



**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 4 月 18 日

证券

研究部

王松柏

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

## 大型证券公司有望扩大竞争优势 证券行业第二季度投资策略

### 投资亮点：

2010 年第 4 季度经纪业务净手续费率已经出现企稳甚至回升的态势，在短期内股票市场风格转换有望延续的前提下，日均股票交易额有望维持在较高水平。而近期关注度较高的转融通制度、“新三板”扩容和直接投资业务资金来源拓宽一旦获得实质性进展将给证券行业带来事件性催化剂。在具体品种选择上，大型证券公司竞争优势将继续提升，首选中信证券，次选海通证券和光大证券。

### 理由：

2010 年第 4 季度经纪业务净手续费率已经企稳甚至回升。从已经披露年报的 7 家证券公司情况看，2010 年第 4 季度经纪业务净手续费率已经止跌甚至回升，其中，华泰证券、中信证券、东北证券和国金证券环比微幅上升，广发证券、西南证券、宏源证券环比基本持平，国元证券环比微幅下跌。我们判断随着中国证券业协会规范经纪业务净手续费率措施的正式实施，2011 年经纪业务净手续费率有望保持稳定甚至小幅上升，2011 年第 1 季度证券公司季报有望进一步验证这一结论。

在传统业务方面，受到中国证券业协会规范经纪业务净手续费率的影响，在短期内经纪业务将从价格竞争转向营业网点数量竞争。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，使大型证券公司在营业网点数量竞争中占有明显优势。

在创新业务方面，由于创新业务普遍需要获得资格才能开展业务，而大型证券公司的评级普遍高于中小型证券公司，因此大型证券公司在创新业务领域也将继续获得先发优势。

### 估值：

中信证券目前股价隐含的 2011 年日均股票交易额约为 1800 亿元，经纪业务净手续费率 2010 年第 4 季度已出现环比上升。鉴于公司在证券行业中的领先地位，H 股有望获得溢价发行。公司直接投资业务已经进入稳定增长期，对业绩贡献度将明显提升。作为 AA 级证券公司，公司将会首先创新业务实质性进展中获益，重申对中信证券的“推荐”评级。

海通证券目前股价隐含的 2011 年日均股票交易额不到 1400 亿元，处于上市证券股的最低端。作为 AA 级证券公司，公司将会首先创新业务实质性进展中获益，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 1800 亿元，2011 年第 1 季度业绩同比增长幅度将最明显。作为 AA 级证券公司，公司将会首先创新业务实质性进展中获益，维持对光大证券“审慎推荐”投资评级。

### 风险：

短期内高度依赖经纪业务和自营业务的盈利模式导致证券公司业绩仍对股票市场涨跌较为敏感，如果股票市场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

|                                     |   |
|-------------------------------------|---|
| 经纪业务有望延续价稳量升趋势.....                 | 3 |
| 2010 年第 4 季度经纪业务净手续费率已经企稳甚至回升 ..... | 3 |
| 2011 年第 2 季度日均股票交易额有望维持在较高水平 .....  | 3 |
| 大型证券公司将在经纪业务净手续费率规范中更多受益 .....      | 4 |
| 创新业务实质性进展将带来事件性催化剂.....             | 5 |
| 转融通制度一旦获得突破将极大地提升融资融券业务规模.....      | 5 |
| “新三板”扩容有助于继续提升直接投资业务盈利能力 .....      | 5 |
| 资金来源拓宽将进一步提升直接投资业务盈利能力 .....        | 6 |
| 证券行业第二季度投资策略.....                   | 7 |
| 证券公司选股思路：大型证券公司竞争优势将继续提升 .....      | 7 |
| 证券行业投资组合：重申首选中信证券、次选海通证券和光大证券 ..... | 7 |

## 图表

|                                |   |
|--------------------------------|---|
| 图表 1：已披露年报证券公司季度经纪业务净手续费率..... | 3 |
| 图表 2：月度日均股票交易额 .....           | 4 |
| 图表 3：中国融资融券模式 .....            | 5 |
| 图表 4：中国股票市场结构 .....            | 6 |
| 图表 5：可比公司估值 .....              | 8 |
| 图表 6：经纪业务敏感性分析 .....           | 8 |
| 图表 7：自营业务敏感性分析 .....           | 9 |

## 经纪业务有望延续价稳量升趋势

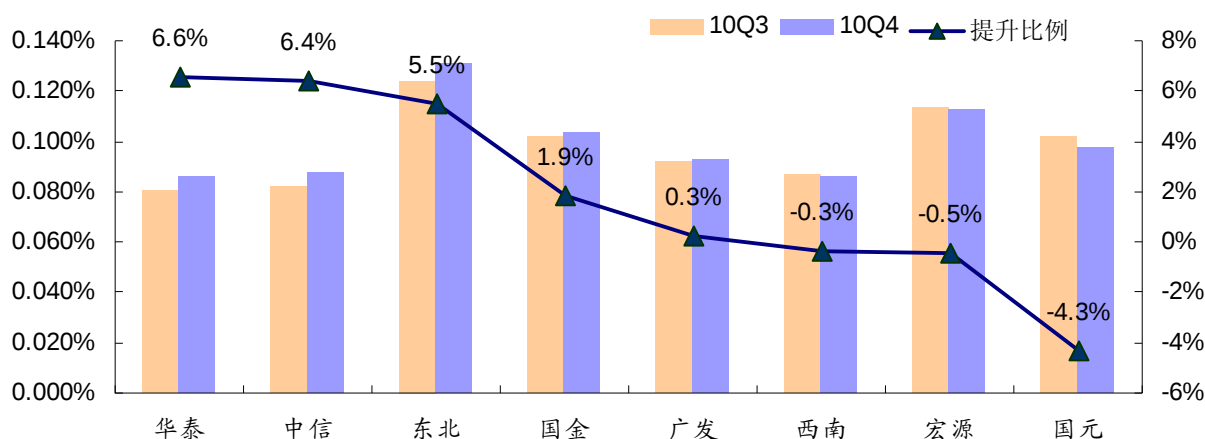
受到中国证券业协会规范经纪业务净手续费率的正面影响，证券公司经纪业务净手续费率已经止跌甚至回升，已披露年报的证券公司 2010 年第 4 季度的净手续费率也支持这一结论，我们预计经纪业务净手续费率在 2011 年有望继续保持稳定甚至回升，2011 年第 1 季度证券公司季报有望进一步验证这一结论。与此同时，近期股票市场的风格转换也有望使日均股票交易额在第 2 季度维持在较高水平。短期内经纪业务将从价格竞争转向营业网点数量竞争，大型证券公司在营业网点数量竞争中将占有明显优势。

### 2010 年第 4 季度经纪业务净手续费率已经企稳甚至回升

根据中国证券业协会 2010 年 10 月份颁布的《关于进一步加强证券公司客户服务和证券交易佣金管理工作的通知》，证券公司向客户收取的证券交易佣金应以经纪业务服务成本为基础，并自 2011 年 1 月 1 日起实施。从已经披露年报的 6 家证券公司情况看，2010 年第 4 季度经纪业务净手续费率已经止跌甚至回升，其中，华泰证券、中信证券、东北证券和国金证券环比微幅上升，广发证券、西南证券、宏源证券环比基本持平，国元证券环比微幅下跌。

我们判断随着中国证券业协会规范经纪业务净手续费率措施的正式实施，2011 年经纪业务净手续费率有望保持稳定甚至小幅上升，2011 年第 1 季度证券公司季报有望进一步验证这一结论。

图表 1：已披露年报证券公司季度经纪业务净手续费率



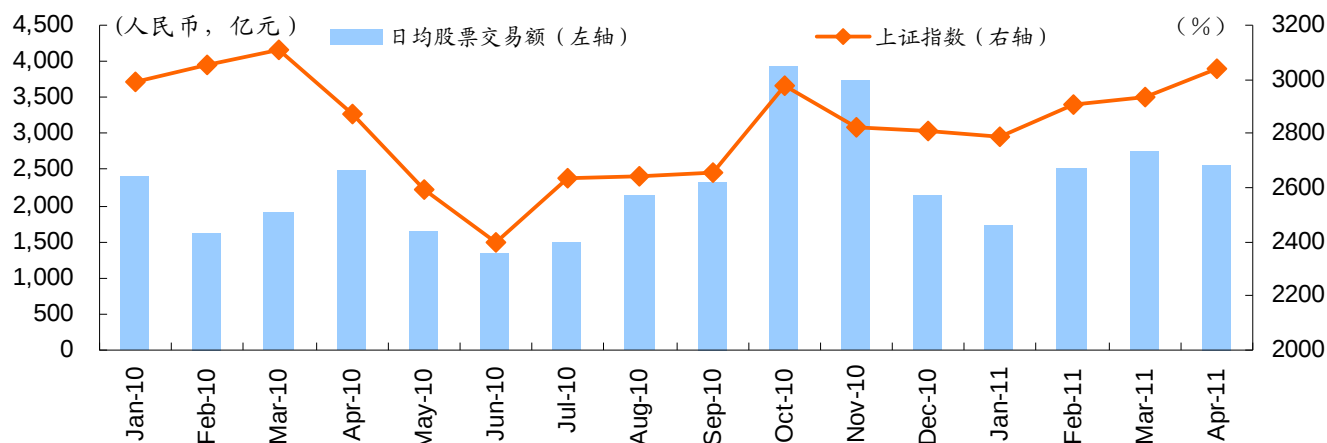
资料来源：公司数据、中金公司研究部

### 2011 年第 2 季度日均股票交易额有望维持在较高水平

受到股票市场风格转换的影响，日均股票交易额在 2011 年前 3 个月呈现出逐月增长的趋势，2011 年第 1 季度日均股票交易额达到 2337 亿元。2011 年 4 月截止到目前的日均股票交易额仍然维持在与前两个月较为接近的水平。

在短期内股票市场风格转换有望延续的前提下，我们预测 2011 年第 2 季度日均股票交易额将保持在与 2011 年第 1 季度接近的较高水平上。

图表 2: 月度日均股票交易额



资料来源：上交所、深交所、中金公司研究部

### 大型证券公司将在经纪业务净手续费率规范中更多受益

短期内经纪业务将从价格竞争转向营业网点数量竞争。自 2002 年经纪业务净手续费率放开以来，价格竞争已经成为证券公司提升市场份额的最主要手段之一，这也是导致最近 10 年经纪业务净手续费率呈现出逐步下滑的最主要原因。本次中国证券业协会规范经纪业务净手续费率将导致短期内通过价格竞争提升市场份额的手段难以实现，营业网点数量将成为短期内竞争的主要手段。

大型证券公司在营业网点数量竞争中将有明显优势。我们在 2011 年年度策略报告中已经阐述，大型证券公司普遍为全国网点布局，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。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。

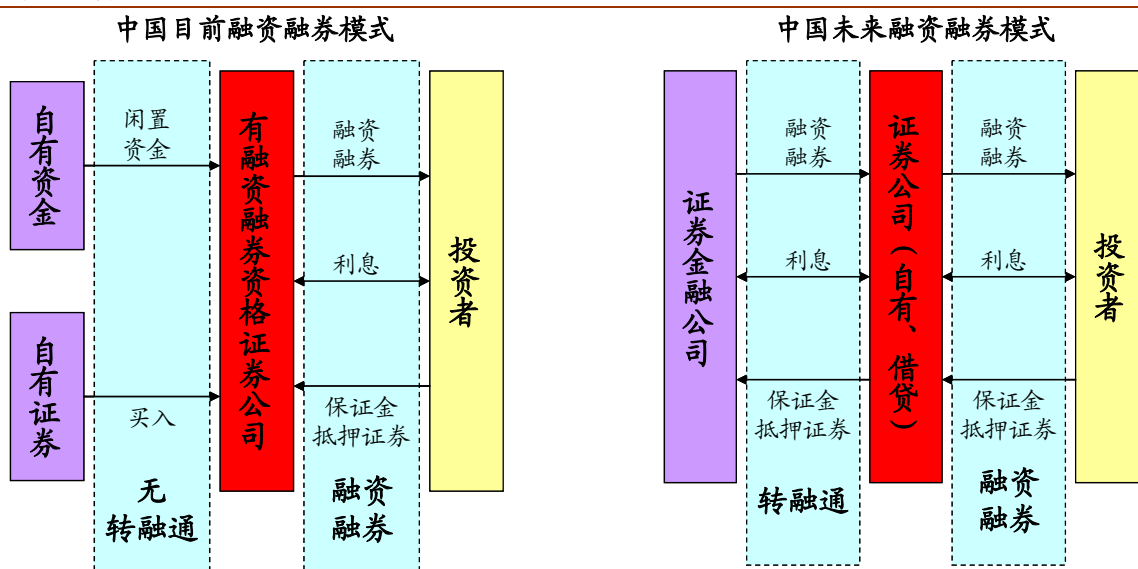
## 创新业务实质性进展将带来事件性催化剂

目前市场关注度较高的转融通制度、“新三板”扩容和直接投资业务资金来源拓宽一旦获得实质性进展将给证券公司长期盈利能力提升带来较为明显的正面影响，进而给证券行业带来事件性催化剂。受到监管层“扶优限劣”的监管思路影响，大型证券公司无疑将更多的从创新业务中获益。

### 转融通制度一旦获得突破将极大地提升融资融券业务规模

自 2010 年年初试点以来，融资融券业务已经试点了 1 年多，在此之后，融资融券业务有望逐步常规化。伴随着业务开展的不断推进，转融通制度将逐步提上议事日程。在转融通制度推出之前，证券公司目前只能以自有资金和自有证券来开展该项业务，这导致证券公司在融资融券业务上无法获得杠杆效应。一旦转融通制度获得突破，融资融券规模将迅速扩大，尽管证券公司通过转融通环节获得的利差将缩小，但规模效应将获得明显提升。

图表 3：中国融资融券模式

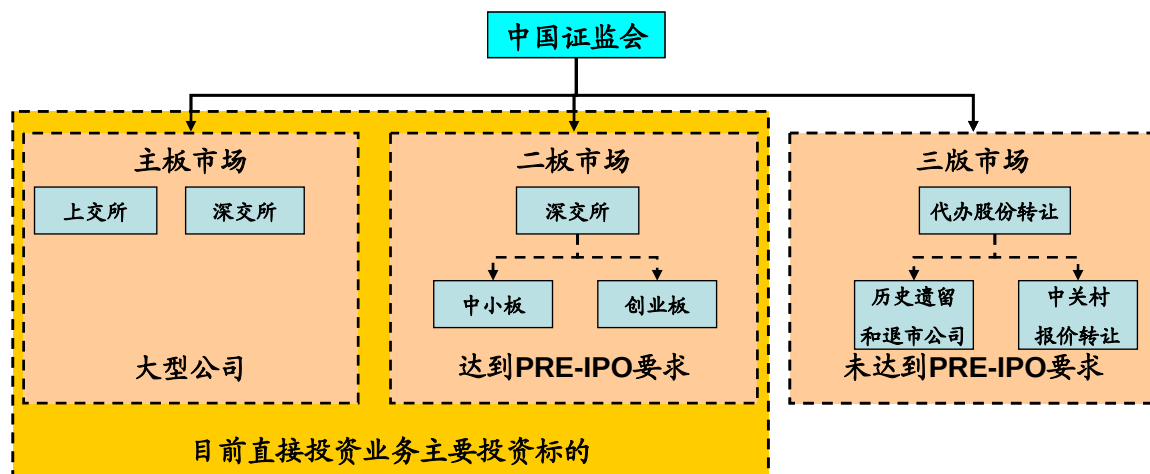


资料来源：中金公司研究部

### “新三板”扩容有助于继续提升直接投资业务盈利能力

由于目前中国仍缺乏活跃的场外股票市场，导致直接投资业务只能将投资标的锁定在 PRE-IPO 阶段的公司，这使得庞大的没有达到 PRE-IPO 阶段的公司无法进入直接投资业务的视野。“新三板”扩容使得没有达到 PRE-IPO 阶段的公司股权流转变得简单，这无疑大大增加了直接投资业务的投资标的。

图表 4: 中国股票市场结构



资料来源：中金公司研究部

### 资金来源拓宽将进一步提升直接投资业务盈利能力

到目前为止直接投资业务资金来源仍然仅限于自有资金。一旦直接投资业务资金来源拓宽至客户资金，直接投资业务投资收益率有望明显提升，这主要是由于证券公司可以收取管理费和业绩提成。

## 证券行业第二季度投资策略

### 证券公司选股思路：大型证券公司竞争优势将继续提升

- ▶ 在传统业务方面，受到中国证券业协会规范经纪业务净手续费率的影响，在短期内经纪业务将从价格竞争转向营业网点数量竞争。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，使大型证券公司在营业网点数量竞争中占有明显优势。
- ▶ 在创新业务方面，由于创新业务普遍需要获得资格才能开展业务，而大型证券公司的评级普遍高于中小型证券公司，因此大型证券公司在创新业务领域也将继续获得先发优势。

### 证券行业投资组合：重申首选中信证券、次选海通证券和光大证券

- ▶ 中信证券目前股价隐含的 2011 年日均股票交易额约为 1800 亿元，经纪业务净手续费率 2010 年第 4 季度已出现环比上升。鉴于公司在证券行业中的领先地位，H 股有望获得溢价发行。公司直接投资业务已经进入稳定增长期，对业绩贡献度将明显提升。作为 AA 级证券公司，公司将会首先创新业务实质性进展中获益，重申对中信证券的“推荐”评级。
- ▶ 海通证券目前股价隐含的 2011 年日均股票交易额不到 1400 亿元，处于上市证券股的最低端。作为 AA 级证券公司，公司将会首先创新业务实质性进展中获益，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 1800 亿元，2011 年第 1 季度业绩同比增长幅度将最明显。作为 AA 级证券公司，公司将会首先创新业务实质性进展中获益，维持对光大证券“审慎推荐”投资评级。

图表5：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  | 14.83 | 9,946 | 9,856 | 147  | 13.5  | 10.9 | 13.0 | 14.5 | 19.6 | 1.78  | 1.60 | 2.09  | 2.01 | 1.88 |
| 海通证券  | 10.60 | 8,228 | 1,523 | 87   | 26.4  | 19.2 | 22.2 | 22.1 | 21.0 | 2.27  | 2.01 | 1.97  | 1.87 | 1.77 |
| 广发证券* | 39.84 | 2,507 | 92    | 100  | 31.7  | 21.3 | 24.8 | 33.6 | 29.5 | 8.28  | 6.10 | 5.15  | 3.04 | 2.85 |
| 华泰证券  | 14.80 | 5,600 | 785   | 83   | 53.1  | 18.8 | 24.2 | 23.0 | 21.6 | 7.34  | 5.12 | 2.52  | 2.34 | 2.16 |
| 招商证券  | 19.47 | 3,585 | 341   | 70   | 31.1  | 18.7 | 22.8 | 21.8 | 20.5 | 7.95  | 3.09 | 2.93  | 2.74 | 2.56 |
| 光大证券  | 15.86 | 3,418 | 520   | 54   | 33.6  | 19.2 | 24.1 | 25.0 | 23.4 | 4.36  | 2.41 | 2.36  | 2.26 | 2.15 |
| 长江证券  | 12.71 | 2,171 | 1,106 | 28   | 30.3  | 20.1 | 21.8 | 25.5 | 24.8 | 4.62  | 3.02 | 2.91  | 2.70 | 2.49 |
| 宏源证券  | 18.80 | 1,461 | 536   | 27   | 50.7  | 23.9 | 21.0 | 24.5 | 22.4 | 5.52  | 4.20 | 3.76  | 3.50 | 3.17 |
| 国元证券  | 13.36 | 1,964 | 785   | 26   | 37.6  | 25.3 | 28.4 | 30.2 | 28.3 | 4.10  | 1.73 | 1.75  | 1.71 | 1.67 |
| 东北证券* | 23.08 | 639   | 194   | 15   | 32.7  | 16.2 | 28.0 | 34.7 | 31.8 | 5.94  | 4.83 | 4.26  | 2.50 | 2.33 |
| 西南证券  | 11.87 | 2,337 | 240   | 28   | 195.2 | 22.4 | 34.2 | 31.8 | 27.9 | 8.36  | 4.83 | 2.48  | 2.30 | 2.13 |
| 国金证券  | 16.58 | 1,000 | 268   | 17   | 11.0  | 32.1 | 37.8 | 40.9 | 38.2 | 3.83  | 6.40 | 5.49  | 4.85 | 4.31 |
| 太平洋证券 | 11.72 | 1,503 | 42    | 18   | -27.3 | 43.5 | 74.9 | 76.5 | 72.1 | 12.77 | 9.87 | 10.24 | 9.03 | 8.03 |
| 辽宁成大* | 33.38 | 900   | 844   | 30   | 32.0  | 22.4 | 26.4 | 28.1 | 24.9 | 6.06  | 4.64 | 4.06  | 2.33 | 2.17 |
| 吉林敖东* | 41.30 | 573   | 495   | 24   | 27.5  | 17.3 | 20.2 | 21.4 | 18.9 | 4.89  | 3.78 | 3.25  | 1.85 | 1.72 |
| 兴业证券  | 19.44 | 2,200 | 263   | 33   | 141.2 | 32.6 | 54.3 | 55.3 | 52.1 | 9.33  | 7.44 | 5.09  | 4.83 | 4.56 |

| 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 | 1.14 | 1.02 | 0.76 | 8.33  | 9.29  | 7.08  | 7.39  | 7.91  | 13.2      | 14.6 | 16.1 | 13.8 | 9.6  | 5.3       | 4.3 | 7.4 | 6.7 | 4.7 |
| 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 | 1.61 | 1.19 | 1.35 | 4.81  | 6.53  | 7.74  | 13.12 | 14.00 | 26.1      | 28.6 | 20.8 | 9.0  | 9.6  | 5.7       | 4.5 | 4.2 | 3.2 | 3.5 |
| 华泰证券  | 0.28   | 0.79 | 0.61 | 0.64 | 0.69 | 2.02  | 2.89  | 5.87  | 6.33  | 6.86  | 13.8      | 27.3 | 10.4 | 10.2 | 10.0 | 2.4       | 3.8 | 3.0 | 3.3 | 3.4 |
| 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 | 0.89 | 0.77 | 0.84 | 3.41  | 4.48  | 5.00  | 5.37  | 5.94  | 10.9      | 17.6 | 17.9 | 14.3 | 14.1 | 3.5       | 4.0 | 4.9 | 4.3 | 4.4 |
| 国元证券  | 0.36   | 0.53 | 0.47 | 0.44 | 0.47 | 3.26  | 7.73  | 7.63  | 7.81  | 8.01  | 10.9      | 6.8  | 6.2  | 5.7  | 5.9  | 4.4       | 3.5 | 3.7 | 3.3 | 3.5 |
| 东北证券* | 0.71   | 1.43 | 0.82 | 0.67 | 0.73 | 3.88  | 4.78  | 5.42  | 9.24  | 9.90  | 18.2      | 29.9 | 15.2 | 7.2  | 7.3  | 4.5       | 4.9 | 2.7 | 2.3 | 2.4 |
| 西南证券  | 0.06   | 0.53 | 0.35 | 0.37 | 0.42 | 1.42  | 2.46  | 4.79  | 5.16  | 5.58  | 4.3       | 21.5 | 7.2  | 7.2  | 7.6  | 1.8       | 6.7 | 3.5 | 3.7 | 4.0 |
| 国金证券  | 1.51   | 0.52 | 0.44 | 0.41 | 0.43 | 4.33  | 2.59  | 3.02  | 3.42  | 3.85  | 34.9      | 19.9 | 14.5 | 11.9 | 11.3 | 10.5      | 4.7 | 4.0 | 3.5 | 3.5 |
| 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 | 1.27 | 1.19 | 1.34 | 5.51  | 7.20  | 8.21  | 14.36 | 15.35 | 18.9      | 20.7 | 15.4 | 8.3  | 8.7  | NA        | NA  | NA  | NA  | NA  |
| 吉林敖东* | 1.50   | 2.38 | 2.05 | 1.93 | 2.18 | 8.45  | 10.91 | 12.69 | 22.38 | 24.02 | 17.8      | 21.8 | 16.1 | 8.6  | 9.1  | NA        | NA  | NA  | NA  | NA  |
| 兴业证券  | 0.14   | 0.60 | 0.36 | 0.35 | 0.37 | 2.08  | 2.61  | 3.82  | 4.03  | 4.26  | 6.6       | 22.8 | 9.4  | 8.7  | 8.8  | 2.0       | 4.6 | 2.6 | 2.5 | 2.5 |

广发证券、东北证券为假设再融资之后

资料来源：WIND 资讯、中金公司研究部

图表6：经纪业务敏感性分析

| 11年日均股票<br>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 | 0.96 | 0.99 | 1.02 | 1.05 | 1.08 | 7.33  | 7.36  | 7.39  | 7.42  | 7.45  | 13.1     | 13.5 | 13.8 | 14.2 | 14.5 | (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 | 1.02 | 1.10 | 1.19 | 1.27 | 1.35 | 12.96 | 13.04 | 13.12 | 13.21 | 13.29 | 7.9      | 8.5  | 9.0  | 9.6  | 10.2 | (14)     | (7)  | -    | 7    | 14   |
| 华泰证券               | 2200 | 0.54 | 0.59 | 0.64 | 0.70 | 0.75 | 6.23  | 6.28  | 6.33  | 6.38  | 6.43  | 8.7      | 9.4  | 10.2 | 10.9 | 11.6 | (16)     | (8)  | -    | 8    | 16   |
| 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 | 0.64 | 0.70 | 0.77 | 0.83 | 0.90 | 5.24  | 5.30  | 5.37  | 5.43  | 5.50  | 12.2     | 13.2 | 14.3 | 15.3 | 16.3 | (17)     | (9)  | -    | 9    | 17   |
| 国元证券               | 2200 | 0.37 | 0.41 | 0.44 | 0.48 | 0.51 | 7.74  | 7.77  | 7.81  | 7.84  | 7.88  | 4.8      | 5.2  | 5.7  | 6.1  | 6.5  | (16)     | (8)  | -    | 8    | 16   |
| 东北证券*              | 2200 | 0.52 | 0.59 | 0.67 | 0.74 | 0.81 | 9.09  | 9.16  | 9.24  | 9.31  | 9.38  | 5.7      | 6.5  | 7.2  | 7.9  | 8.7  | (22)     | (11) | -    | 11   | 22   |
| 西南证券               | 2200 | 0.34 | 0.35 | 0.37 | 0.39 | 0.41 | 5.12  | 5.14  | 5.16  | 5.18  | 5.19  | 6.5      | 6.9  | 7.2  | 7.6  | 7.9  | (10)     | (5)  | -    | 5    | 10   |
| 国金证券               | 2200 | 0.32 | 0.36 | 0.41 | 0.45 | 0.49 | 3.33  | 3.38  | 3.42  | 3.46  | 3.50  | 9.7      | 10.8 | 11.9 | 12.9 | 13.9 | (20)     | (10) | -    | 10   | 20   |
| 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 | 1.04 | 1.11 | 1.19 | 1.26 | 1.33 | 14.21 | 14.28 | 14.36 | 14.43 | 14.50 | 7.3      | 7.8  | 8.3  | 8.7  | 9.2  | (12)     | (6)  | -    | 6    | 12   |
| 吉林敖东*              | 2200 | 1.70 | 1.82 | 1.93 | 2.04 | 2.15 | 22.16 | 22.27 | 22.38 | 22.49 | 22.61 | 7.7      | 8.2  | 8.6  | 9.1  | 9.5  | (12)     | (6)  | -    | 6    | 12   |
| 兴业证券               | 2200 | 0.28 | 0.32 | 0.35 | 0.38 | 0.42 | 3.96  | 3.99  | 4.03  | 4.06  | 4.09  | 7.2      | 8.0  | 8.7  | 9.5  | 10.2 | (19)     | (9)  | -    | 9    | 19   |

| 11年日均股票<br>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 | 15.5      | 15.0 | 14.5 | 14.1 | 13.7 | 2.0       | 2.0  | 2.0  | 2.0  | 2.0  | 15.14    | 15.75 | 16.36 | 16.96 | 17.57 | (7)      | (4)  | -    | 4    | 7    |
| 海通证券               | 2200 | 25.8      | 23.8 | 22.1 | 20.6 | 19.3 | 1.9       | 1.9  | 1.9  | 1.9  | 1.8  | 12.53    | 13.21 | 13.90 | 14.58 | 15.27 | (10)     | (5)  | -    | 5    | 10   |
| 广发证券*              | 2200 | 39.1      | 36.1 | 33.6 | 31.3 | 29.4 | 3.1       | 3.1  | 3.0  | 3.0  | 3.0  | 29.02    | 30.70 | 32.37 | 34.05 | 35.72 | (10)     | (5)  | -    | 5    | 10   |
| 华泰证券               | 2200 | 27.4      | 25.0 | 23.0 | 21.3 | 19.8 | 2.4       | 2.4  | 2.3  | 2.3  | 2.3  | 14.86    | 15.89 | 16.93 | 17.96 | 18.99 | (12)     | (6)  | -    | 6    | 12   |
| 招商证券               | 2200 | 25.4      | 23.5 | 21.8 | 20.4 | 19.2 | 2.8       | 2.8  | 2.7  | 2.7  | 2.7  | 19.49    | 20.73 | 21.97 | 23.21 | 24.45 | (11)     | (6)  | -    | 6    | 11   |
| 光大证券               | 2200 | 29.1      | 26.9 | 25.0 | 23.4 | 21.9 | 2.3       | 2.3  | 2.3  | 2.2  | 2.2  | 15.97    | 17.40 | 18.83 | 20.26 | 21.69 | (15)     | (8)  | -    | 8    | 15   |
| 长江证券               | 2200 | 31.6      | 28.2 | 25.5 | 23.3 | 21.4 | 2.8       | 2.7  | 2.7  | 2.7  | 2.6  | 11.15    | 12.10 | 13.05 | 14.00 | 14.95 | (15)     | (7)  | -    | 7    | 15   |
| 宏源证券               | 2200 | 29.5      | 26.8 | 24.5 | 22.6 | 20.9 | 3.6       | 3.5  | 3.5  | 3.5  | 3.4  | 16.04    | 17.35 | 18.66 | 19.96 | 21.27 | (14)     | (7)  | -    | 7    | 14   |
| 国元证券               | 2200 | 36.0      | 32.9 | 30.2 | 28.0 | 26.1 | 1.7       | 1.7  | 1.7  | 1.7  | 1.7  | 13.45    | 14.16 | 14.87 | 15.58 | 16.29 | (10)     | (5)  | -    | 5    | 10   |
| 东北证券*              | 2200 | 44.5      | 39.0 | 34.7 | 31.2 | 28.4 | 2.5       | 2.5  | 2.5  | 2.5  | 2.5  | 16.94    | 18.41 | 19.88 | 21.35 | 22.82 | (15)     | (7)  | -    | 7    | 15   |
| 西南证券               | 2200 | 35.4      | 33.5 | 31.8 | 30.3 | 28.9 | 2.3       | 2.3  | 2.3  | 2.3  | 2.3  | 10.96    | 11.34 | 11.72 | 12.10 | 12.47 | (14)     | (7)  | -    | 7    | 14   |
| 国金证券               | 2200 | 51.3      | 45.5 | 40.9 | 37.1 | 34.0 | 5.0       | 4.9  | 4.9  | 4.8  | 4.7  | 9.68     | 10.50 | 11.32 | 12.14 | 12.96 | (6)      | (3)  | -    | 3    | 6    |
| 太平洋证券              | 2200 | 101.6     | 87.3 | 76.5 | 68.0 | 61.3 | 9.3       | 9.2  | 9.0  | 8.9  | 8.8  | 3.07     | 3.45  | 3.83  | 4.21  | 4.59  | (20)     | (10) | -    | 10   | 20   |
| 辽宁成大*              | 2200 | 32.0      | 29.9 | 28.1 | 26.5 | 25.1 | 2.3       | 2.3  | 2.3  | 2.3  | 2.3  | 23.63    | 24.78 | 25.93 | 27.08 | 28.24 | (9)      | (4)  | -    | 4    | 9    |
| 吉林敖东*              | 2200 | 24.2      | 22.7 | 21.4 | 20.2 | 19.2 | 1.9       | 1.9  | 1.8  | 1.8  | 1.8  | 38.41    | 40.22 | 42.02 | 43.82 | 45.62 | (9)      | (4)  | -    | 4    | 9    |
| 兴业证券               | 2200 | 68.3      | 61.1 | 55.3 | 50.6 | 46.5 | 4.9       | 4.9  | 4.8  | 4.8  | 4.7  | 8.35     | 9.01  | 9.68  | 10.34 | 11.00 | (14)     | (7)  | -    | 7    | 14   |

图表 7: 自营业务敏感性分析

| 11年股票<br>投资收益率 (%) |      | 每股收益 |      |      |      |      | 每股净资产 |       |       |       |       | 净资产收益率, % |      |      |      |      | 每股收益弹性, % |     |     |      |    |
|--------------------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|------|------|------|------|-----------|-----|-----|------|----|
|                    | Base | Base |      |      |      |      | Base  |       |       |       |       | Base      |      |      |      |      | Base      |     |     |      |    |
|                    |      | -10% | -5%  | +5%  | +10% |      | -10%  | -5%   | +5%   | +10%  |       | -10%      | -5%  | +5%  | +10% |      | -10%      | -5% | +5% | +10% |    |
| 中信证券               | 20%  | 0.83 | 0.93 | 1.02 | 1.11 | 1.21 | 7.20  | 7.30  | 7.39  | 7.48  | 7.58  | 11.6      | 12.7 | 13.8 | 14.9 | 15.9 | (18)      | (9) | -   | 9    | 18 |
| 海通证券               | 15%  | 0.41 | 0.44 | 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%  | 1.01 | 1.10 | 1.19 | 1.27 | 1.36 | 12.95 | 13.04 | 13.12 | 13.21 | 13.30 | 7.8       | 8.4  | 9.0  | 9.6  | 10.2 | (15)      | (7) | -   | 7    | 15 |
| 华泰证券               | 15%  | 0.56 | 0.60 | 0.64 | 0.69 | 0.73 | 6.24  | 6.29  | 6.33  | 6.37  | 6.42  | 8.9       | 9.5  | 10.2 | 10.8 | 11.4 | (14)      | (7) | -   | 7    | 14 |
| 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%  | 0.70 | 0.73 | 0.77 | 0.80 | 0.83 | 5.30  | 5.33  | 5.37  | 5.40  | 5.44  | 13.2      | 13.7 | 14.3 | 14.8 | 15.4 | (9)       | (4) | -   | 4    | 9  |
| 国元证券               | 15%  | 0.40 | 0.42 | 0.44 | 0.46 | 0.49 | 7.76  | 7.79  | 7.81  | 7.83  | 7.85  | 5.1       | 5.4  | 5.7  | 5.9  | 6.2  | (10)      | (5) | -   | 5    | 10 |
| 东北证券*              | 15%  | 0.57 | 0.62 | 0.67 | 0.72 | 0.76 | 9.14  | 9.19  | 9.24  | 9.29  | 9.33  | 6.2       | 6.7  | 7.2  | 7.7  | 8.2  | (15)      | (7) | -   | 7    | 15 |
| 西南证券               | 15%  | 0.31 | 0.34 | 0.37 | 0.40 | 0.43 | 5.10  | 5.13  | 5.16  | 5.19  | 5.22  | 6.1       | 6.7  | 7.2  | 7.8  | 8.3  | (16)      | (8) | -   | 8    | 16 |
| 国金证券               | 15%  | 0.40 | 0.40 | 0.41 | 0.41 | 0.41 | 3.41  | 3.41  | 3.42  | 3.42  | 3.42  | 11.7      | 11.8 | 11.9 | 11.9 | 12.0 | (2)       | (1) | -   | 1    | 2  |
| 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%  | 1.04 | 1.11 | 1.19 | 1.26 | 1.34 | 11.83 | 11.89 | 11.95 | 12.01 | 12.07 | 8.8       | 9.4  | 9.9  | 10.5 | 11.1 | (13)      | (6) | -   | 6    | 13 |
| 吉林敖东*              | 15%  | 1.70 | 1.81 | 1.93 | 2.05 | 2.16 | 22.15 | 22.26 | 22.38 | 22.50 | 22.61 | 7.7       | 8.1  | 8.6  | 9.1  | 9.6  | (12)      | (6) | -   | 6    | 12 |
| 兴业证券               | 15%  | 0.31 | 0.33 | 0.35 | 0.37 | 0.39 | 3.99  | 4.01  | 4.03  | 4.05  | 4.07  | 7.7       | 8.2  | 8.7  | 9.2  | 9.7  | (12)      | (6) | -   | 6    | 12 |

| 11年股票<br>投资收益率 (%) |      | 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, % |     |     |      |    |
|--------------------|------|-----------|------|------|------|------|-----------|-----|-----|------|-----|----------|-------|-------|-------|-------|-----------|-----|-----|------|----|
|                    | Base | Base      |      |      |      |      | Base      |     |     |      |     | Base     |       |       |       |       | Base      |     |     |      |    |
|                    |      | -10%      | -5%  | +5%  | +10% |      | -10%      | -5% | +5% | +10% |     | -10%     | -5%   | +5%   | +10%  |       | -10%      | -5% | +5% | +10% |    |
| 中信证券               | 20%  | 17.8      | 16.0 | 14.5 | 13.3 | 12.3 | 2.1       | 2.0 | 2.0 | 2.0  | 2.0 | 14.10    | 15.23 | 16.36 | 17.48 | 18.61 | (14)      | (7) | -   | 7    | 14 |
| 海通证券               | 15%  | 25.9      | 23.8 | 22.1 | 20.6 | 19.3 | 1.9       | 1.9 | 1.9 | 1.9  | 1.8 | 13.06    | 13.48 | 13.90 | 14.32 | 14.74 | (6)       | (3) | -   | 3    | 6  |
| 广发证券*              | 15%  | 39.3      | 36.2 | 33.6 | 31.3 | 29.3 | 3.1       | 3.1 | 3.0 | 3.0  | 3.0 | 30.28    | 31.32 | 32.37 | 33.42 | 34.46 | (6)       | (3) | -   | 3    | 6  |
| 华泰证券               | 15%  | 26.6      | 24.7 | 23.0 | 21.5 | 20.2 | 2.4       | 2.4 | 2.3 | 2.3  | 2.3 | 15.87    | 16.40 | 16.93 | 17.45 | 17.98 | (6)       | (3) | -   | 3    | 6  |
| 招商证券               | 15%  | 23.7      | 22.7 | 21.8 | 21.0 | 20.2 | 2.8       | 2.8 | 2.7 | 2.7  | 2.7 | 21.12    | 21.55 | 21.97 | 22.40 | 22.83 | (4)       | (2) | -   | 2    | 4  |
| 光大证券               | 15%  | 25.9      | 25.4 | 25.0 | 24.6 | 24.2 | 2.3       | 2.3 | 2.3 | 2.3  | 2.3 | 18.57    | 18.70 | 18.83 | 18.96 | 19.09 | (1)       | (1) | -   | 1    | 1  |
| 长江证券               | 15%  | 29.6      | 27.4 | 25.5 | 23.9 | 22.4 | 2.7       | 2.7 | 2.7 | 2.7  | 2.7 | 12.22    | 12.64 | 13.05 | 13.46 | 13.88 | (6)       | (3) | -   | 3    | 6  |
| 宏源证券               | 15%  | 26.9      | 25.6 | 24.5 | 23.5 | 22.5 | 3.5       | 3.5 | 3.5 | 3.5  | 3.5 | 17.84    | 18.25 | 18.66 | 19.07 | 19.47 | (4)       | (2) | -   | 2    | 4  |
| 国元证券               | 15%  | 33.5      | 31.8 | 30.2 | 28.8 | 27.5 | 1.7       | 1.7 | 1.7 | 1.7  | 1.7 | 14.35    | 14.61 | 14.87 | 15.13 | 15.39 | (3)       | (2) | -   | 2    | 3  |
| 东北证券*              | 15%  | 40.7      | 37.4 | 34.7 | 32.3 | 30.2 | 2.5       | 2.5 | 2.5 | 2.5  | 2.5 | 18.74    | 19.31 | 19.88 | 20.45 | 21.01 | (6)       | (3) | -   | 3    | 6  |
| 西南证券               | 15%  | 37.9      | 34.6 | 31.8 | 29.5 | 27.4 | 2.3       | 2.3 | 2.3 | 2.3  | 2.3 | 11.03    | 11.37 | 11.72 | 12.06 | 12.40 | (6)       | (3) | -   | 3    | 6  |
| 国金证券               | 15%  | 41.5      | 41.2 | 40.9 | 40.6 | 40.3 | 4.9       | 4.9 | 4.9 | 4.8  | 4.8 | 11.25    | 11.29 | 11.32 | 11.36 | 11.40 | (1)       | (0) | -   | 0    | 1  |
| 太平洋证券              | 15%  | 94.1      | 84.4 | 76.5 | 69.9 | 64.4 | 9.2       | 9.1 | 9.0 | 8.9  | 8.8 | 3.50     | 3.67  | 3.83  | 3.99  | 4.16  | (9)       | (4) | -   | 4    | 9  |
| 辽宁成大*              | 15%  | 32.2      | 30.0 | 28.1 | 26.5 | 25.0 | 2.8       | 2.8 | 2.8 | 2.8  | 2.8 | 24.49    | 25.21 | 25.93 | 26.65 | 27.37 | (6)       | (3) | -   | 3    | 6  |
| 吉林敖东*              | 15%  | 24.4      | 22.8 | 21.4 | 20.2 | 19.1 | 1.9       | 1.9 | 1.8 | 1.8  | 1.8 | 39.76    | 40.89 | 42.02 | 43.14 | 44.27 | (5)       | (3) | -   | 3    | 5  |
| 兴业证券               | 15%  | 62.9      | 58.9 | 55.3 | 52.2 | 49.4 | 4.9       | 4.9 | 4.8 | 4.8  | 4.8 | 9.16     | 9.42  | 9.68  | 9.93  | 10.19 | (5)       | (3) | -   | 3    | 5  |

广发证券、东北证券为假设再融资之后

资料来源: 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