49	5.08	4.68

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(%)				
	07A	08A	09E	10E	11E	07A	08A	09E	10E	11E	07A	08A	09E	10E	11E	07A	08A	09E	10E	11E
中信证券	3.74	1.10	1.28	1.43	1.47	15.56	8.33	9.05	9.89	10.73	24.0	13.2	14.2	14.4	13.7	6.5	5.3	6.0	6.2	6.0
海通证券	1.33	0.40	0.52	0.54	0.55	8.90	4.66	5.08	5.49	5.90	14.9	8.6	10.1	9.9	9.3	5.7	4.4	5.2	5.2	5.0
光大证券	1.62	0.47	0.78	0.83	0.93	3.45	3.64	6.59	7.22	7.95	46.8	13.0	11.9	11.5	11.7	8.7	4.1	5.5	5.5	5.8
长江证券	1.41	0.42	0.58	0.64	0.64	3.53	2.75	4.15	4.64	5.12	40.0	15.2	14.1	13.8	12.6	9.4	3.9	5.4	5.5	5.2
宏源证券	1.39	0.37	0.86	0.85	0.87	4.11	3.41	4.31	4.90	5.52	34.0	10.9	19.9	17.2	15.7	8.9	3.5	6.2	5.6	5.5
国元证券	1.56	0.36	0.48	0.56	0.54	3.53	3.26	7.80	8.12	8.39	44.1	10.9	6.1	6.9	6.5	12.0	4.4	3.8	4.2	4.0
东北证券	1.92	0.71	1.05	1.22	1.16	3.68	3.88	8.15	8.95	9.63	52.1	18.2	12.9	13.6	12.1	8.3	4.5	5.4	5.9	5.4
西南证券	0.51	0.07	0.32	0.47	0.39	1.69	1.74	4.68	5.15	5.54	30.2	4.3	6.9	9.0	7.1	9.1	1.8	4.5	6.1	4.8
国金证券	1.32	1.51	0.53	0.57	0.69	5.72	4.33	2.05	2.19	2.43	23.1	34.9	26.1	25.9	28.5	4.4	10.5	6.9	6.5	7.1
太平洋证券	0.41	(0.43)	0.28	0.29	0.23	1.35	0.92	1.19	1.49	1.72	30.1	-46.8	23.2	19.6	13.5	12.3	-18.5	8.6	8.0	5.9
广发证券	3.05	1.26	1.74	1.80	1.91	5.70	4.81	5.91	7.02	8.21	53.4	26.1	29.4	25.7	23.2	7.8	5.7	7.2	6.9	6.8
辽宁成大*	2.36	1.04	1.39	1.40	1.47	5.15	5.51	5.87	6.84	7.78	45.7	18.9	23.6	20.4	18.9	NA	NA	NA	NA	NA
吉林敖东*	3.47	1.50	2.23	2.24	2.36	8.04	8.45	9.19	10.76	12.30	43.2	17.8	24.3	20.9	19.2	NA	NA	NA	NA	NA
招商证券	1.57	0.63	0.91	0.93	1.02	2.35	2.45	5.94	6.42	6.97	66.8	25.6	15.3	14.6	14.6	6.2	4.4	5.4	4.9	5.1

资料来源：中金公司研究部

图表 43: 经纪业务敏感性分析

10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	1.22	1.32	1.43	1.53	1.63	9.68	9.79	9.89	10.00	10.10	12.6	13.5	14.4	15.3	16.2	(15)	(7)	-	7	15
海通证券	2100	0.44	0.49	0.54	0.60	0.65	5.38	5.44	5.49	5.55	5.60	8.1	9.0	9.9	10.8	11.7	(20)	(10)	-	10	20
光大证券	2100	0.69	0.76	0.83	0.90	0.97	7.08	7.15	7.22	7.29	7.36	9.7	10.6	11.5	12.3	13.2	(17)	(9)	-	9	17
长江证券	2100	0.51	0.58	0.64	0.70	0.76	4.51	4.57	4.64	4.70	4.76	11.4	12.6	13.8	14.9	16.0	(20)	(10)	-	10	20
宏源证券	2100	0.66	0.75	0.85	0.94	1.03	4.71	4.81	4.90	5.00	5.09	14.0	15.6	17.2	18.8	20.3	(22)	(11)	-	11	22
国元证券	2100	0.46	0.51	0.56	0.60	0.65	8.03	8.08	8.12	8.17	8.22	5.7	6.3	6.9	7.4	7.9	(17)	(9)	-	9	17
东北证券	2100	1.00	1.11	1.22	1.33	1.44	8.73	8.84	8.95	9.06	9.17	11.4	12.5	13.6	14.7	15.7	(18)	(9)	-	9	18
西南证券	2100	0.42	0.44	0.47	0.49	0.51	5.11	5.13	5.15	5.17	5.19	8.3	8.7	9.0	9.4	9.8	(9)	(4)	-	4	9
国金证券	2100	0.43	0.50	0.57	0.64	0.70	2.06	2.12	2.19	2.26	2.33	21.1	23.6	25.9	28.1	30.2	(24)	(12)	-	12	24
太平洋证券	2100	0.22	0.26	0.29	0.32	0.36	1.42	1.45	1.49	1.52	1.55	15.8	17.7	19.6	21.3	23.0	(23)	(11)	-	11	23
广发证券	2100	1.43	1.62	1.80	1.99	2.17	6.65	6.84	7.02	7.21	7.39	21.5	23.6	25.7	27.6	29.4	(21)	(10)	-	10	21
辽宁成大*	2100	1.13	1.26	1.40	1.53	1.66	6.57	6.70	6.84	6.97	7.11	17.2	18.8	20.4	21.9	23.4	(19)	(10)	-	10	19
吉林敖东*	2100	1.83	2.03	2.24	2.45	2.66	10.34	10.55	10.76	10.97	11.18	17.6	19.3	20.9	22.4	23.8	(19)	(9)	-	9	19
招商证券	2100	0.75	0.84	0.93	1.03	1.12	6.24	6.33	6.42	6.51	6.60	12.1	13.3	14.6	15.7	16.9	(19)	(10)	-	10	19
10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	24.8	22.8	21.1	19.7	18.4	3.1	3.1	3.0	3.0	3.0	29.97	32.04	34.10	36.17	38.23	(12)	(6)	-	6	12
海通证券	2100	35.8	31.8	28.6	26.0	23.8	2.9	2.9	2.8	2.8	2.8	12.83	13.84	14.85	15.85	16.86	(14)	(7)	-	7	14
光大证券	2100	35.3	32.0	29.2	26.9	24.9	3.4	3.4	3.4	3.3	3.3	18.16	20.05	21.95	23.85	25.74	(17)	(9)	-	9	17
长江证券	2100	35.4	31.6	28.5	25.9	23.8	4.0	4.0	3.9	3.9	3.8	12.84	14.09	15.34	16.58	17.83	(16)	(8)	-	8	16
宏源证券	2100	36.5	32.0	28.4	25.6	23.3	5.1	5.0	4.9	4.8	4.7	15.99	17.88	19.77	21.66	23.55	(19)	(10)	-	10	19
国元证券	2100	45.5	41.2	37.7	34.7	32.2	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	16.30	16.25	17.20	18.16	19.11	(11)	(6)	-	6	11
东北证券	2100	40.9	36.8	33.5	30.7	28.3	4.7	4.6	4.6	4.5	4.4	24.09	26.31	28.53	30.75	32.96	(16)	(8)	-	8	16
西南证券	2100	40.7	38.8	37.1	35.5	34.0	3.4	3.4	3.4	3.3	3.3	10.07	11.42	12.77	14.12	15.47	(21)	(11)	-	11	21
国金证券	2100	55.8	48.3	42.6	38.0	34.4	11.8	11.4	11.0	10.7	10.4	11.68	12.11	12.54	12.97	13.40	(7)	(3)	-	3	7
太平洋证券	2100	76.1	66.4	58.9	52.9	48.1	12.1	11.8	11.5	11.3	11.0	5.04	5.69	6.35	7.00	7.66	(21)	(10)	-	10	21
广发证券	2100	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	31.79	35.51	39.22	42.94	46.65	(19)	(9)	-	9	19
辽宁成大*	2100	35.1	31.4	28.3	25.9	23.8	6.0	5.9	5.8	5.7	5.6	24.84	27.52	30.21	32.89	35.57	(18)	(9)	-	9	18
吉林敖东*	2100	27.9	25.0	22.7	20.7	19.1	4.9	4.8	4.7	4.6	4.6	40.08	44.27	48.46	52.64	56.83	(17)	(9)	-	9	17
招商证券	2100	43.3	38.6	34.9	31.8	29.2	5.2	5.2	5.1	5.0	4.9	19.43	21.25	23.07	24.88	26.70	(16)	(8)	-	8	16

资料来源: 中金公司研究部

图表 44: 自营业务敏感性分析

10年权益类 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%	-400	-200	Base	+200	+400
中信证券	20%	1.30	1.36	1.43	1.49	1.55	9.77	9.83	9.89	9.96	10.02	13.3	13.9	14.4	14.9	15.5	(9)	(4)	-	4	9
海通证券	20%	0.48	0.51	0.54	0.57	0.60	5.43	5.46	5.49	5.52	5.55	8.9	9.4	9.9	10.4	10.9	(11)	(6)	-	6	11
光大证券	20%	0.74	0.78	0.83	0.87	0.92	7.13	7.18	7.22	7.27	7.31	10.4	10.9	11.5	12.0	12.6	(11)	(5)	-	5	11
长江证券	20%	0.56	0.60	0.64	0.68	0.72	4.56	4.60	4.64	4.68	4.72	12.3	13.0	13.8	14.5	15.2	(12)	(6)	-	6	12
宏源证券	20%	0.75	0.80	0.85	0.89	0.94	4.81	4.86	4.90	4.95	4.99	15.6	16.5	17.2	18.0	18.8	(11)	(5)	-	5	11
国元证券	20%	0.48	0.52	0.56	0.60	0.64	8.04	8.08	8.12	8.16	8.20	5.9	6.4	6.9	7.3	7.8	(14)	(7)	-	7	14
东北证券	20%	1.00	1.11	1.22	1.33	1.44	8.74	8.84	8.95	9.06	9.17	11.5	12.6	13.6	14.6	15.7	(18)	(9)	-	9	18
西南证券	20%	0.30	0.38	0.47	0.55	0.63	4.98	5.07	5.15	5.23	5.32	6.0	7.5	9.0	10.5	11.9	(36)	(18)	-	18	36
国金证券	60%	0.55	0.56	0.57	0.58	0.59	2.17	2.18	2.19	2.20	2.21	25.2	25.6	25.9	26.3	26.7	(4)	(2)	-	2	4
太平洋证券	50%	0.27	0.28	0.29	0.30	0.31	1.47	1.48	1.49	1.49	1.50	18.5	19.0	19.6	20.1	20.6	(7)	(3)	-	3	7
广发证券	20%	1.70	1.75	1.80	1.86	1.91	6.92	6.97	7.02	7.08	7.13	24.5	25.1	25.7	26.2	26.8	(6)	(3)	-	3	6
辽宁成大*	20%	1.32	1.36	1.40	1.43	1.47	6.76	6.80	6.84	6.88	6.91	19.5	20.0	20.4	20.9	21.3	(5)	(3)	-	3	5
吉林敖东*	20%	2.12	2.18	2.24	2.30	2.36	10.64	10.70	10.76	10.82	10.88	20.0	20.4	20.9	21.3	21.7	(5)	(3)	-	3	5
招商证券	20%	0.90	0.92	0.93	0.95	0.97	6.38	6.40	6.42	6.44	6.46	14.1	14.3	14.6	14.8	15.1	(4)	(2)	-	2	4
10年权益类 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%	-400	-200	Base	+200	+400
中信证券	20%	23.2	22.1	21.1	20.2	19.4	3.1	3.1	3.0	3.0	3.0	33.36	33.73	34.10	34.47	34.84	(2)	(1)	-	1	2
海通证券	20%	32.2	30.3	28.6	27.1	25.8	2.9	2.9	2.8	2.8	2.8	14.62	14.73	14.85	14.96	15.07	(2)	(1)	-	1	2
光大证券	20%	32.7	30.9	29.2	27.7	26.4	3.4	3.4	3.4	3.3	3.3	21.71	21.83	21.95	22.07	22.19	(1)	(1)	-	1	1
长江证券	20%	32.5	30.4	28.5	26.8	25.3	4.0	4.0	3.9	3.9	3.9	14.79	15.07	15.34	15.61	15.88	(4)	(2)	-	2	4
宏源证券	20%	31.9	30.1	28.4	26.9	25.6	5.0	4.9	4.9	4.9	4.8	19.39	19.58	19.77	19.96	20.15	(2)	(1)	-	1	2
国元证券	20%	43.9	40.6	37.7	35.2	33.0	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	16.88	17.04	17.20	17.37	17.53	(2)	(1)	-	1	2
东北证券	20%	40.7	36.7	33.5	30.7	28.4	4.7	4.6	4.6	4.5	4.4	28.10	28.32	28.53	28.74	28.95	(1)	(1)	-	1	1
西南证券	20%	58.0	45.2	37.1	31.4	27.2	3.5	3.4	3.4	3.3	3.2	12.47	12.62	12.77	12.92	13.07	(2)	(1)	-	1	2
国金证券	60%	44.3	43.4	42.6	41.8	41.0	11.1	11.1	11.0	11.0	10.9	11.99	12.26	12.54	12.81	13.09	(4)	(2)	-	2	4
太平洋证券	50%	63.0	60.9	58.9	57.0	55.3	11.7	11.6	11.5	11.4	11.4	6.22	6.28	6.35	6.41	6.48	(2)	(1)	-	1	2
广发证券	20%	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	38.50	38.86	39.22	39.58	39.95	(2)	(1)	-	1	2
辽宁成大*	20%	30.0	29.1	28.3	27.6	26.9	5.9	5.8	5.8	5.8	5.7	29.68	29.95	30.21	30.47	30.73	(2)	(1)	-	1	2
吉林敖东*	20%	24.0	23.3	22.7	22.1	21.5	4.8	4.8	4.7	4.7	4.7	47.64	48.05	48.46	48.87	49.27	(2)	(1)	-	1	2
招商证券	20%	36.3	35.6	34.9	34.2	33.5	5.1	5.1	5.1	5.1	5.0	22.68	22.87	23.07	23.26	23.45	(2)	(1)	-	1	2

资料来源: 中金公司研究部

图表 45：融资融券敏感性分析

10年用于融资融券的现金和债券比例	Base	每股收益增加					每股收益增厚, %					每股价值增厚 (元)					每股价值增厚, %				
		-10%	-5%	Base	+5%	+10%	-10%	-5%	Base	+5%	+10%	-10%	-5%	Base	+5%	+10%	-0.2	-0.1	Base	+0.1	+0.2
中信证券	50%	0.11	0.13	0.14	0.16	0.18	7.9	9.0	10.1	11.3	12.4	2.24	2.56	2.88	3.21	3.55	6.6	7.5	8.4	9.4	10.4
海通证券	50%	0.07	0.08	0.08	0.09	0.10	12.1	13.8	15.5	17.4	19.2	1.32	1.50	1.69	1.89	2.09	8.9	10.1	11.4	12.7	14.1
光大证券	50%	0.09	0.10	0.12	0.13	0.14	11.1	12.6	14.2	15.8	17.4	1.84	2.10	2.36	2.62	2.89	8.4	9.6	10.7	11.9	13.2
长江证券	50%	0.04	0.05	0.05	0.06	0.07	6.4	7.3	8.2	9.2	10.2	0.82	0.93	1.05	1.18	1.30	5.3	6.1	6.9	7.7	8.5
宏源证券	50%	0.04	0.05	0.06	0.06	0.07	5.1	5.8	6.6	7.3	8.1	0.86	0.98	1.11	1.24	1.37	4.4	5.0	5.6	6.3	6.9
国元证券	50%	0.10	0.12	0.13	0.15	0.16	18.5	21.0	23.7	26.3	29.1	2.06	2.34	2.63	2.93	3.24	12.0	13.6	15.3	17.0	18.8
东北证券	50%	0.10	0.11	0.13	0.14	0.16	8.0	9.2	10.3	11.6	12.8	1.95	2.23	2.52	2.82	3.13	6.8	7.8	8.8	9.9	11.0
西南证券	50%	0.03	0.04	0.04	0.05	0.05	7.2	8.2	9.3	10.3	11.4	0.67	0.77	0.86	0.96	1.06	5.4	6.1	6.9	7.7	8.5
国金证券	50%	0.02	0.03	0.03	0.03	0.04	4.0	4.6	5.2	5.7	6.4	0.46	0.52	0.59	0.65	0.72	3.6	4.1	4.6	5.1	5.7
太平洋证券	50%	0.02	0.02	0.03	0.03	0.03	7.2	8.2	9.3	10.4	11.5	0.42	0.48	0.54	0.60	0.67	6.6	7.5	8.5	9.5	10.6
广发证券	50%	0.06	0.07	0.08	0.09	0.10	3.6	4.1	4.6	5.2	5.7	1.29	1.47	1.67	1.86	2.06	3.3	3.8	4.2	4.7	5.3
辽宁成大*	50%	0.05	0.05	0.06	0.07	0.07	3.3	3.8	4.3	4.8	5.3	0.93	1.06	1.20	1.35	1.49	3.1	3.5	4.0	4.5	4.9
吉林敖东*	50%	0.07	0.08	0.09	0.10	0.12	3.2	3.7	4.2	4.7	5.2	1.45	1.66	1.88	2.10	2.33	3.0	3.4	3.9	4.3	4.8
招商证券	50%	0.10	0.11	0.13	0.14	0.18	10.7	12.1	13.6	15.2	19.0	1.99	2.27	2.55	2.84	3.55	8.6	9.8	11.1	12.3	15.4
10年融资融券利率 (%)	Base	每股收益增加					每股收益增厚, %					每股价值增厚 (元)					每股价值增厚, %				
		-2%	-1%	Base	+1%	+2%	-2%	-1%	Base	+1%	+2%	-2%	-1%	Base	+1%	+2%	-0.2%	-0.1%	Base	+0.1%	+0.2%
中信证券	10%	0.11	0.13	0.14	0.16	0.18	7.5	8.8	10.1	11.4	12.7	2.14	2.51	2.88	3.25	3.62	6.3	7.4	8.4	9.5	10.6
海通证券	10%	0.06	0.07	0.08	0.10	0.11	11.6	13.6	15.5	17.5	19.5	1.26	1.48	1.69	1.91	2.12	8.5	10.0	11.4	12.9	14.3
光大证券	10%	0.09	0.10	0.12	0.13	0.15	10.8	12.5	14.2	15.9	17.6	1.79	2.07	2.36	2.64	2.92	8.2	9.5	10.7	12.0	13.3
长江证券	10%	0.04	0.05	0.05	0.06	0.07	6.0	7.1	8.2	9.4	10.5	0.76	0.91	1.05	1.20	1.34	5.0	5.9	6.9	7.8	8.7
宏源证券	10%	0.04	0.05	0.06	0.06	0.07	4.9	5.7	6.6	7.4	8.2	0.83	0.97	1.11	1.25	1.39	4.2	4.9	5.6	6.3	7.0
国元证券	10%	0.10	0.12	0.13	0.15	0.16	18.0	20.8	23.7	26.5	29.4	2.00	2.32	2.63	2.95	3.27	11.6	13.5	15.3	17.2	19.0
东北证券	10%	0.10	0.11	0.13	0.14	0.16	7.9	9.1	10.3	11.6	12.8	1.93	2.22	2.52	2.82	3.12	6.8	7.8	8.8	9.9	10.9
西南证券	10%	0.03	0.03	0.04	0.05	0.06	5.9	7.5	9.3	11.2	13.3	0.55	0.70	0.86	1.04	1.24	4.4	5.6	6.9	8.3	9.9
国金证券	10%	0.02	0.03	0.03	0.03	0.04	3.9	4.5	5.2	5.8	6.4	0.44	0.51	0.59	0.66	0.73	3.4	4.0	4.6	5.2	5.7
太平洋证券	10%	0.02	0.02	0.03	0.09	0.03	7.0	8.1	9.3	32.6	11.6	0.40	0.47	0.54	1.89	0.67	6.4	7.4	8.5	29.8	10.6
广发证券	10%	0.06	0.07	0.08	0.09	0.11	3.4	4.0	4.6	5.2	5.9	1.22	1.44	1.67	1.89	2.12	3.1	3.7	4.2	4.8	5.4
辽宁成大*	10%	0.04	0.05	0.06	0.07	0.08	3.1	3.7	4.3	4.9	5.5	0.88	1.04	1.20	1.37	1.53	2.9	3.4	4.0	4.5	5.1
吉林敖东*	10%	0.07	0.08	0.09	0.11	0.12	3.1	3.6	4.2	4.7	5.3	1.37	1.62	1.88	2.13	2.38	2.8	3.4	3.9	4.4	4.9
招商证券	10%	0.10	0.11	0.13	0.14	0.16	10.3	12.0	13.6	15.3	17.0	1.92	2.23	2.55	2.87	3.18	8.3	9.7	11.1	12.4	13.8

资料来源：中金公司研究部

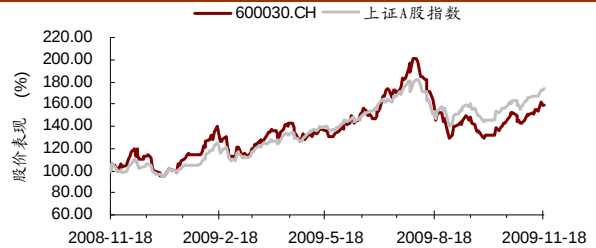
图表 46：股指期货敏感性分析

10年股指期货交易额/股票交易额	Base	每股收益增加					每股收益增厚, %					每股价值增厚 (元)					每股价值增厚, %				
		-0.2	-0.1	Base	+0.1	+0.2	-0.2	-0.1	Base	+0.1	+0.2	-0.2	-0.1	Base	+0.1	+0.2	-0.2	-0.1	Base	+0.1	+0.2
中信证券	1.0	0.07	0.08	0.08	0.09	0.10	4.8	5.4	6.0	6.6	7.2	1.36	1.53	1.70	1.87	2.04	4.0	4.5	5.0	5.5	6.0
海通证券	1.0	0.03	0.04	0.04	0.04	0.05	5.8	6.5	7.2	7.9	8.6	0.63	0.70	0.78	0.86	0.94	4.2	4.7	5.3	5.8	6.3
光大证券	1.0	0.06	0.07	0.08	0.08	0.09	7.2	8.1	9.0	10.0	10.9	1.20	1.35	1.50	1.65	1.80	5.5	6.2	6.8	7.5	8.2
长江证券	1.0	0.04	0.04	0.05	0.05	0.06	6.0	6.8	7.6	8.3	9.1	0.77	0.87	0.96	1.06	1.16	5.0	5.7	6.3	6.9	7.5
宏源证券	1.0	0.05	0.06	0.06	0.07	0.08	5.9	6.7	7.4	8.2	8.9	1.00	1.13	1.25	1.38	1.51	5.1	5.7	6.3	7.0	7.6
国元证券	1.0	0.03	0.04	0.04	0.05	0.05	6.3	7.1	7.9	8.6	9.4	0.70	0.79	0.87	0.96	1.05	4.1	4.6	5.1	5.6	6.1
东北证券	1.0	0.06	0.06	0.07	0.08	0.08	4.6	5.2	5.7	6.3	6.9	1.12	1.26	1.40	1.54	1.68	3.9	4.4	4.9	5.4	5.9
西南证券	1.0	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02	3.2	3.6	4.0	4.4	4.8	0.30	0.33	0.37	0.41	0.45	2.4	2.7	3.0	3.3	3.6
国金证券	1.0	0.04	0.04	0.05	0.05	0.06	6.6	7.4	8.2	9.0	9.9	0.75	0.84	0.93	1.03	1.12	5.8	6.6	7.3	8.0	8.8
太平洋证券	1.0	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	5.2	5.8	6.5	7.1	7.8	0.30	0.34	0.38	0.41	0.45	4.7	5.3	5.9	6.5	7.1
广发证券	1.0	0.09	0.11	0.12	0.13	0.14	5.2	5.9	6.5	7.2	7.8	1.89	2.12	2.36	2.59	2.83	4.8	5.4	6.0	6.6	7.2
辽宁成大*	1.0	0.07	0.08	0.09	0.09	0.10	4.9	5.5	6.1	6.7	7.3	1.36	1.53	1.70	1.87	2.04	4.5	5.1	5.6	6.2	6.8
吉林敖东*	1.0	0.11	0.12	0.13	0.15	0.16	4.7	5.3	5.9	6.5	7.1	2.13	2.39	2.66	2.92	3.19	4.4	4.9	5.5	6.0	6.6
招商证券	1.0	0.07	0.08	0.09	0.10	0.11	8.0	9.0	10.0	11.0	12.0	1.49	1.68	1.86	2.05	2.24	6.5	7.3	8.1	8.9	9.7
10年股指期货市场份额 (%)	Base	每股收益增加					每股收益增厚, %					每股价值增厚 (元)					每股价值增厚, %				
		-0.2%	-0.1%	Base	+0.1%	+0.2%	-0.2%	-0.1%	Base	+0.1%	+0.2%	-0.2%	-0.1%	Base	+0.1%	+0.2%	-0.2%	-0.1%	Base	+0.1%	+0.2%
中信证券	7.7%	0.08	0.08	0.08	0.09	0.09	5.8	5.9	6.0	6.0	6.1	1.65	1.68	1.70	1.72	1.74	4.9	4.9	5.0	5.0	5.1
海通证券	4.1%	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	6.8	7.0	7.2	7.4	7.5	0.75	0.76	0.78	0.80	0.82	5.0	5.1	5.3	5.4	5.5
光大证券	3.1%	0.07	0.07	0.08	0.08	0.08	8.5	8.8	9.0	9.3	9.6	1.40	1.45	1.50	1.55	1.60	6.4	6.6	6.8	7.1	7.3
长江证券	1.4%	0.04	0.04	0.05	0.05	0.06	6.5	7.0	7.6	8.1	8.6	0.83	0.90	0.96	1.03	1.10	5.4	5.8	6.3	6.7	7.2
宏源证券	1.3%	0.05	0.06	0.06	0.07	0.07	6.3	6.8	7.4	8.0	8.6	1.06	1.16	1.25	1.35	1.45	5.4	5.9	6.3	6.8	7.3
国元证券	1.1%	0.04	0.04	0.04	0.05	0.05	6.4	7.1	7.9	8.6	9.3	0.71	0.79	0.87	0.96	1.04	4.1	4.6	5.1	5.6	6.0
东北证券	0.7%	0.05	0.06	0.07	0.08	0.09	4.2	4.9	5.7	6.5	7.3	1.01	1.21	1.40	1.59	1.78	3.6	4.2	4.9	5.6	6.2
西南证券	0.6%	0.01	0.02	0.02	0.02	0.03	2.6	3.3	4.0	4.7	5.4	0.24	0.31	0.37	0.44	0.50	1.9	2.4	3.0	3.5	4.0
国金证券	0.7%	0.03	0.04	0.05	0.05	0.06	5.9	7.0	8.2	9.4	10.5	0.67	0.80	0.93	1.07	1.20	5.2	6.3	7.3	8.3	9.4
太平洋证券	0.3%	0.01	0.01	0.02	0.03	0.03	2.0	4.2	6.5	8.7	10.9	0.12	0.25	0.38	0.50	0.63	1.8	3.9	5.9	8.0	10.0
广发证券	3.7%	0.11	0.11	0.12	0.12	0.12	6.2	6.4	6.5	6.7	6.9	2.23	2.29	2.36	2.42	2.48	5.7	5.8	6.0	6.2	6.3</

中信证券(600030/30.11 元): 推荐

主要财务, 股票信息

(百万元)	2007 A	2008 A	2009 F	2010 F	2011 F
净利润	12,389	7,305	8,498	9,452	9,773
(+/-%)	-	41	16	11	3
每股收益 (元)	3.74	1.10	1.28	1.43	1.47
(+/-%)	-	71	16	11	3
每股净资产 (元)	15.56	8.33	9.05	9.89	10.73
(+/-%)	-	46.49	8.60	9.38	8.41
股东权益	51,599	55,222	59,973	65,601	71,121
(+/-%)		7.02	8.60	9.38	8.41
净资产收益率 (%)	24.01	13.23	14.17	14.41	13.74
市盈率 (倍)	8.06	27.33	23.49	21.12	20.43
市净率 (倍)	1.93	3.62	3.33	3.04	2.81
股本 (百万股)	3,315	6,630	6,630	6,630	6,630



	A股
当前股价	人民币 30.11
股票代码	600030.CH
市价总值 (百万元)	199,643
日成交量 (百万股)	77
52周最高价/最低价	人民币 38.8/17.94
发行股数 (百万股)	6,630
其中: 流通股 (百万股)	6,570
主要股东 (持股比例)	中国中信集团 23.67%

资料来源: 彭博、公司资料、中金公司研究部

- ▶ 中信证券经纪业务市场份额排名第一, 规模效应明显; 投资银行业务和资产管理业务都处于第一集团、控股的华夏基金在基金管理公司领域的管理资产规模为第一名, 其收入波动性风险在上市证券公司中最低。中信证券直接投资业务资格最早获批且业务规模最大, 在上市证券公司中最早产生收益。中信证券净资产规模名列第一, 将明显受益于资本密集型创新业务的推出。作为 29 家创新类证券公司之一, 中信证券将在融资融券、股指期货等创新业务领域建立竞争优势, 分享创新业务带来的盈利机会。
- ▶ 我们预测 10 年中信证券营业收入和净利润将分别增长 13%和 11%, 对应每股收益和每股净资产分别为 1.43 元和 9.89 元, 净资产收益率为 14%。从收入构成看, 公司前 2 大收入来源经纪业务和自营业务占比分别为 51%和 17%, 而基金公司收入和投资银行业务收入占比分别为 19%和 10%, 盈利模式在所有的上市证券公司中最优。
- ▶ 在融资融券 10 年推出、自有资金和债券投资的 50%用于融资融券、融资融券利率为 10%的假设下, 中信证券的净利润和每股收益净增额分别为 9.55 亿元和 0.14 元, 每股价值净增额为 2.9 元。
- ▶ 在股指期货 10 年推出、股指期货交易额和市场份额均与股票现货持平的假设下, 中信证券的净利润和每股收益净增额分别为 5.63 亿元和 0.08 元, 每股价值净增额为 1.7 元。
- ▶ 基于对 09 年和 10 年主要驱动指标的判断, 我们小幅调整了中信证券的盈利预测, 09 年和 10 年的每股收益分别调整为 1.28 元和 1.43 元。
- ▶ 我们维持对中信证券“推荐”的投资评级。在 10 年日均股票交易额 1700 亿元-2500 亿元的区间内, 中信证券每股价值区间为 29.97 元-38.23 元。在以 1.5 倍 PB 出售中信建投证券 60%股权、10 倍 PE 出售华夏基金 25%股权的悲观假设下, 中信证券每股价值区间为 26.42 元-32.7 元。而在考虑股权出售、假设 10 年融资融券和股指期货推出后, 中信证券的每股价值区间为 31.02 元-37.3 元。
- ▶ 中信建投证券和华夏基金的股权转让仍存在不确定性, 实际转让方案不同可能对股价产生重大影响。

图表 47：中信证券财务数据摘要及预测

	2007	2008	2009F	2010F	2011F		2007	2008	2009F	2010F	2011F
损益表摘要 (人民币百万元)						年增长率 (%)					
营业收入	30,871	17,708	20,122	22,727	24,447	营业收入	415.30%	-42.64%	13.63%	12.95%	7.57%
手续费净收入	18,956	12,798	15,503	17,141	19,467	手续费净收入	403.07%	-32.48%	21.13%	10.57%	13.57%
代理买卖证券业务净收入	13,771	7,623	10,487	10,132	10,703	代理买卖证券业务净收入	408.19%	-44.64%	37.57%	-3.39%	5.64%
证券承销业务净收入	2,217	1,763	1,581	2,039	2,649	证券承销业务净收入	127.10%	-19.59%	-10.74%	28.15%	29.88%
委托资产管理业务净收入	162	150	198	327	409	委托资产管理业务净收入	361.29%	-7.22%	32.34%	65.04%	24.89%
基金管理公司收入	2,343	3,018	2,979	4,371	5,408	基金管理公司收入		28.81%	-1.28%	46.72%	23.73%
财务顾问业务和其他	464	225	247	272	299	财务顾问业务和其他		885.92%	-51.55%	10.00%	10.00%
利息净收入	991	1,706	1,335	1,532	1,632	利息净收入	278.22%	72.12%	-21.70%	14.75%	6.50%
投资净收益	7,576	6,451	2,712	3,518	2,940	投资净收益	384.25%	-14.94%	-57.96%	29.73%	-16.43%
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	9	1	-	108	131	其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-70.69%	-93.06%	-100.00%	-9.73%	-32.53%
公允价值变动净收益	3,351	-3,341	469	423	286	公允价值变动净收益	1799.86%	-199.71%	-114.03%	5.00%	5.00%
汇兑净收益	-50	23	24	25	27	汇兑净收益	192.44%	-145.60%	5.00%	10.00%	10.00%
其他业务收入	48	71	78	86	95	其他业务收入	-79.89%	49.11%	10.00%	10.00%	10.00%
营业支出	11,008	8,165	8,160	9,023	9,606	营业支出	322.36%	-25.83%	-0.06%	10.58%	6.46%
营业税金及附加	1,322	785	1,024	1,149	1,236	营业税金及附加	375.92%	-40.62%	30.47%	12.24%	7.57%
业务及管理费	9,531	6,658	7,123	7,860	8,355	业务及管理费	337.22%	-30.14%	6.98%	10.35%	6.30%
资产减值损失	147	709	-	-	-	资产减值损失	2.94%	383.08%	-100.00%	5.00%	5.00%
其他业务成本	9	13	13	14	15	其他业务成本	46.52%	41.79%	5.00%	5.00%	5.00%
营业利润	19,863	9,543	11,962	13,704	14,841	营业利润	486.87%	-51.95%	25.34%	14.56%	8.30%
营业外收入	59	41	43	45	48	营业外收入	125.58%	-30.59%	5.00%	5.00%	5.00%
营业外支出	18	23	24	25	27	营业外支出	51.37%	28.12%	5.00%	5.00%	5.00%
利润总额	19,904	9,561	11,981	13,723	14,862	利润总额	485.61%	-51.96%	25.30%	14.55%	8.29%
所得税费用	6,358	1,511	2,276	2,995	3,683	所得税费用	682.44%	-76.23%	50.64%	31.59%	22.94%
净利润	13,546	8,050	9,704	10,728	11,179	净利润	423.76%	-40.57%	20.55%	10.55%	4.20%
归属于母公司所有者的净利润	12,389	7,305	8,498	9,452	9,773	归属于母公司所有者的净利润	408.84%	-41.03%	16.33%	11.23%	3.40%
少数股东权益	1,157	745	1,206	1,276	1,406	少数股东权益	663.26%	-35.60%	61.88%	5.76%	10.19%
资产负债表摘要 (人民币百万元)						主要驱动因素 (%)					
总资产	189,654	136,888	142,822	153,618	162,746	股权证交易额市场份额	7.73%	7.66%	7.66%	7.66%	7.66%
客户存款	117,806	61,070	71,757	75,345	77,228	净利差	0.82%	1.18%	1.40%	1.40%	1.40%
自有资金	30,448	24,872	30,350	33,818	37,285	股票及股票连接主承销市场份额	18.56%	21.61%	15.00%	15.00%	15.00%
交易性金融资产	2,772	6,005	4,474	4,986	5,497	企业主体债券主承销市场份额	21.67%	16.53%	10.00%	10.00%	10.00%
可供出售金融资产	12,906	34,099	25,408	28,311	31,213	业务及管理费/营业收入	30.87%	37.60%	35.40%	34.58%	34.18%
持有至到期投资	-	628	468	521	575	营业税金及附加税率	4.42%	4.90%	5.45%	5.42%	5.42%
长期股权投资	639	2,592	2,592	2,700	2,831	所得税率	31.96%	15.81%	19.00%	22.00%	25.00%
固定资产	899	869	730	590	450	盈利能力 (%)					
无形资产和商誉	874	962	962	962	962	净利润率	40.13%	41.25%	42.23%	41.59%	39.98%
其他资产	23,310	5,792	6,081	6,385	6,704	净资产收益率	24.01%	13.23%	14.17%	14.41%	13.74%
总负债	135,630	79,362	79,338	83,230	85,433	净资产指标 (人民币百万元)					
代买卖证券款	117,806	61,070	71,757	75,345	77,228	母公司净资产	36,839	38,779			
应付债券	1,950	1,950	1,500	1,500	1,500	母公司净资产率 (%)	79.60%	78.61%			
其他负债	15,875	16,342	6,081	6,385	6,704	每股及估值指标 (元)					
所有者权益	54,023	57,526	63,484	70,388	77,313	每股盈利	3.74	1.10	1.28	1.43	1.47
总股本	3,315	6,630	6,630	6,630	6,630	每股净资产	15.56	8.33	9.05	9.89	10.73
少数股东权益	2,424	2,305	3,511	4,787	6,193	市盈率	8.06	27.33	23.49	21.12	20.43
归属于母公司所有者权益	51,599	55,222	59,973	65,601	71,121	市净率	1.93	3.62	3.33	3.04	2.81
						股利支付比率	24.49%	13.38%	45.38%	45.00%	45.00%
						经营数据					
						员工数量 (个)	5,440	11,910			
						营业部数量 (个)	165	179			
						服务部数量 (个)	60	41			

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 48: 中信证券盈利预测调整

(人民币,百万元)	2009			2010			2011		
	调整前	调整后	+/- (%)	调整前	调整后	+/- (%)	调整前	调整后	+/- (%)
营业收入	19,858	20,122	1.3	20,927	22,727	8.6	23,150	24,447	5.6
手续费净收入	13,971	15,503	11.0	15,342	17,141	11.7	16,974	19,467	14.7
代理买卖证券业务净收入	9,231	10,487	13.6	8,919	10,132	13.6	9,083	10,703	17.8
证券承销业务净收入	1,303	1,591	22.1	1,728	2,039	18.0	2,299	2,649	15.2
委托管理资产业务净收入	210	198	-5.7	231	327	41.5	254	409	60.6
基金管理公司收入	2,979	2,979	0.0	4,192	4,371	4.3	5,039	5,408	7.3
财务顾问业务和其他	247	247	0.0	272	272	0.0	299	299	0.0
利息净收入	1,339	1,335	-0.2	1,522	1,532	0.7	1,603	1,632	1.8
投资净收益	3,791	2,712	-28.5	3,526	3,518	-0.2	3,985	2,940	-26.2
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	0	0		108	108	0.0	131	131	0.0
公允价值变动净收益	655	469	-28.5	425	423	-0.3	466	286	-38.8
汇兑净收益	24	24	0.0	25	25	0.0	27	27	0.0
其他业务收入	78	78	0.0	86	86	0.0	95	95	0.0
营业支出	8,073	8,160	1.1	8,438	9,023	6.9	9,189	9,606	4.5
营业税金及附加	1,009	1,024	1.4	1,052	1,149	9.3	1,167	1,236	5.9
业务及管理费	7,051	7,123	1.0	7,373	7,860	6.6	8,007	8,355	4.3
资产减值损失	0	0		0	0		0	0	
其他业务成本	13	13	0.0	14	14	0.0	15	15	0.0
营业利润	11,785	11,962	1.5	12,488	13,704	9.7	13,961	14,841	6.3
营业外收入	43	43	0.0	45	45	0.0	48	48	0.0
营业外支出	24	24	0.0	25	25	0.0	27	27	0.0
利润总额	11,804	11,981	1.5	12,508	13,723	9.7	13,982	14,862	6.3
所得税费用	2,243	2,276	1.5	2,728	2,995	9.8	3,463	3,683	6.4
净利润	9,561	9,704	1.5	9,780	10,728	9.7	10,519	11,179	6.3
归属于母公司所有者的净利润	8,500	8,498	0.0	8,650	9,452	9.3	9,315	9,773	4.9
少数股东权益	1,061	1,206	13.7	1,131	1,276	12.8	1,205	1,406	16.7
每股收益 (元)	1.28	1.28	0.0	1.30	1.43	9.3	1.40	1.47	4.9
每股净资产 (元)	9.05	9.05	0.0	9.77	9.89	1.2	10.59	10.73	1.3

资料来源: 中金公司研究部

图表 49: 中信证券盈利预测主要假设调整

主要假设	2009			2010			2011		
	调整前	调整后	+/- (%)	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)	1,800	2,100	16.7	1,800	2,100	16.7	1,900	2,300	21.1
股基权证交易额市场份额	7.66%	7.66%	0.0	7.66%	7.66%	0.0	7.66%	7.66%	0.0
经纪业务手续费率	0.118%	0.118%	-0.1	0.114%	0.114%	-0.1	0.110%	0.110%	-0.1
净利差	1.40%	1.40%	0.0	1.40%	1.40%	0.0	1.40%	1.40%	0.0
自营业务									
证券投资期末规模占可用资金比例	50.00%	50.00%	0.0	50.00%	50.00%	0.0	50.00%	50.00%	0.0
证券投资收益率	12.45%	8.95%	-28.1	8.95%	8.95%	0.0	8.95%	5.45%	-39.1
投行业务									
市场股票及股票融资额 (亿元)	2,026	2,702	33.3	2,921	3,651	25.0	4,101	4,921	20.0
股票及股票连接主承销市场份额	15.00%	15.00%	0.0	15.00%	15.00%	0.0	15.00%	15.00%	0.0
市场企业主体债券融资额 (亿元)	11,820	13,509	14.3	14,605	16,431	12.5	18,455	20,506	11.1
企业主体债券主承销市场份额	10.00%	10.00%	0.0	10.00%	10.00%	0.0	10.00%	10.00%	0.0
资管业务									
受托资产管理平均规模 (亿元)	140	150	7.0	154	200	29.7	170	250	47.4
受托资产管理费率	1.50%	1.50%	0.0	1.50%	1.50%	0.0	1.50%	1.50%	0.0
其他									
业务及管理费/营业收入	35.50%	35.40%	-0.3	35.23%	34.58%	-1.8	34.59%	34.18%	-1.2
所得税率	19.00%	19.00%	0.0	22.00%	22.00%	0.0	25.00%	25.00%	0.0

资料来源: 中金公司研究部

图表 50：出售中信建投证券每股收益减少敏感性分析

出售股权10年每股 收益减少（元）		日均股票交易额（百万元）								
		1,300	1,500	1,700	1,900	2,100	2,300	2,500	2,700	2,900
出售股权比例	20 %	-0.05	-0.06	-0.07	-0.08	-0.09	-0.10	-0.10	-0.11	-0.12
	25 %	-0.07	-0.08	-0.09	-0.10	-0.11	-0.12	-0.13	-0.14	-0.15
	30 %	-0.08	-0.09	-0.11	-0.12	-0.13	-0.14	-0.16	-0.17	-0.18
	35 %	-0.09	-0.11	-0.12	-0.14	-0.15	-0.17	-0.18	-0.20	-0.21
	40 %	-0.11	-0.12	-0.14	-0.16	-0.17	-0.19	-0.21	-0.22	-0.24
	45 %	-0.12	-0.14	-0.16	-0.18	-0.20	-0.21	-0.23	-0.25	-0.27
	50 %	-0.13	-0.16	-0.18	-0.20	-0.22	-0.24	-0.26	-0.28	-0.30
	55 %	-0.15	-0.17	-0.19	-0.22	-0.24	-0.26	-0.28	-0.31	-0.33
60 %	-0.16	-0.19	-0.21	-0.24	-0.26	-0.29	-0.31	-0.34	-0.36	

资料来源：中金公司研究部

图表 51：出售中信建投证券再投资每股收益增加敏感性分析（假设 1.5 倍 PB 出售中信建投证券股权）

再投资10年每股 收益增加（元）		再投资收益率（ % ）								
		3.0 %	3.5 %	4.0 %	4.5 %	5.0 %	5.5 %	6.0 %	6.5 %	7.0 %
出售股权比例	20 %	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.03
	25 %	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02	0.03	0.03	0.03	0.03
	30 %	0.02	0.02	0.02	0.02	0.03	0.03	0.03	0.04	0.04
	35 %	0.02	0.02	0.03	0.03	0.03	0.04	0.04	0.04	0.04
	40 %	0.02	0.03	0.03	0.03	0.04	0.04	0.04	0.05	0.05
	45 %	0.02	0.03	0.03	0.04	0.04	0.05	0.05	0.05	0.06
	50 %	0.03	0.03	0.04	0.04	0.05	0.05	0.05	0.06	0.06
	55 %	0.03	0.04	0.04	0.05	0.05	0.06	0.06	0.07	0.07
	60 %	0.03	0.04	0.04	0.05	0.05	0.06	0.07	0.07	0.08

资料来源：中金公司研究部

图表 52：出售中信建投证券再投资每股收益净减少敏感性分析（假设 1.5 倍 PB 出售中信建投证券股权）

10年每股收益 净减少（元）		日均股票交易额（百万元）								
		1,300	1,500	1,700	1,900	2,100	2,300	2,500	2,700	2,900
出售股权比例	20 %	-0.04	-0.04	-0.05	-0.06	-0.07	-0.08	-0.09	-0.09	-0.10
	25 %	-0.04	-0.05	-0.07	-0.08	-0.09	-0.10	-0.11	-0.12	-0.13
	30 %	-0.05	-0.07	-0.08	-0.09	-0.10	-0.12	-0.13	-0.14	-0.15
	35 %	-0.06	-0.08	-0.09	-0.11	-0.12	-0.13	-0.15	-0.16	-0.18
	40 %	-0.07	-0.09	-0.10	-0.12	-0.14	-0.15	-0.17	-0.19	-0.20
	45 %	-0.08	-0.10	-0.12	-0.14	-0.15	-0.17	-0.19	-0.21	-0.23
	50 %	-0.09	-0.11	-0.13	-0.15	-0.17	-0.19	-0.21	-0.23	-0.25
	55 %	-0.10	-0.12	-0.14	-0.17	-0.19	-0.21	-0.23	-0.26	-0.28
60 %	-0.11	-0.13	-0.16	-0.18	-0.21	-0.23	-0.26	-0.28	-0.31	

资料来源：中金公司研究部

图表 53：出售中信建投证券再投资每股价值净减少敏感性分析（假设 1.5 倍 PB 出售中信建投证券股权）

10年每股价值 净减少（元）		日均股票交易额（百万元）								
		1,300	1,500	1,700	1,900	2,100	2,300	2,500	2,700	2,900
出售股权比例	20 %	-0.75	-0.92	-1.08	-1.25	-1.41	-1.58	-1.74	-1.91	-2.08
	25 %	-0.94	-1.15	-1.35	-1.56	-1.77	-1.97	-2.18	-2.39	-2.59
	30 %	-1.13	-1.38	-1.62	-1.87	-2.12	-2.37	-2.62	-2.87	-3.11
	35 %	-1.31	-1.60	-1.89	-2.18	-2.47	-2.76	-3.05	-3.34	-3.63
	40 %	-1.50	-1.83	-2.16	-2.50	-2.83	-3.16	-3.49	-3.82	-4.15
	45 %	-1.69	-2.06	-2.44	-2.81	-3.18	-3.55	-3.93	-4.30	-4.67
	50 %	-1.88	-2.29	-2.71	-3.12	-3.53	-3.95	-4.36	-4.78	-5.19
	55 %	-2.07	-2.52	-2.98	-3.43	-3.89	-4.34	-4.80	-5.25	-5.71
60 %	-2.25	-2.75	-3.25	-3.74	-4.24	-4.74	-5.23	-5.73	-6.23	

资料来源：中金公司研究部

图表 54：出售华夏每股收益减少敏感性分析

出售股权10年每股 收益减少（元）		华夏基金净利润（百万元）								
		799	899	999	1,099	1,199	1,299	1,399	1,499	1,599
出售股权比例	10 %	-0.01	-0.01	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02
	15 %	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.04
	20 %	-0.02	-0.03	-0.03	-0.03	-0.04	-0.04	-0.04	-0.05	-0.05
	25 %	-0.03	-0.03	-0.04	-0.04	-0.05	-0.05	-0.05	-0.06	-0.06
	30 %	-0.04	-0.04	-0.05	-0.05	-0.05	-0.06	-0.06	-0.07	-0.07
	35 %	-0.04	-0.05	-0.05	-0.06	-0.06	-0.07	-0.07	-0.08	-0.08
	40 %	-0.05	-0.05	-0.06	-0.07	-0.07	-0.08	-0.08	-0.09	-0.10
	45 %	-0.05	-0.06	-0.07	-0.07	-0.08	-0.09	-0.09	-0.10	-0.11
	50 %	-0.06	-0.07	-0.08	-0.08	-0.09	-0.10	-0.11	-0.11	-0.12

资料来源：中金公司研究部

图表 55：出售华夏基金再投资每股收益增加敏感性分析（假设 10 倍 PE 出售华夏基金股权）

再投资10年每股 收益增加（元）		再投资收益率（ % ）								
		3.0 %	3.5 %	4.0 %	4.5 %	5.0 %	5.5 %	6.0 %	6.5 %	7.0 %
出售股权比例	10 %	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02
	15 %	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02	0.02	0.03
	20 %	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02	0.03	0.03	0.03
	25 %	0.01	0.01	0.02	0.02	0.02	0.03	0.03	0.04	0.04
	30 %	0.01	0.01	0.02	0.02	0.03	0.03	0.04	0.04	0.05
	35 %	0.01	0.02	0.02	0.03	0.03	0.04	0.04	0.05	0.06
	40 %	0.01	0.02	0.02	0.03	0.04	0.04	0.05	0.06	0.07
	45 %	0.02	0.02	0.03	0.03	0.04	0.05	0.06	0.07	0.08
	50 %	0.02	0.02	0.03	0.04	0.05	0.05	0.06	0.07	0.08

资料来源：中金公司研究部

图表 56：出售华夏基金再投资每股收益净减少敏感性分析（假设 10 倍 PE 出售华夏基金股权）

10年每股收益 净减少（元）		华夏基金净利润（百万元）								
		799	899	999	1,099	1,199	1,299	1,399	1,499	1,599
出售股权比例	10 %	0.00	0.00	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.02
	15 %	0.00	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02
	20 %	-0.01	-0.01	-0.01	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02	-0.03	-0.03
	25 %	-0.01	-0.01	-0.02	-0.02	-0.02	-0.03	-0.03	-0.03	-0.04
	30 %	-0.01	-0.01	-0.02	-0.02	-0.03	-0.03	-0.04	-0.04	-0.05
	35 %	-0.01	-0.02	-0.02	-0.03	-0.03	-0.04	-0.04	-0.05	-0.05
	40 %	-0.01	-0.02	-0.02	-0.03	-0.04	-0.04	-0.05	-0.05	-0.06
	45 %	-0.01	-0.02	-0.03	-0.03	-0.04	-0.05	-0.05	-0.06	-0.07
	50 %	-0.02	-0.02	-0.03	-0.04	-0.05	-0.05	-0.06	-0.07	-0.08

资料来源：中金公司研究部

图表 57：出售华夏基金再投资每股价值净减少敏感性分析（假设 10 倍 PE 出售华夏基金股权）

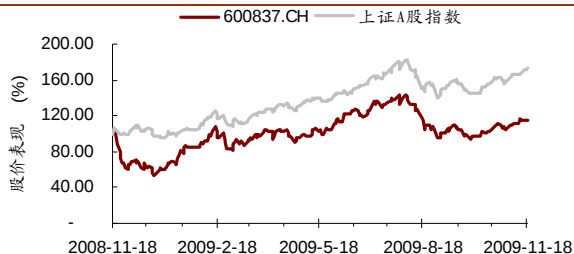
10年每股价值 净减少（元）		华夏基金净利润（百万元）								
		799	899	999	1,099	1,199	1,299	1,399	1,499	1,599
出售股权比例	10%	-0.06	-0.08	-0.09	-0.11	-0.12	-0.14	-0.15	-0.17	-0.18
	15%	-0.09	-0.11	-0.14	-0.16	-0.18	-0.20	-0.23	-0.25	-0.27
	20%	-0.12	-0.15	-0.18	-0.21	-0.24	-0.27	-0.30	-0.33	-0.36
	25%	-0.15	-0.19	-0.23	-0.27	-0.30	-0.34	-0.38	-0.42	-0.45
	30%	-0.18	-0.23	-0.27	-0.32	-0.36	-0.41	-0.45	-0.50	-0.54
	35%	-0.21	-0.27	-0.32	-0.37	-0.42	-0.48	-0.53	-0.58	-0.64
	40%	-0.24	-0.30	-0.36	-0.42	-0.48	-0.55	-0.61	-0.67	-0.73
	45%	-0.27	-0.34	-0.41	-0.48	-0.55	-0.61	-0.68	-0.75	-0.82
	50%	-0.30	-0.38	-0.46	-0.53	-0.61	-0.68	-0.76	-0.83	-0.91

资料来源：中金公司研究部

海通证券(600837/15.58 元)：上调评级至审慎推荐

主要财务，股票信息

(百万元)	2007 A	2008 A	2009 F	2010 F	2011 F
净利润	5,457	3,302	4,237	4,481	4,507
(+/-%)	1,093.44	-39.49	28	6	1
每股收益 (元)	1.33	0.40	0.52	0.54	0.55
(+/-%)	883.22	-69.75	28	6	1
每股净资产 (元)	8.90	4.66	5.08	5.49	5.90
(+/-%)	721.91	-47.64	8.86	8.19	7.50
股东权益	36,632	38,362	41,762	45,184	48,570
(+/-%)	897.63	4.72	8.86	8.19	7.50
净资产收益率 (%)	14.90	8.61	10.15	9.92	9.28
市盈率 (倍)	11.75	38.83	30.25	28.61	28.44
市净率 (倍)	1.75	3.34	3.07	2.84	2.64
股本 (百万股)	4,114	8,228	8,228	8,228	8,228



	A股
当前股价	人民币 15.58
股票代码	600837.CH
市值 (百万元)	128,190
日成交量 (百万股)	102
52周最高价/最低价	人民币 19.66/7.16
发行股数 (百万股)	8,228
其中：流通股 (百万股)	1,523
主要股东 (持股比例)	上实集团 6.75%

资料来源：彭博、公司资料、中金公司研究部

- 海通证券经纪业务市场份额处于第二集团，拥有一定的规模效应；投资银行业务和资产管理业务均处于第三集团；控股海富通基金、参股富国基金，控股海富产业投资基金，是国内第一家设立产业投资基金的证券公司，其收入波动性风险低于绝大多数上市证券国内公司。海通证券直接投资业务规模较大，在上市证券公司中较早产生收益。海通证券净资产规模仅次于中信证券，将明显受益于资本密集型创新业务的推出。作为 29 家创新类证券公司之一，海通证券有望在融资融券、股指期货等创新业务领域建立竞争优势，分享创新业务带来的盈利机会。
- 我们预测 10 年海通证券营业收入和净利润将分别增长 5% 和 6%，对应每股收益和每股净资产分别为 0.54 元和 5.49 元，但净资产收益率将继续下滑至 10%。从收入构成看，经纪业务和自营业务收入占比分别为 70% 和 18%，仍是公司最主要的收入来源，合计占比为 88%。
- 在融资融券 10 年推出、自有资金和债券投资的 50% 用于融资融券、融资融券利率为 10% 的假设下，海通证券的净利润和每股收益净增额分别为 6.97 亿元和 0.08 元，每股价值净增额为 1.7 元。
- 在股指期货 10 年推出、股指期货交易额和市场份额均与股票现货持平的假设下，海通证券的净利润和每股收益净增额分别为 3.22 亿元和 0.04 元，每股价值净增额为 0.8 元。
- 基于对 09 年和 10 年主要驱动指标的判断，我们小幅调整了海通证券的盈利预测，09 年和 10 年的每股收益分别调整为 0.52 元和 0.54 元。
- 我们上调海通证券的投资评级至“审慎推荐”。在 10 年日均股票交易额 1700 亿元-2500 亿元的区间内，海通证券每股价值区间为 12.83 元-16.86 元。在假设 10 年融资融券和股指期货推出后，海通证券的每股价值区间为 15.33 元-19.36 元。

图表 58：海通证券财务数据摘要及预测

	2007	2008	2009F	2010F	2011F		2007	2008	2009F	2010F	2011F
损益表摘要 (人民币百万元)						年增长率 (%)					
营业收入	11,265	7,007	9,655	10,182	10,280	营业收入	316.97%	-37.80%	37.80%	5.45%	0.97%
手续费净收入	6,979	4,908	6,943	6,976	7,579	手续费净收入	330.48%	-29.67%	41.46%	0.47%	8.64%
代理买卖证券业务净收入	5,880	4,095	6,180	5,985	6,327	代理买卖证券业务净收入	382.31%	-30.37%	50.92%	-3.16%	5.72%
证券承销保荐业务净收入	369	212	163	217	288	证券承销保荐业务净收入	123.70%	-42.50%	-22.87%	32.60%	33.06%
委托管理资产业务净收入	17	17	19	30	45	委托管理资产业务净收入	66.89%	-1.65%	17.20%	54.63%	50.00%
基金管理公司收入	684	540	531	691	859	基金管理公司收入	252.58%	-21.03%	-1.65%	30.00%	24.35%
财务顾问业务和其他	29	45	49	54	59	财务顾问业务和其他	-12.12%	53.21%	10.00%	10.00%	10.00%
利息净收入	490	1,003	1,091	1,179	1,248	利息净收入	490.81%	104.62%	8.84%	7.99%	5.85%
投资净收益	2,501	1,861	339	668	603	投资净收益	193.98%	-25.59%	-81.80%	97.25%	-9.74%
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	76	98	65	85	105	其中：对联营企业和合营企业的投资收益	454.43%	29.59%	-33.66%	30.00%	24.35%
公允价值变动净收益	1,081	-820	1,221	1,291	776	公允价值变动净收益	4509.36%	-175.85%	-248.97%	5.72%	-39.92%
汇兑净收益	-14	-18	-18	-19	-20	汇兑净收益	114.17%	27.28%	5.00%	5.00%	5.00%
其他业务收入	228	72	79	87	96	其他业务收入	75.52%	-68.29%	10.00%	10.00%	10.00%
营业支出	3,941	3,342	3,957	4,136	4,175	营业支出	121.70%	-15.18%	18.39%	4.51%	0.96%
营业税金及附加	416	335	470	493	493	营业税金及附加	219.56%	-19.65%	40.34%	4.94%	0.10%
业务及管理费	3,268	2,953	3,484	3,639	3,677	业务及管理费	197.12%	-9.64%	17.98%	4.45%	1.06%
资产减值损失	253	52	-	-	-	资产减值损失	-53.54%	-79.57%			
其他业务成本	3	4	4	4	5	其他业务成本	26.38%	1.99%	10.00%	10.00%	10.00%
营业利润	7,324	3,664	5,698	6,046	6,105	营业利润	692.49%	-49.97%	55.52%	6.10%	0.98%
营业外收入	523	56	59	61	65	营业外收入	171.11%	-89.35%	5.00%	5.00%	5.00%
营业外支出	54	22	23	24	25	营业外支出	-86.36%	-59.09%	5.00%	5.00%	5.00%
利润总额	7,794	3,698	5,734	6,083	6,144	利润总额	976.05%	-52.56%	55.06%	6.10%	1.00%
所得税费用	2,234	313	1,417	1,500	1,510	所得税费用	819.18%	-86.00%	353.00%	5.82%	0.67%
净利润	5,560	3,385	4,317	4,584	4,634	净利润	1055.26%	-39.12%	27.52%	6.19%	1.11%
归属于母公司所有者的净利润	5,457	3,302	4,237	4,481	4,507	归属于母公司所有者的净利润	1083.44%	-39.49%	28.34%	5.75%	0.58%
少数股东权益	103	83	79	103	127	少数股东权益	329.80%	-19.38%	-5.09%	29.74%	24.19%
资产负债表摘要 (人民币百万元)						主要驱动因素 (%)					
总资产	95,345	74,686	80,834	86,294	90,851	股票权证交易额市场份额	4.09%	4.35%	4.14%	4.14%	4.14%
客户存款	53,686	33,778	37,704	39,590	40,579	净利率	0.62%	1.09%	1.60%	1.60%	1.60%
自有资金	33,225	26,589	28,490	30,973	33,435	股票及股票连接主承销市场份额	4.79%	1.49%	1.00%	1.00%	1.00%
交易性金融资产	3,452	9,761	10,018	10,892	11,757	企业主体债券主承销市场份额	0.75%	0.11%	0.25%	0.25%	0.25%
可供出售金融资产	2,767	1,126	1,155	1,256	1,356	营业费用/营业收入	29.01%	42.14%	36.08%	35.74%	35.77%
持有至到期投资	-	1,010	1,037	1,127	1,216	营业税金及附加税率	3.89%	5.67%	5.53%	5.53%	5.53%
长期股权投资	321	300	365	450	555	所得税率	28.94%	8.69%	25.00%	25.00%	25.00%
固定资产	949	956	848	741	633	盈利能力 (%)					
无形资产和商誉	185	202	202	202	202	净利润率	48.44%	47.12%	43.89%	44.01%	43.84%
其他资产	760	965	1,013	1,064	1,117	净资产收益率	14.90%	8.61%	10.15%	9.92%	9.28%
总负债	58,462	36,049	38,718	40,654	41,696	净资产指标 (人民币百万元)					
代买卖证券款	53,686	33,778	37,704	39,590	40,579	母公司净资产	34,522	34,145			
应付债券	-	-	-	-	-	母公司净资产率 (%)	94.60%	89.33%			
其他负债	4,775	2,271	1,013	1,064	1,117	每股及估值指标 (元)					
所有者权益	36,884	38,637	42,116	45,640	49,155	每股盈利	1.33	0.40	0.52	0.54	0.55
总股本	4,114	8,228	8,228	8,228	8,228	每股净资产	8.90	4.66	5.08	5.49	5.90
少数股东权益	251	275	354	457	584	市盈率	11.75	38.83	30.25	28.61	28.44
归属于母公司所有者权益	36,632	38,362	41,762	45,184	48,570	市净率	1.75	3.34	3.07	2.84	2.64
						股利支付比率	23.51%	7.54%	24.92%	25.00%	25.00%
						经营数据					
						员工数量 (个)	3,786	4,577			
						营业部数量 (个)	123	122			
						服务部数量 (个)	57	57			

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 59：海通证券盈利预测调整

(人民币,百万元)	2009			2010			2011		
	调整前	调整后	+/- (%)	调整前	调整后	+/- (%)	调整前	调整后	+/- (%)
营业收入	9,519	9,655	1.4	9,694	10,182	5.0	10,270	10,280	0.1
手续费净收入	6,146	6,943	13.0	6,159	6,976	13.3	6,468	7,579	17.2
代理买卖证券业务净收入	5,452	6,180	13.3	5,282	5,985	13.3	5,389	6,327	17.4
证券承销保荐业务净收入	127	163	28.6	177	217	22.2	244	288	18.1
委托管理资产业务净收入	566	19	-96.6	699	30	-95.7	835	45	-94.6
基金管理公司收入	0	531		0	691		0	859	
财务顾问业务和其他	49	49	0.0	54	54	0.0	59	59	0.0
利息净收入	1,091	1,091	0.0	1,169	1,179	0.9	1,229	1,248	1.5
投资净收益	457	339	-26.0	726	668	-8.0	797	603	-24.4
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	65	65	0.0	81	85	4.5	97	105	8.3
公允价值变动净收益	1,764	1,221	-30.8	1,572	1,291	-17.9	1,700	776	-54.4
汇兑净收益	-18	-18	0.0	-19	-19	0.0	-20	-20	0.0
其他业务收入	79	79	0.0	87	87	0.0	96	96	0.0
营业支出	3,911	3,957	1.2	3,974	4,136	4.1	4,172	4,175	0.1
营业税金及附加	462	470	1.6	467	493	5.6	494	493	-0.2
业务及管理费	3,445	3,484	1.1	3,503	3,639	3.9	3,673	3,677	0.1
资产减值损失	0	0		0	0		0	0	
其他业务成本	4	4	0.0	4	4	0.0	5	5	0.0
营业利润	5,608	5,698	1.6	5,719	6,046	5.7	6,098	6,105	0.1
营业外收入	59	59	0.0	61	61	0.0	65	65	0.0
营业外支出	23	23	0.0	24	24	0.0	25	25	0.0
利润总额	5,644	5,734	1.6	5,757	6,083	5.7	6,137	6,144	0.1
所得税费用	1,395	1,417	1.6	1,419	1,500	5.7	1,510	1,510	0.0
净利润	4,249	4,317	1.6	4,338	4,584	5.7	4,627	4,634	0.2
归属于母公司所有者的净利润	4,170	4,237	1.6	4,239	4,481	5.7	4,509	4,507	-0.1
少数股东权益	79	79	0.0	98	103	4.5	118	127	8.2
每股收益 (元)	0.51	0.52	1.6	0.52	0.54	5.7	0.55	0.55	-0.1
每股净资产 (元)	5.07	5.08	0.2	5.46	5.49	0.7	5.88	5.90	0.5

资料来源：中金公司研究部

图表 60：海通证券盈利预测主要假设调整

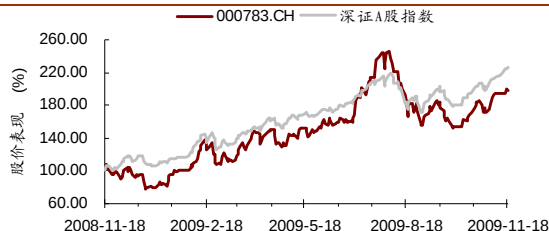
主要假设	2009			2010			2011		
	调整前	调整后	+/- (%)	调整前	调整后	+/- (%)	调整前	调整后	+/- (%)
经纪业务									
日均股票交易额 (亿元)	1,800	2,100	16.7	1,800	2,100	16.7	1,900	2,300	21.1
股票权证交易额市场份额	4.14%	4.14%	0.0	4.14%	4.14%	0.0	4.14%	4.14%	0.0
经纪业务手续费率	0.136%	0.135%	-0.3	0.132%	0.131%	-0.3	0.127%	0.127%	-0.4
净利率	1.60%	1.60%	0.0	1.60%	1.60%	0.0	1.60%	1.60%	0.0
自营业务									
证券投资期末规模占可用资金比例	30.00%	30.00%	0.0	30.00%	30.00%	0.0	30.00%	30.00%	0.0
证券投资收益率	17.85%	12.35%	-30.8	15.10%	12.35%	-18.2	15.10%	6.85%	-54.6
投行业务									
市场股票及股票融资额 (亿元)	2,026	2,702	33.3	2,921	3,651	25.0	4,101	4,921	20.0
股票及股票连接主承销市场份额	1.00%	1.00%	0.0	1.00%	1.00%	0.0	1.00%	1.00%	0.0
市场企业主体债券融资额 (亿元)	11,820	13,509	14.3	14,605	16,431	12.5	18,455	20,506	11.1
企业主体债券主承销市场份额	0.25%	0.25%	0.0	0.25%	0.25%	0.0	0.25%	0.25%	0.0
资管业务									
受托资产管理平均规模 (亿元)	23	15	-36.1	26	25	-3.2	28	35	23.2
受托资产管理费率	1.50%	1.50%	0.0	1.50%	1.50%	0.0	1.50%	1.50%	0.0
其他									
业务及管理费/营业收入	36.19%	36.08%	-0.3	36.14%	35.74%	-1.1	35.77%	35.77%	0.0
所得税率	25.00%	25.00%	0.0	25.00%	25.00%	0.0	25.00%	25.00%	0.0

资料来源：中金公司研究部

长江证券(000783/18.16 元): 中性

主要财务, 股票信息

(百万元)	2007 A	2008 A	2009 F	2010 F	2011 F
净利润	2,364	702	1,271	1,389	1,401
(+/-%)	353	-70	81	9	1
每股收益 (元)	1.41	0.42	0.58	0.64	0.64
(+/-%)	353	-70	39	9	1
每股净资产 (元)	3.53	2.75	4.15	4.64	5.12
(+/-%)	118.15	-22.03	50.81	11.86	10.44
股东权益	5,904	4,603	9,025	10,096	11,150
(+/-%)	118.15	-22.03	96.05	11.86	
净资产收益率 (%)	40.04	15.24	14.09	13.75	12.57
市盈率 (倍)	12.87	43.35	31.10	28.47	28.22
市净率 (倍)	5.15	6.61	4.38	3.92	3.55
股本 (百万股)	1,675	1,675	2,177	2,177	2,177



	A股
当前股价	人民币 18.16
股票代码	000783.CH
市价总值 (百万元)	30,414
日成交量 (百万股)	20
52周最高价/最低价	22.98/6.89
发行股数 (百万股)	1,675
其中: 流通股 (百万股)	856
主要股东 (持股比例)	青岛海尔投资发展 16.03%

资料来源: 彭博, 公司资料, 中金公司研究部

- ▶ 长江证券经纪业务市场份额处于第三集团, 在湖北省拥有一定竞争优势; 投资银行业务和资产管理业务均处于第三集团; 参股长信基金、诺德基金, 其收入波动性风险较高。长江证券直接投资业务刚刚获批, 产生收益的时间将较晚。在配股之后, 长江证券净资产处于上市证券公司中游。作为 29 家创新类证券公司之一, 长江证券有望分享融资融券、股指期货等创新业务带来的盈利机会, 但时间上可能晚于中信证券和海通证券。
- ▶ 我们预测 10 年长江证券营业收入和净利润将分别增长 8% 和 9%, 对应每股收益和每股净资产分别为 0.64 元和 4.64 元, 但净资产收益率将继续下降至 14%。从收入构成看, 经纪业务和自营业务收入占比分别为 61% 和 21%, 仍是公司最主要的收入来源, 合计占比为 82%。
- ▶ 在融资融券 10 年推出、自有资金和债券投资的 50% 用于融资融券、融资融券利率为 10% 的假设下, 长江证券的净利润和每股收益净增额分别为 1.15 亿元和 0.05 元, 每股价值 (配股后) 净增额为 1 元。
- ▶ 在股指期货 10 年推出、股指期货交易额和市场份额均与股票现货持平的假设下, 长江证券的净利润和每股收益净增额分别为 1.05 亿元和 0.05 元, 每股价值 (配股后) 净增额为 1 元。
- ▶ 基于对 09 年和 10 年主要驱动指标的判断, 我们相应调整了长江证券的盈利预测, 09 年和 10 年的每股收益分别调整为 0.58 元 (配股后) 和 0.64 元 (配股后)。
- ▶ 我们维持对长江证券“中性”的投资评级。在 10 年日均股票交易额 1700 亿元-2500 亿元的区间内, 长江证券每股价值 (配股后) 区间为 12.84 元-17.83 元。在假设 10 年融资融券和股指期货推出后, 长江证券的每股价值 (配股后) 区间为 14.84 元-19.83 元。

图表 61：长江证券财务数据摘要及预测

	2007	2008	2009F	2010F	2011F		2007	2008	2009F	2010F	2011F
损益表摘要 (人民币百万元)						年增长率 (%)					
营业收入	4,962	2,073	3,039	3,280	3,308	营业收入	251.67%	-58.22%	46.60%	7.92%	0.86%
手续费净收入	2,134	1,221	2,120	2,143	2,339	手续费净收入	300.35%	-42.77%	73.56%	1.08%	9.16%
代理买卖证券业务净收入	2,080	1,102	1,878	1,819	1,928	代理买卖证券业务净收入	343.15%	-47.01%	70.34%	-3.13%	5.99%
证券承销保荐业务净收入	32	73	152	190	243	证券承销保荐业务净收入	-46.56%	130.02%	107.56%	25.38%	27.78%
委托管理资产业务净收入	7	10	51	90	120	委托管理资产业务净收入	76.41%	34.69%	407.81%	77.12%	33.33%
财务顾问业务和其他	15	36	40	43	48	财务顾问业务和其他	74.04%	140.48%	10.00%	10.00%	10.00%
利息净收入	110	132	171	184	189	利息净收入	563.20%	20.03%	29.91%	7.40%	3.07%
投资净收益	2,434	897	95	127	121	投资净收益	228.28%	-63.13%	-89.45%	34.22%	-5.12%
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	41	52	45	58	72	其中：对联营企业和合营企业的投资收益	10509.74%	26.52%	-14.00%	30.00%	24.35%
公允价值变动净收益	182	-287	453	625	438	公允价值变动净收益	74.04%	-257.56%	-257.63%	37.98%	-29.86%
汇兑净收益	-4	-3	-3	-4	-4	汇兑净收益	0.65%	-27.90%	5.00%	5.00%	5.00%
其他业务收入	106	113	204	205	224	其他业务收入	443.03%	6.69%	79.89%	0.44%	9.55%
营业支出	1,563	1,100	1,367	1,457	1,473	营业支出	189.99%	-29.58%	24.24%	6.54%	1.12%
营业税金及附加	225	124	161	173	174	营业税金及附加	214.23%	-44.67%	29.39%	7.61%	0.27%
业务及管理费	1,320	864	1,200	1,276	1,291	业务及管理费	176.60%	-34.59%	38.94%	6.38%	1.11%
资产减值损失	15	107	-	-	1	资产减值损失	-221.53%	597.56%	-100.00%	-	-
其他业务成本	2	6	6	7	8	其他业务成本	-15.94%	169.82%	10.00%	10.00%	10.00%
营业利润	3,399	973	1,672	1,824	1,835	营业利润	289.79%	-71.38%	71.91%	9.05%	0.64%
营业外收入	4	16	17	18	19	营业外收入	40.65%	278.14%	5.00%	5.00%	5.00%
营业外支出	34	8	9	9	10	营业外支出	-72.66%	-75.19%	5.00%	5.00%	5.00%
利润总额	3,370	981	1,680	1,832	1,844	利润总额	348.33%	-70.90%	71.38%	9.03%	0.66%
所得税费用	1,004	279	409	444	443	所得税费用	354.15%	-72.22%	46.63%	8.46%	-0.11%
净利润	2,366	702	1,271	1,389	1,401	净利润	345.91%	-70.34%	81.22%	9.22%	0.91%
归属于母公司所有者的净利润	2,364	702	1,271	1,389	1,401	归属于母公司所有者的净利润	353.44%	-70.32%	81.22%	9.22%	0.91%
少数股东权益	2	-	-	-	-	少数股东权益	-77.48%	-100.00%	-	-	-
资产负债表摘要 (人民币百万元)						主要驱动因素 (%)					
总资产	25,221	18,191	23,612	25,412	26,855	股东权益交易额市场份额	1.34%	1.27%	1.40%	1.40%	1.40%
客户存款	16,078	11,134	14,390	15,110	15,488	净利率	0.86%	0.84%	1.40%	1.40%	1.40%
自有存款	4,114	2,250	853	957	1,059	股票及股票连接主承销市场份额	0.00%	1.58%	0.50%	0.50%	0.50%
交易性金融资产	2,149	3,915	7,271	8,163	9,030	企业主体债券主承销市场份额	0.64%	0.84%	0.25%	0.25%	0.25%
可供出售金融资产	1,857	216	402	451	499	营业费用/营业收入	26.61%	41.66%	39.48%	38.91%	39.01%
持有至到期投资	29	-	-	-	-	营业税金及附加税率	4.67%	6.58%	5.70%	5.70%	5.70%
长期股权投资	114	166	211	269	341	所得税率	30.16%	30.03%	25.00%	25.00%	25.00%
固定资产	274	292	259	225	192	盈利能力 (%)					
无形资产和商誉	448	30	30	30	30	净利润率	47.64%	33.84%	41.83%	42.33%	42.36%
其他资产	158	188	197	207	217	净资产收益率	40.04%	15.24%	14.09%	13.75%	12.57%
总负债	19,317	13,588	14,587	15,317	15,705	净资本指标 (人民币百万元)					
代买卖证券款	16,078	11,134	14,390	15,110	15,488	母公司净资本	4,162	3,529	-	-	-
应付债券	-	-	-	-	-	母公司净资本率 (%)	76.01%	77.09%	-	-	-
其他负债	3,239	2,454	197	207	217	每股及估值指标 (元)					
所有者权益	5,904	4,603	9,025	10,096	11,150	每股盈利	1.41	0.42	0.58	0.64	0.64
总股本	1,675	1,675	2,177	2,177	2,177	每股净资产	3.53	2.75	4.15	4.64	5.12
少数股东权益	-	-	-	-	-	市盈率	12.87	43.35	31.10	28.47	28.22
归属于母公司所有者权益	5,904	4,603	9,025	10,096	11,150	市净率	5.15	6.61	4.38	3.92	3.55
						股利支付比率	0.00%	35.43%	23.87%	25.00%	25.00%
						经营数据					
						员工数量 (个)	2468	2921	-	-	-
						营业部数量 (个)	56	56	-	-	-
						服务部数量 (个)	11	11	-	-	-

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 62: 长江证券盈利预测调整

(人民币,百万元)	2009			2010			2011		
	调整前	调整后	+/- (%)	调整前	调整后	+/- (%)	调整前	调整后	+/- (%)
营业收入	2,830	3,039	7.4	2,859	3,280	14.7	3,088	3,308	7.1
手续费净收入	1,858	2,120	14.1	1,862	2,143	15.1	1,970	2,339	18.8
代理买卖证券业务净收入	1,652	1,878	13.7	1,600	1,819	13.7	1,635	1,928	17.9
证券承销保荐业务净收入	132	152	15.2	169	190	12.8	219	243	11.1
委托管理资产业务净收入	35	51	46.3	49	90	83.6	68	120	75.9
财务顾问业务和其他	40	40	0.0	43	43	0.0	48	48	0.0
利息净收入	168	171	1.8	175	184	5.0	178	189	6.5
投资净收益	103	95	-7.7	114	127	11.4	135	121	-10.5
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	45	45	0.0	55	58	4.5	67	72	8.3
公允价值变动净收益	524	453	-13.6	530	625	17.9	617	438	-29.0
汇兑净收益	-3	-3	0.0	-4	-4	0.0	-4	-4	0.0
其他业务收入	181	204	13.0	181	205	12.9	192	224	16.9
营业支出	1,291	1,367	5.9	1,306	1,457	11.5	1,394	1,473	5.7
营业税金及附加	149	161	7.9	150	173	15.6	162	174	7.2
业务及管理费	1,135	1,200	5.7	1,149	1,276	11.1	1,223	1,291	5.5
资产减值损失	0	0	0.0	0	0	0.0	1	1	0.0
其他业务成本	6	6	0.0	7	7	0.0	8	8	0.0
营业利润	1,539	1,672	8.6	1,553	1,824	17.4	1,694	1,835	8.4
营业外收入	17	17	0.0	18	18	0.0	19	19	0.0
营业外支出	9	9	0.0	9	9	0.0	10	10	0.0
利润总额	1,547	1,680	8.6	1,561	1,832	17.3	1,703	1,844	8.3
所得税费用	376	409	8.9	376	444	17.8	409	443	8.3
净利润	1,172	1,271	8.5	1,185	1,389	17.2	1,294	1,401	8.3
归属于母公司所有者的净利润	1,172	1,271	8.5	1,185	1,389	17.2	1,294	1,401	8.3
少数股东权益	0	0	0.0	0	0	0.0	0	0	0.0
每股收益 (元)	0.70	0.58	-16.5	0.71	0.64	-9.8	0.77	0.64	-16.7
每股净资产 (元)	3.38	4.15	22.7	3.91	4.64	18.5	4.51	5.12	13.6

资料来源: 中金公司研究部

图表 63: 长江证券盈利预测主要假设调整

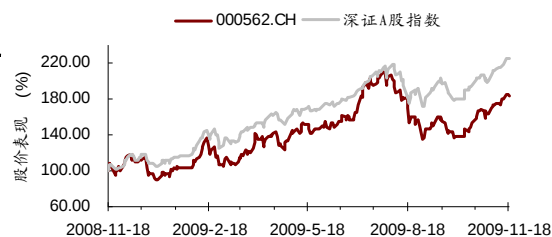
主要假设	2009			2010			2011		
	调整前	调整后	+/- (%)	调整前	调整后	+/- (%)	调整前	调整后	+/- (%)
经纪业务									
日均股票交易额 (亿元)	1,800	2,100	16.7	1,800	2,100	16.7	1,900	2,300	21.1
股基权证交易额市场份额	1.40%	1.40%	0.0	1.40%	1.40%	0.0	1.40%	1.40%	0.0
经纪业务手续费率	0.128%	0.128%	0.0	0.124%	0.124%	0.0	0.120%	0.120%	0.0
净利差	1.40%	1.40%	0.0	1.40%	1.40%	0.0	1.40%	1.40%	0.0
自营业务									
证券投资期末规模占可用资金比例	90.00%	90.00%	0.0	90.00%	90.00%	0.0	90.00%	90.00%	0.0
证券投资收益率	12.60%	8.10%	-35.7	11.10%	8.10%	-27.0	11.10%	5.10%	-54.1
投行业务									
市场股票及股票融资额 (亿元)	2,026	2,702	33.3	2,921	3,651	25.0	4,101	4,921	20.0
股票及股票连接主承销市场份额	0.50%	0.50%	0.0	0.50%	0.50%	0.0	0.50%	0.50%	0.0
市场企业主体债券融资额 (亿元)	11,820	13,509	14.3	14,605	16,431	12.5	18,455	20,506	11.1
企业主体债券主承销市场份额	0.25%	0.25%	0.0	0.25%	0.25%	0.0	0.25%	0.25%	0.0
资管业务									
受托资产管理平均规模 (亿元)	15	25	62.7	22	35	62.7	30	45	49.5
受托资产管理费率	2.00%	3.00%	50.0	2.00%	3.00%	50.0	2.00%	3.00%	50.0
其他									
业务及管理费/营业收入	40.1%	39.5%	-1.6	40.2%	38.9%	-3.2	39.6%	39.0%	-1.5
所得税率	25.0%	25.0%	0.0	25.0%	25.0%	0.0	25.0%	25.0%	0.0

资料来源: 中金公司研究部

宏源证券(000562/24.02 元)：中性

主要财务，股票信息

(百万元)	2007A	2008 A	2009 F	2010 F	2011 F
净利润	2,038	542	1,254	1,235	1,268
(+/-%)	538	-73	132	-2	3
每股收益 (元)	1.39	0.37	0.86	0.85	0.87
(+/-%)	538	-73	132	-2	3
每股净资产 (元)	4.11	3.41	4.31	4.90	5.52
(+/-%)	63.43	-17.00	26.62	13.62	12.54
股东权益	5,999	4,979	6,304	7,162	8,060
(+/-%)	63.43	-17.00	26.62	13.62	12.54
净资产收益率 (%)	33.98	10.88	19.89	17.24	15.74
市盈率 (倍)	17.22	64.80	27.99	28.42	27.67
市净率 (倍)	5.85	7.05	5.57	4.90	4.35
股本 (百万股)	1,461	1,461	1,461	1,461	1,461



A股	
当前股价	人民币 24.02
股票代码	000562.CH
市价总值 (百万元)	35,098
日成交量 (百万股)	14
52周最高价/最低价	人民币 28/11.7
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%

资料来源：彭博、公司资料、中金公司研究部

- ▶ 宏源证券经纪业务市场份额处于第三集团，在新疆维吾尔自治区拥有竞争优势；投资银行业务和资产管理业务均处于第三集团，其收入波动性风险高于多数上市证券公司。宏源证券净资产处于上市证券公司中下游。作为29家创新类证券公司之一，宏源证券有望分享融资融券、股指期货等创新业务带来的盈利机会，但时间上可能晚于中信证券和海通证券。
- ▶ 我们预测10年宏源证券的营业收入和净利润将与09年基本持平，对应每股收益和每股净资产分别为0.85元和4.9元，但净资产收益率将继续下降至17%。从收入构成看，经纪业务和自营业务收入占比分别为71%和14%，仍是公司最主要的收入来源，合计占比为85%。
- ▶ 在融资融券10年推出、自有资金和债券投资的50%用于融资融券、融资融券利率为10%的假设下，宏源证券的净利润和每股收益净增额分别为8100万元和0.06元，每股价值净增额为1.1元。
- ▶ 在股指期货10年推出、股指期货交易额和市场份额均与股票现货持平的假设下，宏源证券的净利润和每股收益净增额分别为9200万元和0.06元，每股价值净增额为1.3元。
- ▶ 基于对09年和10年主要驱动指标的判断，我们小幅调整了宏源证券的盈利预测，09年和10年的每股收益分别调整为0.86元和0.85元。
- ▶ 我们维持对宏源证券“中性”的投资评级。在10年日均股票交易额1700亿元-2500亿元的区间内，宏源证券每股价值区间为15.99元-23.55元。在假设10年融资融券和股指期货推出后，宏源证券的每股价值区间为18.39元-25.95元。

图表 64：宏源证券财务数据摘要及预测

	2007	2008	2009F	2010F	2011F		2007	2008	2009F	2010F	2011F
损益表摘要 (人民币百万元)						年增长率 (%)					
营业收入	4,435	1,598	3,116	3,082	3,152	营业收入	496.52%	-63.96%	94.95%	-1.10%	2.27%
手续费净收入	2,289	1,364	2,401	2,405	2,615	手续费净收入	607.07%	-40.39%	75.93%	0.20%	8.70%
代理买卖证券业务净收入	2,212	1,178	2,096	2,024	2,138	代理买卖证券业务净收入	720.61%	-46.74%	77.94%	-3.45%	5.61%
证券承销保荐业务净收入	41	88	151	202	271	证券承销保荐业务净收入	52.53%	114.06%	71.67%	33.94%	33.97%
委托管理资产业务净收入	-	0	45	60	75	委托管理资产业务净收入	-100.00%		399505.75%	33.33%	25.00%
财务顾问业务和其他	36	98	108	119	131	财务顾问业务和其他	36.27%	173.96%	10.00%	10.00%	10.00%
利息净收入	134	158	135	161	170	利息净收入	427.08%	18.16%	-14.48%	19.30%	5.71%
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	1,532	443	7	6	3	投资收益	584.83%	-71.09%	-98.40%	-20.07%	-39.52%
公允价值变动净收益	394	-434	504	435	281	其中：对联营企业和合营企业的投资收益					
汇兑净收益	-6	-6	-6	-7	-7	公允价值变动净收益	231.09%	-210.31%	-215.97%	-13.61%	-35.35%
其他业务收入	93	73	76	81	89	汇兑净收益	120.49%	-6.94%	5.00%	5.00%	5.00%
营业支出	1,203	862	1,445	1,440	1,474	其他业务收入	70.73%	-21.70%	3.81%	6.85%	9.86%
营业税金及附加	213	81	165	161	165	营业支出	215.75%	-28.32%	67.54%	-0.29%	2.35%
业务及管理费	849	750	1,236	1,231	1,257	营业税金及附加	621.55%	-62.04%	103.62%	-2.02%	2.08%
资产减值损失	82	-8	-	-	-	业务及管理费	237.21%	-11.62%	64.82%	-0.43%	2.09%
其他业务成本	59	40	44	48	53	资产减值损失	12.71%	-110.09%	-100.00%		
营业利润	3,232	736	1,671	1,641	1,678	其他业务成本	120.65%	-32.46%	10.00%	10.00%	10.00%
营业外收入	1	4	5	5	5	营业利润	791.66%	-77.22%	127.05%	-1.79%	2.20%
营业外支出	7	6	6	6	6	营业外收入	-36.09%	533.64%	5.00%	5.00%	5.00%
利润总额	3,226	735	1,670	1,640	1,676	营业外支出	-30.29%	-23.01%	5.00%	5.00%	5.00%
所得税费用	1,187	193	416	405	408	利润总额	813.15%	-77.21%	127.23%	-1.80%	2.20%
净利润	2,038	542	1,254	1,235	1,268	所得税费用	3404.40%	-83.71%	115.28%	-2.67%	0.65%
归属于母公司所有者的净利润	2,038	542	1,254	1,235	1,268	净利润	538.26%	-73.43%	131.50%	-1.51%	2.71%
少数股东权益	-	-	-	-	-	归属于母公司所有者的净利润	538.26%	-73.43%	131.50%	-1.51%	2.71%
资产负债表摘要 (人民币百万元)						少数股东权益					
总资产	22,800	15,305	20,363	21,925	23,216	主要驱动因素 (%)					
客户存款	14,828	9,313	13,131	13,788	14,132	股本权证交易额市场份额	1.09%	1.08%	1.29%	1.29%	1.29%
自有存款	5,518	2,085	2,376	2,733	3,106	净利差	0.53%	0.80%	1.00%	1.00%	1.00%
交易性金融资产	532	2,087	2,834	3,260	3,705	股票及股票连接主承销市场份额	0.24%	0.54%	1.00%	1.00%	1.00%
可供出售金融资产	789	535	726	835	949	企业主体债券主承销市场份额	0.18%	0.35%	0.20%	0.20%	0.20%
持有至到期投资	52	3	4	5	6	营业费用/营业收入	19.14%	46.93%	39.68%	39.95%	39.88%
长期股权投资	7	6	6	6	6	营业税金及附加税率	4.95%	5.38%	5.53%	5.53%	5.53%
固定资产	314	336	301	267	233	所得税率	36.81%	24.22%	25.00%	25.00%	25.00%
无形资产和商誉	36	56	56	56	56	盈利能力 (%)					
其他资产	724	884	928	974	1,023	净利润率	45.96%	33.89%	40.24%	40.07%	40.24%
总负债	16,801	10,326	14,059	14,762	15,156	净资产收益率	33.98%	10.88%	19.89%	17.24%	15.74%
代买卖证券款	14,828	9,313	13,131	13,788	14,132	净资本指标 (人民币百万元)					
应付债券	-	-	-	-	-	净资本	4,621	3,770			
其他负债	1,973	1,014	928	974	1,023	净资本率 (%)	80.39%	75.75%			
所有者权益	5,999	4,979	6,304	7,162	8,060	每股及估值指标 (元)					
总股本	1,461	1,461	1,461	1,461	1,461	每股盈利	1.39	0.37	0.86	0.85	0.87
少数股东权益	-	-	-	-	-	每股净资产	4.11	3.41	4.31	4.90	5.52
归属于母公司所有者权益	5,999	4,979	6,304	7,162	8,060	市盈率	17.22	64.80	27.99	28.42	27.67
						市净率	5.85	7.05	5.57	4.90	4.35
						股利支付比率	36.60%	41.22%	26.98%	30.00%	30.00%
						经营数据					
						员工数量 (个)	1,279	1,695			
						营业部数量 (个)	50	50			
						服务部数量 (个)	17	17			

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 65：宏源证券盈利预测调整

(人民币,百万元)	2009			2010			2011		
	调整前	调整后	+/- (%)	调整前	调整后	+/- (%)	调整前	调整后	+/- (%)
营业收入	2,897	3,116	7.6	2,976	3,082	3.5	3,205	3,152	-1.6
手续费净收入	2,112	2,401	13.6	2,123	2,405	13.3	2,245	2,615	16.4
代理买卖证券业务净收入	1,844	2,096	13.7	1,781	2,024	13.7	1,812	2,138	17.9
证券承销保荐业务净收入	115	151	31.4	163	202	23.9	227	271	19.3
委托管理资产业务净收入	45	45	0.0	60	60	0.0	75	75	0.0
财务顾问业务和其他	108	108	0.0	119	119	0.0	131	131	0.0
利息净收入	135	135	0.2	159	161	1.4	167	170	2.3
投资净收益	8	7	-13.1	8	6	-29.8	9	3	-60.3
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0	0		0	0		0	0	
公允价值变动净收益	575	504	-12.4	615	435	-29.2	706	281	-60.2
汇兑净收益	-6	-6	0.0	-7	-7	0.0	-7	-7	0.0
其他业务收入	73	76	3.9	78	81	3.7	85	89	4.7
营业支出	1,363	1,445	6.0	1,399	1,440	3.0	1,488	1,474	-0.9
营业税金及附加	153	165	7.9	156	161	3.7	168	165	-1.9
业务及管理费	1,167	1,236	6.0	1,195	1,231	3.0	1,267	1,257	-0.8
资产减值损失	0	0		0	0		0	0	
其他业务成本	44	44	0.0	48	48	0.0	53	53	0.0
营业利润	1,534	1,671	9.0	1,578	1,641	4.0	1,717	1,678	-2.3
营业外收入	5	5	0.0	5	5	0.0	5	5	0.0
营业外支出	6	6	0.0	6	6	0.0	6	6	0.0
利润总额	1,533	1,670	9.0	1,577	1,640	4.0	1,716	1,676	-2.3
所得税费用	382	416	9.0	389	405	4.1	418	408	-2.4
净利润	1,151	1,254	8.9	1,187	1,235	4.0	1,298	1,268	-2.3
归属于母公司所有者的净利润	1,151	1,254	8.9	1,187	1,235	4.0	1,298	1,268	-2.3
少数股东权益	0	0		0	0		0	0	
每股收益 (元)	0.79	0.86	8.9	0.81	0.85	4.0	0.89	0.87	-2.3
每股净资产 (元)	4.24	4.31	1.7	4.82	4.90	1.7	5.46	5.52	1.0

资料来源：中金公司研究部

图表 66：宏源证券盈利预测主要假设调整

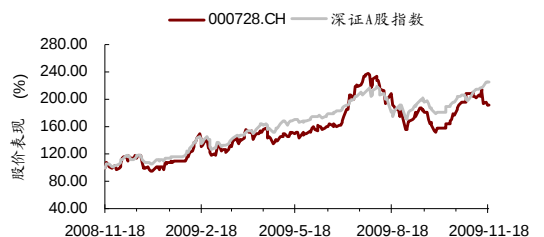
主要假设	2009			2010			2011		
	调整前	调整后	+/- (%)	调整前	调整后	+/- (%)	调整前	调整后	+/- (%)
经纪业务									
日均股票交易额 (亿元)	1,800	2,100	16.7	1,800	2,100	16.7	1,900	2,300	21.1
股基权证交易额市场份额	1.29%	1.29%	0.0	1.29%	1.29%	0.0	1.29%	1.29%	0.0
经纪业务手续费率	0.142%	0.142%	0.0	0.137%	0.137%	0.0	0.132%	0.132%	0.0
净利差	1.00%	1.00%	0.0	1.00%	1.00%	0.0	1.00%	1.00%	0.0
自营业务									
证券投资期末规模占可用资金比例	60.00%	60.00%	0.0	60.00%	60.00%	0.0	60.00%	60.00%	0.0
证券投资收益率	19.00%	16.50%	-13.2	16.50%	11.50%	-30.3	16.50%	6.50%	-60.6
投行业务									
市场股票及股票融资额 (亿元)	2,026	2,702	33.3	2,921	3,651	25.0	4,101	4,921	20.0
股票及股票连接主承销市场份额	1.00%	1.00%	0.0	1.00%	1.00%	0.0	1.00%	1.00%	0.0
市场企业主体债券融资额 (亿元)	11,820	13,509	14.3	14,605	16,431	12.5	18,455	20,506	11.1
企业主体债券主承销市场份额	0.20%	0.20%	0.0	0.20%	0.20%	0.0	0.20%	0.20%	0.0
资管业务									
受托资产管理平均规模 (亿元)	30	30	0.0	40	40	0.0	50	50	0.0
受托资产管理费率	1.50%	1.50%	0.0	1.50%	1.50%	0.0	1.50%	1.50%	0.0
其他									
业务及管理费/营业收入	40.28%	39.68%	-1.5	40.15%	39.95%	-0.5	39.54%	39.88%	0.8
所得税率	25.00%	25.00%	0.0	25.00%	25.00%	0.0	25.00%	25.00%	0.0

资料来源：中金公司研究部

国元证券(000728/20.23 元): 中性

主要财务, 股票信息

(百万元)	2007A	2008 A	2009 F	2010 F	2011 F
净利润	2,280	521	937	1,093	1,062
(+/-%)	314 -	77	80	17 -	3
每股收益 (元)	1.56	0.36	0.48	0.56	0.54
(+/-%)	314 -	77	34	17 -	3
每股净资产 (元)	3.53	3.26	7.80	8.12	8.39
(+/-%)	106.74 -	7.73	139.63	4.08	3.23
股东权益	5,168	4,769	15,329	15,954	16,470
(+/-%)	106.74 -	7.73	221.46	4.08	3.23
净资产收益率 (%)	44.11	10.92	6.11	6.85	6.45
市盈率 (倍)	13.47	58.95	43.97	37.67	38.77
市净率 (倍)	5.94	6.44	2.69	2.58	2.50
股本 (百万股)	1,464	1,464	1,964	1,964	1,964



	A股
当前股价	人民币 20.97
股票代码	000728.CH
市价总值 (百万元)	41,187
日成交量 (百万股)	34
52周最高价/最低价	人民币 26.61/10.28
发行股数 (百万股)	1,464
其中: 流通股 (百万股)	285
主要股东 (持股比例)	国元控股 (集团) 31.59%

资料来源: 彭博, 公司资料, 中金公司研究部

- ▶ 国元证券经纪业务市场份额处于第三集团, 在安徽省拥有一定竞争优势; 投资银行业务和资产管理业务均处于第三集团; 参股长盛基金, 其收入波动性风险较高。国元证券直接投资业务刚刚获批, 产生收益的时间将较晚。在增发之后, 国元证券净资产处于上市证券公司中游。作为 29 家创新类证券公司之一, 国元证券有望分享融资融券、股指期货等创新业务带来的盈利机会, 但时间上可能晚于中信证券和海通证券。
- ▶ 我们预测 10 年国元证券营业收入和净利润将分别增长 14%和 17%, 对应每股收益和每股净资产分别为 0.56 元和 8.12 元, 净资产收益率也将小幅上升至 7%。从收入构成看, 经纪业务和自营业务收入占比分别为 66%和 21%, 仍是公司最主要的收入来源, 合计占比为 87%。
- ▶ 在融资融券 10 年推出、自有资金和债券投资的 50%用于融资融券、融资融券利率为 10%的假设下, 国元证券的净利润和每股收益净增额分别为 2.59 亿元和 0.13 元, 每股价值 (增发后) 净增额为 2.6 元。
- ▶ 在股指期货 10 年推出、股指期货交易额和市场份额均与股票现货持平的假设下, 国元证券的净利润和每股收益净增额分别为 8600 万元和 0.04 元, 每股价值 (增发后) 净增额为 0.9 元。
- ▶ 基于对 09 年和 10 年主要驱动指标的判断, 我们相应调整了国元证券的盈利预测, 09 年和 10 年的每股收益分别调整为 0.48 元 (增发后) 和 0.56 元 (增发后)。
- ▶ 我们维持对国元证券“中性”的投资评级。在 10 年日均股票交易额 1700 亿元-2500 亿元的区间内, 国元证券每股价值 (增发后) 区间为 15.3 元-19.11 元。在假设 10 年融资融券和股指期货推出后, 国元证券的每股价值 (增发后) 区间为 18.8 元-22.61 元。

图表 67：国元证券财务数据摘要及预测

	2007	2008	2009F	2010F	2011F		2007	2008	2009F	2010F	2011F
损益表摘要 (人民币百万元)						年增长率 (%)					
营业收入	4,100	1,237	2,144	2,436	2,375	营业收入	245.88%	-69.83%	73.40%	13.58%	-2.48%
手续费净收入	1,612	964	1,560	1,530	1,646	手续费净收入	373.13%	-40.21%	61.82%	-1.88%	7.58%
代理买卖证券业务净收入	1,476	899	1,445	1,389	1,459	代理买卖证券业务净收入	374.52%	-39.10%	60.75%	-3.91%	5.07%
证券承销保荐业务净收入	44	25	75	100	134	证券承销保荐业务净收入	131.87%	-43.98%	202.98%	33.86%	33.92%
委托管理资产业务净收入	82	26	25	25	35	委托管理资产业务净收入	661.05%	-67.78%	-5.86%	1.12%	40.00%
财务顾问业务和其他	11	14	15	17	19	财务顾问业务和其他		33.60%	10.00%	10.00%	10.00%
利息净收入	82	125	145	213	219	利息净收入	793.20%	52.85%	15.57%	47.63%	2.70%
投资净收益	1,591	950	97	137	139	投资净收益	190.32%	-40.28%	-89.80%	41.43%	1.47%
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	173	145	74	96	115	其中：对联营企业和合营企业的投资收益	258.03%	-16.34%	-49.07%	30.00%	20.00%
公允价值变动净收益	755	-876	262	465	272	公允价值变动净收益	196.91%	-216.07%	-129.86%	77.72%	-41.55%
汇兑净收益	-2	-2	-2	-3	-3	汇兑净收益	-39.59%	23.23%	5.00%	5.00%	5.00%
其他业务收入	61	76	84	92	101	其他业务收入	69.55%	24.54%	10.00%	10.00%	10.00%
营业支出	944	643	912	1,002	988	营业支出	140.23%	-31.91%	41.87%	9.79%	-1.31%
营业税金及附加	156	75	108	119	114	营业税金及附加	245.15%	-51.82%	43.69%	10.40%	-4.01%
业务及管理费	758	556	790	867	857	业务及管理费	123.82%	-26.63%	42.03%	9.70%	-1.13%
资产减值损失	21	-1	-	-	-	资产减值损失	694.29%	-106.20%	-100.00%		
其他业务成本	9	13	14	15	17	其他业务成本	-28.20%	98.86%	10.00%	10.00%	10.00%
营业利润	3,155	594	1,232	1,434	1,387	营业利润	298.31%	-81.18%	107.53%	16.39%	-3.30%
营业外收入	120	0	1	1	1	营业外收入	16541.73%	-99.60%	5.00%	5.00%	5.00%
营业外支出	2	7	7	7	8	营业外支出	-72.01%	179.08%	5.00%	5.00%	5.00%
利润总额	3,273	588	1,226	1,427	1,380	利润总额	317.26%	-82.05%	108.59%	16.45%	-3.34%
所得税费用	990	66	288	333	316	所得税费用	327.97%	-93.30%	334.58%	15.58%	-5.02%
净利润	2,284	521	938	1,095	1,064	净利润	312.78%	-77.17%	79.86%	16.72%	-2.83%
归属于母公司所有者的净利润	2,280	521	937	1,093	1,062	归属于母公司所有者的净利润	313.55%	-77.15%	79.85%	16.72%	-2.84%
少数股东权益	4	1	1	1	1	少数股东权益	103.13%	-87.12%	92.58%	10.00%	10.00%
资产负债表摘要 (人民币百万元)						主要驱动因素 (%)					
总资产	18,944	11,914	24,929	26,034	26,805	股票权证交易额市场份额	0.87%	0.87%	1.08%	1.08%	1.08%
客户存款	12,000	6,452	9,476	9,950	10,199	净利差	0.85%	1.08%	1.00%	1.00%	1.00%
自有存款	2,650	2,778	10,077	10,473	10,778	股票及股票连接主承销市场份额	0.20%	0.17%	0.50%	0.50%	0.50%
交易性金融资产	3,056	1,534	3,967	4,123	4,243	企业主体债券主承销市场份额	0.28%	0.00%	0.10%	0.10%	0.10%
可供出售金融资产	185	136	352	366	376	业务及管理费/营业收入	18.50%	45.00%	36.86%	35.60%	36.09%
持有至到期投资	0	0	0	0	0	营业税金及附加税率	4.05%	7.76%	5.60%	5.60%	5.60%
长期股权投资	486	421	494	590	705	所得税率	31.92%	14.96%	25.00%	25.00%	25.00%
固定资产	335	453	418	382	346	盈利能力 (%)					
无形资产和商誉	143	21	21	21	21	净利润率	55.61%	42.12%	43.68%	44.89%	44.73%
其他资产	90	118	123	130	136	净资产收益率	44.11%	10.92%	6.11%	6.85%	6.45%
总负债	13,727	7,099	9,553	10,031	10,285	净资本指标 (人民币百万元)					
代买卖证券款	12,000	6,452	9,476	9,950	10,199	净资本	3,652.01	3,334.78			
应付债券	-	-	-	-	-	净资本率 (%)	72.62%	70.93%			
其他负债	1,727	647	76	81	87	每股及估值指标 (元)					
所有者权益	5,218	4,815	15,376	16,002	16,519	每股盈利	1.56	0.36	0.48	0.56	0.54
总股本	1,464	1,464	1,964	1,964	1,964	每股净资产	3.53	3.26	7.80	8.12	8.39
少数股东权益	50	46	47	48	50	市盈率	13.47	58.95	43.97	37.67	38.77
归属于母公司所有者权益	5,168	4,769	15,329	15,954	16,470	市净率	5.94	6.44	2.69	2.58	2.50
						股利支付比率	0.00%	32.11%	50.60%	50.00%	50.00%
						经营数据					
						员工数量 (个)	1,212	1414			
						营业部数量 (个)	48	48			
						服务部数量 (个)	20	20			

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 68: 国元证券盈利预测调整

(人民币,百万元)	2009			2010			2011		
	调整前	调整后	+/- (%)	调整前	调整后	+/- (%)	调整前	调整后	+/- (%)
营业收入	2,115	2,144	1.4	2,101	2,436	15.9	2,225	2,375	6.8
手续费净收入	1,386	1,560	12.5	1,366	1,530	12.0	1,420	1,646	16.0
代理买卖证券业务净收入	1,271	1,445	13.7	1,222	1,389	13.7	1,237	1,459	17.9
证券承销保荐业务净收入	57	75	31.2	81	100	23.8	112	134	19.2
委托管理资产业务净收入	43	25	-42.2	47	25	-46.8	52	35	-32.3
财务顾问业务和其他	15	15	0.0	17	17	0.0	19	19	0.0
利息净收入	96	145	50.6	114	213	86.8	118	219	85.7
投资净收益	113	97	-14.0	125	137	10.1	145	139	-4.4
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	74	74	0.0	88	96	8.3	106	115	8.3
公允价值变动净收益	439	262	-40.4	406	465	14.5	443	272	-38.6
汇兑净收益	-2	-2	0.0	-3	-3	0.0	-3	-3	0.0
其他业务收入	84	84	0.0	92	92	0.0	101	101	0.0
营业支出	905	912	0.8	905	1,002	10.7	948	988	4.3
营业税金及附加	109	108	-1.0	106	119	12.0	112	114	2.0
业务及管理费	782	790	1.0	783	867	10.7	819	857	4.7
资产减值损失	0	0	0.0	0	0	0.0	0	0	0.0
其他业务成本	14	14	0.0	15	15	0.0	17	17	0.0
营业利润	1,210	1,232	1.9	1,196	1,434	19.9	1,277	1,387	8.6
营业外收入	1	1	0.0	1	1	0.0	1	1	0.0
营业外支出	7	7	0.0	7	7	0.0	8	8	0.0
利润总额	1,203	1,226	1.9	1,189	1,427	20.0	1,270	1,380	8.7
所得税费用	282	288	2.0	275	333	21.0	291	316	8.7
净利润	921	938	1.8	914	1,095	19.8	979	1,064	8.6
归属于母公司所有者的净利润	920	937	1.8	913	1,093	19.8	978	1,062	8.7
少数股东权益	1	1	0.0	1	1	0.0	1	1	0.0
每股收益 (元)	0.63	0.48	-24.1	0.62	0.56	-10.7	0.67	0.54	-19.0
每股净资产 (元)	3.70	7.80	111.1	4.01	8.12	102.8	4.36	8.39	92.2

资料来源: 中金公司研究部

图表 69: 国元证券盈利预测主要假设调整

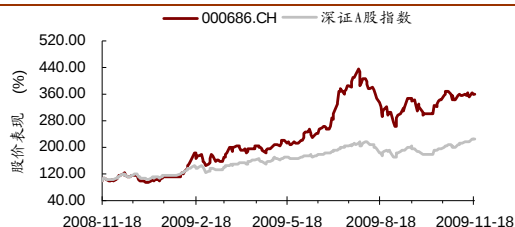
主要假设	2009			2010			2011		
	调整前	调整后	+/- (%)	调整前	调整后	+/- (%)	调整前	调整后	+/- (%)
经纪业务									
日均股票交易额 (亿元)	1,800	2,100	16.7	1,800	2,100	16.7	1,900	2,300	21.1
股基权证交易额市场份额	1.08%	1.08%	0.0	1.08%	1.08%	0.0	1.08%	1.08%	0.0
经纪业务手续费率	0.115%	0.115%	0.0	0.111%	0.111%	0.0	0.106%	0.106%	0.0
净利差	1.00%	1.00%	0.0	1.00%	1.00%	0.0	1.00%	1.00%	0.0
自营业务									
证券投资期末规模占可用资金比例	30.00%	30.00%	0.0	30.00%	30.00%	0.0	30.00%	30.00%	0.0
证券投资收益率	16.50%	6.50%	-60.6	31.50%	11.50%	-63.5	31.50%	6.50%	-79.4
投行业务									
市场股票及股票融资额 (亿元)	2,026	2,702	33.3	2,921	3,651	25.0	4,101	4,921	20.0
股票及股票连接主承销市场份额	0.50%	0.50%	0.0	0.50%	0.50%	0.0	0.50%	0.50%	0.0
市场企业主体债券融资额 (亿元)	11,820	13,509	14.3	14,605	16,431	12.5	18,455	20,506	11.1
企业主体债券主承销市场份额	0.10%	0.10%	0.0	0.10%	0.10%	0.0	0.10%	0.10%	0.0
资管业务									
受托资产管理平均规模 (亿元)	14	10	-29.8	16	15	-4.3	17	20	16.0
受托资产管理费率	3.00%	2.00%	-33.3	3.00%	2.00%	-33.3	3.00%	2.00%	-33.3
其他									
业务及管理费/营业收入	36.99%	36.86%	-0.4	37.29%	35.60%	-4.5	36.81%	36.09%	-2.0
所得税率	25.00%	25.00%	0.0	25.00%	25.00%	0.0	25.00%	25.00%	0.0

资料来源: 中金公司研究部

东北证券(000686/40.79 元)：推荐

主要财务，股票信息

(百万元)	2007 A	2008 A	2009 F	2010 F	2011 F
净利润	1,114	410	873	1,013	966
(+/-%)	1,206	-63	113	16	-5
每股收益 (元)	1.92	0.71	1.05	1.22	1.16
(+/-%)	1,206	-63	49	16	-5
每股净资产 (元)	3.68	3.88	8.15	8.95	9.63
(+/-%)	260.39	5.58	109.91	9.80	7.53
股东权益	2,138	2,258	6,777	7,441	8,001
(+/-%)	260.39	5.58	200.17	9.80	7.53
净资产收益率 (%)	52.09	18.16	12.88	13.61	12.07
市盈率 (倍)	21.28	57.83	38.85	33.47	35.10
市净率 (倍)	11.09	10.50	5.00	4.56	4.24
股本 (百万股)	581	581	831	831	831



	A股
当前股价	人民币 40.79
股票代码	000686.CH
市价总值 (百万元)	26,078
日成交量 (百万股)	7
52周最高价/最低价	人民币 50.5/10.91
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%

资料来源：彭博，公司资料，中金公司研究部

- ▶ 东北证券经纪业务市场份额处于第三集团，在吉林省拥有竞争优势；投资银行业务和资产管理业务均处于第三集团以下；控股东方基金、参股银华基金，其业绩的波动性风险较高。在配股之后，东北证券净资产处于上市公司下游。作为规范类证券公司，东北证券有望分享融资融券、股指期货等创新业务带来的盈利机会，但时间上可能晚于创新类证券公司。
- ▶ 我们预测 10 年东北证券营业收入和净利润将分别增长 14%和 16%，对应每股收益和每股净资产分别为 1.22 元和 8.95 元，净资产收益率回升至 14%。从收入构成看，经纪业务和自营业务收入占比分别为 63%和 23%，仍是公司最主要的收入来源，合计占比为 86%。
- ▶ 在融资融券 10 年推出、自有资金和债券投资的 50%用于融资融券、融资融券利率为 10%的假设下，东北证券的净利润和每股收益净增额分别为 1.05 亿元和 0.13 元，每股价值（配股后）净增额为 2.5 元。
- ▶ 在股指期货 10 年推出、股指期货交易额和市场份额均与股票现货持平的假设下，东北证券的净利润和每股收益净增额分别为 5800 万元和 0.07 元，每股价值（配股后）净增额为 1.4 元。
- ▶ 基于对 09 年和 10 年主要驱动指标的判断，我们相应调整了东北证券的盈利预测，09 年和 10 年的每股收益分别调整为 1.05 元（配股后）和 1.22 元（配股后）。
- ▶ 我们维持对东北证券“推荐”的投资评级。在 10 年日均股票交易额 1700 亿元-2500 亿元的区间内，东北证券每股价值（配股后）区间为 24.09 元-32.96 元。在假设 10 年融资融券和股指期货推出后，东北证券的每股价值（配股后）区间为 27.99 元-36.86 元。
- ▶ 东北证券目前较高的经纪业务净手续费率主要是由于网点垄断和政策保护，经纪业务网点的逐步放开可能导致经纪业务净手续费率降幅高于其他上市证券公司。

图表 70：东北证券财务数据摘要及预测

	2007	2008	2009F	2010F	2011F		2007	2008	2009F	2010F	2011F
损益表摘要 (人民币百万元)						年增长率 (%)					
营业收入	2,548	1,116	1,981	2,248	2,157	营业收入	468.25%	-56.20%	77.48%	13.50%	-4.05%
手续费净收入	1,664	931	1,476	1,458	1,569	手续费净收入	383.17%	-44.02%	58.42%	-1.20%	7.64%
代理买卖证券业务净收入	1,634	850	1,367	1,298	1,347	代理买卖证券业务净收入	391.86%	-48.02%	60.87%	-5.00%	3.76%
证券承销保荐业务净收入	29	82	101	137	185	证券承销保荐业务净收入	143.75%	178.05%	23.82%	35.15%	34.78%
委托管理资产业务净收入	-	-	8	23	38	委托管理资产业务净收入	-	-	200.00%	200.00%	66.67%
财务顾问业务和其他	-	-	-	-	-	财务顾问业务和其他	-	-	-	-	-
利息净收入	73	95	108	127	136	利息净收入	449.98%	29.90%	12.88%	17.70%	7.31%
投资净收益	660	151	91	154	117	投资净收益	-735.38%	-77.20%	-39.69%	69.91%	-23.93%
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	137	50	37	48	60	其中：对联营企业和合营企业的投资收益	3137.13%	-63.24%	-26.26%	30.00%	24.35%
公允价值变动净收益	65	-130	204	403	218	公允价值变动净收益	-56.50%	-299.65%	-257.18%	97.54%	-45.93%
汇兑净收益	-1	-0	-0	-0	-1	汇兑净收益	-51.48%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
其他业务收入	86	69	103	107	117	其他业务收入	91.15%	-20.11%	49.64%	3.47%	9.70%
营业支出	869	599	827	911	886	营业支出	175.73%	-31.07%	38.01%	10.12%	-2.67%
营业税金及附加	125	59	101	115	108	营业税金及附加	474.01%	-53.30%	73.38%	12.92%	-5.40%
业务及管理费	707	539	726	796	778	业务及管理费	145.07%	-23.77%	34.64%	9.73%	-2.28%
资产减值损失	37	2	-	-	-	资产减值损失	720.83%	-95.03%	-100.00%	-	-
其他业务成本	-	-	-	-	-	其他业务成本	-100.00%	-	-	-	-
营业利润	1,679	517	1,154	1,337	1,271	营业利润	1161.13%	-69.21%	123.25%	15.92%	-4.98%
营业外收入	9	2	2	2	2	营业外收入	23.36%	-76.48%	5.00%	5.00%	5.00%
营业外支出	3	5	5	5	6	营业外支出	-15.86%	47.59%	5.00%	5.00%	5.00%
利润总额	1,685	514	1,151	1,334	1,268	利润总额	1132.42%	-69.48%	123.86%	15.94%	-5.01%
所得税费用	571	104	278	322	302	所得税费用	1010.77%	-81.75%	167.24%	15.47%	-6.11%
净利润	1,114	410	873	1,013	966	净利润	1205.72%	-63.19%	112.83%	16.09%	-4.66%
归属于母公司所有者的净利润	1,114	410	873	1,013	966	归属于母公司所有者的净利润	1206.30%	-63.19%	112.83%	16.09%	-4.66%
少数股东权益	-0	0	0	0	0	少数股东权益	-126.64%	-321.81%	35.08%	10.00%	10.00%
资产负债表摘要 (人民币百万元)						主要驱动因素 (%)					
总资产	13,410	9,030	16,161	17,249	18,038	股票权益交易额市场份额	0.75%	0.66%	0.73%	0.73%	0.73%
客户存款	10,703	6,420	8,297	8,712	8,930	净利率	0.87%	0.88%	1.10%	1.10%	1.10%
自有存款	1,014	1,559	4,515	4,937	5,285	股票及股票连接主承销市场份额	0.14%	1.08%	1.50%	1.50%	1.50%
交易性金融资产	410	115	1,925	2,105	2,253	企业主体债券主承销市场份额	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
可供出售金融资产	216	30	506	554	593	业务及管理费/营业收入	27.75%	48.29%	36.63%	35.42%	36.07%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	营业税金及附加率	5.36%	6.03%	5.53%	5.53%	5.53%
长期股权投资	265	244	281	329	389	所得税率	36.89%	22.47%	25.00%	25.00%	25.00%
固定资产	441	449	415	381	346	盈利能力 (%)					
无形资产和商誉	36	35	35	35	35	净利润率	43.71%	36.73%	44.05%	45.05%	44.77%
其他资产	325	178	187	197	206	净资产收益率	52.09%	18.16%	12.88%	13.61%	12.07%
总负债	11,268	6,768	9,381	9,805	10,032	净资产指标 (人民币百万元)					
代买卖证券款	10,703	6,420	8,297	8,712	8,930	净资产	875.40	1,298	-	-	-
应付债券	1	1	900	900	900	净资产率 (%)	45.30%	57.48%	-	-	-
其他负债	564	348	183	193	202	每股及估值指标 (元)					
所有者权益	2,142	2,261	6,781	7,445	8,005	每股盈利	1.92	0.71	1.05	1.22	1.16
总股本	581	581	831	831	831	每股净资产	3.68	3.88	8.15	8.95	9.63
少数股东权益	4	4	4	4	4	市盈率	21.28	57.83	38.85	33.47	35.10
归属于母公司所有者权益	2,138	2,258	6,777	7,441	8,001	市净率	11.09	10.50	5.00	4.56	4.24
						股利支付比率	0.00%	0.00%	42.53%	40.00%	40.00%
						经营数据					
						员工数量 (个)	1,194	1,283	-	-	-
						营业部数量 (个)	46	48	-	-	-
						服务部数量 (个)	19	19	-	-	-

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 71：东北证券盈利预测调整

(人民币,百万元)	2009			2010			2011		
	调整前	调整后	+/- (%)	调整前	调整后	+/- (%)	调整前	调整后	+/- (%)
营业收入	1,935	1,981	2.3	1,966	2,248	14.3	2,119	2,157	1.8
手续费净收入	1,286	1,476	14.8	1,267	1,458	15.1	1,319	1,569	19.0
代理买卖证券业务净收入	1,202	1,367	13.7	1,142	1,298	13.7	1,142	1,347	17.9
证券承销保荐业务净收入	76	101	33.3	110	137	25.0	154	185	20.0
委托管理资产业务净收入	8	8	0.0	15	23	50.0	23	38	66.7
财务顾问业务和其他	0	0		0	0		0	0	
利息净收入	89	108	21.2	87	127	45.2	95	136	43.3
投资净收益	126	91	-28.2	144	154	7.4	169	117	-30.5
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	37	37	0.0	46	48	4.5	55	60	8.3
公允价值变动净收益	340	204	-39.9	371	403	8.7	431	218	-49.4
汇兑净收益	-0	-0	0.0	-0	-0	0.0	-1	-1	0.0
其他业务收入	95	103	8.5	99	107	8.2	106	117	10.6
营业支出	813	827	1.7	826	911	10.2	876	886	1.2
营业税金及附加	100	101	1.5	101	115	13.1	109	108	-0.4
业务及管理费	713	726	1.7	725	796	9.8	767	778	1.4
资产减值损失	0	0		0	0		0	0	
其他业务成本	0	0		0	0		0	0	
营业利润	1,122	1,154	2.8	1,140	1,337	17.3	1,243	1,271	2.2
营业外收入	2	2	0.0	2	2	0.0	2	2	0.0
营业外支出	5	5	0.0	5	5	0.0	6	6	0.0
利润总额	1,119	1,151	2.8	1,137	1,334	17.3	1,240	1,268	2.3
所得税费用	271	278	2.9	273	322	17.9	296	302	2.0
净利润	849	873	2.8	865	1,013	17.2	944	966	2.3
归属于母公司所有者的净利润	849	873	2.8	865	1,013	17.2	944	966	2.3
少数股东权益	0	0	0.0	0	0	0.0	0	0	0.0
每股收益 (元)	1.33	1.05	-20.9	1.35	1.22	-9.9	1.48	1.16	-21.3
每股净资产 (元)	4.56	8.15	78.7	5.38	8.95	66.3	6.32	9.63	52.3

资料来源：中金公司研究部

图表 72：东北证券盈利预测主要假设调整

主要假设	2009			2010			2011		
	调整前	调整后	+/- (%)	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)	1,800	2,100	16.7	1,800	2,100	16.7	1,900	2,300	21.1
股基权证交易额市场份额	0.73%	0.73%	0.0	0.73%	0.73%	0.0	0.73%	0.73%	0.0
经纪业务手续费率	0.170%	0.170%	0.0	0.162%	0.162%	0.0	0.154%	0.154%	0.0
净利差	1.10%	1.10%	0.0	1.10%	1.10%	0.0	1.10%	1.10%	0.0
自营业务									
自营业务期末规模占可用资金比例	35.00%	35.00%	0.0	35.00%	35.00%	0.0	35.00%	35.00%	0.0
自营业务收益率	70.00%	20.00%	-71.4	40.00%	20.00%	-50.0	40.00%	10.00%	-75.0
投行业务									
市场股票及股票融资额 (亿元)	2,026	2,702	33.3	2,921	3,651	25.0	4,101	4,921	20.0
股票及股票连接主承销市场份额	1.50%	1.50%	0.0	1.50%	1.50%	0.0	1.50%	1.50%	0.0
市场企业主体债券融资额 (亿元)	11,820	13,509	14.3	14,605	16,431	12.5	18,455	20,506	11.1
企业主体债券主承销市场份额	0.00%	0.00%		0.00%	0.00%		0.00%	0.00%	
资管业务									
受托资产管理平均规模 (亿元)	5	5	0.0	10	10	0.0	15	15	0.0
受托资产管理费率	1.50%	3.00%	100.0	1.50%	3.00%	100.0	1.50%	3.00%	100.0
其他									
业务及管理费/营业收入	36.85%	36.63%	-0.6	36.86%	35.42%	-3.9	36.20%	36.07%	-0.4
所得税率	25.00%	25.00%	0.0	25.00%	25.00%	0.0	25.00%	25.00%	0.0

资料来源：中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

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

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

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

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

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: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

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: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

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: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

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: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

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: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。