



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

行业动态

2010 年 1 月 24 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

中国证监会发布融资融券试点指导意见

首批试点证券公司标准明确

行业近况：

10 年 1 月 22 日中国证监会发布《关于开展证券公司融资融券业务试点工作的指导意见》（以下简称《指导意见》）。

- ▶ 证券公司开展融资融券业务，按照“试点先行、逐步推开”的步骤有序进行。
- ▶ 首批申请试点的证券公司应当符合以下条件：最近 6 个月净资本均在 50 亿元以上；最近一次证券公司分类评价为 A 类；具备开展融资融券业务所需的自有资金和自有证券，自有资金占净资本的比例相对较高；已开发完成融资融券业务交易结算系统，并通过了证券交易所、证券登记结算公司组织的全网测试；融资融券业务试点实施方案通过了中国证券业协会组织的专业评价；客户交易结算资金第三方存管有效实施，账户开立、管理规范，客户资料完整真实，建立了以“了解自己的客户”和“适当性服务”为核心的客户分类管理和服务体系；中国证监会规定的其他条件。
- ▶ 首批证券公司试点取得成效后，中国证监会将适时逐步放宽试点的条件，兼顾不同类型和不同地区的证券公司，分期分批地扩大试点范围。最近一次证券公司分类评价为 B 类以上、净资本充足的证券公司可以根据自身实际情况，按照《证券公司融资融券业务试点管理办法》的要求进行相应准备。在扩大试点范围前，中国证监会将另行公告相关的条件和标准。

评论：

首批试点证券公司标准符合预期。《指导意见》中关于首批试点证券公司的标准符合我们在 09 年 12 月 30 日出版的“中期首选 AA 级证券公司”中提出的 5 类 11 级分类监管是选择融资融券业务首批试点证券公司的主要维度的判断。我们判断首批试点概率最高的中信证券、海通证券、光大证券和招商证券均符合净资本、分类评价、通过全网测试等硬性规定。

扩大试点证券公司标准明确。《指导意见》中规定最近一次证券公司分类评价为 B 类以上证券公司可以进行相应准备。这意味着长江证券、宏源证券、国元证券和东北证券均有可能进入扩大试点证券公司的范围。

融资融券业务细节预期仍有待明确。融资融券的规模和利率是融资融券业务最主要的收入来源，而《指导意见》并未明确融资融券细节，这意味着融资融券业务的收入仍带有较大的不确定性。

估值与建议：

我们维持 09 年 11 月 19 日提出的短期区间交易为主、中期布局创新业务的投资策略。中期首选中信证券、光大证券、海通证券。

在 10 年日均股票交易额 1700 亿元-2500 亿元的区间内，中信证券、光大证券、海通证券的每股价值区间分别为 29.97 元-38.23 元、18.16 元-25.74 元、12.83 元-16.86 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。（图表 2-4）

在考虑融资融券和股指期货的一系列假设下，中信证券（出售中信建投证券、华夏基金股权悲观假设下）、光大证券、海通证券的每股价值区间为 31.02 元-37.3 元、22.02 元-29.6 元、15.33 元-19.36 元。（图表 5-6）

中信证券股价下跌空间已经较为有限，光大证券和海通证券股价仍包含创新业务预期。目前中信证券股价已经包含出售中信建投证券 60% 股权、出售华夏基金 25% 股权、日均股票交易额 2100 亿元的悲观假设，与我们给出的在日均股票交易额 1700 亿元、不考虑创新业务的假设下 26.42 元的估值仅有不到 10% 的下跌空间。而光大证券和海通证券目前股价即使在日均股票交易额 2500 亿元的假设下，仍然包含创新业务预期。

风险提示：

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、细节等预期尚不明确。

图表 1：可比公司估值

公司名称	股价	总股本	流通股	总市值	市盈率					市净率				
	(元)	(百万股)	(百万)	(十亿)	07A	08A	09E	10E	11E	07A	08A	09E	10E	11E
中信证券	29.21	6,630	6,570	194	7.8	26.5	22.8	20.5	19.8	1.88	3.51	3.23	2.95	2.72
海通证券	17.27	8,228	1,523	142	13.0	43.0	33.5	31.7	31.5	1.94	3.70	3.40	3.14	2.93
光大证券	27.32	3,418	520	93	16.9	57.9	34.9	32.9	29.3	7.91	7.51	4.15	3.78	3.44
长江证券	18.66	2,171	1,107	41	13.2	44.5	31.9	29.2	28.9	5.29	6.79	4.51	4.03	3.65
宏源证券	23.01	1,461	536	34	16.5	62.1	26.8	27.2	26.5	5.61	6.75	5.33	4.69	4.17
国元证券	19.90	1,964	785	39	12.8	55.9	41.7	35.7	36.8	5.64	6.11	2.55	2.45	2.37
东北证券	36.29	639	194	23	18.9	51.4	34.6	29.8	31.2	9.86	9.34	4.45	4.05	3.77
西南证券	17.46	1,904	240	33	34.2	234.0	54.1	37.5	44.6	10.30	10.02	3.73	3.39	3.15
国金证券	22.76	1,000	268	23	17.2	15.1	42.6	40.0	32.8	3.98	5.26	11.10	10.38	9.36
太平洋证券	17.33	1,503	42	26	42.8	-40.4	62.6	59.7	75.0	12.86	18.88	14.50	11.67	10.10
广发证券	NA	2,507	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
辽宁成大*	39.40	900	844	35	16.7	37.8	28.4	28.2	26.8	7.65	7.16	6.71	5.76	5.06
吉林敖东*	56.73	573	495	33	16.3	37.8	25.4	25.3	24.0	7.06	6.71	6.18	5.27	4.61
招商证券	29.53	3,585	287	106	18.8	47.2	32.6	31.6	29.1	12.58	12.06	4.97	4.60	4.24

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	0.59	0.64	0.64	3.53	2.75	4.14	4.63	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 2：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	9,530	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	586	394	453	455	558	107	137	1,042	560
自营业务净利润	2,713	1,258	607	440	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	4,861	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	14,391	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	6.63	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	1,244	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	18,946	18,786	15,078	13,427	14,027	9,767	5,983	74,750	58,262
非自营业务市盈率(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	8.73	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	15.35	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	24.03	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	3.32	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 3: 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
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)
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)
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)
长江证券	2100	0.51	0.58	0.64	0.70	0.76	4.51	4.57	4.63	4.69	4.76	11.4	12.6	13.8	14.9	16.1	(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)
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)
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)
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)
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)
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)
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)
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)
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)
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
中信证券	2100	26.5	24.4	22.6	21.1	19.7	3.3	3.3	3.3	3.2	3.2	29.97	32.04	34.10	36.17	38.23	(12)
海通证券	2100	43.4	38.6	34.8	31.6	29.0	3.5	3.5	3.4	3.4	3.4	12.83	13.84	14.85	15.85	16.86	(14)
光大证券	2100	41.0	37.1	33.9	31.2	29.0	4.0	3.9	3.9	3.9	3.8	18.16	20.05	21.95	23.85	25.74	(17)
长江证券	2100	39.8	35.4	32.0	29.1	26.7	4.5	4.5	4.4	4.4	4.3	12.85	14.10	15.35	16.60	17.85	(16)
宏源证券	2100	36.9	32.3	28.8	25.9	23.5	5.2	5.1	5.0	4.9	4.8	15.99	17.88	19.77	21.66	23.55	(19)
国元证券	2100	47.4	43.0	39.3	36.2	33.6	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	15.30	16.25	17.20	18.16	19.11	(11)
东北证券	2100	37.8	34.0	30.9	28.3	26.2	4.3	4.3	4.2	4.2	4.1	24.09	26.31	28.53	30.75	32.96	(16)
西南证券	2100	44.0	42.0	40.1	38.4	36.8	3.7	3.6	3.6	3.6	3.6	10.07	11.42	12.77	14.12	15.47	(21)
国金证券	2100	55.7	48.2	42.5	38.0	34.3	11.7	11.4	11.0	10.7	10.4	11.68	12.11	12.54	12.97	13.40	(7)
太平洋证券	2100	81.9	71.5	63.4	57.0	51.7	13.0	12.7	12.4	12.1	11.9	5.04	5.69	6.35	7.00	7.66	(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)
辽宁成大*	2100	33.8	30.2	27.3	24.9	22.9	5.8	5.7	5.6	5.5	5.4	24.84	27.52	30.21	32.89	35.57	(18)
吉林敖东*	2100	26.9	24.2	21.9	20.0	18.5	4.8	4.7	4.6	4.5	4.4	40.08	44.27	48.46	52.64	56.83	(17)
招商证券	2100	40.6	36.2	32.7	29.8	27.4	4.9	4.8	4.8	4.7	4.6	19.43	21.25	23.07	24.88	26.70	(16)

资料来源: 中金公司研究部

图表 4: 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%	-10%
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)
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)
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)
长江证券	20%	0.56	0.60	0.64	0.68	0.72	4.55	4.59	4.63	4.67	4.71	12.3	13.1	13.8	14.5	15.2	(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)
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)
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)
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)
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)
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)
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)
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)
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)
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)

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%	-10%
中信证券	20%	24.8	23.7	22.6	21.7	20.8	3.3	3.3	3.3	3.2	3.2	33.36	33.73	34.10	34.47	34.84	(2)
海通证券	20%	39.1	36.8	34.8	32.9	31.3	3.5	3.5	3.4	3.4	3.4	14.62	14.73	14.85	14.96	15.07	(2)
光大证券	20%	38.0	35.9	33.9	32.2	30.6	3.9	3.9	3.9	3.9	3.8	21.71	21.83	21.95	22.07	22.19	(1)
长江证券	20%	36.5	34.1	32.0	30.1	28.5	4.5	4.4	4.4	4.4	4.3	14.81	15.08	15.35	15.62	15.90	(4)
宏源证券	20%	32.3	30.4	28.8	27.3	25.9	5.1	5.0	5.0	4.9	4.9	19.39	19.58	19.77	19.96	20.15	(2)
国元证券	20%	45.8	42.3	39.3	36.7	34.4	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	16.88	17.04	17.20	17.37	17.53	(2)
东北证券	20%	37.6	33.9	30.9	28.4	26.2	4.3	4.3	4.2	4.2	4.1	28.10	28.32	28.53	28.74	28.95	(1)
西南证券	20%	62.7	48.9	40.1	34.0	29.5	3.7	3.7	3.6	3.6	3.5	12.47	12.62	12.77	12.92	13.07	(2)
国金证券	60%	44.2	43.3	42.5	41.7	40.9	11.1	11.1	11.0	11.0	10.9	11.99	12.26	12.54	12.81	13.09	(4)
太平洋证券	50%	67.8	65.5	63.4	61.4	59.5	12.6	12.5	12.4	12.3	12.2	6.22	6.28	6.35	6.41	6.48	(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)
辽宁成大*	20%	28.9	28.1	27.3	26.6	25.9	5.6	5.6	5.6	5.5	5.5	29.68	29.95	30.21	30.47	30.73	(2)
吉林敖东*	20%	23.2	22.5	21.9	21.3	20.8	4.6	4.6	4.6	4.5	4.5	47.64	48.05	48.46	48.87	49.27	(2)
招商证券	20%	34.0	33.3	32.7	32.0	31.4	4.8	4.8	4.8	4.7	4.7	22.68	22.87	23.07	23.26	23.45	(2)

资料来源: 中金公司研究部

图表 5：融资融券业务敏感性分析

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%	-10%	-5%	Base	+5%	+10%
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	0.06	6.4	7.3	8.2	9.2	10.2	0.81	0.93	1.05	1.17	1.30	5.3	6.1	6.8	7.6	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%	-2%	-1%	Base	+1%	+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	9.3	10.5	0.76	0.91	1.05	1.19	1.34	5.0	5.9	6.8	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	0.03	0.03	7.0	8.1	9.3	10.6	11.6	0.40	0.47	0.54	0.61	0.67	6.4	7.4	8.5	9.6	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 6：股指期货业务敏感性分析

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	6.1	6.8	7.6	8.3	9.1	0.77	0.87	0.97	1.06	1.16	5.0	5.7	6.3	6.9	7.6
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	0.97	1.04	1.11	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
辽宁成大*	3.7%	0.08	0.08	0.09	0.09	0.09	5.8	5.9	6.1	6.3	6.4	1.61	1.66	1.70	1.75	1.79	5.3	5.5	5.6	5.8	5.9
吉林敖东*	3.7%	0.13	0.13	0.13	0.14	0.14	5.6	5.8	5.9	6.1	6.2	2.51	2.59	2.66	2.73	2.80	5.2	5.3	5.5	5.6	5.8
招商证券	3.9%	0.09	0.09	0.09	0.10	0.10	9.5	9.7	10.0	10.2	10.5	1.77	1.82	1.86	1.91	1.96	7.7	7.9	8.1	8.3	8.5

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。