

证券业

创新业务推进将带来结构性轮动机会



分析员：王松柏

2010 年 3 月

目 录

第一章	创新业务导致发展前景分化	2
第二章	传统业务平淡在预期之中	6
第三章	创新业务逐步推进下的投资策略	9
第四章	估值和敏感性分析	14

创新业务推进导致发展前景分化

首批融资融券试点证券公司标准明确

《关于开展证券公司融资融券业务试点工作的指导意见》

■ 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

申请首批试点的证券公司应当符合以上条件

海通、光大、招商、中信、华泰和广发符合首批融资融券标准

- 海通证券、光大证券和招商证券首批融资融券试点概率最高。
- 中信证券、华泰证券和广发证券由于同业竞争和A级评级等原因使首批融资融券试点概率稍低，但不意味毫无可能。
- 其他上市证券公司将会无缘首批融资融券试点，但是09年中期分类评价为B类以上的证券公司有可能参与融资融券扩大试点。

上市证券公司首批试点资质比较

	首批 试点概率	09年中期 净资本	09年年底 净资本	09年中期 分类评价	通过 全网测试	通过 专业评价	是否存在 同业竞争	最近3年 实施融资
海通证券	高	360亿	n.a.	AA级	✓	✓	×	✓
光大证券	高	94亿	n.a.	AA级	✓	✓	×	✓
招商证券	高	48亿	n.a.	AA级	✓	✓	×	✓
中信证券	较高	358亿	n.a.	AA级	✓	✓	✓	✓
华泰证券	较高	n.a.	85亿	A级	✓	✓	×	✓
广发证券	较高	88亿	108亿	A级	✓	✓	✓	×
国元证券	无	35亿	128亿	A级	×	×	×	✓
长江证券	无	39亿	n.a.	A级	×	×	×	✓
宏源证券	无	44亿	n.a.	n.a.	×	×	×	×
东北证券	无	n.a.	n.a.	n.a.	×	×	×	×
西南证券	无	30亿	35亿	n.a.	×	×	×	×
国金证券	无	21亿	n.a.	n.a.	×	×	×	×
太平洋证券	无	14亿	n.a.	n.a.	×	×	×	×

资料来源：中金公司研究部

绝大多数大中型证券公司均将受益于股指期货

- 中信证券、广发证券、招商证券、华泰证券、光大证券和海通证券等大型证券公司均获IB业务资格。
- 在中型证券公司中，长江证券和宏源证券获IB业务资格，国元证券暂未获得该资格。
- 所有小型证券公司均未获IB业务资格。

上市证券公司股指期货业务资质比较

	股基权证 市场份额	IB 业务资格	控股 期货公司	期货公司 持股比例	中金所 会员资格
中信证券	7.99%	✓	中证期货	100%	全面结算会员
广发证券	4.60%	✓	广发期货	100%	全面结算会员
招商证券	4.10%	✓	招商期货	100%	交易结算会员
华泰证券	6.21%	✓	长城伟业期货	60%	全面结算会员
光大证券	3.13%	✓	光大期货	100%	全面结算会员
海通证券	4.06%	✓	海通期货	64%	交易结算会员
长江证券	1.42%	✓	长江期货	100%	交易结算会员
宏源证券	1.30%	✓	宏源期货	100%	交易结算会员
东北证券	0.73%	×	渤海期货	96%	交易结算会员
国元证券	1.10%	×	国元期货	55%	n.a.
国金证券	0.69%	×	国金期货	96%	交易结算会员
西南证券	0.63%	×	无	n.a.	n.a.
太平洋证券	0.29%	×	无	n.a.	n.a.

资料来源：中金公司研究部

传统业务平淡在预期之中

国际经验显示2010年股票交易额难有惊喜

- 2010年IPO能带来的增量市价总值有限，且股票市场缺乏继续大幅上涨动力。
- 在现有制度框架下，股票换手率难以保持在09年水平。
- 营业网点的逐步增加使净手续费率逐步下滑成为必然。
- 我们仍维持09年11月做出的2010年日均股票交易额2100亿元、净手续费率1.19‰的假设。

样本国家股票换手率驱动因素比较

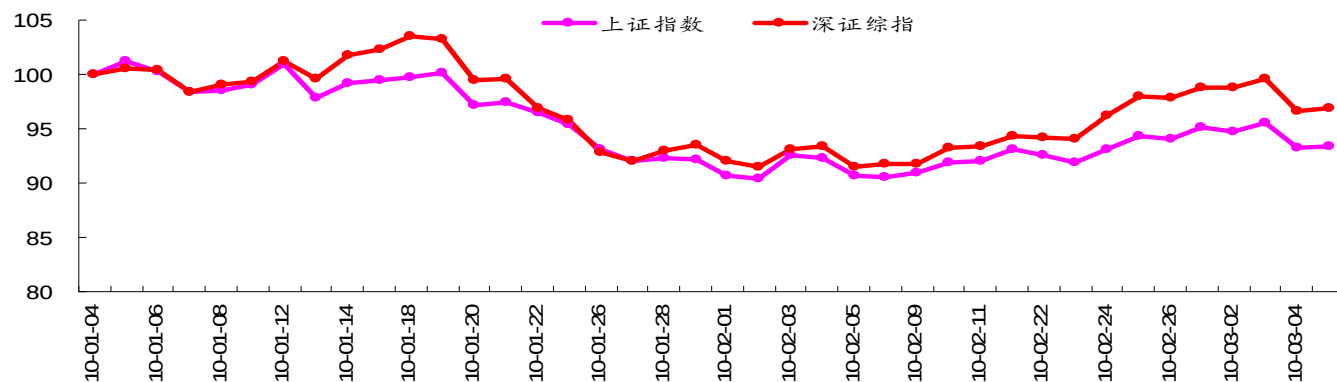
		中国		美国		韩国	台湾	日本	香港
		上交所	深交所	NYSE	NASDAQ	KRX	TSEC	TSE	HKEX
股票换手率	年均换手率	150%	303%	138%	519%	215%	188%	103%	62%
	计算区间	5年	5年	10年	10年	10年	10年	10年	10年
	最高换手率	271%	522%	271%	1137%	349%	466%	151%	98%
	时间	09Q1-Q3	09Q1-Q3	FY08	FY08	FY99	FY97	FY08	FY07
指数涨幅	标的指数	SHCOMP	SZCOMP	SPX	CCMP	KOSPI	TWSE	TPX	HSI
	年均复合涨幅	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、中金公司研究部

2010年前两个月日均股票交易额符合预期

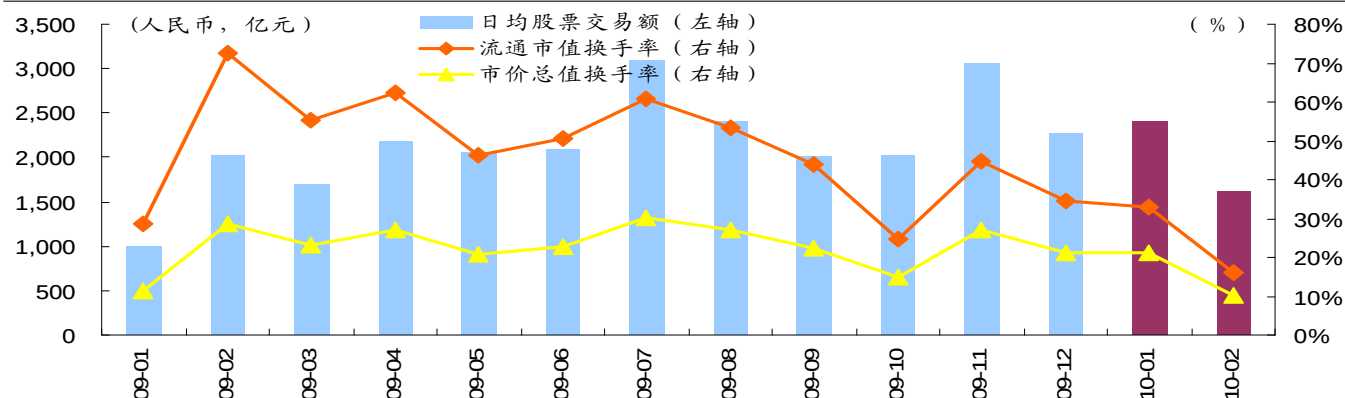
- 股票交易额与市场的涨幅和振幅正相关。
- 2010年以来股票市场呈现窄幅震荡，导致股票交投较为平淡。
- 2010年前两个月日均股票交易额仅为2063亿元，基本与我们2100亿元日均股票交易额假设持平。

至2010年3月5日上证指数和深证综指表现



资料来源：中登公司、中金公司研究部

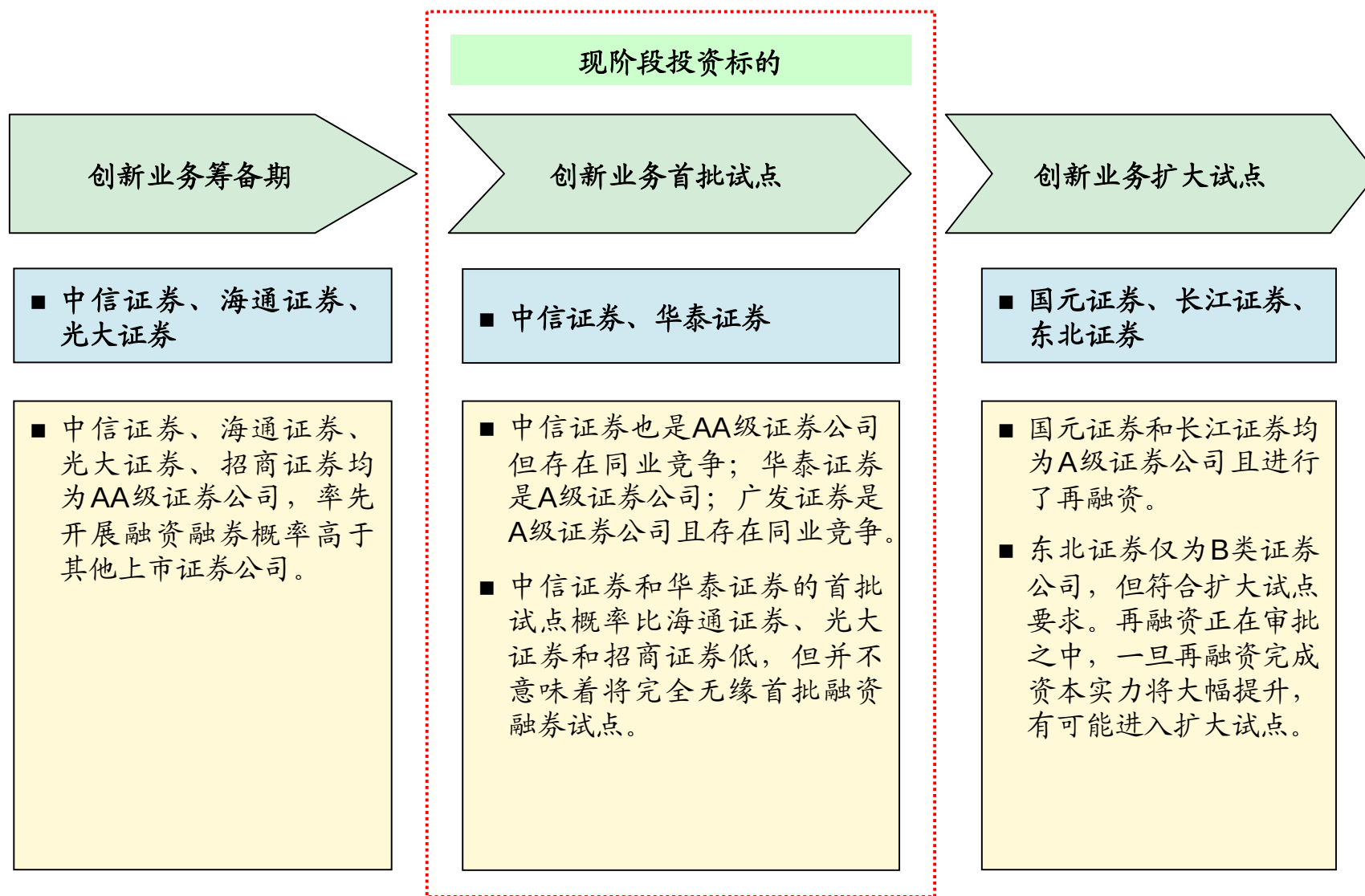
2009年至2010年2月日均股票交易额和换手率



资料来源：WFE、中金公司研究部

创新业务逐步推进下的投资策略

创新业务不同推进阶段投资标的的选择



短期推荐中信证券和华泰证券

关注预期之外的首批试点证券公司

- 中信证券和华泰证券的首批试点概率比海通证券、光大证券和招商证券低，但并不意味着将完全无缘首批融资融券试点。
- 目前海通证券、光大证券和招商证券的股价隐含了2100亿元的日均股票交易额和创新业务溢价，估值基本合理。

首推中信证券

- 目前股价隐含以1.5倍PB出售中信建投证券60%股权、以10倍PE出售华夏基金25%股权、不超过2100亿元的日均股票交易额假设，且不包含创新业务溢价，股价下跌空间有限。
- 如果解决同业竞争问题或成为首批融资融券试点可能出现估值修复。

次推华泰证券

- 目前股价隐含2100亿元日均股票交易额假设和部分创新业务溢价。
- 如果成为首批融资融券试点将享受创新业务估值溢价。

股权转让对中信证券每股收益影响在20%以内

- 在以1.5倍市净率转让中信建投60%的股权、再投资收益率为5%的悲观假设下，2010年中信证券每股收益将减少0.21元。
- 在以10倍市盈率转让华夏基金50%的股权、再投资收益率为5%的悲观假设下，2010年中信证券每股收益将减少0.05元。
- 由于之前的股权转让方案遭到广泛反对，新方案好于预期概率较高。

中信建投证券股权转让对中信证券2010年业绩影响

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

华夏基金股权转让对中信证券2010年业绩影响

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

股权转让对中信证券每股价值影响不超过6元

- 在以1.5倍市净率转让中信建投60%的股权、再投资收益率为5%、日均股票交易额1700亿元-2500亿元的悲观假设下，2010年中信证券每股价值将减少3.25元-5.23元。
- 在以10倍市盈率转让华夏基金50%的股权、再投资收益率为5%的悲观假设下，2010年中信证券每股收益将减少0.61元。
- 如果考虑出售股权的新增资金将用于融资融券，每股价值减少将更少。

中信建投证券股权转让对中信证券2010年每股价值影响

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

华夏基金股权转让对中信证券2010年每股价值影响

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

估值和敏感性分析

自营业务价值占比不同导致PE差别较大

证券公司估值对比 (2010-3-12)

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	27.71	6,630	6,570	184	7.4	25.2	21.6	19.4	18.8	1.78	3.33	3.06	2.80	2.58
海通证券	17.07	8,228	1,523	140	12.9	42.5	33.1	31.3	31.2	1.92	3.66	3.36	3.11	2.89
广发证券	53.70	2,507	92	135	17.6	42.7	30.9	29.8	28.2	9.42	11.17	9.08	7.65	6.54
华泰证券	22.50	5,600	549	126	18.0	80.8	28.5	26.7	24.8	11.00	11.16	7.78	3.79	3.39
招商证券	28.63	3,585	287	103	18.2	45.7	31.6	30.6	28.2	12.20	11.69	4.82	4.46	4.11
光大证券	27.25	3,418	520	93	16.9	57.7	34.8	32.9	29.2	7.89	7.49	4.14	3.77	3.43
长江证券	17.41	1,675	856	29	12.3	41.6	29.7	27.3	27.0	4.94	6.33	4.21	3.76	3.40
宏源证券	21.53	1,461	536	31	15.4	58.1	25.1	25.5	24.8	5.24	6.32	4.99	4.39	3.90
国元证券	18.37	1,964	785	36	11.8	51.6	34.8	30.4	29.6	5.20	5.64	2.38	2.28	2.19
东北证券	33.92	639	194	22	17.7	48.1	32.3	27.8	29.2	9.22	8.73	4.16	3.79	3.52
西南证券	16.23	2,337	240	38	31.8	266.9	30.7	33.1	33.7	9.58	11.44	6.61	3.08	2.82
国金证券	20.24	1,000	268	20	15.3	13.4	37.9	35.6	29.2	3.54	4.67	9.87	9.23	8.33
太平洋证券	16.28	1,503	42	24	40.2	-37.9	58.8	56.1	70.4	12.09	17.74	13.63	10.96	9.48
辽宁成大*	33.29	900	844	30	14.1	31.9	24.0	23.8	22.6	6.46	6.05	5.67	4.87	4.28
吉林敖东*	46.27	573	495	27	13.3	30.8	20.8	20.6	19.6	5.76	5.48	5.04	4.30	3.76

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
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
华泰证券	1.25	0.28	0.79	0.84	0.91	2.04	2.02	2.89	5.94	6.64	61.2	13.8	27.3	14.2	13.7	7.2	2.4	3.8	4.1	3.9
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
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	0.53	0.60	0.62	3.53	3.26	7.73	8.06	8.38	44.1	10.9	6.8	7.5	7.4	12.0	4.4	3.5	3.9	3.9
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	0.06	0.53	0.49	0.48	1.69	1.42	2.46	5.27	5.75	30.2	4.3	21.5	9.3	8.4	9.1	1.8	6.7	5.1	4.7
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
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

资料来源：公司数据，中金公司研究部

中信证券价值被低估、华泰证券股价略超传统业务价值

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	广发证券	华泰证券	招商证券	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
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	14,938	29,836	19,610	23,768	9,530	6,833	14,727	6,696	12,064	2,117	2,116
自营业务税前利润	3,434	1,677	1,042	1,222	560	809	586	394	413	455	462	107	137
自营业务净利润	2,713	1,258	782	917	437	607	440	296	310	342	346	80	137
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%	5.00%
股东权益成本(b)	14.50%	14.50%	14.50%	14.50%	14.50%	14.50%	14.50%	14.50%	14.50%	15.00%	15.00%	14.50%	15.00%
自营业务净利润折现值 $((1+a)/(a-b)*NI)$	29,984	13,903	8,640	10,132	4,828	6,707	4,861	3,269	3,424	3,586	3,638	889	1,443
自营业务价值	91,333	57,694	23,578	39,969	24,438	30,475	14,391	10,102	18,151	10,282	15,702	3,006	3,559
自营业务市净率(P/B)	1.49	1.32	1.58	1.34	1.25	1.28	1.51	1.48	1.23	1.54	1.30	1.42	1.68
自营业务每股价值(元)	13.77	7.01	9.40	7.14	6.82	8.92	6.63	6.91	9.24	12.37	6.53	3.01	2.37
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	5,129	4,977	3,645	3,020	1,244	1,246	1,130	879	1,075	651	299
少数股东权益	1,276	103	239	31	0	52	0	0	7	0	0	0	0
非自营业务净利润	6,739	3,223	3,738	3,804	2,913	2,227	947	939	877	671	831	488	299
非自营业务价值	134,789	64,460	74,750	76,087	58,262	44,547	18,946	18,786	17,540	13,427	16,618	9,767	5,983
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	20.00
非自营业务每股价值(元)	20.33	7.83	29.82	13.59	16.25	13.03	8.73	12.86	8.93	16.16	6.91	9.76	3.98
部分加总法(sum-of-the-parts)估值(元)													
每股价值	34.10	14.85	39.22	20.72	23.07	21.95	15.35	19.77	18.17	28.53	13.45	12.77	6.35
对应市盈率(倍)	23.92	27.26	21.76	24.58	24.69	26.47	24.03	23.39	30.07	23.41	27.45	22.46	21.86
对应市净率(倍)	3.45	2.70	5.58	3.49	3.59	3.04	3.32	4.03	2.25	3.19	2.55	5.83	4.27

- 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。

资料来源：中金公司研究部

经纪业务弹性难以成为2010年投资主线

经纪业务敏感性分析 (2010-3-12)

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
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
华泰证券	2100	0.66	0.75	0.84	0.94	1.03	5.75	5.85	5.94	6.04	6.13	11.4	12.8	14.2	15.5	16.8	(22)	(11)	-	11	22
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
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	4.63	4.69	4.76	11.4	12.6	13.8	14.9	16.1	(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	0.51	0.56	0.60	0.65	0.70	7.97	8.02	8.06	8.11	8.16	6.4	7.0	7.5	8.0	8.5	(15)	(8)	-	8	15
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	0.44	0.47	0.49	0.51	0.54	5.23	5.25	5.27	5.29	5.32	8.5	8.9	9.3	9.7	10.1	(9)	(5)	-	5	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
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

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	22.8	21.0	19.4	18.1	17.0	2.9	2.8	2.8	2.8	2.7	29.97	32.04	34.10	36.17	38.23	(12)	(6)	-	6	12
海通证券	2100	39.2	34.8	31.3	28.5	26.1	3.2	3.1	3.1	3.1	3.0	12.83	13.84	14.85	15.85	16.86	(14)	(7)	-	7	14
广发证券	2100	37.5	33.2	29.8	27.0	24.7	8.1	7.9	7.6	7.4	7.3	31.79	35.51	39.22	42.94	46.65	(19)	(9)	-	9	19
华泰证券	2100	34.3	30.0	26.7	24.0	21.8	3.9	3.8	3.8	3.7	3.7	17.36	19.04	20.72	22.41	24.09	(16)	(8)	-	8	16
招商证券	2100	38.0	33.9	30.6	27.9	25.7	4.6	4.5	4.5	4.4	4.3	19.43	21.25	23.07	24.88	26.70	(16)	(8)	-	8	16
光大证券	2100	39.7	35.9	32.9	30.3	28.1	3.8	3.8	3.8	3.7	3.7	18.16	20.05	21.95	23.85	25.74	(17)	(9)	-	9	17
长江证券	2100	33.9	30.2	27.3	24.8	22.8	3.9	3.8	3.8	3.7	3.7	12.85	14.10	15.35	16.60	17.85	(16)	(8)	-	8	16
宏源证券	2100	32.7	28.6	25.5	22.9	20.9	4.6	4.5	4.4	4.3	4.2	15.99	17.88	19.77	21.66	23.55	(19)	(10)	-	10	19
国元证券	2100	35.9	32.9	30.4	28.2	26.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	16.31	17.24	18.17	19.10	20.03	(10)	(5)	-	5	10
东北证券	2100	34.0	30.6	27.8	25.5	23.5	3.9	3.8	3.8	3.7	3.7	24.09	26.31	28.53	30.75	32.96	(16)	(8)	-	8	16
西南证券	2100	36.5	34.8	33.1	31.7	30.3	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	12.51	12.98	13.45	13.91	14.38	(21)	(11)	-	11	21
国金证券	2100	46.7	40.4	35.6	31.8	28.8	9.8	9.5	9.2	9.0	8.7	10.07	11.42	12.77	14.12	15.47	(7)	(3)	-	3	7
太平洋证券	2100	72.4	63.2	56.1	50.4	45.7	11.5	11.2	11.0	10.7	10.5	5.04	5.69	6.35	7.00	7.66	(21)	(10)	-	10	21
辽宁成大*	2100	29.5	26.4	23.8	21.8	20.0	5.1	5.0	4.9	4.8	4.7	24.84	27.52	30.21	32.89	35.57	(18)	(9)	-	9	18
吉林敖东*	2100	25.3	22.7	20.6	18.9	17.4	4.5	4.4	4.3	4.2	4.1	40.08	44.27	48.46	52.64	56.83	(17)	(9)	-	9	17

资料来源: 中金公司研究部

自营业务业绩波动对证券公司价值影响有限

自营业务敏感性分析 (2010-3-12)

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%	-5%	Base	+5%	+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)	(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
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
华泰证券	20%	0.81	0.83	0.84	0.86	0.87	5.91	5.93	5.94	5.96	5.97	13.8	14.0	14.2	14.4	14.6	(3)	(2)	-	2	3
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
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	4.55	4.59	4.63	4.67	4.71	12.3	13.1	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%	0.59	0.60	0.60	0.61	0.62	8.05	8.06	8.06	8.07	8.08	7.3	7.4	7.5	7.6	7.6	(2)	(1)	-	1	2
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%	0.46	0.48	0.49	0.50	0.52	5.24	5.26	5.27	5.29	5.30	8.8	9.0	9.3	9.5	9.8	(6)	(3)	-	3	6
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
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

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%	-5%	Base	+5%	+10%
中信证券	20%	21.3	20.3	19.4	18.6	17.9	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	33.36	33.73	34.10	34.47	34.84	(2)	(1)	-	1	2
海通证券	20%	35.2	33.2	31.3	29.7	28.2	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	14.62	14.73	14.85	14.96	15.07	(2)	(1)	-	1	2
广发证券	20%	31.7	30.7	29.8	28.9	28.1	7.8	7.7	7.6	7.6	7.5	38.50	38.86	39.22	39.58	39.95	(2)	(1)	-	1	2
华泰证券	20%	27.6	27.2	26.7	26.2	25.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	20.38	20.55	20.72	20.90	21.07	(2)	(1)	-	1	2
招商证券	20%	31.9	31.3	30.6	30.0	29.5	4.5	4.5	4.5	4.4	4.4	22.68	22.87	23.07	23.26	23.45	(2)	(1)	-	1	2
光大证券	20%	36.8	34.7	32.9	31.2	29.7	3.8	3.8	3.8	3.7	3.7	21.71	21.83	21.95	22.07	22.19	(1)	(1)	-	1	1
长江证券	20%	31.1	29.1	27.3	25.7	24.2	3.8	3.8	3.8	3.7	3.7	14.81	15.08	15.35	15.62	15.90	(4)	(2)	-	2	4
宏源证券	20%	28.6	27.0	25.5	24.1	22.9	4.5	4.4	4.4	4.4	4.3	19.39	19.58	19.77	19.96	20.15	(2)	(1)	-	1	2
国元证券	20%	31.1	30.7	30.4	30.1	29.8	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	18.02	18.09	18.17	18.25	18.33	(1)	(0)	-	0	1
东北证券	20%	33.9	30.6	27.8	25.6	23.6	3.9	3.8	3.8	3.7	3.7	28.10	28.32	28.53	28.74	28.95	(1)	(1)	-	1	1
西南证券	20%	35.2	34.1	33.1	32.2	31.3	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	13.12	13.28	13.45	13.61	13.77	(2)	(1)	-	1	2
国金证券	60%	37.0	36.3	35.6	34.9	34.3	9.3	9.3	9.2	9.2	9.1	12.47	12.62	12.77	12.92	13.07	(2)	(1)	-	1	2
太平洋证券	50%	60.0	58.0	56.1	54.3	52.6	11.1	11.0	11.0	10.9	10.8	6.22	6.28	6.35	6.41	6.48	(2)	(1)	-	1	2
辽宁成大*	20%	25.2	24.5	23.8	23.2	22.6	4.9	4.9	4.9	4.8	4.8	29.68	29.95	30.21	30.47	30.73	(2)	(1)	-	1	2
吉林敖东*	20%	21.8	21.2	20.6	20.1	19.6	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	47.64	48.05	48.46	48.87	49.27	(2)	(1)	-	1	2

资料来源: 中金公司研究部

融资融券业务对规模和利率假设极为敏感

融资融券敏感性分析 (2010-3-12)

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
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
华泰证券	50%	0.06	0.06	0.07	0.08	0.09	6.5	7.4	8.4	9.3	10.3	1.10	1.26	1.41	1.57	1.74	5.3	6.1	6.8	7.6	8.4
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
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%	0.12	0.13	0.15	0.16	0.18	19.1	21.8	24.4	27.2	30.0	2.31	2.63	2.95	3.29	3.63	12.7	14.5	16.3	18.1	20.0
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%	0.02	0.03	0.03	0.03	0.04	4.6	5.3	5.9	6.6	7.3	0.45	0.51	0.58	0.65	0.71	3.4	3.8	4.3	4.8	5.3
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
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
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
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
华泰证券	10%	0.05	0.06	0.07	0.08	0.09	6.2	7.3	8.4	9.4	10.5	1.05	1.23	1.41	1.59	1.77	5.1	5.9	6.8	7.7	8.6
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
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%	0.11	0.13	0.15	0.17	0.18	18.6	21.5	24.4	27.4	30.3	2.25	2.60	2.95	3.31	3.66	12.4	14.3	16.3	18.2	20.1
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%	0.02	0.03	0.03	0.03	0.04	4.3	5.1	5.9	6.8	7.6	0.42	0.50	0.58	0.66	0.75	3.1	3.7	4.3	4.9	5.6
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
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

资料来源: 中金公司研究部

股指期货业务对期现比和市场份额假设极为敏感

股指期货敏感性分析 (2010-3-12)

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
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
华泰证券	1.0	0.07	0.08	0.09	0.10	0.10	8.3	9.3	10.3	11.4	12.4	1.39	1.57	1.74	1.91	2.09	6.7	7.6	8.4	9.2	10.1
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
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	0.04	0.04	0.05	0.05	0.06	6.4	7.1	7.9	8.7	9.5	0.77	0.86	0.96	1.06	1.15	4.2	4.8	5.3	5.8	6.3
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	0.02	0.02	0.02	0.03	0.03	3.7	4.2	4.7	5.1	5.6	0.36	0.41	0.46	0.50	0.55	2.7	3.1	3.4	3.7	4.1
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
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
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
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
华泰证券	6.3%	0.08	0.09	0.09	0.09	0.09	10.0	10.2	10.3	10.5	10.7	1.69	1.71	1.74	1.77	1.80	8.1	8.3	8.4	8.5	8.7
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
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	0.05	0.05	0.06	6.5	7.2	7.9	8.7	9.4	0.78	0.87	0.96	1.05	1.13	4.3	4.8	5.3	5.8	6.2
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%	0.02	0.02	0.02	0.03	0.03	3.2	3.9	4.7	5.4	6.1	0.31	0.38	0.46	0.53	0.60	2.3	2.8	3.4	3.9	4.5
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
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

资料来源: 中金公司研究部