



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8月21日

证券

研究部

王松柏

分析员, SAC 执业证书编号:

S0080511030003

wangsb@cicc.com.cn

融资融券相关法律法规点评

行业长期利好、短期内或有阶段性机会

事件:

中国证监会于 2011 年 8 月 19 日就《关于修改<证券公司融资融券业务试点管理办法>的决定(草案)》和《转融通业务监督管理试行办法(草案)》公开征求意见。

评论:

- **融资融券业务有望年内转常规化, 准入条件大幅降低。**《关于修改<证券公司融资融券业务试点管理办法>的决定(草案)》公开征求意见截止日期为 2011 年 9 月 4 日, 且删除了证券公司申请融资融券净资本应当在 12 亿元以上的规定, 证券公司只需达到常规监管标准即可。
- **转融通制度的推出将晚于融资融券业务转常规化, 转融通初期规模将较为有限, 大型证券公司转融通授信额度将远远高于中小型证券公司。**转融通制度的推出需要设立证券金融公司、完善相关法律法规等一系列举措, 因此我们仍维持转融通制度的推出可能要到明年上半年的判断。《转融通业务监督管理试行办法(草案)》中规定, 证券金融公司的注册资本不少于 60 亿元。按照证券金融公司注册资本 60 亿元、借入 30 亿元 5 年期以上次级债的假设, 转融通初期最大规模将达到 900 亿元, 远远达不到证券行业的需求。
- **融资融券转常规化以及融资融券标的扩大之后融资融券规模可能出现一定增长。**在目前的制度框架下, 证券公司开展融资融券业务只能使用自有资金。由于融券业务有可能产生亏损导致证券公司以融资业务为主, 这意味着融资融券规模大幅增长将需要标的股票持续上涨或者投资者门槛降低。在融资融券常规化以及融资融券标的扩大之后, 标的股票可选范围更大, 融资融券规模可能出现一定增长。
- **证券公司在转融通制度推出初期将在充分使用自有资金之后通过证券金融公司开展转融通业务。**

估值与建议:

行业长期利好、短期内或有阶段性机会, 维持首推中信证券、次推海通证券和光大证券。2011 年 7 月 8 日中国证监会发布的《证券公司直接投资业务监管指引》意味着证券公司的直接投资业务已经可以募集客户资金, 再加上本次融资融券相关法律法规公开征求意见已经明确表明证券行业创新将会持续推进, 这为证券公司长期盈利能力提升奠定了基础。从目前已经披露中报的情况看, 大型证券公司的市场份额和经纪业务净手续费率相比中小型证券公司有明显优势, 例如中信证券在市场份额提升的同时净手续费率环比已经小幅上升, 符合我们之前做出大型证券公司和中小型证券公司经纪业务将分化的判断。

综上所述, 短期内制约大型证券公司表现的经纪业务净手续费率已经大大缓解, 而本次融资融券相关法律法规公开征求意见使得融资融券业务推出预期基本明确, 短期内大型证券公司或有阶段性机会, 维持首推中信证券、次推海通证券和光大证券。

风险提示:

高度依赖经纪业务和自营业务的现有盈利模式导致证券公司业绩对股票市场涨跌较为敏感, 股票市场的持续下跌将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。

行业近况

中国证监会于2011年8月19日就《关于修改〈证券公司融资融券业务试点管理办法〉的决定（草案）》和《转融通业务监督管理试行办法（草案）》公开征求意见。

简评

融资融券业务有望年内转常规化，准入条件大幅降低。

- ▶ **融资融券业务最快有望于10月前后转常规化。**《关于修改〈证券公司融资融券业务试点管理办法〉的决定（草案）》公开征求意见时间截至日期为2011年9月4日。
- ▶ **绝大多数证券公司将可以申请融资融券业务。**《关于修改〈证券公司融资融券业务试点管理办法〉的决定（草案）》中删除了证券公司申请融资融券净资本应当在12亿元以上的规定，证券公司只需达到常规监管标准即可。

转融通制度的推出将晚于融资融券业务转常规化，转融通初期规模将较为有限，大型证券公司转融通授信额度将远远高于中小型企业证券公司。

- ▶ **转融通制度的推出需要设立证券金融公司、完善相关法律法规等一系列举措。**《转融通业务监督管理试行办法（草案）》中规定证券金融公司根据国务院的决定设立，而之后还需要中国证监会审批、完善法律法规、相关各方进行测试等一系列举措，因此我们仍维持转融通制度的推出可能要到明年上半年的判断。
- ▶ **转融通初期最大规模将不超过1000亿元。**
 - **转融通最大规模最高能达到证券金融公司净资本的10倍。**《转融通业务监督管理试行办法（草案）》中规定，证券金融公司净资本与各项风险资本准备之和的比例不得低于100%，净资本和风险资本的计算参照证券公司有关规定执行；因此根据《关于证券公司风险资本准备计算标准的规定》，融资融券业务按照融资融券规模10%计算风险准备。
 - **证券金融公司净资本理论上限可以达到注册资本的150%。**《转融通业务监督管理试行办法（草案）》中规定，证券金融公司发行次级债参照证券公司有关规定计入净资本；而根据《证券公司借入次级债务规定》，长期次级债务计入净资本的数额不得超过净资本的50%。
 - **按照证券金融公司注册资本60亿元测算，转融通初期最大规模将达到900亿元。**《转融通业务监督管理试行办法（草案）》中规定，证券金融公司的注册资本不少于60亿元。按照证券金融公司注册资本60亿元、借入30亿元5年期以上次级债的假设，转融通初期最大规模将达到900亿元。而2011年上半年证券行业净资产和净资本分别高达5809亿元和4357亿元。

- **转融通初期最大规模远远无法达到证券行业潜在的转融通需求。**保守假设证券公司净资本的一半用于融资融券业务，以2011年上半年行业4357亿元净资产的50%计算，证券行业的融资融券需求将超过2万亿。

- ▶ **大型证券公司转融通授信额度将远远高于中小型企业证券公司。**《转融通业务监督管理试行办法（草案）》中规定，证券金融公司应当评估证券公司信用状况并以此来确定和调整证券公司授信额度。中信证券母公司净资产和净资本分别高达584亿元和386亿元，占证券行业的10.1%和8.9%，预计获得的授信额度市场份额将与净资产和净资本规模相匹配。

融资融券转常规化以及融资融券标的扩大之后融资融券规模可能出现一定增长。

- ▶ 在目前的制度框架下，证券公司开展融资融券业务只能使用自有资金。由于融券业务有可能产生亏损导致证券公司以融资业务为主，这意味着融资融券规模大幅增长将需要标的股票持续上涨或者投资者门槛降低。在融资融券常规化以及融资融券标的扩大之后，标的股票可选范围更大，融资融券规模可能出现一定增长。

证券公司在转融通制度推出初期将在充分使用自有资金之后通过证券金融公司开展转融通业务。

- ▶ 由于通过证券金融公司融入证券和资金需要支付相关成本，这使得证券公司开展转融通业务带有机会成本。
- ▶ 由于证券公司自有资金使用效率较低且不存在显性资金成本，我们预计证券公司在完全用完自有资金之前将不倾向于大力开展转融通业务。

估值与建议

行业长期利好、短期内或有阶段性机会，维持首推中信证券、次推海通证券和光大证券。2011年7月8日中国证监会发布的《证券公司直接投资业务监管指引》意味着证券公司的直接投资业务已经可以募集客户资金，再加上本次融资融券相关法律法规公开征求意见已经明确表明证券行业创新将会持续推进，这为证券公司长期盈利能力提升奠定了基础。

从目前已经披露中报的情况看，大型证券公司的市场份额和经纪业务净手续费率相比中小型企业证券公司有明显优势，例如中信证券在市场份额提升的同时净手续费率环比已经小幅上升，符合我们之前做出大型证券公司 and 中小型企业证券公司经纪业务将分化的判断。

综上所述，短期内制约大型证券公司表现的经纪业务净手续费率已经大大缓解，而本次融资融券相关法律法规公开征求意见使得融资融券业务推出预期基本明确，短期内大型证券公司或有阶段性机会，维持首推中信证券、次推海通证券和光大证券。

图表 1: 相关法规及规定

法规名称	相关规定	
	原规定	现规定
关于修改《证券公司融资融券业务试点管理办法》的决定（草案）	财务状况良好，最近两年各项风险控制指标持续符合规定，最近6个月净资本均在12亿元以上。	财务状况良好，最近两年各项风险控制指标持续符合规定，注册资本和净资本符合增加融资融券业务后的规定。
	证券公司申请融资融券业务试点，应经营证券经纪业务已满3年，且已被中国证券业协会评审为创新试点类证券公司。	证券公司申请融资融券业务资格，应经营证券经纪业务已满3年。
《关于证券公司风险资本准备计算标准的规定》	证券公司经营融资融券业务的，应当分别按对客户融资业务规模、融券业务规模的10%计算融资融券业务风险资本准备。	
《转融通业务监督管理试行办法（草案）》	证券金融公司净资本与各项风险资本准备之和的比例不得低于 100% ； 证券金融公司组织形式为股份有限公司，注册资本不少于人民币 60亿元 ； 证券金融公司向证券公司转融通的期限不得超过 6个月 ； 货币资金占应收取保证金的比例不得低于 15% ； 对单一证券公司转融通的余额，不得超过证券金融公司净资本的 50% ； 融出的每种证券余额不得超过该证券可流通市值的 5% ； 充抵保证金的每种证券余额不得超过该证券总市值的 10% ；	
《证券公司借入次级债务规定》	长期次级债务计入净资本的数额不得超过净资本（不含长期次级债务累计计入净资本的数额）的 50% 。 长期次级债务可以按一定比例计入净资本，到期期限在5、4、3、2、1年以上的，原则上分别按 100%、90%、70%、50%、20% 比例计入净资本。	

资料来源：中国证监会，中金公司研究部

图表 2: 可比公司估值

公司名称	股价 (元)	总股本 (百万股)	流通股 (百万)	总市值 (十亿)	市盈率					市净率				
					08A	09A	10A	11E	12E	08A	09A	10A	11E	12E
中信证券	12.01	9,946	9,856	119	10.9	8.9	10.6	10.9	17.1	1.44	1.29	1.70	1.61	1.51
海通证券	7.92	8,228	1,523	65	19.7	14.3	17.7	17.0	15.8	1.70	1.50	1.47	1.40	1.33
华泰证券	10.18	5,600	785	57	36.6	12.9	16.6	19.2	15.7	5.05	3.52	1.73	1.64	1.51
广发证券*	30.81	2,507	92	77	24.5	16.5	19.2	26.5	23.3	6.41	4.72	3.98	2.35	2.21
招商证券	11.99	3,585	341	43	19.1	11.4	13.3	16.1	15.9	4.90	1.90	1.79	2.12	1.99
光大证券	11.07	3,418	520	38	23.5	13.4	17.2	17.5	16.2	3.04	1.68	1.67	1.61	1.53
国元证券	9.78	1,964	785	19	27.5	18.5	20.8	23.5	20.7	3.00	1.27	1.28	1.26	1.22
长江证券	8.61	2,171	1,106	19	20.6	13.6	14.6	23.1	20.8	3.13	2.05	1.96	1.67	1.58
宏源证券	14.31	1,461	536	21	38.6	18.2	16.0	18.8	17.4	4.20	3.20	2.86	2.67	2.42
西南证券	11.39	2,337	240	27	187.3	21.5	32.9	29.2	26.4	8.03	4.64	2.38	2.20	2.03
兴业证券	14.72	2,200	263	32	107.0	24.7	41.1	39.5	37.1	7.06	5.63	3.86	3.64	3.43
东北证券*	18.42	639	194	12	26.1	12.9	22.3	40.2	32.9	4.74	3.85	3.40	2.04	1.93
国金证券	12.02	1,000	268	12	7.9	23.3	27.4	27.7	26.0	2.78	4.64	3.98	3.49	3.08
太平洋证券	7.72	1,503	42	12	-18.0	28.6	57.0	58.5	55.0	8.41	6.50	5.92	5.38	4.90
辽宁成大*	15.54	900	844	14	14.9	10.4	12.3	13.3	11.8	2.82	2.16	1.89	1.08	1.02
吉林敖东*	27.99	573	495	16	18.6	11.7	13.7	14.7	13.1	3.31	2.56	2.21	1.25	1.17

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	10A	11E	12E	08A	09A	10A	11E	12E	08A	09A	10A	11E	12E	08A	09A	10A	11E	12E
中信证券	1.10	1.35	1.14	1.10	0.70	8.33	9.29	7.08	7.47	7.98	13.2	14.6	16.1	14.8	8.8	5.3	4.3	7.4	7.2	4.4
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
华泰证券	0.28	0.79	0.61	0.53	0.65	2.02	2.89	5.87	6.22	6.73	13.8	27.3	10.4	8.5	9.6	2.4	3.8	3.0	2.7	3.2
广发证券*	1.26	1.87	1.61	1.16	1.32	4.81	6.53	7.74	13.10	13.96	26.1	28.6	20.8	8.9	9.5	5.7	4.5	4.2	3.2	3.5
招商证券	0.63	1.05	0.90	0.74	0.75	2.45	6.30	6.69	5.65	6.03	25.6	16.7	13.5	13.1	12.5	4.4	4.1	3.4	3.9	3.8
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
国元证券	0.36	0.53	0.47	0.42	0.47	3.26	7.73	7.63	7.78	8.01	10.9	6.8	6.2	5.4	5.9	4.4	3.5	3.7	3.2	3.5
长江证券	0.42	0.63	0.59	0.37	0.41	2.75	4.20	4.39	5.14	5.46	15.2	15.0	13.5	7.3	7.6	3.9	3.9	3.6	2.3	2.5
宏源证券	0.37	0.79	0.89	0.76	0.82	3.41	4.48	5.00	5.36	5.92	10.9	17.6	17.9	14.2	13.9	3.5	4.0	4.9	4.2	4.4
西南证券	0.06	0.53	0.35	0.39	0.43	1.42	2.46	4.79	5.17	5.60	4.3	21.5	7.2	7.5	7.7	1.8	6.7	3.5	3.8	4.0
兴业证券	0.14	0.60	0.36	0.37	0.40	2.08	2.61	3.82	4.05	4.30	6.6	22.8	9.4	9.2	9.2	2.0	4.6	2.6	2.6	2.7
东北证券*	0.71	1.43	0.82	0.46	0.56	3.88	4.78	5.42	9.03	9.54	18.2	29.9	15.2	5.1	5.9	4.5	4.9	2.7	1.6	1.9
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	0.13	0.14	0.92	1.19	1.30	1.43	1.58	-46.8	22.7	10.4	9.2	8.9	-18.5	6.8	3.5	3.4	3.5
辽宁成大*	1.04	1.49	1.27	1.17	1.32	5.51	7.20	8.21	14.34	15.31	18.9	20.7	15.4	8.1	8.6	NA	NA	NA	NA	NA
吉林敖东*	1.50	2.38	2.05	1.90	2.14	8.45	10.91	12.69	22.35	23.95	17.8	21.8	16.1	8.5	8.9	NA	NA	NA	NA	NA

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3：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	1.04	1.07	1.10	1.13	1.16	7.41	7.44	7.47	7.50	7.53	14.1	14.4	14.8	15.1	15.5	(5)	(3)	-	3	5
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
华泰证券	2200	0.42	0.48	0.53	0.58	0.63	6.11	6.16	6.22	6.27	6.32	6.9	7.7	8.5	9.3	10.0	(20)	(10)	-	10	20
广发证券*	2200	1.00	1.08	1.16	1.24	1.33	12.94	13.02	13.10	13.18	13.26	7.8	8.3	8.9	9.4	10.0	(14)	(7)	-	7	14
招商证券	2200	0.65	0.70	0.74	0.79	0.84	5.55	5.60	5.65	5.69	5.74	11.7	12.4	13.1	13.9	14.6	(13)	(6)	-	6	13
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
国元证券	2200	0.35	0.38	0.42	0.45	0.48	7.72	7.75	7.78	7.81	7.85	4.6	5.0	5.4	5.8	6.1	(16)	(8)	-	8	16
长江证券	2200	0.29	0.33	0.37	0.42	0.46	5.06	5.10	5.14	5.19	5.23	5.7	6.5	7.3	8.0	8.8	(23)	(11)	-	11	23
宏源证券	2200	0.64	0.70	0.76	0.83	0.89	5.24	5.30	5.36	5.43	5.49	12.1	13.2	14.2	15.2	16.2	(17)	(8)	-	8	17
西南证券	2200	0.35	0.37	0.39	0.41	0.43	5.13	5.15	5.17	5.19	5.21	6.8	7.2	7.5	7.9	8.2	(10)	(5)	-	5	10
兴业证券	2200	0.31	0.34	0.37	0.41	0.44	3.98	4.02	4.05	4.08	4.12	7.7	8.4	9.2	9.9	10.7	(18)	(9)	-	9	18
东北证券*	2200	0.32	0.39	0.46	0.53	0.59	8.89	8.96	9.03	9.10	9.16	3.6	4.4	5.1	5.8	6.5	(30)	(15)	-	15	30
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	0.13	0.15	0.17	1.40	1.42	1.43	1.45	1.47	7.0	8.1	9.2	10.2	11.3	(25)	(13)	-	13	25
辽宁成大*	2200	1.03	1.10	1.17	1.24	1.31	14.20	14.27	14.34	14.41	14.47	7.2	7.7	8.1	8.6	9.0	(12)	(6)	-	6	12
吉林敖东*	2200	1.68	1.79	1.90	2.01	2.11	22.13	22.24	22.35	22.46	22.57	7.6	8.0	8.5	8.9	9.4	(11)	(6)	-	6	11
广发证券、东北证券为假设再融资之后																					
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	11.5	11.2	10.9	10.6	10.3	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	14.20	14.80	15.40	16.00	16.60	(8)	(4)	-	4	8
海通证券	2200	19.8	18.3	17.0	15.8	14.8	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	11.33	12.00	12.67	13.34	14.01	(11)	(5)	-	5	11
华泰证券	2200	24.0	21.4	19.2	17.5	16.1	1.7	1.7	1.6	1.6	1.6	14.11	15.16	16.21	17.26	18.31	(13)	(6)	-	6	13
广发证券*	2200	30.7	28.4	26.5	24.8	23.3	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	26.45	28.06	29.67	31.28	32.89	(11)	(5)	-	5	11
招商证券	2200	18.5	17.2	16.1	15.2	14.3	2.2	2.1	2.1	2.1	2.1	13.65	14.59	15.52	16.46	17.40	(12)	(6)	-	6	12
光大证券	2200	20.3	18.8	17.5	16.4	15.4	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	14.53	15.97	17.41	18.85	20.29	(17)	(8)	-	8	17
国元证券	2200	27.8	25.4	23.5	21.8	20.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.2	13.97	14.62	15.27	15.91	16.56	(8)	(4)	-	4	8
长江证券	2200	29.9	26.0	23.1	20.7	18.8	1.7	1.7	1.7	1.7	1.6	9.42	10.27	11.12	11.98	12.83	(15)	(8)	-	8	15
宏源证券	2200	22.5	20.5	18.8	17.3	16.1	2.7	2.7	2.7	2.6	2.6	13.61	14.88	16.16	17.43	18.70	(16)	(8)	-	8	16
西南证券	2200	32.4	30.7	29.2	27.9	26.6	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	9.09	9.47	9.85	10.23	10.62	(15)	(7)	-	7	15
兴业证券	2200	48.1	43.4	39.5	36.3	33.5	3.7	3.7	3.6	3.6	3.6	8.13	8.80	9.46	10.13	10.79	(14)	(7)	-	7	14
东北证券*	2200	57.0	47.1	40.2	35.0	31.0	2.1	2.1	2.0	2.0	2.0	13.15	14.50	15.86	17.21	18.56	(17)	(9)	-	9	17
国金证券	2200	34.7	30.8	27.7	25.2	23.1	3.6	3.5	3.5	3.4	3.4	10.09	10.97	11.84	12.72	13.60	(8)	(4)	-	4	8
太平洋证券	2200	78.4	67.0	58.5	52.0	46.7	5.5	5.4	5.4	5.3	5.3	3.02	3.35	3.69	4.02	4.36	(18)	(9)	-	9	18
辽宁成大*	2200	15.1	14.2	13.3	12.6	11.9	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	21.87	22.97	24.08	25.19	26.29	(9)	(5)	-	5	9
吉林敖东*	2200	16.6	15.6	14.7	14.0	13.2	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2	35.65	37.38	39.11	40.85	42.58	(9)	(4)	-	4	9

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表4：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%	0.93	1.02	1.10	1.19	1.28	7.30	7.39	7.47	7.56	7.65	12.7	13.8	14.8	15.8	16.7	(16)	(8)	-	8	16	
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	
华泰证券	0%	0.44	0.49	0.53	0.57	0.62	6.13	6.17	6.22	6.26	6.30	7.2	7.9	8.5	9.1	9.8	(16)	(8)	-	8	16	
广发证券*	15%	0.99	1.08	1.16	1.25	1.34	12.93	13.01	13.10	13.19	13.27	7.7	8.3	8.9	9.5	10.1	(15)	(7)	-	7	15	
招商证券	15%	0.65	0.69	0.74	0.79	0.84	5.55	5.60	5.65	5.70	5.74	11.6	12.4	13.1	13.9	14.6	(13)	(6)	-	6	13	
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	
国元证券	5%	0.37	0.40	0.42	0.44	0.46	7.74	7.76	7.78	7.80	7.83	4.8	5.1	5.4	5.6	5.9	(10)	(5)	-	5	10	
长江证券	5%	0.32	0.35	0.37	0.40	0.42	5.09	5.12	5.14	5.17	5.19	6.4	6.8	7.3	7.7	8.1	(13)	(7)	-	7	13	
宏源证券	25%	0.69	0.73	0.76	0.80	0.83	5.30	5.33	5.36	5.40	5.43	13.1	13.7	14.2	14.8	15.3	(9)	(4)	-	4	9	
东北证券*	5%	0.36	0.41	0.46	0.51	0.56	8.93	8.98	9.03	9.08	9.13	4.0	4.6	5.1	5.6	6.1	(21)	(11)	-	11	21	
西南证券	15%	0.28	0.34	0.39	0.44	0.50	5.07	5.12	5.17	5.23	5.28	5.6	6.6	7.5	8.5	9.4	(27)	(14)	-	14	27	
兴业证券	15%	0.33	0.35	0.37	0.39	0.41	4.01	4.03	4.05	4.07	4.09	8.2	8.7	9.2	9.7	10.1	(11)	(6)	-	6	11	
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%	0.12	0.13	0.13	0.14	0.14	1.42	1.43	1.43	1.44	1.45	8.4	8.8	9.2	9.6	10.0	(9)	(5)	-	5	9	
辽宁成大*	15%	1.02	1.09	1.17	1.24	1.32	11.81	11.87	11.93	11.99	12.05	8.6	9.2	9.8	10.4	10.9	(13)	(6)	-	6	13	
吉林敖东*	15%	1.66	1.78	1.90	2.01	2.13	22.12	22.23	22.35	22.47	22.58	7.5	8.0	8.5	9.0	9.4	(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	15%	12.9	11.8	10.9	10.1	9.4	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	15.23	15.34	15.44	15.55	15.65	(1)	(1)	-	1	1	
海通证券	15%	20.2	18.5	17.0	15.7	14.6	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	12.60	12.65	12.70	12.76	12.81	(1)	(0)	-	0	1	
华泰证券	0%	23.0	21.0	19.2	17.8	16.5	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6	16.13	16.17	16.21	16.26	16.30	(1)	(0)	-	0	1	
广发证券*	15%	31.1	28.6	26.5	24.6	23.0	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	29.50	29.58	29.67	29.76	29.85	(1)	(0)	-	0	1	
招商证券	15%	18.6	17.3	16.1	15.2	14.3	2.2	2.1	2.1	2.1	2.1	15.43	15.48	15.52	15.57	15.62	(1)	(0)	-	0	1	
光大证券	15%	19.3	18.4	17.5	16.8	16.1	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	17.35	17.38	17.41	17.44	17.47	(0)	(0)	-	0	0	
国元证券	5%	26.2	24.7	23.5	22.3	21.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.2	15.22	15.24	15.27	15.29	15.31	(0)	(0)	-	0	0	
长江证券	5%	26.5	24.7	23.1	21.6	20.4	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	11.07	11.10	11.12	11.15	11.17	(0)	(0)	-	0	0	
宏源证券	25%	20.6	19.6	18.8	18.0	17.2	2.7	2.7	2.7	2.7	2.6	16.09	16.12	16.16	16.19	16.22	(0)	(0)	-	0	0	
东北证券*	5%	51.0	44.9	40.2	36.3	33.1	2.1	2.1	2.0	2.0	2.0	15.76	15.81	15.86	15.90	15.95	(1)	(0)	-	0	1	
西南证券	15%	40.3	33.9	29.2	25.7	22.9	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	9.75	9.80	9.85	9.91	9.96	(1)	(1)	-	1	1	
兴业证券	15%	44.6	41.9	39.5	37.4	35.5	3.7	3.7	3.6	3.6	3.6	9.42	9.44	9.46	9.48	9.50	(0)	(0)	-	0	0	
国金证券	15%	28.1	27.9	27.7	27.5	27.3	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	11.84	11.84	11.84	11.85	11.85	(0)	(0)	-	0	0	
太平洋证券	15%	64.6	61.4	58.5	55.9	53.5	5.4	5.4	5.4	5.4	5.3	3.68	3.68	3.69	3.69	3.70	(0)	(0)	-	0	0	
辽宁成大*	15%	15.3	14.2	13.3	12.5	11.8	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	23.96	24.02	24.08	24.14	24.20	(0)	(0)	-	0	0	
吉林敖东*	15%	16.8	15.7	14.7	13.9	13.1	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2	38.93	39.02	39.11	39.21	39.30	(0)	(0)	-	0	0	
广发证券、东北证券为假设再融资之后																						

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

北京市建国门外大街甲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

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路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

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

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

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



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