



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

观点聚焦
证券研究报告

2011 年 1 月 5 日

证券

研究部

王松柏

分析师，SAC 执业证书编号：
S0080207070060

wangsb@cicc.com.cn

刘潇

联系人，SAC 执业证书编号：
S0080110120047

liuxiao@cicc.com.cn

利空基本出尽、转机逐步来临

证券行业 2011 年投资策略

投资提示：

在我们判断 2011 年股票市场震荡上行概率较大的前提下，我们建议投资者逐步增加对证券行业的配置比例，在品种选择上，我们偏好大型证券公司。在具体品种选择上，首选中信证券，次选光大证券和海通证券。

理由：

2011 年股票市场震荡上行概率较高，证券股在股票市场上涨过程中将有超额收益。股票市场在降息周期后期至加息周期前期上涨的概率较高，自 2010 年 10 月至今央行仅仅加息 2 次，仍处于加息周期前期；股票市场往往呈现出“量在价先”的特征，即股票市场的“天量”往往先于“天价”出现，在 2010 年 10 月股票市场创出近期的“天量”后，后期股票市场创出“天价”的概率较大。

在估值方面，2010 年证券股整体大幅下跌已经消化了经纪业务净手续费率大幅下滑、创新业务进度低于预期等利空因素，估值水平继续下滑风险较小。

大型证券公司估值折扣明显、经纪业务净手续费率更抗跌且融资融券业务敏感性更高。在 2011 年日均股票交易额 2200 亿元假设下，不同类型证券公司经纪业务弹性差异已经大大缩小且大型证券公司净手续费率抗跌性较强；日均股票交易额每变动 400 亿元的每股价值变动幅度已经小于大型证券公司相对于小型证券公司的估值折扣；目前大多数上市证券公司均已获得融资融券资格，不过已融资的大型证券公司弹性更高。

估值：

在 2011 年日均股票交易额假设 2200 亿元、股票投资收益率假设 15%、非自营业务给 20 倍市盈率、自营业务给 0.9 ~ 1.2 倍市净率的前提下，目前多数证券公司隐含的 2011 年日均股票交易额在 1000 ~ 1800 亿元之间。

- ▶ 中信证券目前股价隐含的 2011 年日均股票交易额约为 1000 亿元，净手续费率在上市证券公司中处于低端水平，加上中信建投证券和华夏基金股权转让后其净资产将超过 700 亿元，这使得中信证券成为融资融券潜在业务规模增长的最主要收益者，重申对中信证券的“推荐”评级。
- ▶ 海通证券目前股价隐含的 2011 年日均股票交易额约为 1000 亿元，在上市证券公司中自有资金规模第二且拥有融资融券资格，但限售股解禁可能抑制股价表现，维持对海通证券“审慎推荐”的投资评级。
- ▶ 光大证券目前股价隐含的 2011 年日均股票交易额约为 1600 亿元，净手续费率在上市证券公司中处于低端水平，自有资金规模较大且拥有融资融券规模，维持对光大证券“审慎推荐”投资评级。

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，如果股票市场再次下跌将会带来经纪业务和自营业务双重萎缩，进而导致证券公司股价下跌。

目录

2011 年股票市场震荡上行概率较高	3
股票市场在降息周期后期至加息周期前期上涨概率较高	3
量在价先：天量已现	3
证券股在股票市场上涨过程中将有超额收益	4
经纪业务、传统自营业务和融资融券业务是典型的顺周期业务	4
业绩顺周期特征导致证券股成为典型的牛市品种	5
2011 年证券行业将实现小幅增长	7
大型证券公司经纪业务净手续费更加抗跌	8
日均股票交易额持平预期下证券公司弹性较为接近	8
中小型证券公司经纪业务净手续费面临更大压力	8
以融资融券为代表创新业务的重要性将取代传统自营业务	10
过低的收益率使传统自营业务价值难以提升	10
传统自营业务过低的收益率是促使证券公司开展创新业务的重要动力	10
融资融券对已融资证券公司业绩提升最明显	12
证券行业投资建议	13
证券行业投资策略：首选大型证券公司	13
证券行业投资组合：首选中信证券、次选光大证券和海通证券，激进投资者可以关注东北证券配股进展	13

图表目录

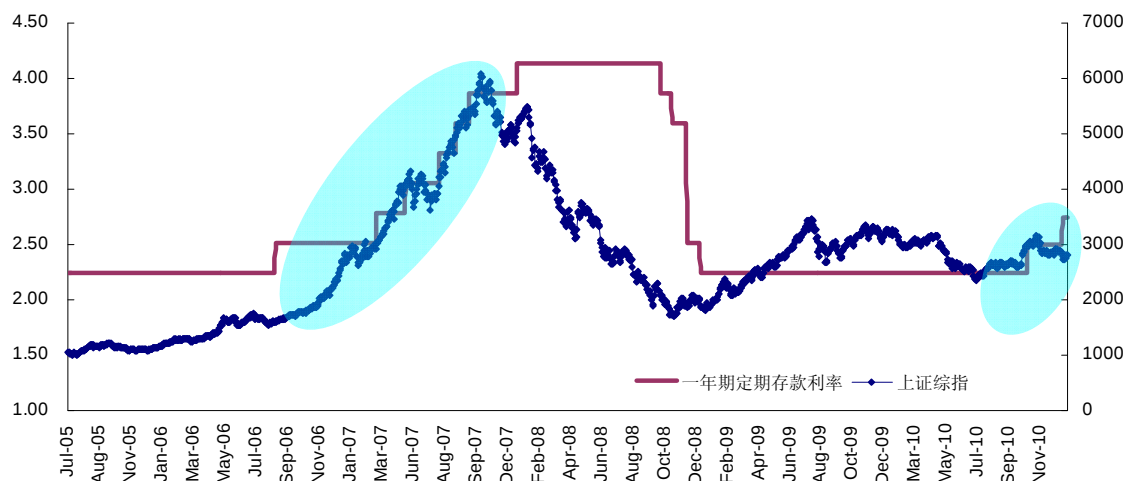
图表 1：上证综指和 1 年期定期存款利率	3
图表 2：上证综指和股票交易额	3
图表 3：经纪业务与股票市场高度关联	4
图表 4：自营业务与股票市场高度关联	4
图表 5：证券行业收入结构	5
图表 6：证券公司投资时钟	6
图表 7：证券行业未来 3 年基本假设和盈利预测	7
图表 8：经纪业务敏感性分析	8
图表 9：证券行业经纪业务净手续费率	9
图表 10：证券公司净手续费率差异逐渐缩小	9
图表 11：自营业务敏感性分析	10
图表 12：证券行业目前盈利模式	11
图表 13：证券行业未来盈利模式	11
图表 14：融资融券对投资收益率的提升（假设 50% 自有资产用于融资融券）	12
图表 15：融资融券对每股收益的提升（假设 50% 自有资产用于融资融券）	12
图表 16：可比公司估值	14

2011 年股票市场震荡上行概率较高

股票市场在降息周期后期至加息周期前期上涨概率较高

股票市场走势与利率周期较为相关，但往往先于利率周期出现拐点。股票市场上个牛市为 06 年 1 月至 07 年 10 月，而上一个加息周期为 06 年 8 月至 07 年 12 月。自 2010 年 10 月至今央行仅仅加息 2 次，仍处于加息周期前期，后续股票市场震荡上行的概率较高。

图表 1：上证综指和 1 年期定期存款利率

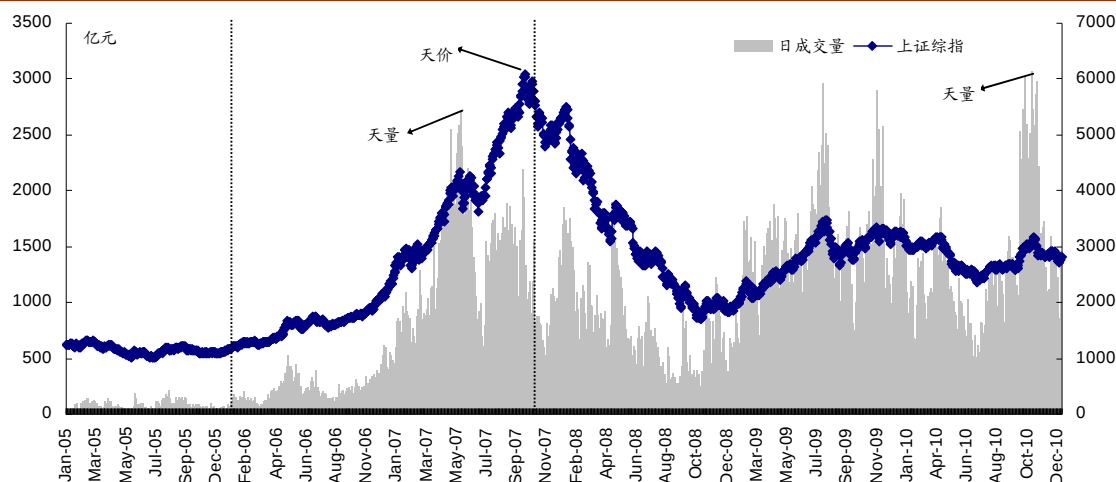


资料来源：WIND 资讯、中国人民银行、中金公司研究部

量在价先：天量已现

股票市场往往呈现出“量在价先”的特征，即股票市场的“天量”往往先于“天价”出现。上一个牛市交易额高点出现在 07 年 5 月，而指数高点出现在 07 年 10 月，前后相差 5 个月。在 2010 年 10 月股票市场创出近期的“天量”后，后期股票市场创出“天价”的概率较大。

图表 2：上证综指和股票交易额



资料来源：WIND 资讯、中金公司研究部

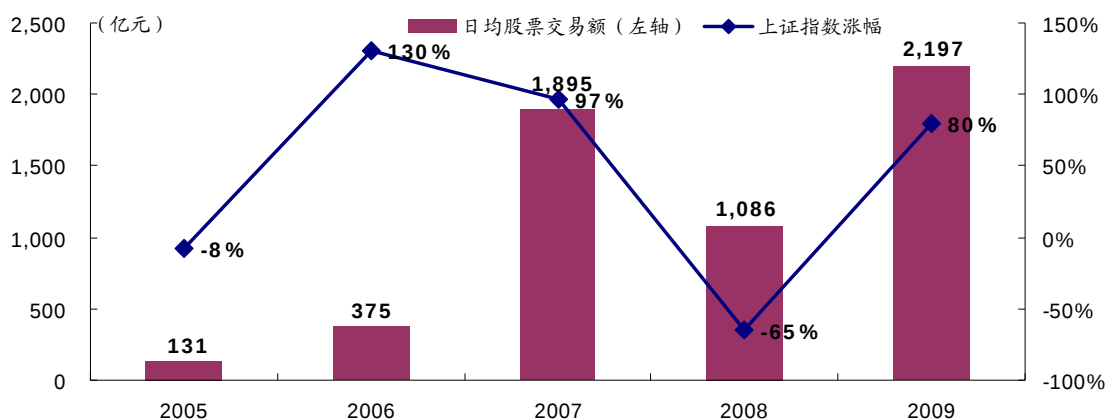
证券股在股票市场上涨过程中将有超额收益

经纪业务、传统自营业务和融资融券业务是典型的顺周期业务

由于经纪业务和自营业务与股票市场高度关联，使证券公司业绩呈现出典型的顺周期特征。2010 年推出的融资融券业务同样与股票市场高度关联，进一步加强了证券公司业绩的顺周期特征。

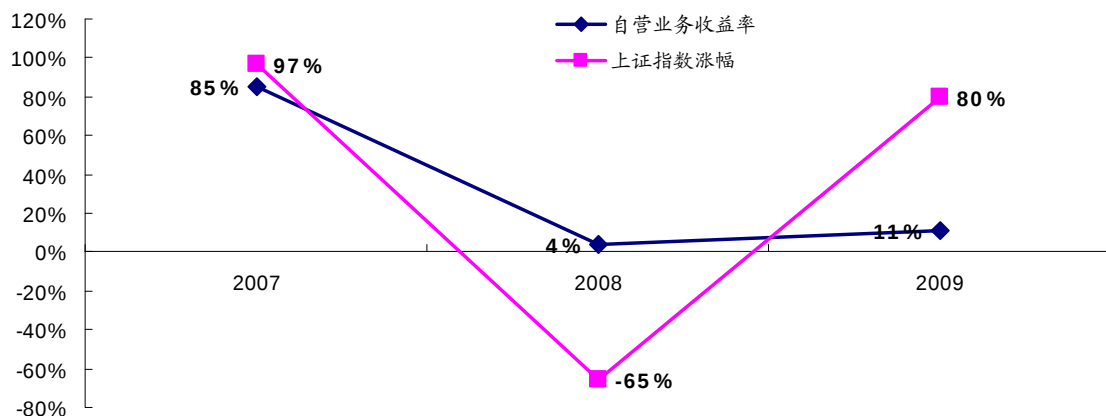
- 目前证券行业的最主要收入来源是经纪业务，而日均股票交易额是经纪业务的主要驱动因素之一。在股票市场上涨/下跌过程中，经纪业务将受益/受累于日均股票交易额的增长/萎缩，导致净手续费率出现增长/萎缩。
- 传统自营业务是证券行业最不稳定的收入来源，主要原因是传统自营业务收益率受股票市场波动影响较大。在股票市场上涨/下跌过程中，股票投资收益率的提高/降低将带动自营业务收益率提高/降低，导致传统自营业务收入增长/萎缩。
- 融资融券本质是杠杆股票交易，属于大范畴内的经纪业务，因此融资融券需求受到股票交易行为的影响。股票市场上涨将导致交易活跃，进而带动融资融券需求；反之亦然。加之中国目前尚未推出转融通业务，导致融资融券业务成为主流，进一步加强了融资融券业务的顺周期特征。

图表 3：经纪业务与股票市场高度关联



资料来源：WIND 资讯、中金公司研究部

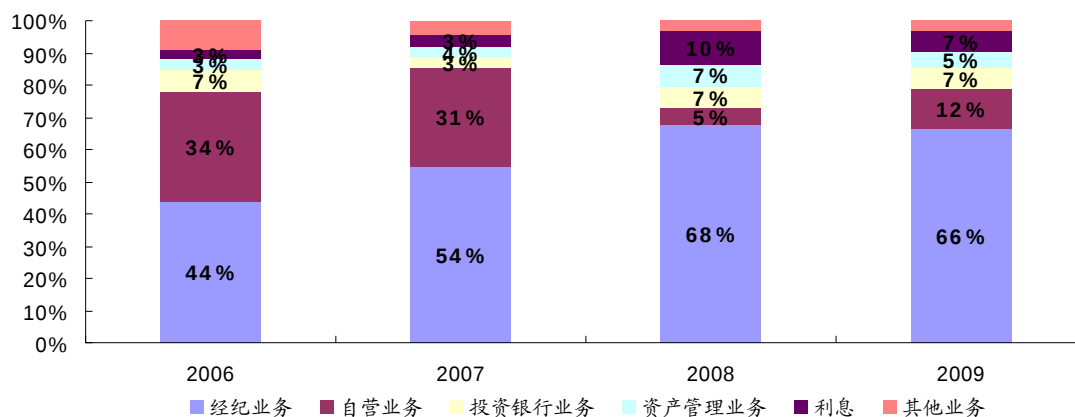
图表 4：自营业务与股票市场高度关联



资料来源：WIND 资讯、中国证券业协会、中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 5：证券行业收入结构



资料来源：中国证券业协会、中金公司研究部

业绩顺周期特征导致证券股成为典型的牛市品种

在股票市场上涨过程中，证券公司在牛市前期和牛市后期均将跑赢大盘、在牛市中期也将同步大盘，因此，在预期股票市场将继续上涨的前提下，证券股将获得超额收益。

- ▶ **牛市前期：经纪业务超预期、行业跑赢股票市场。**随着股票市场的上涨，投资者交投行为开始逐步活跃，导致日均股票交易额快速增长、融资融券规模也快速增长。由于此时投资者对日均股票交易额和融资融券规模预期较低，导致经纪业务和融资融券业务产生超预期收入，证券股在此阶段表现强于股票市场，业绩提升导致估值提升是股价上升主要动力。
- ▶ **牛市中期：经纪业务预期高企、自营业务预期不明、行业同步股票市场。**股票市场继续上涨，投资者交投行为趋于稳定，使日均股票交易额保持相对稳定、融资融券规模也随之趋稳。但由于牛市初期日均股票交易额持续超预期，导致投资者对经纪业务收入和融资融券收入的预期高企，因此经纪业务和融资融券业务基本难以产生超预期收入；与此同时，由于股票市场前期涨幅较大，使投资者对股票市场涨幅预期降低，加上证券公司股票投资加仓周期往往滞后于股票市场周期，导致自营业务预期不明。在此阶段证券股整体缺乏催化剂，股价表现同步大盘。
- ▶ **牛市后期 I 或有：经纪业务超预期、行业跑赢大盘。**股票市场高位上涨，新增投资者快速进入市场，具体体现为：开户数和偏股型基金募集资金规模大幅增加，交投活跃程度大幅提升，日均股票交易额大幅增长，使融资融券业务规模随之不断攀高；与此同时证券公司前期股票投资持续受益于股票市场的上涨，证券公司股票投资加仓也进一步提升投资者对于自营业务的预期，使证券行业在此阶段的表现强于大盘，业绩和估值倍数的提升双双推动股价上升。
- ▶ **牛市后期 II：自营业务超预期、行业跑赢大盘。**股票市场高位上涨，投资者交投活跃程度下降，导致日均股票交易额难以恢复到前期高点，但仍保持在相对高位，融资融券规模也随之趋稳；与此同时，证券公司前期股票投资持续受益于股票市场的上涨，证券公司股票投资加仓也进一步提升投资者对于自营业务的预期，而且证券公司往往倾向于在高位进行再融资等，增加了业绩题材，使证券行业在此阶段表现强于大盘，业绩提升和估值倍数提升双双推动股价上升。
- ▶ **熊市：经纪业务萎缩、自营业务风险陡增、行业跑输大盘。**股票市场持续下跌，投资者交易频率下降，使日均股票交易额逐步萎缩、融资融券规模也随之萎缩，导致投资者对经纪业务和融资融券业务预期逐步下降，自营业务的不确定性快速增加。在此阶段，证券股跑输大盘。

图表 6：证券公司投资时钟

市场周期	熊市	牛市前期	牛市中期	牛市后期 I 或有	牛市后期 II
证券行业评级	向坏	向好	中性	向好	向好
股票市场表现	缩量下跌	放量上涨	缩量上涨/调整	放量上涨	缩量上涨
证券行业表现	跑输大盘	跑赢大盘	同步大盘	跑赢大盘	跑赢大盘
证券行业驱动因素	经纪业务萎缩 自营业务萎缩	经纪业务增长 融资融券增长	无	经纪业务增长 融资融券增长	自营业务增长
证券行业关注指标	日均股票交易额 股票市场涨幅 股票投资规模	日均股票交易额 融资融券规模	日均股票交易额 融资融券规模 股票市场涨幅 股票投资规模	日均股票交易额 融资融券规模	股票市场涨幅 股票投资规模
证券公司选股逻辑	业务收入多元化 股票投资规模低	经纪业务占比高 净手续费率较低 自有资金规模大	无	经纪业务占比高 净手续费率较低 自有资金规模大	股票投资风格激进 股票投资规模高 股票加仓潜力大
股票选择标的	大型证券公司	大型证券公司	无	大型证券公司	大型证券公司 风格激进证券公司

资料来源：中金公司研究部

2011 年证券行业将实现小幅增长

经纪业务净手续费收入将难有明显增长。2010 年前 11 个月日均股票交易额已经达 2265 亿元，全年日均交易额超过 09 年的 2197 亿元已经没有悬念。我们预期 2011 年股票市场将震荡上涨但上涨幅度将较为有限、加上 2010 年高基数效应，我们预期 2011 年日均交易额将会基本持平。与此同时，尽管中国证券业协会的干预导致经纪业务净手续费率降幅将会趋缓，但是难以改变营业网点长期增加导致的经纪业务净手续费率下滑趋势。

投资银行业务、资产管理业务将小幅增长；自营业务将大幅增长。由于 2010 年股票及股票连接融资的高基数效应，2011 年投资银行业务增长将较为有限；资产管理业务增长仍将保持在合理水平上。由于我们预期 2011 年股票市场将震荡上涨，自营业务将大幅增长。

融资融券业务对证券行业整体影响或将在转融通推出后有所体现。尽管融资融券业务在 2011 年对已经获得相关业务资格的证券公司可能有较大影响，但是由于转融通业务尚未推出，因此对全行业影响仍将较为有限。在假设 2012 年融资融券业务推出的情况下，融资融券业务占当年营业收入的比例将超过 10%。

图表 7：证券行业未来 3 年基本假设和盈利预测

单位：亿元	2006	2007	2008	2009	2010F	2011F	2012F	2013F	3-YR CAGR
宏观经济及证券市场指标									
名义 GDP	216,314	265,810	314,045	340,506	375,101	413,212	455,194	501,442	10.2%
实际 GDP 增速 (%)	12.7	14.2	9.6	9.1	8.0	8.0	8.0	8.0	
GDP 乘数增速 (%)	3.8	7.6	7.8	-0.6	2.0	2.0	2.0	2.0	
市价总值	89,404	327,141	121,366	243,939	219,469	253,487	292,777	338,157	15.5%
流通市值	25,004	93,064	45,214	151,259	208,495	253,487	292,777	338,157	17.5%
市价总值证券化率 (%)	41.3%	123.1%	38.6%	71.6%	58.5%	61.3%	64.3%	67.4%	
流通市值证券化率 (%)	11.6%	35.0%	14.4%	44.4%	55.6%	61.3%	64.3%	67.4%	
股票流通比例 (%)	28.0%	28.4%	37.3%	62.0%	95.0%	100.0%	100.0%	100.0%	
年均市价总值换手率 (%)	148.5%	221.1%	119.1%	293.4%	229.8%	225.1%	212.6%	199.5%	
年均流通市值换手率 (%)	507.8%	780.2%	386.3%	545.6%	296.0%	230.5%	212.6%	199.5%	
日均股票交易额	375	1,895	1,086	2,197	2,200	2,200	2,400	2,600	5.7%
上证指数	2,675	5,262	1,821	3,277	2,808	3,089	3,398	3,737	10.0%
深证综指	551	1,447	553	1,201	1,291	1,420	1,562	1,718	10.0%
上证指数涨幅 (%)	130.4%	96.7%	-65.4%	80.0%	-14.3%	10.0%	10.0%	10.0%	
深证综指涨幅 (%)	97.5%	162.8%	-61.8%	117.1%	7.5%	10.0%	10.0%	10.0%	
股票及股票连接融资额	2,264	7,102	2,999	3,645	9,378	6,198	6,828	7,522	-7.1%
企业主体债券融资额	4,513	6,151	9,697	19,284	16,317	20,247	24,808	30,087	22.6%
股票及股票连接融资额/GDP	1.0%	2.7%	1.0%	1.1%	2.5%	1.5%	1.5%	1.5%	
企业主体债券融资额/GDP	2.1%	2.3%	3.1%	5.7%	4.4%	4.9%	5.5%	6.0%	
证券行业主要指标									
营业收入	709	2,960	1,356	2,197	2,002	2,151	2,384	2,580	8.8%
经纪业务	309	1,612	916	1,457	1,237	1,233	1,302	1,367	3.4%
自营业务	243	912	71	272	97	199	223	249	37.1%
投资银行业务	51	97	91	144	291	316	354	396	10.7%
资产管理业务	21	106	93	110	125	137	152	170	10.9%
利息	21	100	140	148	178	186	264	300	18.9%
其他业务	64	133	45	67	74	81	89	98	10.0%
净利润	264	1,314	486	930	740	794	880	952	8.8%
净资产	1,070	3,401	3,558	4,818	5,326	5,935	6,616	7,348	11.3%
净利润率 (%)	37.2%	44.4%	35.8%	42.3%	37.0%	36.9%	36.9%	36.9%	
净资产收益率 (%)	24.6%	38.6%	13.7%	19.3%	13.9%	13.4%	13.3%	13.0%	
证券行业主要指标增速 (%)									
营业收入	317.4	-54.2	62.0	-8.9	7.5	10.8	8.2		
经纪业务	421.7	-43.1	59.0	-15.0	-0.4	5.6	5.0		
自营业务	275.6	-92.2	284.0	-64.5	105.9	12.2	11.6		
投资银行业务	89.8	-5.9	58.0	103.1	8.4	11.9	11.9		
资产管理业务	408.8	-12.1	17.7	13.3	9.6	11.5	11.6		
利息	368.0	39.7	5.8	20.6	4.5	42.0	13.4		
其他业务	107.1	-66.1	48.3	10.0	10.0	10.0	10.0		
净利润	398.2	-63.0	91.4	-20.5	7.3	10.9	8.1		
净资产	217.8	4.6	35.4	10.5	11.4	11.5	11.1		
证券行业分业务营业收入占比									
经纪业务	43.6%	54.5%	67.6%	66.3%	61.8%	57.3%	54.6%	53.0%	
自营业务	34.3%	30.8%	5.2%	12.4%	4.8%	9.2%	9.4%	9.7%	
投资银行业务	7.2%	3.3%	6.7%	6.5%	14.6%	14.7%	14.8%	15.3%	
资产管理业务	2.9%	3.6%	6.9%	5.0%	6.2%	6.4%	6.4%	6.6%	
利息	3.0%	3.4%	10.3%	6.7%	8.9%	8.7%	11.1%	11.6%	
其他业务	9.0%	4.5%	3.3%	3.0%	3.7%	3.8%	3.7%	3.8%	

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

大型证券公司经纪业务净手续费更加抗跌

日均股票交易额持平预期下证券公司弹性较为接近

根据我们对经纪业务敏感性分析，在2011年日均股票交易额2200亿元的假设下，日均股票交易额每变动400亿元，弹性最高的太平洋证券每股收益将变动25%、每股价值将变动20%，弹性最低的中信证券每股收益将变动6%、每股价值将变动7%。日均股票交易额每变动400亿元的每股价值变动幅度已经小于大型证券公司相对于小型证券公司的估值折扣。

图表8：经纪业务敏感性分析

11年日均股票 交易额(亿元)	Base	每股收益					每股净资产					净资产收益率, %					每股收益弹性, %				
		-400	-200	Base	+200	+400	-400	-200	Base	+200	+400	-400	-200	Base	+200	+400	-400	-200	Base	+200	+400
中信证券	2200	1.00	1.03	1.06	1.09	1.12	7.70	7.73	7.77	7.80	7.83	12.9	13.3	13.7	14.0	14.3	(6)	(3)	-	3	6
海通证券	2200	0.41	0.45	0.48	0.51	0.55	5.60	5.64	5.67	5.71	5.74	7.3	7.9	8.5	9.0	9.6	(14)	(7)	-	7	14
广发证券*	2200	1.11	1.19	1.28	1.36	1.45	11.92	12.00	12.09	12.17	12.26	9.3	9.9	10.6	11.2	11.8	(13)	(7)	-	7	13
华泰证券	2200	0.50	0.55	0.61	0.67	0.73	6.05	6.11	6.17	6.23	6.29	8.2	9.1	9.9	10.8	11.6	(19)	(10)	-	10	19
招商证券	2200	0.77	0.83	0.89	0.95	1.02	6.98	7.05	7.11	7.17	7.23	11.0	11.8	12.6	13.3	14.1	(14)	(7)	-	7	14
光大证券	2200	0.54	0.59	0.63	0.68	0.72	6.94	6.98	7.02	7.07	7.11	7.9	8.4	9.0	9.6	10.2	(14)	(7)	-	7	14
长江证券	2200	0.40	0.45	0.50	0.55	0.59	4.62	4.67	4.71	4.76	4.81	8.7	9.6	10.6	11.4	12.3	(19)	(10)	-	10	19
宏源证券	2200	0.68	0.75	0.82	0.89	0.96	5.31	5.38	5.45	5.52	5.59	12.9	14.0	15.1	16.1	17.2	(17)	(8)	-	8	17
国元证券	2200	0.36	0.40	0.44	0.47	0.51	7.81	7.84	7.88	7.92	7.96	4.6	5.1	5.5	6.0	6.4	(17)	(9)	-	9	17
东北证券*	2200	0.62	0.69	0.76	0.83	0.90	9.37	9.44	9.51	9.58	9.65	6.6	7.3	8.0	8.7	9.3	(18)	(9)	-	9	18
西南证券	2200	0.23	0.25	0.27	0.29	0.31	4.93	4.95	4.97	4.99	5.01	4.7	5.1	5.5	5.9	6.3	(15)	(7)	-	7	15
国金证券	2200	0.37	0.41	0.45	0.49	0.53	3.40	3.44	3.48	3.52	3.56	10.8	11.9	12.9	14.0	15.0	(19)	(9)	-	9	19
太平洋证券	2200	0.12	0.13	0.15	0.17	0.19	1.26	1.28	1.30	1.32	1.34	9.2	10.5	11.8	13.1	14.3	(25)	(12)	-	12	25
辽宁成大*	2200	1.12	1.19	1.26	1.34	1.41	13.58	13.65	13.72	13.80	13.87	8.2	8.7	9.2	9.7	10.2	(12)	(6)	-	6	12
吉林敖东*	2200	1.82	1.93	2.05	2.17	2.28	21.16	21.28	21.39	21.51	21.62	8.6	9.1	9.6	10.1	10.5	(11)	(6)	-	6	11
兴业证券	2200	0.39	0.43	0.47	0.52	0.56	3.95	3.99	4.04	4.08	4.13	9.8	10.8	11.7	12.7	13.6	(19)	(9)	-	9	19

11年日均股票 交易额(亿元)	Base	目前股价对应市盈率					目前股价对应市净率					部分加总每股价值					每股价值弹性, %				
		-400	-200	Base	+200	+400	-400	-200	Base	+200	+400	-400	-200	Base	+200	+400	-400	-200	Base	+200	+400
中信证券	2200	12.8	12.4	12.0	11.7	11.3	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6	15.96	16.59	17.21	17.84	18.47	(7)	(4)	-	4	7
海通证券	2200	23.6	21.8	20.2	18.9	17.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	12.53	13.22	13.90	14.59	15.28	(10)	(5)	-	5	10
广发证券*	2200	48.4	44.9	41.9	39.2	36.9	4.5	4.5	4.4	4.4	4.4	30.30	32.02	33.74	35.46	37.18	(10)	(5)	-	5	10
华泰证券	2200	28.2	25.2	22.7	20.7	19.1	2.3	2.3	2.3	2.2	2.2	14.32	15.50	16.68	17.87	19.05	(14)	(7)	-	7	14
招商证券	2200	24.8	22.9	21.3	19.9	18.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.6	19.49	20.73	21.97	23.21	24.45	(11)	(6)	-	6	11
光大证券	2200	28.0	25.9	24.1	22.5	21.1	2.2	2.2	2.2	2.2	2.1	15.97	17.40	18.83	20.26	21.69	(15)	(8)	-	8	15
长江证券	2200	28.2	25.3	22.8	20.9	19.2	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	11.15	12.10	13.05	14.00	14.95	(15)	(7)	-	7	15
宏源证券	2200	24.8	22.5	20.6	19.0	17.7	3.2	3.2	3.1	3.1	3.0	17.01	18.39	19.77	21.15	22.53	(14)	(7)	-	7	14
国元证券	2200	34.1	30.8	28.1	25.9	23.9	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5	13.85	14.61	15.37	16.13	16.89	(10)	(5)	-	5	10
东北证券*	2200	35.8	32.2	29.3	26.8	24.8	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	19.22	20.61	22.00	23.39	24.78	(13)	(6)	-	6	13
西南证券	2200	50.3	46.2	42.7	39.8	37.2	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	8.66	9.07	9.48	9.89	10.30	(14)	(7)	-	7	14
国金证券	2200	40.5	36.4	33.0	30.1	27.8	4.4	4.3	4.3	4.2	4.2	10.45	11.29	12.13	12.97	13.82	(9)	(4)	-	4	9
太平洋证券	2200	95.4	81.9	71.8	63.9	57.5	8.7	8.6	8.5	8.4	8.2	3.07	3.45	3.83	4.21	4.59	(20)	(10)	-	10	20
辽宁成大*	2200	27.1	25.4	23.9	22.6	21.4	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	24.77	25.95	27.13	28.31	29.49	(9)	(4)	-	4	9
吉林敖东*	2200	19.1	18.0	17.0	16.1	15.3	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	40.20	42.05	43.90	45.74	47.59	(8)	(4)	-	4	8
兴业证券	2200	42.0	37.7	34.2	31.3	28.8	4.1	4.1	4.0	4.0	3.9	10.73	11.61	12.50	13.38	14.27	(14)	(7)	-	7	14

广发证券、东北证券为假设再融资之后

资料来源：公司数据，中金公司研究部

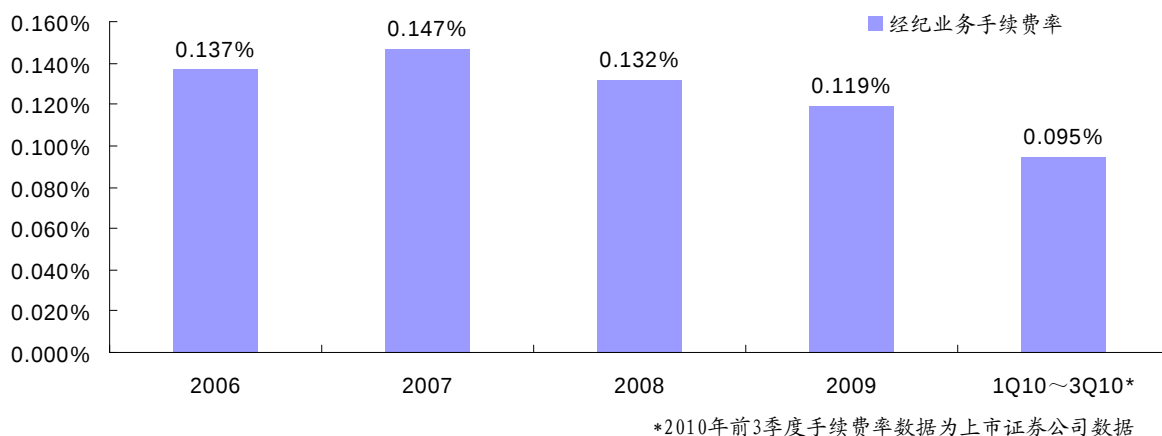
中小型证券公司经纪业务净手续费面临更大压力

经纪业务净手续费率的顺周期特征在过去2年发生了极大改变。在2009年新设网点放开、服务部必须规范为营业部之前，经纪业务净手续费率与日均股票交易额呈现出同向变动的特征，这主要是由于网点供给相对稳定导致需求是决定经纪业务净手续费率的主要因素。2009年以来政策变化导致网点供给快速增加，使得经纪业务净手续费率呈现逐年下滑趋势，我们认为这种趋势仍将继续。

大型证券公司普遍为全国性地网点布局，由于中国证监会“扶优限劣”的监管思路，新设网点更多偏向大型证券公司。由于在竞争较为充分的经济发达地区网点布局基本完成，大型证券公司新设网点主要向经济欠发达地区倾斜，这些地区经纪业务净手续费率相对较高，是中小型证券公司的主要市场份额所在地。即使大型证券公司在这些地区采取低费率策略，由于其经纪业务净手续费率已经较低，新设网点低经纪业务净手续费率影响也较为有限。

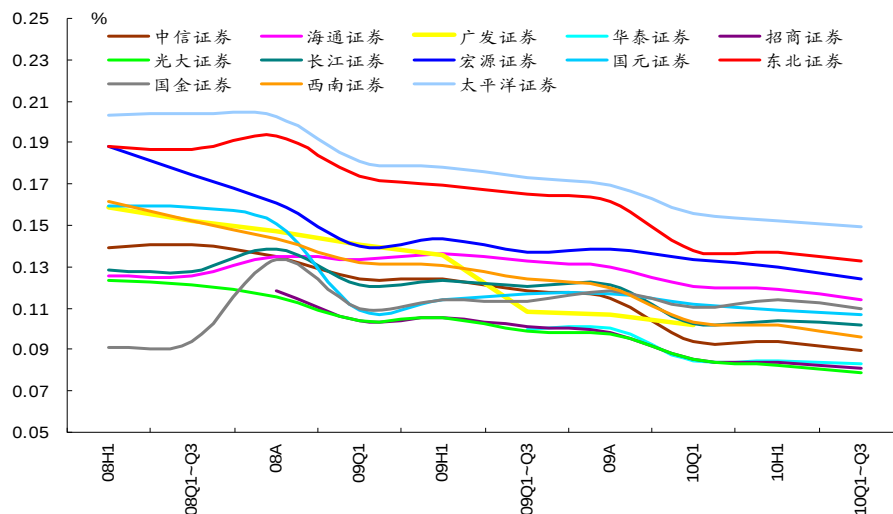
中小型证券公司普遍为区域性网点布局，尽管也可以新设网点，但在数量上将少于大型证券公司。中小型证券公司经纪业务净手续费率由于区域性网点布局的特征导致费率普遍较高，向经济发达地区新设网点将不得不使用低费率策略，而向原有地区新设网点也将面临竞争越来越激烈导致费率逐步降低的现实。

图表 9：证券行业经纪业务净手续费率



资料来源：中国证券业协会、公司数据、中金公司研究部

图表 10：证券公司净手续费率差异逐渐缩小



资料来源：公司数据，中金公司研究部

以融资融券为代表创新业务的重要性将取代传统自营业务

过低的收益率使传统自营业务价值难以提升

09年下半年至10年上半年的“融资潮”导致证券公司自有资产迅速膨胀，但是由于股票投资的不确定性和风险控制的要求，证券公司传统自营业务收益率将难以超过5%，导致传统自营业务价值难以提升。

- 目前证券公司传统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。但权益类投资高波动的特征已经直接导致证券公司融资后降低权益类投资的配置比例，进而拉低了传统自营业务收益率。
- 根据我们对传统自营业务敏感性分析，在2011年股票投资收益率15%的假设下，股票投资收益率每变动10%，弹性最高的西南证券每股收益将变动25%、每股价值将变动8%，而弹性最低的国金证券每股收益将变动1%、每股价值将变动0%。

图表 11：自营业务敏感性分析

11年股票 投资收益率 (%)	Base	每股收益					每股净资产					净资产收益率, %					每股收益弹性, %				
		-10%	-5%	Base	+5%	+10%	-10%	-5%	Base	+5%	+10%	-10%	-5%	Base	+5%	+10%	-10%	-5%	Base	+5%	+10%
中信证券	15%	0.94	1.00	1.06	1.12	1.18	7.65	7.71	7.77	7.83	7.88	12.3	13.0	13.7	14.3	15.0	(11)	(6)	-	6	11
海通证券	10%	0.41	0.45	0.48	0.51	0.55	5.60	5.64	5.67	5.71	5.74	7.3	7.9	8.5	9.0	9.6	(15)	(7)	-	7	15
广发证券*	15%	1.12	1.20	1.28	1.35	1.43	11.93	12.01	12.09	12.16	12.24	9.4	10.0	10.6	11.1	11.7	(12)	(6)	-	6	12
华泰证券	15%	0.56	0.59	0.61	0.64	0.66	6.12	6.14	6.17	6.19	6.22	9.2	9.6	9.9	10.3	10.7	(8)	(4)	-	4	8
招商证券	15%	0.82	0.86	0.89	0.93	0.96	7.04	7.07	7.11	7.14	7.18	11.7	12.1	12.6	13.0	13.4	(8)	(4)	-	4	8
光大证券	15%	0.61	0.62	0.63	0.64	0.66	7.00	7.01	7.02	7.04	7.05	8.7	8.9	9.0	9.2	9.3	(3)	(2)	-	2	3
长江证券	15%	0.43	0.46	0.50	0.53	0.57	4.65	4.68	4.71	4.75	4.78	9.2	9.9	10.6	11.2	11.8	(14)	(7)	-	7	14
宏源证券	15%	0.74	0.78	0.82	0.86	0.90	5.37	5.41	5.45	5.49	5.53	13.9	14.5	15.1	15.7	16.3	(9)	(5)	-	5	9
国元证券	15%	0.41	0.42	0.44	0.45	0.46	7.86	7.87	7.88	7.89	7.90	5.2	5.4	5.5	5.7	5.8	(5)	(3)	-	3	5
东北证券*	15%	0.64	0.70	0.76	0.82	0.88	9.39	9.45	9.51	9.57	9.63	6.8	7.4	8.0	8.6	9.1	(15)	(8)	-	8	15
西南证券	15%	0.21	0.24	0.27	0.31	0.34	4.90	4.94	4.97	5.00	5.04	4.2	4.8	5.5	6.1	6.8	(25)	(12)	-	12	25
国金证券	15%	0.45	0.45	0.45	0.45	0.45	3.48	3.48	3.48	3.48	3.48	12.8	12.9	12.9	13.0	13.0	(1)	(0)	-	0	1
太平洋证券	15%	0.12	0.14	0.15	0.17	0.18	1.27	1.28	1.30	1.31	1.33	9.8	10.8	11.8	12.8	13.7	(19)	(9)	-	9	19
辽宁成大*	15%	1.13	1.20	1.26	1.33	1.39	12.23	12.28	12.33	12.39	12.44	9.3	9.8	10.2	10.7	11.2	(10)	(5)	-	5	10
吉林敖东*	15%	1.84	1.95	2.05	2.15	2.25	21.19	21.29	21.39	21.49	21.60	8.7	9.1	9.6	10.0	10.4	(10)	(5)	-	5	10
兴业证券	15%	0.45	0.46	0.47	0.49	0.50	4.01	4.02	4.04	4.05	4.06	11.2	11.4	11.7	12.0	12.3	(6)	(3)	-	3	6

11年股票 投资收益率 (%)	Base	目前股价对应市盈率					目前股价对应市净率					部分加总每股价值					每股价值弹性, %				
		-10%	-5%	Base	+5%	+10%	-10%	-5%	Base	+5%	+10%	-10%	-5%	Base	+5%	+10%	-10%	-5%	Base	+5%	+10%
中信证券	15%	13.5	12.7	12.0	11.4	10.8	1.7	1.7	1.6	1.6	1.6	15.79	16.50	17.21	17.93	18.64	(8)	(4)	-	4	8
海通证券	10%	23.6	21.8	20.2	18.8	17.6	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	13.06	13.48	13.90	14.32	14.74	(6)	(3)	-	3	6
广发证券*	15%	47.5	44.5	41.9	39.5	37.4	4.5	4.5	4.4	4.4	4.4	31.90	32.82	33.74	34.66	35.58	(5)	(3)	-	3	5
华泰证券	15%	24.7	23.7	22.7	21.9	21.1	2.3	2.3	2.3	2.3	2.2	16.10	16.39	16.68	16.98	17.27	(4)	(2)	-	2	4
招商证券	15%	23.2	22.2	21.3	20.5	19.8	2.7	2.7	2.7	2.7	2.6	21.12	21.55	21.97	22.40	22.83	(4)	(2)	-	2	4
光大证券	15%	24.9	24.5	24.1	23.7	23.3	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	18.57	18.70	18.83	18.96	19.09	(1)	(1)	-	1	1
长江证券	15%	26.5	24.5	22.8	21.4	20.1	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	12.22	12.64	13.05	13.46	13.88	(6)	(3)	-	3	6
宏源证券	15%	22.8	21.7	20.6	19.7	18.9	3.2	3.1	3.1	3.1	3.1	18.84	19.31	19.77	20.24	20.70	(5)	(2)	-	2	5
国元证券	15%	29.7	28.9	28.1	27.4	26.7	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5	15.09	15.23	15.37	15.51	15.65	(2)	(1)	-	1	2
东北证券*	15%	34.6	31.7	29.3	27.2	25.4	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	20.65	21.33	22.00	22.68	23.35	(6)	(3)	-	3	6
西南证券	15%	56.9	48.8	42.7	38.0	34.2	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	8.70	9.09	9.48	9.87	10.26	(8)	(4)	-	4	8
国金证券	15%	33.2	33.1	33.0	32.8	32.7	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	12.09	12.11	12.13	12.15	12.18	(0)	(0)	-	0	0
太平洋证券	15%	88.3	79.2	71.8	65.6	60.4	8.7	8.6	8.5	8.4	8.3	3.50	3.67	3.83	3.99	4.16	(9)	(4)	-	4	9
辽宁成大*	15%	26.7	25.2	23.9	22.8	21.7	2.5	2.5	2.5	2.4	2.4	25.87	26.50	27.13	27.76	28.40	(5)	(2)	-	2	5
吉林敖东*	15%	18.9	17.9	17.0	16.2	15.4	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	41.92	42.91	43.90	44.88	45.87	(5)	(2)	-	2	5
兴业证券	15%	36.2	35.1	34.2	33.3	32.4	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	12.18	12.34	12.50	12.65	12.81	(3)	(1)	-	1	3

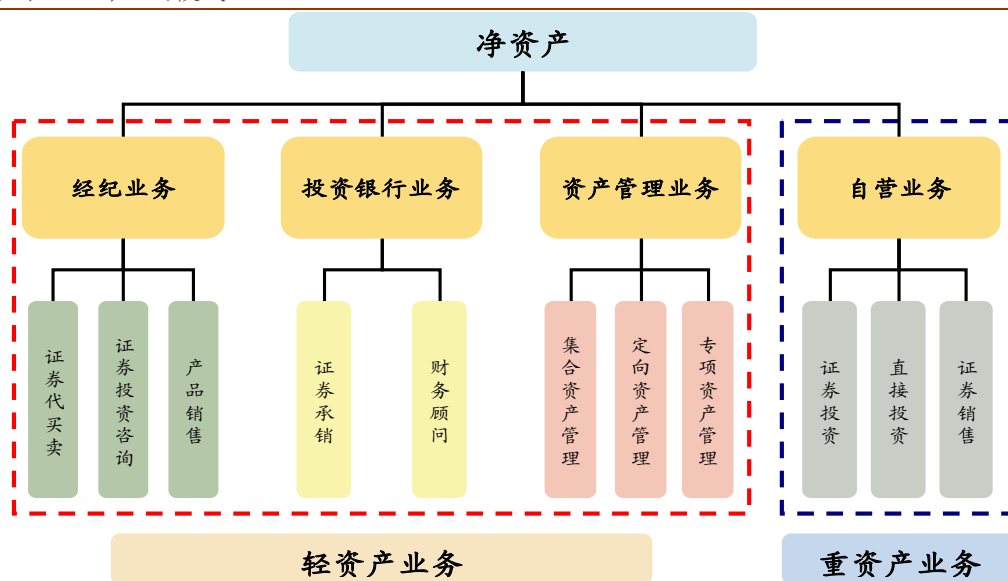
广发证券、东北证券为假设再融资之后

资料来源：公司数据、中金公司研究部

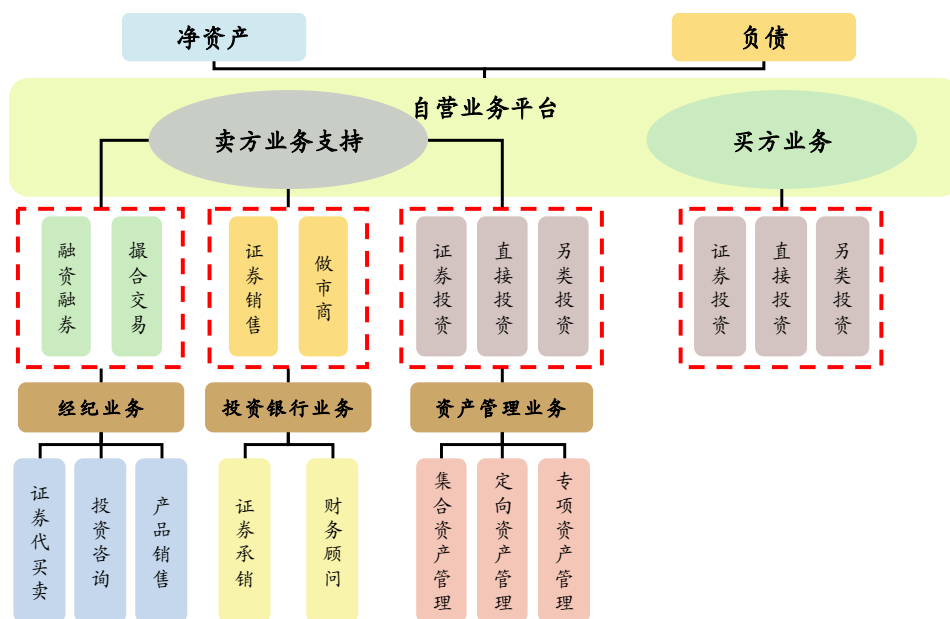
传统自营业务过低的收益率是促使证券公司开展创新业务的重要动力

相比固定收益类投资和货币市场类投资仅为3%和1.35%左右的投资收益率以及权益类投资的高风险，融资融券业务高达7.86%~9.86%的融资融券利率、对经纪业务系统效应以及极小的波动风险使得创新业务变得有较高的吸引力，促使证券公司积极开展创新业务。而创新业务的不断推进也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，对自有资金的需求大幅增加；创新业务对风险管理要求的大幅提升也使得自有资金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。

图表 12：证券行业目前盈利模式


资料来源：中金公司研究部

图表 13：证券行业未来盈利模式


资料来源：中金公司研究部

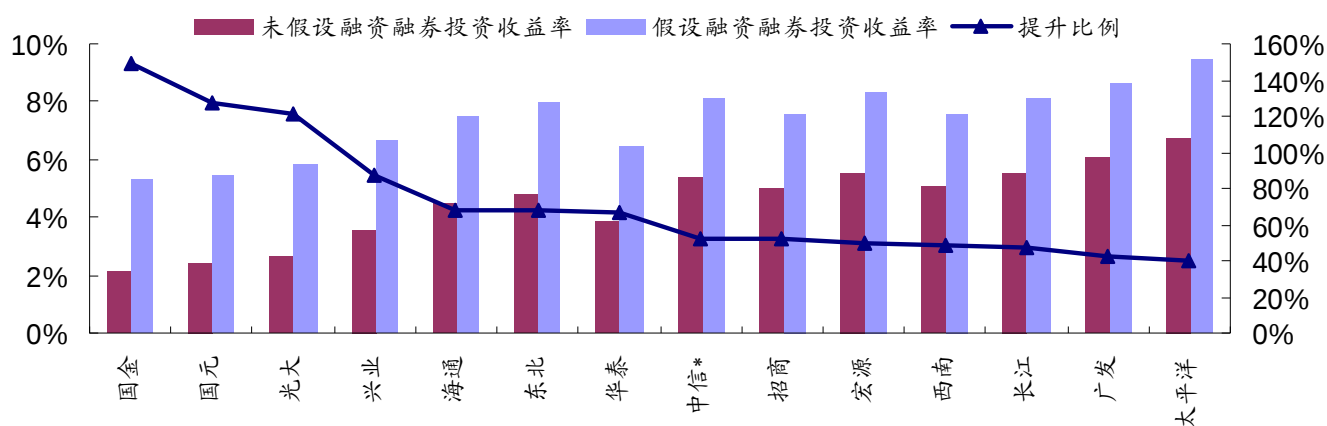
融资融券对已融资证券公司业绩提升最明显

在 2010 年 11 月第三批 14 家证券公司获批融资融券资格至后，目前多数上市证券公司已经拥有融资融券资格。目前自有资金规模、基础制度推进和股票市场走势成为证券公司影响融资融券业务开展的主要因素。由于基础制度推进和股票市场走势不属于证券公司可控因素，自有资金规模是区分融资融券业务对证券公司业绩影响的主要因素。

由于融资融券转融通制度尚未推出，证券公司只能通过自有资金或者自有证券开展融资融券业务。但由于证券公司开展融资业务可以获得确定的利率而开展融券业务可能出现融出证券公允价值下跌，证券公司不愿意开展融资业务，这导致了融资融券业务在市场下跌时将出现规模快速萎缩、在市场上涨时将出现规模快速增长的特征。因此，拥有自有资金规模较大的证券公司将更多受益于现有融资融券制度；而转融通制度推出后，拥有更高净资本和更大市场份额的证券公司收益将更加明显。

从融资融券业务对投资收益率提升的角度看，国元证券、华泰证券、国金证券、光大证券、西南证券最为明显，这主要是由于多数证券公司刚刚融资导致投资效率较低。从融资融券对每股收益提升的角度看，西南证券、国元证券、中信证券、海通证券、华泰证券、和光大证券最为明显。

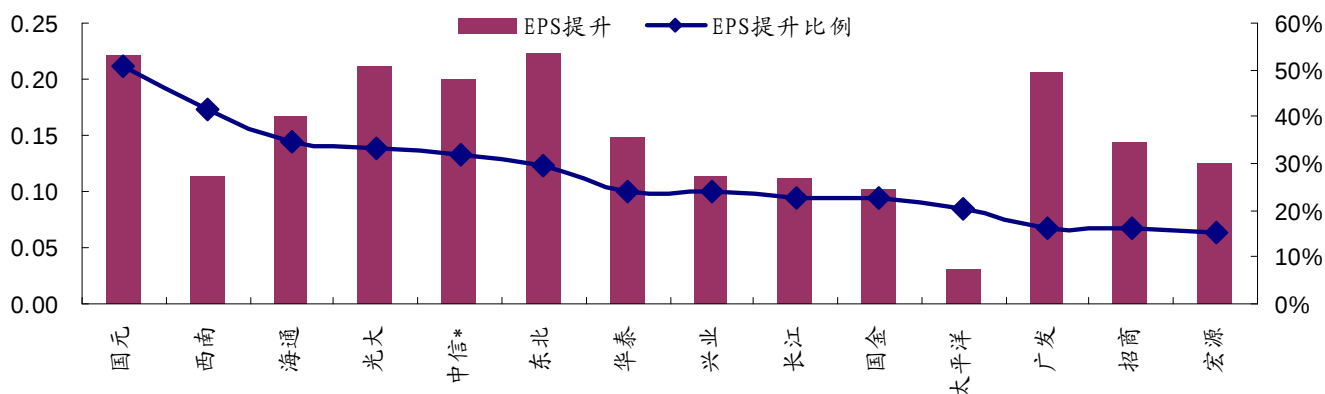
图表 14：融资融券对投资收益率的提升（假设 50% 自有资产用于融资融券）



*计算中信证券投资受益率提升时剔除了转让华夏基金带来的一次性收益的影响

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 15：融资融券对每股收益的提升（假设 50% 自有资产用于融资融券）



*计算中信证券EPS提升时剔除了转让华夏基金带来的一次性收益的影响

资料来源：公司数据、中金公司研究部

证券行业投资建议

证券行业投资策略：首选大型证券公司

在我们判断 2011 年股票市场震荡上行概率较大的前提下，我们建议投资者逐步增加对证券行业的配置比例，在品种选择上，我们偏好大型证券公司。

- ▶ 在估值方面，2010 年证券股整体大幅下跌已经消化了经纪业务净手续费率大幅下滑、创新业务进度低于预期等利空因素，估值水平继续下滑风险较小。
- ▶ 在传统业务方面，在 2011 年日均股票交易额 2200 亿元、经纪业务净手续费率仍将下滑的假设下，证券公司的经纪业务将微幅增长（净手续费收入微幅下滑、利息收入小幅增长）。
- ▶ 在创新业务方面，融资融券业务成为证券公司业绩增长的重要潜在因素，在转融通推出之前拥有融资融券资格的证券公司是主要受益者。
- ▶ 相比不同类型证券公司，目前大型证券公司相比中小型证券公司有明显估值折扣且隐含的日均股票交易额较低；经纪业务弹性差异已经大大缩小且大型证券公司净手续费率抗跌性较强；在目前大多数上市证券公司均已获得融资融券资格的前提下，已融资的大型证券公司弹性更高。

证券行业投资组合：首选中信证券、次选光大证券和海通证券，激进投资者可以关注东北证券配股进展

- ▶ 中信证券目前股价隐含的 2011 年日均股票交易额约为 1000 亿元，净手续费率在上市证券公司中处于低端水平，加上中信建投证券和华夏基金股权转让后其净资产将超过 700 亿元，这使得中信证券成为融资融券潜在业务规模增长的最主要收益者，重申对中信证券的“推荐”评级。
- ▶ 海通证券目前股价隐含的 2011 年日均股票交易额约为 1000 亿元，在上市证券公司中自有资金规模第二且拥有融资融券资格，但限售股解禁可能抑制股价表现，维持对海通证券“审慎推荐”的投资评级。
- ▶ 光大证券目前股价隐含的 2011 年日均股票交易额约为 1600 亿元，净手续费率在上市证券公司中处于低端水平，自有资金规模较大且拥有融资融券规模，维持对光大证券“审慎推荐”投资评级。
- ▶ 在假设 2011 年以 20 元的价格每 10 股配 3 股之后，东北证券目前股价隐含的 2011 年日均股票交易额约为 1400 亿元，同时东北证券日均股票交易额弹性在上市证券公司中较高，但是由于东北证券配股带有不确定性，建议投资者把握东北证券的交易性机会。

图表 16：可比公司估值

公司名称	股价	总股本	流通股	总市值	市盈率					市净率				
	(元)	(百万股)	(百万)	(十亿)	08A	09A	10E	11E	12E	08A	09A	10E	11E	12E
中信证券	12.72	9,946	9,856	127	11.5	9.4	10.7	12.0	18.2	1.53	1.37	1.83	1.64	1.54
海通证券	9.70	8,228	1,523	80	24.2	17.5	20.3	20.2	19.2	2.08	1.84	1.80	1.71	1.62
广发证券*	53.45	2,507	92	134	42.5	28.6	24.5	41.9	36.7	11.12	8.18	8.39	4.42	4.10
华泰证券	13.96	5,600	785	78	50.1	17.7	22.9	22.7	21.4	6.93	4.83	2.45	2.26	2.09
招商证券	19.02	3,585	341	68	30.4	18.3	22.3	21.3	20.0	7.77	3.02	2.86	2.68	2.50
光大证券	15.28	3,418	520	52	32.4	18.5	23.2	24.1	22.5	4.20	2.33	2.27	2.18	2.07
长江证券	11.37	2,171	1,106	25	27.1	18.0	19.5	22.8	22.2	4.14	2.71	2.61	2.41	2.23
宏源证券	16.96	1,461	536	25	45.8	21.5	16.8	20.6	19.6	4.98	3.79	3.40	3.11	2.81
国元证券	12.23	1,964	785	24	34.4	23.2	27.4	28.1	26.6	3.75	1.58	1.59	1.55	1.51
东北证券*	22.28	639	194	14	31.6	15.6	23.3	29.3	26.4	5.74	4.66	4.07	2.34	2.17
西南证券	11.68	2,337	240	27	192.1	22.1	47.2	42.7	39.7	8.23	4.75	2.49	2.35	2.22
国金证券	14.83	1,000	268	15	9.8	28.7	32.5	33.0	30.1	3.42	5.72	4.89	4.26	3.73
太平洋证券	11.00	1,503	42	17	-25.6	40.8	70.3	71.8	67.6	11.98	9.26	9.62	8.48	7.53
辽宁成大*	30.25	900	844	27	29.0	20.3	18.2	23.9	21.1	5.49	4.20	3.61	2.20	2.08
吉林敖东*	34.79	573	495	20	23.2	14.6	13.0	17.0	15.0	4.12	3.19	2.69	1.63	1.53
兴业证券	16.19	2,200	263	33	117.6	27.1	36.2	34.2	32.1	7.77	6.20	4.40	4.01	3.66

公司名称	每股收益					每股净资产					净资产收益率(%)					总资产收益率(%)				
	08A	09A	10E	11E	12E	08A	09A	10E	11E	12E	08A	09A	10E	11E	12E	08A	09A	10E	11E	12E
中信证券	1.10	1.35	1.19	1.06	0.70	8.33	9.29	6.93	7.77	8.25	13.2	14.6	17.1	13.7	8.5	5.3	4.3	6.1	6.4	4.0
海通证券	0.40	0.55	0.48	0.48	0.51	4.66	5.28	5.38	5.67	5.99	8.6	10.5	8.9	8.5	8.4	4.4	3.8	3.5	3.4	3.4
广发证券*	1.26	1.87	2.18	1.28	1.46	4.81	6.53	6.37	12.09	13.03	26.1	28.6	34.2	10.6	11.2	5.7	4.5	5.3	3.4	3.7
华泰证券	0.28	0.79	0.61	0.61	0.65	2.02	2.89	5.71	6.17	6.67	13.8	27.3	10.7	9.9	9.8	2.4	3.8	3.3	3.2	3.2
招商证券	0.63	1.04	0.85	0.89	0.95	2.45	6.30	6.64	7.11	7.61	25.6	16.5	12.8	12.6	12.5	4.4	4.1	3.5	3.5	3.6
光大证券	0.47	0.83	0.66	0.63	0.68	3.64	6.57	6.72	7.02	7.39	13.0	12.6	9.8	9.0	9.2	4.1	4.6	3.7	3.4	3.5
长江证券	0.42	0.63	0.58	0.50	0.51	2.75	4.20	4.36	4.71	5.10	15.2	15.0	13.4	10.6	10.1	3.9	3.9	3.5	2.9	2.8
宏源证券	0.37	0.79	1.01	0.82	0.87	3.41	4.48	4.98	5.45	6.03	10.9	17.6	20.3	15.1	14.4	3.5	4.0	5.3	4.1	4.2
国元证券	0.36	0.53	0.45	0.44	0.46	3.26	7.73	7.67	7.88	8.12	10.9	6.8	5.8	5.5	5.7	4.4	3.5	3.0	2.9	2.9
东北证券*	0.71	1.43	0.95	0.76	0.84	3.88	4.78	5.47	9.51	10.28	18.2	29.9	17.4	8.0	8.2	4.5	4.9	3.0	2.5	2.7
西南证券	0.06	0.53	0.25	0.27	0.29	1.42	2.46	4.70	4.97	5.26	4.3	21.5	5.3	5.5	5.6	1.8	6.7	2.6	2.7	2.8
国金证券	1.51	0.52	0.46	0.45	0.49	4.33	2.59	3.03	3.48	3.97	34.9	19.9	15.1	12.9	12.4	10.5	4.7	4.1	3.8	3.9
太平洋证券	(0.43)	0.27	0.16	0.15	0.16	0.92	1.19	1.14	1.30	1.46	-46.8	22.7	13.7	11.8	11.1	-18.5	6.8	4.3	4.0	4.0
辽宁成大*	1.04	1.49	1.66	1.26	1.43	5.51	7.20	8.37	13.72	14.55	18.9	20.7	19.9	9.2	9.9	NA	NA	NA	NA	NA
吉林敖东*	1.50	2.38	2.67	2.05	2.32	8.45	10.91	12.94	21.39	22.77	17.8	21.8	20.6	9.6	10.2	NA	NA	NA	NA	NA
兴业证券	0.14	0.60	0.45	0.47	0.50	2.08	2.61	3.68	4.04	4.42	6.6	22.8	12.2	11.7	11.4	2.0	4.6	3.4	3.3	3.3

广发证券、东北证券为假设再融资之后

资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



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