



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

行业动态
证券研究报告

2011 年 5 月 6 日

证券

研究部

王松柏

分析师，SAC 执业证书编号：

S0080511030003

wangsb@cicc.com.cn

证券行业 10FY 和 11Q1 业绩回顾

投资建议：

受到近期股票市场调整、经纪业务净手续费率继续下滑的负面影响，证券公司在近期表现将受到一定的压制。不过中信证券等大型证券公司的经纪业务有望从中国证券业协会规范经纪业务净手续费率中受益，主要是由于大型证券公司有望通过营业网点数量增加获得更多的市场份额。与此同时，中信证券、海通证券等大型证券公司的直接投资业务已经进入稳定增长期，2011 年自营业务收入的可预见性远高于中小型证券公司。由于目前证券公司估值水平已处于较低水平，一旦创新业务有实质性进展，有望成为股价短期催化剂。我们维持大型证券公司表现将好于中小型证券公司的判断，同时维持首推中信证券、次推海通证券和光大证券的组合。

理由：

部分证券公司 11Q1 经纪业务净手续费率仍出现大幅下滑。我们看到主要营业网点分布于长三角的华泰证券和国元证券 11Q1 经纪业务净手续费率环比继续出现 10% 以上的下滑，市场份额大幅提升的西南证券经纪业务净手续费率也出现 10% 以上的下滑。尽管我们认为 2011 年证券行业经纪业务净手续费率不太可能出现全面大幅下滑的情况，但这些地区手续费率的明显下滑仍将在情绪上给证券公司表现带来一定不利影响。

大型证券公司有望在 2011 年经纪业务中获得明显竞争优势。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，新设网点仍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。

大型证券公司在业务及管理费和直接投资业务领域将拥有明显竞争优势。由于大型证券公司拥有规模经济优势，使业务及管理费压力明显小于中小型证券公司。在直接投资业务领域，中信证券和海通证券等开展直接投资业务较早的大型证券公司直接投资业务已经进入稳定增长期，2011 年自营业务可预见性远高于中小型证券公司。

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 年日均股票交易额仅为 1400 亿元，估值优势明显。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。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

10FY 年及 11Q1 业绩概况	3
上市证券公司业绩 10FY 同比普遍下降、11Q1 环比表现出现分化	3
证券公司净资产收益率基本保持稳定	3
经纪业务仍占首位但调整明显、自营业务占比提高	3
经纪业务费率变动呈现出区域化特征	5
市场份额 10FY 有升有降、11Q1 基本稳定	5
经纪业务净手续费率小幅下滑，但长三角地区费率降幅最大	5
自营业务盈利能力分化	6
自营业务收入 10FY 同比大幅上升、11Q1 环比下降	6
自营业务规模 10FY 平稳上升、11Q1 略有下降	6
2010 年投资银行业务实现井喷	7
股票融资额创造新高	7
债券融资额有所减少	7
证券承销收入随融资额大幅上升	7
资产管理业务平稳发展	8
集合资产管理业务规模持续上升	8
资产管理业务收入 10FY 同比上升、11Q1 环比下降	8
中小型证券公司业务及管理费压力更大	9
业务及管理费 10FY 同比增长、10Q1 环比下降	9
人力资源费用是业务及管理费中弹性最大的部分	9
证券公司近期投资策略	10

图表目录

图表 1: 上市证券公司 2010 年及 2011 年第 1 季度业绩概况	4
图表 2: 上市证券公司 2010 年及 2011 年第 1 季度业务结构	4
图表 3: 上市证券公司 2010 年及 2011 年第 1 季度经纪业务表现	5
图表 4: 上市证券公司 2010 年及 2011 年第 1 季度自营业务表现	6
图表 5: 上市证券公司 2010 年及 2011 年第 1 季度承销业务表现	7
图表 6: 上市证券公司 2010 年及 2011 年第 1 季度资产管理业务表现	8
图表 7: 上市证券公司 2010 年及 2011 年第 1 季度业务及管理费情况	9
图表 8: 证券公司估值对比	10
图表 9: 部分加总法估值	11
图表 10: 经纪业务敏感性分析	11
图表 11: 自营业务敏感性分析	12

10FY 年及 11Q1 业绩概况

上市证券公司业绩 10FY 同比普遍下降、11Q1 环比表现出现分化

与 2009 年相比，除中信证券和宏源证券之外，其他 12 家上市证券公司 2010 年净利润均同比下降。大型证券公司业绩同比降幅在 5%~25%之间，中小型证券公司业绩同比降幅则在 5%~60%之间。

与 2010 年第 4 季度相比，各家上市证券公司 2011 年第 1 季度净利润环比表现有分化。其中，海通证券、宏源证券、国金证券和太平洋证券环比增长 30%~90%，国元证券和兴业证券 1 季度净利润环比小幅增长，其余上市公司业绩环比均下降。

证券公司净资产收益率基本保持稳定

受累于经纪业务净手续费率的大幅下滑，2010 年证券公司 ROE 水平同比下降明显，5 家公司的 ROE 跌至 10%以下，其他证券公司的 ROE 水平均在 10%~20%之间，大型证券公司和中小型证券公司 ROE 水平差距继续缩小。

2011 年第 1 季度证券公司 ROE 基本保持稳定，均处于 1.5%-5%之间。

经纪业务仍占首位但调整明显、自营业务占比提高

2010 年，经纪业务仍是证券公司的主要收入来源，但以中信证券、广发证券和海通证券为代表的大型证券公司对于经纪业务的依赖度明显低于中小型证券公司。2010 年，14 家上市证券公司经纪业务占比较 2009 年大幅下降 14.8 个百分点至 53.9%，而自营业务占比则较 2009 年上升 9.8 个百分点至 24.1%。

2011 年第 1 季度股票市场的振荡调整使自营业务占比下降，上市证券公司经纪业务占比微幅上升至 55.4%。而自营业务占比则下降至 18.8%。

图表 1: 上市证券公司 2010 年及 2011 年第 1 季度业绩概况

	营业收入 (亿元)				营业支出 (亿元)				净利润 (亿元)				净资产 (亿元)			
	09A	10A	10Q4	11Q1	09A	10A	10Q4	11Q1	09A	10A	10Q4	11Q1	09A	10A	10Q4	11Q1
中信证券	220.1	277.9	153.7	34.5	87.5	115.3	50.8	16.7	89.8	113.1	72.9	13.6	648.1	708.5	708.5	724.4
海通证券	99.4	97.2	29.1	26.7	42.1	49.3	18.3	10.8	45.5	36.4	8.8	11.9	445.2	456.2	456.2	470.0
广发证券	104.7	102.2	40.9	17.3	43.2	45.8	20.8	8.7	46.9	40.3	12.9	6.7	172.4	194.3	194.3	200.1
华泰证券	95.6	89.0	31.7	19.1	42.3	44.0	16.9	9.8	38.0	34.3	10.3	6.9	141.3	332.4	332.4	339.0
招商证券	86.8	64.9	23.1	16.7	36.7	25.8	8.6	6.5	37.3	32.3	11.8	7.9	226.2	239.8	239.8	247.9
光大证券	55.9	50.5	18.3	13.4	16.8	22.0	7.3	5.8	28.3	22.0	8.1	5.6	226.3	229.0	229.0	234.6
长江证券	31.9	32.0	9.0	7.3	14.3	15.8	5.2	3.2	13.7	12.8	3.4	3.3	91.2	95.3	95.3	123.2
宏源证券	29.2	33.0	7.1	8.1	13.6	15.7	4.6	3.6	11.5	13.1	1.8	3.4	65.4	73.0	73.0	76.4
国元证券	21.9	22.4	7.0	5.9	8.6	10.5	3.5	2.6	10.4	9.2	2.5	2.5	151.8	149.8	149.8	153.1
东北证券	19.9	17.0	6.5	3.7	8.0	10.2	3.8	2.4	9.1	5.3	2.0	1.1	30.6	34.7	34.7	35.3
国金证券	14.1	16.4	4.0	4.8	7.4	10.7	2.5	2.8	5.2	4.4	1.0	1.6	26.0	30.2	30.2	31.7
西南证券	20.5	19.4	8.3	5.7	8.0	8.9	3.0	1.9	10.1	8.1	4.0	3.0	46.8	111.2	111.2	114.4
太平洋证券	8.4	6.7	2.0	2.6	4.3	4.3	1.2	1.4	4.1	2.0	0.5	0.9	17.9	19.6	19.6	20.5
兴业证券	30.8	27.4	8.4	7.6	14.4	15.4	5.3	4.2	11.6	7.9	1.9	2.1	53.5	87.5	87.5	88.9
小计	839.3	856.1	349.3	173.4	347.2	393.8	152.0	80.3	361.3	341.0	141.9	70.5	2,342.7	2,761.4	2,761.4	2,859.6
	净利润率 (%)				净资产收益率 (%)				每股收益 (元)				每股净资产 (元)			
	09A	10A	10Q4	11Q1	09A	10A	10Q4	11Q1	09A	10A	10Q4	11Q1	09A	10A	10Q4	11Q1
中信证券	40.8%	40.7%	47.4%	39.4%	13.9%	16.0%	10.3%	1.9%	1.35	1.14	0.73	0.14	9.78	7.12	7.12	7.28
海通证券	45.8%	37.4%	30.3%	44.4%	10.2%	8.0%	1.9%	2.5%	0.55	0.44	0.11	0.14	5.41	5.54	5.54	5.71
广发证券	44.8%	39.4%	31.5%	38.6%	27.2%	20.7%	6.6%	3.3%	1.87	1.61	0.52	0.27	6.88	7.75	7.75	7.98
华泰证券	39.7%	38.5%	32.3%	36.4%	26.9%	10.3%	3.1%	2.0%	0.79	0.61	0.18	0.12	2.94	5.94	5.94	6.05
招商证券	42.9%	49.8%	50.9%	47.7%	16.5%	13.5%	4.9%	3.2%	1.04	0.90	0.33	0.22	6.31	6.69	6.69	6.91
光大证券	50.5%	43.5%	44.2%	42.0%	12.5%	9.6%	3.5%	2.4%	0.83	0.64	0.24	0.16	6.62	6.70	6.70	6.86
长江证券	43.0%	40.1%	37.5%	45.7%	15.0%	13.5%	3.5%	2.7%	0.63	0.59	0.16	0.14	4.20	4.39	4.39	5.19
宏源证券	39.4%	39.5%	25.5%	41.7%	17.6%	17.9%	2.5%	4.4%	0.79	0.89	0.12	0.23	4.48	5.00	5.00	5.23
国元证券	47.5%	41.3%	35.6%	43.1%	6.8%	6.2%	1.7%	1.7%	0.53	0.47	0.13	0.13	7.73	7.63	7.63	7.80
东北证券	45.8%	31.0%	30.5%	28.1%	29.8%	15.2%	5.7%	3.0%	1.43	0.82	0.31	0.16	4.79	5.43	5.43	5.53
国金证券	36.5%	26.7%	26.5%	32.6%	19.9%	14.5%	3.5%	4.9%	0.52	0.44	0.10	0.16	2.59	3.02	3.02	3.17
西南证券	49.1%	41.6%	48.4%	51.8%	21.5%	7.2%	3.6%	2.6%	0.53	0.35	0.17	0.13	2.46	4.79	4.79	4.92
太平洋证券	48.5%	30.2%	27.0%	35.0%	22.7%	10.4%	2.8%	4.5%	0.27	0.14	0.04	0.06	1.19	1.30	1.30	1.36
兴业证券	37.5%	28.8%	22.8%	27.7%	21.6%	9.0%	2.2%	2.4%	0.60	0.36	0.09	0.10	2.76	3.98	3.98	4.04
小计	43.0%	39.8%	40.6%	40.6%	15.4%	12.4%	5.1%	2.5%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 2: 上市证券公司 2010 年及 2011 年第 1 季度业务结构

	经纪业务 (亿元)				自营业务 (亿元)				投资银行业务 (亿元)				资产管理业务 (亿元)				其他业务 (亿元)			
	09A	10A	10Q4	11Q1	09A	10A	10Q4	11Q1	09A	10A	10Q4	11Q1	09A	10A	10Q4	11Q1	09A	10A	10Q4	11Q1
中信证券	123.2	91.1	24.9	14.5	35.3	115.2	102.0	8.7	24.0	29.0	15.1	2.4	1.5	1.8	0.5	0.5	36.1	40.7	11.2	8.4
海通证券	74.0	62.3	19.3	14.8	10.4	11.6	2.9	5.7	3.8	9.2	3.1	2.7	7.4	7.1	2.3	1.6	3.8	6.9	1.5	2.0
广发证券	81.6	62.3	20.4	11.7	16.1	26.1	15.3	3.0	2.2	8.0	3.2	1.5	0.6	0.8	0.2	0.2	4.1	5.0	1.8	0.8
华泰证券	81.2	64.9	21.6	13.5	7.4	8.0	3.8	1.1	5.3	14.7	5.9	4.2	1.5	1.3	0.5	0.2	0.2	0.1	(0.0)	0.1
招商证券	50.4	40.8	13.4	9.3	11.0	8.7	4.2	3.7	5.2	12.2	4.5	3.1	0.5	0.7	0.3	0.4	19.8	2.4	0.8	0.2
光大证券	42.0	34.8	10.7	8.6	5.2	4.0	3.3	1.5	2.4	4.8	2.4	1.8	6.0	6.6	1.9	1.4	0.3	0.3	0.1	0.1
长江证券	22.2	19.6	6.0	4.5	7.2	9.5	1.8	2.4	1.6	1.7	0.7	0.2	0.7	0.8	0.5	0.2	0.3	0.3	0.1	0.1
宏源证券	23.1	18.9	5.8	4.3	3.6	6.9	0.3	1.6	1.3	4.7	0.4	1.2	0.2	0.6	0.1	0.1	1.0	2.0	0.5	0.9
国元证券	17.0	15.6	5.0	3.6	2.8	3.7	1.3	0.5	1.1	2.5	0.6	1.6	0.3	0.3	0.2	0.0	0.5	0.4	(0.0)	0.2
东北证券	15.0	12.1	4.1	2.6	4.3	2.0	1.5	0.8	0.1	1.5	0.2	0.0	0.0	0.6	0.4	0.1	0.4	0.8	0.3	0.2
国金证券	10.7	9.1	2.8	2.2	1.5	0.5	0.5	0.2	1.4	6.1	0.4	2.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.6	0.6	0.2	0.2
西南证券	10.1	9.5	3.3	2.3	8.0	6.8	4.1	1.4	1.8	3.5	1.8	1.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.7	(0.5)	(0.9)	0.3
太平洋证券	6.4	5.1	1.7	1.1	1.6	0.0	0.1	0.9	0.1	1.6	0.5	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.0	(0.3)	0.1
兴业证券	18.9	15.0	4.4	3.3	5.8	3.0	0.9	1.2	0.6	2.3	0.7	1.2	0.3	0.6	0.2	0.2	5.2	6.5	2.2	1.7
小计	575.8	461.0	143.3	96.1	120.2	206.2	142.0	32.7	51.1	101.9	39.5	24.4	18.9	21.2	7.0	5.0	73.3	65.7	17.6	15.2
	经纪业务占比 (%)				自营业务占比 (%)				投资银行业务占比 (%)				资产管理业务占比 (%)				其他业务占比 (%)			
	09A	10A	10Q4	11Q1	09A	10A	10Q4	11Q1	09A	10A	10Q4	11Q1	09A	10A	10Q4	11Q1	09A	10A	10Q4	11Q1
中信证券	56.0%	32.8%	16.2%	41.9%	16.0%	41.5%	66.3%	25.2%	10.9%	10.4%	9.9%	6.8%	0.7%	0.6%	0.3%	1.6%	16.4%	14.7%	7.3%	24.4%
海通证券	74.4%	64.1%	66.2%	55.3%	10.5%	11.9%	10.1%	21.2%	3.8%	9.5%	10.8%	10.0%	7.5%	7.3%	7.8%	6.1%	3.8%	7.1%	5.1%	7.4%
广发证券	78.0%	60.9%	49.9%	68.1%	15.4%	25.5%	37.3%	17.2%	2.1%	7.8%	7.9%	8.9%	0.6%	0.8%	0.6%	0.9%	3.9%	4.9%	4.4%	4.9%
华泰证券	84.9%	72.9%	68.0%	70.8%	7.8%	9.0%	11.8%	6.0%	5.6%	16.6%	18.7%	22.0%	1.6%	1.4%	1.6%	0.9%	0.2%	0.1%	-0.1%	0.3%
招商证券	58.1%	62.8%	57.8%	55.6%	12.6%	13.5%	18.3%	22.1%	5.9%	18.9%	19.5%	18.5%	0.5%	1.1%	1.2%	2.7%	22.8%	3.7%	3.3%	1.2%
光大证券	75.1%	68.9%	58.4%	64.1%	9.4%	7.9%	18.0%	11.5%	4.3%	9.5%	13.0%	13.3%	10.7%	13.1%	10.3%	10.6%	0.5%	0.6%	0.4%	0.5%
长江证券	69.4%	61.3%	66.4%	61.2%	22.5%	29.8%	20.0%	33.1%	5.1%	5.3%	7.2%	2.3%	2.1%	2.6%	5.4%	2.3%	1.0%	1.0%	1.0%	1.1%
宏源证券	79.0%	57.0%	82.2%	53.1%	12.5%	21.0%	3.9%	19.2%	4.5%	14.1%	5.6%	15.2%	0.6%	1.8%	1.1%	1.8%	3.5%	6.1%	7.2%	10.7%
国元证券	78.0%	69.4%	70.3%	60.7%	12.9%	16.6%	18.2%	8.4%	5.2%	11.1%	9.1%	27.6%	1.5%	1.2%	2.5%	0.7%	2.4%	1.7%	0.0%	2.6%
东北证券	75.4%	71.2%	63.2%	68.9%	21.7%	12.0%	23.1%	20.6%	0.7%	8.5%	2.9%	1.3%	0.1%	3.5%	6.4%	3.5%	2.1%	4.8%	4.4%	5.7%
国金证券	75.4%	55.6%	71.3%	46.1%	10.4%	3.3%	13.3%	4.7%	10.0%	37.3%	9.4%	46.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.2%	3.8%	5.9%	3.1%
西南证券	49.0%	49.1%	39.3%	39.3%	38.8%	35.2%	49.8%	25.0%	8.7%	18.3%	21.2%	30.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.5%	-2.6%	-10.3%	5.7%
太平洋证券	76.9%	76.3%	82.6%	41.1%	18.8%	0.2%	4.1%	34.6%	0.7%	23.3%	25.6%	21.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.6%	0.3%	-12.4%	3.0%
兴业证券	61.4%	54.8%	52.4%	43.7%	18.7%	10.8%	11.2%	15.3%	2.0%	8.6%	7.7%	16.0%	0.9%	2.0%	2.2%	2.4%	16.9%	23.8%	26.4%	22.6%
小计	68.6%	53.9%	41.0%	55.4%	14.3%	24.1%	40.6%	18.8%	6.1%	11.9%	11.3%	14.1%	2.3%	6.1%	2.0%	2.9%	8.7%	4.1%	5.0%	8.7%

资料来源: 公司数据、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

经纪业务费率变动呈现出区域化特征

市场份额 10FY 有升有降、11Q1 基本稳定

2010 年, 7 家上市证券公司市场份额同比有所提升, 涨幅在 0%~25% 期间。其中长江证券、西南证券和兴业证券的市场份额同比上升幅度在 15% 以上。另外 7 家上市证券公司市场份额同比微幅下降。

2010 年第 1 季度, 除东北证券市场份额环比下降 3.8% 外, 其余证券公司市场份额均同比上升或者基本维持稳定。其中, 国金证券、西南证券和宏源证券市场份额环比上升幅度在 5% 以上。

经纪业务净手续费率小幅下滑, 但长三角地区费率降幅最大

2010 年, 各家上市证券公司经纪业务净手续费率同比下滑幅度在 8% 到 35% 之间, 继续下跌。2010 年 14 家上市证券公司经纪业务平均净手续费率为 0.092%, 同比下降 0.024 个百分点。

2011 年第 1 季度, 上市证券公司经纪业务平均净手续费率环比继续下降 0.021 个百分点至 0.078%。除了长江证券外, 其余上市公司经纪业务净手续费率均环比下降。其中, 中信证券和广发证券由于转让子公司导致经纪业务净手续费率不可比, 处于长三角地区的华泰证券和国元证券费率降幅最大, 市场份额明显增长的西南证券费率降幅也很明显。由于 2010 年底中国证券业协会开始进一步规范经纪业务净手续费率, 我们预计 2011 年多数地区经纪业务净手续费率大幅下滑压力较小。

图表 3: 上市证券公司 2010 年及 2011 年第 1 季度经纪业务表现

经纪业务股票权益交易额 (亿元)							经纪业务手续费收入 (亿元)						
	09A	10A	YoY %	10Q4	11Q1	QoQ %		09A	10A	YoY %	10Q4	11Q1	QoQ %
股票权益交易额	1,205,627	1,130,301	(6.2)	393,910	274,253	(30.4)	日均股票交易额	2,197	2,255	2.6	3,000	2,337	(22.1)
中信证券	95,091	87,506	(8.0)	25,491	14,742	(42.2)	中信证券	109.2	78.1	(28.5)	22.3	10.9	(51.2)
海通证券	48,366	45,474	(6.0)	16,023	11,280	(29.6)	海通证券	62.7	48.6	(22.5)	15.2	10.3	(32.0)
广发证券	54,850	55,273	0.8	19,709	13,660	(30.7)	广发证券	74.5	54.3	(27.1)	18.2	10.2	(44.0)
华泰证券	74,002	65,511	(11.5)	21,880	15,168	(30.7)	华泰证券	74.4	55.2	(25.9)	18.8	10.8	(42.6)
招商证券	48,913	45,490	(7.0)	15,961	11,064	(30.7)	招商证券	48	36	(25.3)	12.0	7.7	(36.0)
光大证券	37,364	35,551	(4.9)	12,219	8,516	(30.3)	光大证券	36.4	27.5	(24.5)	9.1	5.9	(35.0)
长江证券	16,873	18,598	10.2	6,695	4,740	(29.2)	长江证券	20.5	17.5	(14.4)	5.5	4.0	(27.6)
宏源证券	15,476	14,332	(7.4)	4,806	3,517	(26.8)	宏源证券	21.4	17.2	(19.3)	5.4	3.9	(28.8)
国元证券	13,162	11,845	(10.0)	4,058	2,885	(28.9)	国元证券	15.4	12.3	(20.3)	4.0	2.5	(36.2)
东北证券	8,664	8,410	(2.9)	2,948	1,974	(33.0)	东北证券	14.0	11.1	(20.8)	3.9	2.4	(38.6)
国金证券	8,284	7,449	(10.1)	2,425	1,806	(25.5)	国金证券	9.8	8.0	(18.0)	2.5	1.8	(29.3)
西南证券	7,476	8,471	13.3	2,938	2,160	(26.5)	西南证券	8.9	7.9	(12.2)	2.5	1.6	(35.2)
太平洋证券	3,467	3,167	(8.7)	1,090	749	(31.3)	太平洋证券	5.9	4.6	(21.1)	1.5	1.0	(36.5)
兴业证券	17,023	18,401	8.1	6,748	4,766	(29.4)	兴业证券	16.8	12.3	(26.7)	3.6	2.5	(30.1)
小计	449,011	425,479	(5.2)	142,992	97,027	(32.1)	小计	518	390	(24.6)	124	75	(39.4)
经纪业务市场份额 (%)							经纪业务净手续费率 (%)						
	09A	10A	YoY %	10Q4	11Q1	QoQ %		09A	10A	YoY %	10Q4	11Q1	QoQ %
中信证券	7.89	7.74	(1.8)	6.47	5.38	(16.9)	中信证券	0.115	0.089	(22.3)	0.088	0.074	(15.7)
海通证券	4.01	4.02	0.3	4.07	4.11	1.1	海通证券	0.130	0.107	(17.5)	0.095	0.091	(3.4)
广发证券	4.55	4.89	7.5	5.00	4.98	(0.5)	广发证券	0.136	0.098	(27.7)	0.092	0.075	(19.2)
华泰证券	6.14	5.80	(5.6)	5.55	5.53	(0.4)	华泰证券	0.101	0.084	(16.2)	0.086	0.071	(17.2)
招商证券	4.06	4.02	(0.8)	4.05	4.03	(0.4)	招商证券	0.098	0.079	(19.7)	0.075	0.069	(7.6)
光大证券	3.10	3.15	1.5	3.10	3.11	0.1	光大证券	0.097	0.077	(20.7)	0.074	0.069	(6.7)
长江证券	1.40	1.65	17.6	1.70	1.73	1.7	长江证券	0.121	0.094	(22.3)	0.081	0.083	2.3
宏源证券	1.28	1.27	(1.2)	1.22	1.28	5.1	宏源证券	0.138	0.120	(12.9)	0.113	0.110	(2.8)
国元证券	1.09	1.05	(4.0)	1.03	1.05	2.1	国元证券	0.117	0.104	(11.4)	0.098	0.088	(10.3)
东北证券	0.72	0.74	3.5	0.75	0.72	(3.8)	东北证券	0.162	0.132	(18.4)	0.131	0.120	(8.3)
国金证券	0.69	0.66	(4.1)	0.62	0.66	7.0	国金证券	0.118	0.108	(8.8)	0.104	0.098	(5.1)
西南证券	0.62	0.75	20.9	0.75	0.79	5.6	西南证券	0.120	0.093	(22.5)	0.086	0.076	(11.8)
太平洋证券	0.29	0.28	(2.6)	0.28	0.27	(1.3)	太平洋证券	0.169	0.146	(13.6)	0.141	0.130	(7.6)
兴业证券	1.41	1.63	15.3	1.71	1.74	1.4	兴业证券	0.099	0.067	(32.2)	0.054	0.053	(1.0)
小计	37.24	37.6	1.1	36.30	35.38	(2.5)	小计	0.115	0.092	(20.4)	0.087	0.078	(10.7)

资料来源: WIND 资讯, 上交所, 深交所, 公司数据, 中金公司研究部

自营业务盈利能力分化

自营业务收入 10FY 同比大幅上升、11Q1 环比下降

在 2010 年市场下跌的情况下, 所有证券公司自营业务均实现盈利, 但盈利能力分化相对更加明显。扣除中信证券转让中信建投带来的一次性收益, 2010 年 14 家上市证券公司自营业务收入为 133.3 亿元, 同比增长 14.0%。其中, 中信证券、宏源证券、长江证券、国元证券和广发证券自营业务实现同比 20% 以上的增长。与此相对, 东北证券、太平洋证券、国金证券等公司自营业务则出现了同比 50% 以上的下滑。

2011 年第 1 季度股票市场振荡盘整, 14 家上市证券公司取得自营业务收入 32.7 亿元, 全部实现盈利。扣除去年中信建投股权转让的一次性收益, 环比下降 52.7%。从各家证券公司自营业务情况来看, 宏源证券、海通证券和太平洋证券环比增长较多, 长江证券和兴业证券自营业务环比增长 20%~30%, 其他证券公司自营业务环比均出现下降。

自营业务规模 10FY 平稳上升、11Q1 略有下降

2010 年 14 家上市证券公司自营业务规模合计 1756 亿元, 同比上升 17.2%。2010 年上半年市场下挫, 而下半年的一波反弹带动了证券公司的股票仓位。

2011 年第 1 季度, 上市证券公司自营业务规模总体略有下降。股票公允价值下降以及各公司对股票投资减仓应该是主要原因。

图表 4: 上市证券公司 2010 年及 2011 年第 1 季度自营业务表现

自营业务规模 (亿元)							自营业务收入 (亿元)						
	09A	10A	YoY %	10Q4	11Q1	QoQ %		09A	10A	YoY %	10Q4	11Q1	QoQ %
上证指数	3,277	2,808	(14.3)	2,808	2,928	4.3	上证指数涨幅	80%	-14%		6%	4%	
中信证券	548	514	(6.1)	514	487	(5.2)	中信证券	35.3	115.2	226.4	102.0	8.7	(91.5)
海通证券	192	211	9.8	211	222	5.4	海通证券	10.4	11.6	11.7	2.9	5.7	92.9
广发证券	143	176	23.2	176	169	(4.0)	广发证券	16.1	26.1	61.5	15.3	3.0	(80.5)
华泰证券	74	191	157.4	191	191	0.1	华泰证券	7.4	8.0	8.2	3.8	1.1	(69.7)
招商证券	194	230	18.5	230	166	(27.6)	招商证券	11	9	(20.5)	4.2	3.7	(13.0)
光大证券	81	104	28.7	104	111	7.5	光大证券	5.2	4.0	(23.3)	3.3	1.5	(52.9)
长江证券	84	82	(2.6)	82	102	24.8	长江证券	7.2	9.5	32.8	1.8	2.4	33.7
宏源证券	57	54	(5.7)	54	65	20.7	宏源证券	3.6	6.9	89.9	0.3	1.6	472.4
国元证券	20	48	144.4	48	48	(0.8)	国元证券	2.8	3.7	32.5	1.3	0.5	(61.2)
东北证券	23	20	(14.0)	20	13	(34.4)	东北证券	4.3	2.0	(52.9)	1.5	0.8	(48.5)
国金证券	7	5	(32.6)	5	9	86.2	国金证券	1.5	0.5	(62.8)	0.5	0.2	(57.1)
西南证券	29	52	77.5	52	64	23.5	西南证券	8.0	6.8	(14.5)	4.1	1.4	(65.3)
太平洋证券	11	6	(50.5)	6	16	190.1	太平洋证券	1.6	0.0	(99.3)	0.1	0.9	980.5
兴业证券	35	64	83	64	53	(17.5)	兴业证券	2.6	3.0	15.0	0.9	1.2	23.0
小计	1,498	1,756	17.2	1,756	1,718	(2.2)	小计	117.0	206.2	76.3	142.0	32.7	(77.0)
净资产 (亿元)							自营业务规模/净资产 (%)						
	09A	10A	YoY %	10Q4	11Q1	QoQ %		09A	10A	YoY %	10Q4	11Q1	QoQ %
中信证券	648.14	708.48	9.3	708.48	724.43	2.3	中信证券	84.6	72.6	(14.1)	72.6	67.3	(7.3)
海通证券	445.19	456.17	2.5	456.17	469.98	3.0	海通证券	43.1	46.1	7.2	46.1	47.2	2.3
广发证券	172.43	194.31	12.7	194.31	200.06	3.0	广发证券	83.0	90.7	9.3	90.7	84.6	(6.7)
华泰证券	141.34	332.40	135.2	332.40	339.04	2.0	华泰证券	52.5	57.5	9.5	57.5	56.4	(1.8)
招商证券	226.16	239.76	6.0	239.76	247.91	3.4	招商证券	85.7	95.8	11.8	95.8	67.0	(30.0)
光大证券	226.29	229.01	1.2	229.01	234.60	2.4	光大证券	35.6	45.3	27.2	45.3	47.5	4.9
长江证券	91.24	95.29	4.4	95.29	123.16	29.3	长江证券	92.3	86.1	(6.7)	86.1	83.1	(3.5)
宏源证券	65.39	72.99	11.6	72.99	76.42	4.7	宏源证券	86.9	73.4	(15.6)	73.4	84.6	15.2
国元证券	151.83	149.80	(1.3)	149.80	153.11	2.2	国元证券	13.0	32.3	147.7	32.3	31.3	(2.9)
东北证券	30.61	34.69	13.3	34.69	35.33	1.9	东北证券	75.9	57.6	(24.1)	57.6	37.1	(35.6)
国金证券	25.95	30.23	16.5	30.23	31.71	4.9	国金证券	28.5	16.5	(42.1)	16.5	29.2	77.5
西南证券	46.78	111.23	137.8	111.23	114.36	2.8	西南证券	62.1	46.3	(25.3)	46.3	55.7	20.1
太平洋证券	17.85	19.59	9.7	19.59	20.51	4.7	太平洋证券	64.3	29.0	(54.9)	29.0	80.3	177.0
兴业证券	53.48	87.47	63.6	87.47	88.93	1.7	兴业证券	65.5	73.4	12.1	73.4	59.6	(18.9)
小计	2,342.68	2,761.41	17.9	2,761.41	2,859.56	3.6	小计	64.0	63.6	(0.6)	63.6	60.1	(5.5)

资料来源: WIND 资讯、公司数据、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

2010 年投资银行业务实现井喷

股票融资额创造新高

受益于创业板的开放，2010 年股票及股票连接融资额为同比爆发式增长 163%，为 9592 亿元，创造了近年股票融资额新高；2011 年第 1 季度股票及股票连接融资额为 1824 亿元，环比下降 51.7%。

债券融资额有所减少

2010 年企业主体债券融资额 1 万亿元，同比减少 32.5%；2011 年第 1 季度为 2984 亿元，环比上升 43.1%。

证券承销收入随融资额大幅上升

由于中小板上市公司和创业板上市公司的承销费率高于主板股票承销费率，以及融资额的大幅上升，上市证券公司 2010 年承销业务收入为 101.9 亿元，同比上升 99.4%。而 2011 年第 1 季度由于融资额下降，承销业务收入为 24.4 亿元，环比下降了 38.2%。

图表 5：上市证券公司 2010 年及 2011 年第 1 季度承销业务表现

投资银行股票承销业务规模（亿元）							投资银行债券承销业务规模（亿元）						
	09A	10A	YoY %	10Q4	11Q1	QoQ %		09A	10A	YoY %	10Q4	11Q1	QoQ %
股票融资额	3,645	9,592	163.1	3,722	1,824	(51.0)	债券融资额	14,946	10,087	(32.5)	2,085	2,984	43.1
中信证券	812	1,401	72.5	552	103	(81.3)	中信证券	1,668	989	(40.7)	139	37	(73.1)
海通证券	75	530	606.3	236	56	(76.3)	海通证券	199	147	(26.1)	50	6	(89.0)
广发证券	70	237	240.4	107	124	15.7	广发证券	44	82	85.2	0	3	n.m.
华泰证券	134	293	118.2	117	46	(60.9)	华泰证券	143	66	(53.9)	8	0	(100.0)
招商证券	99	252	155.3	105	73	(31.0)	招商证券	248	163	(34.5)	70	25	(64.3)
光大证券	40	135	239.6	88	43	(50.7)	光大证券	137	125	(8.8)	61	10	(83.6)
长江证券	106	27	(74.7)	10	0	(100.0)	长江证券	58	27	(53.0)	17	6	(62.7)
宏源证券	18	117	543.6	0	14	n.m.	宏源证券	96	136	41.3	30	29	(4.8)
国元证券	14	58	332.0	20	38	87.3	国元证券	45	0	(100.0)	0	0	n.m.
东北证券	0	49	n.m.	10	0	(100.0)	东北证券	0	0	n.m.	0	0	n.m.
国金证券	27	158	485.8	43	53	23.4	国金证券	28	0	(100.0)	0	0	n.m.
西南证券	64	85	32.4	36	49	36.7	西南证券	151	78	(48.8)	45	58	31.3
太平洋证券	0	45	n.m.	15	8	(48.1)	太平洋证券	0	35	n.m.	25	44	76.0
兴业证券	18	104	480.6	17	19	12.5	兴业证券	31	28	(9.7)	8	0	(100.0)
小计	1,477	3,492	136.5	1,356	626	(53.9)	小计	2,848	1,874	(34.2)	452	218	(51.7)
投资银行承销业务收入（亿元）							首发承销费率（%）						
	09A	10A	YoY %	10Q4	11Q1	QoQ %		09A	10A	YoY %	10Q4	11Q1	QoQ %
中信证券	24.0	29.0	20.9	15.1	2.4	(84.4)	中信证券	3.56%	3.52%	(1.2)	4.32%	6.21%	43.6
海通证券	3.8	9.2	141.1	3.1	2.7	(15.5)	海通证券	6.23%	3.14%	(49.5)	7.66%	7.64%	(0.2)
广发证券	2.2	8.0	255.4	3.2	1.5	(52.1)	广发证券	3.92%	5.18%	32.1	5.72%	5.34%	(6.7)
华泰证券	5.3	14.7	175.7	5.9	4.2	(29.2)	华泰证券	3.73%	6.42%	72.1	6.41%	8.28%	29.1
招商证券	5.2	12.2	137.7	4.5	3.1	(31.6)	招商证券	5.89%	5.79%	(1.8)	5.24%	6.76%	29.0
光大证券	2.4	4.8	98.1	2.4	1.8	(24.5)	光大证券	5.50%	5.82%	5.8	6.65%	6.86%	3.1
长江证券	1.6	1.7	4.3	0.7	0.2	(74.2)	长江证券	n.a.	6.67%	n.m.	7.48%	n.a.	n.m.
宏源证券	1.3	4.7	255.0	0.4	1.2	211.7	宏源证券	4.33%	4.54%	5.0	n.a.	4.89%	n.m.
国元证券	1.1	2.5	117.5	0.6	1.6	155.1	国元证券	26.85%	6.65%	(75.2)	n.a.	5.82%	n.m.
东北证券	0.1	1.5	982.3	0.2	0.0	(74.0)	东北证券	n.a.	5.50%	n.m.	n.a.	n.a.	n.m.
国金证券	1.4	6.1	332.6	0.4	2.2	487.1	国金证券	7.82%	5.60%	(28.4)	6.65%	5.06%	(24.0)
西南证券	1.8	3.5	98.1	1.8	1.7	(2.4)	西南证券	n.a.	5.66%	n.m.	5.22%	5.02%	(3.9)
太平洋证券	0.1	1.6	2,645.1	0.5	0.6	7.9	太平洋证券	n.a.	5.71%	n.m.	n.a.	n.a.	n.m.
兴业证券	0.6	2.3	280.4	0.7	1.2	86.2	兴业证券	3.72%	6.00%	61.2	5.07%	6.56%	29.5
小计	51.1	101.9	99.4	39.5	24.4	(38.2)	证券行业*	3.60%	4.31%	19.7	5.31%	5.49%	3.5

资料来源：WIND 资讯、上交所、深交所、巨潮信息网、中国债券信息网、公司数据、中金公司研究部

资产管理业务平稳发展

集合资产管理业务规模持续上升

从证券公司披露的 2010 年末集合理财产品的规模来看, 集合资产管理业务同比上升。其中, 东北证券和兴业证券同比上升 100% 以上。

2011 年第 1 季度, 随着市场振荡调整以及部分产品到期, 集合资产管理规模小幅缩减, 环比减少 11.9%。

资产管理业务收入 10FY 同比上升、11Q1 环比下降

随着 2010 年资产管理业务规模的增加, 上市证券公司的资产管理业务收入同比上升 12.3%; 而受累于 2011 年 1 季度市场的振荡调整, 资产管理业务收入环比下降 28.1%。

图表 6: 上市证券公司 2010 年及 2011 年第 1 季度资产管理业务表现

	集合资产管理业务规模 (亿元)							资产管理业务收入 (亿元)					
	09A	10A	YoY %	10Q4	11Q1	QoQ %		09A	10A	YoY %	10Q4	11Q1	QoQ %
中信证券	113.4	114.0	0.6	114.0	141.6	24.2	中信证券	1.5	1.8	23.6	0.5	0.5	8.5
海通证券	12.0	14.0	16.0	14.0	8.4	(39.8)	海通证券	7.4	7.1	(4.0)	2.3	1.6	(28.1)
广发证券	33.6	49.8	48.2	49.8	47.5	(4.7)	广发证券	0.6	0.8	43.3	0.2	0.2	(37.9)
华泰证券	142.4	190.1	33.5	190.1	63.5	(66.6)	华泰证券	1.5	1.3	(13.2)	0.5	0.2	(64.7)
招商证券	43.6	65.3	49.8	65.3	99.1	51.7	招商证券	0.5	0.7	56.2	0.3	0.4	61.9
光大证券	120.4	96.4	(19.9)	96.4	96.1	(0.3)	光大证券	6.0	6.6	10.0	1.9	1.4	(24.5)
长江证券	31.5	40.0	27.0	40.0	33.4	(16.6)	长江证券	0.7	0.8	25.5	0.5	0.2	(65.7)
宏源证券	26.0	30.8	18.3	30.8	18.4	(40.2)	宏源证券	0.2	0.6	250.5	0.1	0.1	81.2
国元证券	10.4	10.5	0.4	10.5	7.7	(26.0)	国元证券	0.3	0.3	(22.0)	0.2	0.0	(76.3)
东北证券	6.5	13.7	111.1	13.7	33.2	141.8	东北证券	0.0	0.6	2,762.8	0.4	0.1	(67.7)
国金证券	0.0	0.0	n.m.	0.0	0.0	n.m.	国金证券	0.0	0.0	n.m.	0.0	0.0	n.m.
西南证券	0.0	0.0	n.m.	0.0	18.7	n.m.	西南证券	0.0	0.0	n.m.	0.0	0.0	n.m.
太平洋证券	0.0	0.0	n.m.	0.0	0.0	n.m.	太平洋证券	0.0	0.0	n.m.	0.0	0.0	n.m.
兴业证券	25.6	59.1	131.2	59.1	31.0	(47.5)	兴业证券	0.3	0.6	93.6	0.2	0.2	(1.8)
小计	565.3	683.7	20.9	683.7	598.7	(12.4)	小计	18.9	21.2	12.3	7.0	5.0	(28.1)
证券行业*	928	1,437	54.9	1,437	1,267	(11.9)	证券行业*	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

资料来源: WIND 资讯、公司数据、中金公司研究部

中小型证券公司业务及管理费压力更大

业务及管理费 10FY 同比增长、10Q1 环比下降

受到人力资源费用增长的压力, 2010 年业务及管理费占营业收入比例同比均呈上升的趋势。其中, 中小型证券公司业务及管理费压力明显高于大型证券公司。

由于 2011 年第 1 季度多数上市证券公司营业收入环比下降加之部分上市证券公司年中和年底才计提奖金, 导致业务及管理费环比下降 46.4%。

人力资源费用是业务及管理费中弹性最大的部分

从业务及管理费构成来看, 由于人力资源费用中包含大量奖金, 而奖金通常与业绩直接挂钩, 因此往往与营业收入存在较大正相关性; 而折旧费、租赁费和其他业务及管理费相对来说存在较大刚性, 变动幅度往往远低于人力资源费用。

由于多数上市证券公司均在年中、年底计提奖金, 这导致业务及管理费从环比情况来看往往呈现出第 1 季度、第 3 季度低, 而第 2 季度、第 4 季度高的特征, 加之 2010 年中信建投转让造成中信证券管理费用偏高, 因此 2011 年第 1 季度业务及管理费的下降应该不具有可持续性。

图表 7: 上市证券公司 2010 年及 2011 年第 1 季度业务及管理费情况

	业务及管理费 (亿元)							业务及管理费/营业收入 (%)					
	09A	10A	YoY %	10Q4	11Q1	QoQ %		09A	10A	YoY %	10Q4	11Q1	QoQ %
中信证券	80.2	105.4	31.4	46.47	15.15	(67.4)	中信证券	36.4	37.9	4.1	30.2	43.9	45.4
海通证券	37.3	45.1	21.1	16.77	9.77	(41.7)	海通证券	37.5	46.4	23.9	57.6	36.6	(36.4)
广发证券	37.8	41.7	10.3	19.36	7.83	(59.5)	广发证券	36.1	40.8	13.1	47.3	45.4	(4.1)
华泰证券	37.5	39.8	6.0	15.42	8.82	(42.8)	华泰证券	39.3	44.7	13.9	48.6	46.2	(4.8)
招商证券	32.6	22.9	(29.9)	7.40	5.59	(24.5)	招商证券	37.6	35.2	(6.2)	32.0	33.6	4.8
光大证券	17.4	19.5	12.0	6.35	5.02	(20.9)	光大证券	31.1	38.5	23.9	34.7	37.5	7.9
长江证券	12.8	14.0	8.7	4.66	2.88	(38.2)	长江证券	40.2	43.6	8.5	51.6	39.5	(23.5)
宏源证券	11.99	13.61	13.5	3.86	3.23	(16.5)	宏源证券	41.1	41.2	0.3	54.6	39.7	(27.2)
国元证券	7.42	9.30	25.3	3.29	2.33	(29.1)	国元证券	34.0	41.5	22.1	46.7	39.6	(15.2)
东北证券	6.95	9.17	32.0	3.34	2.21	(33.9)	东北证券	34.9	53.9	54.8	51.6	58.9	14.3
国金证券	6.74	9.50	40.9	1.98	2.52	27.7	国金证券	47.7	57.8	21.2	49.8	52.8	6.0
西南证券	6.97	7.81	12.1	2.46	2.66	8.1	西南证券	34.0	40.4	18.9	29.6	46.3	56.5
太平洋证券	3.95	3.90	(1.2)	1.12	1.31	17.3	太平洋证券	47.3	57.8	22.2	54.9	49.6	(9.6)
兴业证券	14.02	12.92	(7.9)	3.79	3.75	(1.1)	兴业证券	45.5	47.2	3.8	44.9	49.2	9.7
小计	313.67	354.52	13.0	136.27	73.07	(46.4)	小计	37.4	41.4	10.8	39.0	42.1	8.0

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

证券公司近期投资策略

受到近期股票市场调整、经纪业务净手续费率继续下滑的负面影响，证券公司在近期表现将受到一定的压制。不过中信证券等大型证券公司的经纪业务有望从中国证券业协会规范经纪业务净手续费率中受益，主要是由于大型证券公司有望通过营业网点数量增加获得更多的市场份额。与此同时，中信证券、海通证券等大型证券公司的直接投资业务已经进入稳定增长期，2011 年自营业务收入的可预见性远高于中小型证券公司。由于目前证券公司估值水平已处于较低水平，一旦创新业务有实质性进展，有望成为股价短期催化剂。

我们维持首推中信证券、次推海通证券和光大证券的投资组合。中信证券目前股价隐含的 2011 年日均股票交易额不到 1400 亿元，估值优势明显。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，并且公司将会首先创新业务实质性进展中获益，短期内其自营业务的良好表现、H 股发行的进展将成为股价表现催化剂。海通证券目前股价隐含的 2011 年日均股票交易额也仅 1400 亿元。光大证券经纪业务净手续费率处于上市证券公司低端水平，后续下滑压力低于其他上市证券公司。我们维持对中信证券“推荐”、海通证券和光大证券“审慎推荐”和其他 4 家上市证券公司“中性”的投资评级。

图表 8：证券公司估值对比

公司名称	股价	总股本	流通股	总市值	市盈率					市净率				
	(元)	(百万股)	(百万)	(十亿)	08A	09A	10E	11E	12E	08A	09A	10E	11E	12E
中信证券	12.69	9,946	9,856	126	11.5	9.4	11.2	12.5	16.9	1.52	1.37	1.79	1.72	1.61
海通证券	9.45	8,228	1,523	78	23.5	17.1	21.1	20.3	18.8	2.03	1.79	1.75	1.67	1.58
广发证券*	33.38	2,507	92	84	26.6	17.8	20.8	27.9	24.6	6.94	5.11	4.31	2.54	2.38
华泰证券	13.09	5,600	785	73	47.0	16.6	21.4	20.2	19.0	6.49	4.53	2.23	2.07	1.91
招商证券	18.10	3,585	341	65	28.9	17.4	21.2	20.3	19.1	7.39	2.87	2.73	2.55	2.38
光大证券	14.63	3,418	520	50	31.0	17.7	22.7	23.2	21.4	4.02	2.23	2.20	2.13	2.02
长江证券	10.83	2,171	1,106	24	25.9	17.1	18.3	26.4	25.9	3.94	2.58	2.47	2.09	1.97
宏源证券	16.36	1,461	536	24	44.1	20.8	18.3	21.2	19.5	4.80	3.66	3.28	3.05	2.75
国元证券	11.97	1,964	785	24	33.6	22.7	25.4	26.8	25.1	3.68	1.55	1.57	1.53	1.49
东北证券*	20.45	639	194	13	29.0	14.3	24.8	30.8	28.4	5.26	4.28	3.77	2.21	2.07
西南证券	11.87	2,337	240	28	195.2	22.4	34.2	31.7	27.9	8.36	4.83	2.48	2.30	2.13
国金证券	14.36	1,000	268	14	9.5	27.8	32.8	33.1	31.1	3.32	5.54	4.76	4.17	3.68
太平洋证券	10.95	1,503	42	16	-25.5	40.6	80.8	78.1	69.8	11.93	9.22	8.40	7.59	6.84
辽宁成大*	27.64	900	844	25	26.5	18.6	21.8	23.1	20.5	5.02	3.84	3.37	1.92	1.80
吉林敖东*	34.10	573	495	20	22.7	14.3	16.7	17.6	15.6	4.04	3.12	2.69	1.52	1.42
兴业证券	16.99	2,200	263	33	123.4	28.5	47.5	48.4	45.5	8.15	6.50	4.45	4.22	3.99

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	0.75	8.33	9.29	7.08	7.39	7.90	13.2	14.6	16.1	13.8	9.5	5.3	4.3	7.4	6.7	4.7
海通证券	0.40	0.55	0.45	0.47	0.50	4.66	5.28	5.40	5.66	5.97	8.6	10.5	8.3	8.2	8.4	4.4	3.8	3.2	3.1	3.2
广发证券*	1.26	1.87	1.61	1.20	1.36	4.81	6.53	7.74	13.13	14.01	26.1	28.6	20.8	9.1	9.7	5.7	4.5	4.2	3.3	3.6
华泰证券	0.28	0.79	0.61	0.65	0.69	2.02	2.89	5.87	6.34	6.86	13.8	27.3	10.4	10.2	10.1	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	0.64	0.63	0.68	3.64	6.57	6.65	6.86	7.23	13.0	12.6	9.7	9.2	9.4	4.1	4.6	3.7	3.4	3.6
长江证券	0.42	0.63	0.59	0.41	0.42	2.75	4.20	4.39	5.18	5.50	15.2	15.0	13.5	7.9	7.6	3.9	3.9	3.6	2.7	2.6
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	0.45	0.48	3.26	7.73	7.63	7.81	8.02	10.9	6.8	6.2	5.7	5.9	4.4	3.5	3.7	3.4	3.5
东北证券*	0.71	1.43	0.82	0.66	0.72	3.88	4.78	5.42	9.23	9.89	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	0.43	1.42	2.46	4.79	5.16	5.58	4.3	21.5	7.2	7.3	7.6	1.8	6.7	3.5	3.7	4.0
国金证券	1.51	0.52	0.44	0.43	0.46	4.33	2.59	3.02	3.45	3.91	34.9	19.9	14.5	12.6	11.8	10.5	4.7	4.0	3.7	3.8
太平洋证券	(0.43)	0.27	0.14	0.14	0.16	0.92	1.19	1.30	1.44	1.60	-46.8	22.7	10.4	9.7	9.8	-18.5	6.8	3.5	3.6	3.8
辽宁成大*	1.04	1.49	1.27	1.19	1.35	5.51	7.20	8.21	14.36	15.37	18.9	20.7	15.4	8.3	8.8	NA	NA	NA	NA	NA
吉林敖东*	1.50	2.38	2.05	1.94	2.19	8.45	10.91	12.69	22.39	24.04	17.8	21.8	16.1	8.7	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：公司数据、中金公司研究部

图表9: 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	兴业证券
自营业务部分估值(百万元)														
自有可用资金年底规模	64,381	43,888	36,893	31,251	20,695	21,908	11,773	6,867	13,585	6,741	11,254	3,366	2,058	7,968
自营业务税前利润	5,412	1,522	1,500	1,279	866	578	397	300	257	181	191	15	81	318
自营业务净利润	4,059	1,142	1,125	959	658	434	297	225	193	136	144	11	61	239
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%	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%	14.50%
自营业务净利润折现值((1+a)/(a-b)*NI)	44,864	12,621	12,437	10,602	7,271	4,794	3,287	2,491	2,132	1,423	1,507	124	637	2,638
自营业务价值	109,245	56,508	49,330	41,852	27,966	26,703	15,060	9,358	15,717	8,164	12,761	3,490	2,694	10,606
自营业务净率(P/B)	1.49	1.21	1.21	1.18	1.10	1.14	1.23	1.19	1.02	1.06	1.07	1.01	1.24	1.33
自营业务每股价值(元)	10.98	6.87	15.88	7.47	7.80	7.81	6.35	6.40	8.00	9.82	5.49	3.49	1.79	4.82
非自营业务部分估值(百万元)														
非自营业务税前利润	4,494	3,726	3,301	3,579	3,247	2,376	891	1,185	875	526	934	564	200	867
少数股东权益	750	120	0	72	0	75	0	0	0	1	0	0	0	116
非自营业务净利润	2,645	2,697	2,590	2,677	2,541	1,722	675	900	684	415	726	423	150	534
非自营业务价值	52,900	53,944	51,801	53,541	50,815	34,445	13,492	17,993	13,678	8,308	14,512	8,455	3,003	10,682
非自营业务净率(P/E)	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00
非自营业务每股价值(元)	5.32	6.56	16.67	9.56	14.17	10.08	5.69	12.31	6.96	10.00	6.25	8.45	2.00	4.86
部分加总法(sum-of-parts)估值(元)														
总价值	162,145	110,452	101,131	95,393	78,781	61,148	28,553	27,350	29,395	16,473	27,273	11,946	5,697	21,287
每股价值	16.30	13.42	32.55	17.03	21.97	17.89	12.04	18.72	14.97	19.82	11.74	11.94	3.79	9.68
对应市盈率(倍)	16.02	28.77	27.22	26.23	24.63	28.36	29.37	24.31	33.53	29.90	31.38	27.53	27.03	27.55
对应市净率(倍)	2.21	2.37	2.48	2.69	3.09	2.61	2.32	3.49	1.92	2.15	2.28	3.47	2.63	2.40
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

图表10: 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	0.96	0.99	1.02	1.05	1.08	7.33	7.36	7.39	7.42	7.45	13.1	13.4	13.8	14.1	14.5	(6)	(3)	-	3	6
海通证券	2200	0.40	0.43	0.47	0.50	0.53	5.59	5.63	5.66	5.69	5.73	7.2	7.7	8.2	8.8	9.3	(14)	(7)	-	7	14
广发证券*	2200	1.03	1.11	1.20	1.28	1.37	12.96	13.05	13.13	13.22	13.30	7.9	8.5	9.1	9.7	10.3	(14)	(7)	-	7	14
华泰证券	2200	0.54	0.60	0.65	0.70	0.75	6.23	6.28	6.34	6.39	6.44	8.7	9.5	10.2	11.0	11.7	(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	0.67	0.72	6.77	6.82	6.86	6.90	6.95	8.0	8.6	9.2	9.8	10.3	(14)	(7)	-	7	14
长江证券	2200	0.33	0.37	0.41	0.45	0.49	5.10	5.14	5.18	5.22	5.26	6.4	7.2	7.9	8.6	9.3	(20)	(10)	-	10	20
宏源证券	2200	0.64	0.70	0.77	0.84	0.90	5.24	5.30	5.37	5.44	5.50	12.2	13.3	14.3	15.4	16.4	(17)	(9)	-	9	17
国元证券	2200	0.37	0.41	0.45	0.48	0.52	7.74	7.78	7.81	7.85	7.88	4.8	5.3	5.7	6.1	6.6	(16)	(8)	-	8	16
东北证券*	2200	0.52	0.59	0.66	0.74	0.81	9.09	9.16	9.23	9.31	9.38	5.7	6.4	7.2	7.9	8.6	(22)	(11)	-	11	22
西南证券	2200	0.34	0.36	0.37	0.39	0.41	5.12	5.14	5.16	5.18	5.20	6.6	6.9	7.3	7.6	7.9	(10)	(5)	-	5	10
国金证券	2200	0.35	0.39	0.43	0.48	0.52	3.36	3.40	3.45	3.49	3.53	10.3	11.5	12.6	13.7	14.8	(20)	(10)	-	10	20
太平洋证券	2200	0.10	0.12	0.14	0.16	0.18	1.41	1.43	1.44	1.46	1.48	7.4	8.6	9.7	10.8	11.9	(26)	(13)	-	13	26
辽宁成大*	2200	1.05	1.12	1.19	1.27	1.34	14.22	14.29	14.36	14.44	14.51	7.4	7.8	8.3	8.8	9.2	(12)	(6)	-	6	12
吉林敖东*	2200	1.71	1.83	1.94	2.05	2.17	22.16	22.28	22.39	22.51	22.62	7.7	8.2	8.7	9.1	9.6	(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 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	13.3	12.8	12.5	12.1	11.8	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	15.10	15.70	16.30	16.91	17.51	(7)	(4)	-	4	7
海通证券	2200	23.6	21.8	20.3	18.9	17.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	12.09	12.76	13.42	14.09	14.76	(10)	(5)	-	5	10
广发证券*	2200	32.5	30.1	27.9	26.1	24.4	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5	29.15	30.85	32.55	34.25	35.95	(10)	(5)	-	5	10
华泰证券	2200	24.0	21.9	20.2	18.7	17.4	2.1	2.1	2.1	2.0	2.0	14.94	15.99	17.03	18.08	19.13	(12)	(6)	-	6	12
招商证券	2200	23.6	21.8	20.3	19.0	17.8	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5	19.49	20.73	21.97	23.21	24.45	(11)	(6)	-	6	11
光大证券	2200	26.9	24.9	23.2	21.7	20.4	2.2	2.1	2.1	2.1	2.1	15.01	16.45	17.89	19.33	20.77	(16)	(8)	-	8	16
长江证券	2200	33.0	29.3	26.4	24.0	22.0	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	10.42	11.23	12.04	12.85	13.67	(13)	(7)	-	7	13
宏源证券	2200	25.7	23.3	21.2	19.6	18.1	3.1	3.1	3.0	3.0	3.0	16.05	17.38	18.72	20.05	21.39	(14)	(7)	-	7	14
国元证券	2200	32.0	29.2	26.8	24.8	23.1	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	13.52	14.25	14.97	15.69	16.41	(10)	(5)	-	5	10
东北证券*	2200	39.6	34.7	30.8	27.8	25.3	2.3	2.2	2.2	2.2	2.2	16.90	18.36	19.82	21.28	22.74	(15)	(7)	-	7	15
西南证券	2200	35.3	33.4	31.7	30.2	28.8	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	10.98	11.36	11.74	12.12	12.51	(15)	(7)	-	7	15
国金证券	2200	41.5	36.8	33.1	30.1	27.5	4.3	4.2	4.2	4.1	4.1	10.19	11.07	11.94	12.82	13.69	(6)	(3)	-	3	6
太平洋证券	2200	105.6	89.8	78.1	69.1	62.0	7.8	7.7	7.6	7.5	7.4	3.06	3.42	3.79	4.15	4.52	(19)	(10)	-	10	19
辽宁成大*	2200	26.4	24.6	23.1	21.8	20.6	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	23.72	24.89	26.06	27.22	28.39	(9)	(4)	-	4	9
吉林敖东*	2200	19.9	18.7	17.6	16.6	15.7	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	38.55	40.38	42.21	44.04	45.87	(9)	(4)	-	4	9
兴业证券	2200	59.7	53.4	48.4	44.2	40.7	4.3	4.3	4.2	4.2	4.1	8.35	9.01	9.68	10.34	11.00	(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

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	20%	0.83	0.92	1.02	1.11	1.21	7.20	7.29	7.39	7.48	7.57	11.5	12.7	13.8	14.9	15.9	(18)	(9)	-	9	18
海通证券	15%	0.39	0.43	0.47	0.50	0.54	5.58	5.62	5.66	5.70	5.73	7.0	7.6	8.2	8.9	9.4	(16)	(8)	-	8	16
广发证券*	15%	1.02	1.11	1.20	1.28	1.37	12.96	13.05	13.13	13.22	13.31	7.9	8.5	9.1	9.7	10.3	(15)	(7)	-	7	15
华泰证券	15%	0.56	0.61	0.65	0.69	0.74	6.25	6.29	6.34	6.38	6.42	9.0	9.6	10.2	10.9	11.5	(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%	0.57	0.60	0.63	0.66	0.69	6.80	6.83	6.86	6.89	6.92	8.4	8.8	9.2	9.6	9.9	(9)	(4)	-	4	9
长江证券	15%	0.36	0.39	0.41	0.43	0.46	5.13	5.16	5.18	5.20	5.23	7.0	7.5	7.9	8.3	8.8	(12)	(6)	-	6	12
宏源证券	15%	0.70	0.74	0.77	0.80	0.84	5.30	5.34	5.37	5.40	5.44	13.2	13.8	14.3	14.9	15.4	(9)	(4)	-	4	9
国元证券	15%	0.40	0.42	0.45	0.47	0.49	7.77	7.79	7.81	7.83	7.85	5.2	5.5	5.7	6.0	6.2	(10)	(5)	-	5	10
东北证券*	15%	0.56	0.61	0.66	0.71	0.76	9.13	9.18	9.23	9.28	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	6.2	6.7	7.3	7.8	8.3	(16)	(8)	-	8	16
国金证券	15%	0.43	0.43	0.43	0.44	0.44	3.44	3.44	3.45	3.45	3.45	12.4	12.5	12.6	12.7	12.7	(1)	(1)	-	1	1
太平洋证券	15%	0.11	0.12	0.14	0.16	0.17	1.41	1.43	1.44	1.46	1.47	7.8	8.8	9.7	10.7	11.6	(22)	(11)	-	11	22
辽宁成大*	15%	1.05	1.12	1.19	1.27	1.34	11.83	11.89	11.95	12.01	12.07	8.8	9.4	10.0	10.6	11.1	(13)	(6)	-	6	13
吉林敖东*	15%	1.71	1.82	1.94	2.06	2.17	22.16	22.28	22.39	22.51	22.63	7.7	8.2	8.7	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 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%	15.3	13.7	12.5	11.4	10.5	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7	14.04	15.17	16.30	17.43	18.56	(14)	(7)	-	7	14
海通证券	15%	24.1	22.0	20.3	18.7	17.4	1.7	1.7	1.7	1.7	1.6	12.52	12.97	13.42	13.88	14.33	(7)	(3)	-	3	7
广发证券*	15%	32.7	30.1	27.9	26.0	24.4	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5	30.45	31.50	32.55	33.60	34.64	(6)	(3)	-	3	6
华泰证券	15%	23.3	21.6	20.2	18.9	17.8	2.1	2.1	2.1	2.1	2.0	15.97	16.50	17.03	17.56	18.09	(6)	(3)	-	3	6
招商证券	15%	22.0	21.1	20.3	19.5	18.8	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5	21.12	21.55	21.97	22.40	22.83	(4)	(2)	-	2	4
光大证券	15%	25.4	24.3	23.2	22.2	21.3	2.2	2.1	2.1	2.1	2.1	17.22	17.55	17.89	18.23	18.56	(4)	(2)	-	2	4
长江证券	15%	30.0	28.1	26.4	24.9	23.6	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	11.45	11.75	12.04	12.34	12.63	(5)	(2)	-	2	5
宏源证券	15%	23.3	22.2	21.2	20.4	19.5	3.1	3.1	3.0	3.0	3.0	17.90	18.31	18.72	19.13	19.54	(4)	(2)	-	2	4
国元证券	15%	29.7	28.2	26.8	25.6	24.4	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	14.45	14.71	14.97	15.23	15.49	(3)	(2)	-	2	3
东北证券*	15%	36.2	33.3	30.8	28.7	26.9	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	18.69	19.25	19.82	20.39	20.95	(6)	(3)	-	3	6
西南证券	15%	37.7	34.5	31.7	29.4	27.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	11.06	11.40	11.74	12.09	12.43	(6)	(3)	-	3	6
国金证券	15%	33.5	33.3	33.1	32.9	32.7	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	11.87	11.91	11.94	11.98	12.01	(1)	(0)	-	0	1
太平洋证券	15%	99.8	87.6	78.1	70.4	64.2	7.8	7.7	7.6	7.5	7.4	3.52	3.65	3.79	3.93	4.06	(7)	(4)	-	4	7
辽宁成大*	15%	26.4	24.7	23.1	21.8	20.6	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	24.62	25.34	26.06	26.78	27.50	(6)	(3)	-	3	6
吉林敖东*	15%	20.0	18.7	17.6	16.6	15.7	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	39.96	41.08	42.21	43.34	44.46	(5)	(3)	-	3	5
兴业证券	15%	55.0	51.5	48.4	45.6	43.2	4.3	4.2	4.2	4.2	4.2	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：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/或机构投资者提供。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