



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 12 月 19 日

证券

研究部

王松柏¹

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

弃“小”就“大”

行业持续分化背景下投资策略

投资亮点：

经纪业务收入占比不断下降导致证券股弹性持续降低，中小型证券公司高弹性投资逻辑难以为继，创新业务前景成为主要投资逻辑。我们建议关注防御性明显、创新业务前景确定的大型证券公司，维持首推中信证券、次推海通证券和光大证券的投资组合。

理由：

经纪业务收入占比不断下降导致证券股对股票市场波动的弹性持续降低，中小型证券公司高弹性投资逻辑难以为继。证券业经纪业务收入占比已经从2008年的68%下降至2010年的55%，我们判断2011年这一比例将进一步下降至51%。中小型证券公司对经纪业务的依赖度显著高于大型证券公司且面临净手续费率和市场份额的双重压力，未来高弹性的投资逻辑不再成立。

在短期内杠杆率难以明显提升的情况下，通过创新业务提升自营业务盈利能力成为主要选择，大型证券公司受益程度最大。由于证券公司的负债成本（同业拆借、债券回购和发行债券）相比投资收益（债券税后收益率与负债成本接近、融资融券、股票回购和直接投资仅限于使用自有资金）难以形成利差，证券公司短期内无法通过杠杆化提升盈利能力。大型证券公司依托评级高、资本多的优势将成为创新业务的主要受益者，创新业务将使自营业务收益率提升幅度高于中小型证券公司。

大型证券公司防御性和创新业务前景均明显好于中小型证券公司。在2012年日均股票交易额1500亿元、非自营业务和创新业务市盈率分别为10倍和20倍的悲观假设下，大型证券公司已经处于估值底部，中小型证券公司与估值底部尚有较大差距。中信证券148%的创新业务增速显著超过上市证券公司平均不到100%的水平。

估值与建议：

中信证券传统业务一直稳居前三名，经纪业务净手续费率较低且市场份额有望逐步提升。加上其直接投资业务已经进入稳定贡献期，而融资融券业务依托中信金通和中信万通获得融资融券资格将会获得超过同业的增长，股票回购业务也首批试点，中信证券创新业务增长显著高于同业，维持“推荐”评级。

在经纪业务领域，海通证券和光大证券经纪业务均处于第二集团，但海通证券净手续费率高于同业导致其短期压力较大。海通证券和光大证券在业内第二批开展直接投资业务且有望逐步进入稳定贡献期；作为股票回购业务首批3家试点的证券公司之一，海通证券创新业务增长有望借此高于同业。在H股成功上市之前，海通证券有望获得相对收益，但极为分散的股权结构将导致公司相当长时间内相对其他大型证券公司有估值折价，维持“审慎推荐”；光大证券自营业务表现始终弱于同业，在股票市场调整过程中公司的业绩稳定性将低于其他大型证券公司，维持“审慎推荐”。

风险：

股票市场继续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；创新业务的推出速度和效果可能受到股票市场下跌的影响而低于预期。

¹ 报告贡献人：刘潇(liuxiao@cicc.com.cn)

目录

证券业持续分化导致证券公司投资逻辑显著变化	3
经纪业务收入占比不断下降导致证券股对股票市场波动的弹性持续降低	3
经纪业务分化导致中小型证券公司高弹性的投资逻辑难以为继	4
创新业务将抵消传统业务弹性降低对大型证券公司估值的负面影响	5
证券公司短期内难以通过杠杆化提升盈利能力	6
跨行业比较和国际比较显示证券业杠杆率始终处于低水平	6
缺乏稳定利差是证券业杠杆率难以提升的根本原因	7
短期内转融通和股票回购对杠杆率的提升也极为有限	8
创新业务是证券公司短期内提升盈利能力的主要手段	9
远高于监管要求的净资本率反映了证券业自有资金使用效率不高的现状	9
非自营业务轻资产的特征导致证券公司大部分自有资本配置于自营业务	9
创新业务是证券公司短期内提升自营业务盈利能力的主要手段	10
2012 年创新业务对大型证券公司的贡献远高于中小型	11
部分大型证券公司直接投资业务已经产生贡献	11
中信证券和华泰证券是融资融券业务推进的最大受益者	11
中信证券和海通证券将受益于股票回购业务	12
首选经纪业务收入占比低、创新业务前景确定的大型证券公司	13
大型证券公司相比中小型具有明显的防御性	13
创新业务是区分证券公司未来增速的主要方向	13
维持首推中信证券、次推海通证券和光大证券的投资组合	14

图表

图表 1: 证券业营业收入构成	3
图表 2: 2011 年前 3 季度上市证券公司营业收入构成	3
图表 3: 2011 年第 3 季度上市证券公司经纪业务手续费率	4
图表 4: 2011 年第 3 季度上市证券公司经纪业务市场份额	4
图表 5: 上市证券公司评级以及创新业务开展情况	5
图表 6: 上市证券公司 2011 年 3 季度净资产	5
图表 7: 证券业与银行业、保险业杠杆率比较	6
图表 8: 国际证券公司杠杆率比较	6
图表 9: 证券公司负债成本	7
图表 10: 债券税后收益率	7
图表 11: 转融通主要规定	8
图表 12: 2011 年上半年上市证券公司净资本率	9
图表 13: 2010 年上市证券公司净资产配置比例	9
图表 14: 2010 年上市证券公司自营业务 ROE	10
图表 15: 上市证券公司直投业务概况	11
图表 16: 2012 年上市证券公司融资融券净利润占比	12
图表 17: 上市证券公司估值底部测算	13
图表 18: 上市证券公司传统业务盈利预测	14
图表 19: 上市证券公司创新业务盈利预测	14
图表 20: 上市证券公司公允价值测算	15
图表 21: 可比公司估值	15
图表 22: 经纪业务敏感性	16
图表 23: 融资融券业务敏感性	16

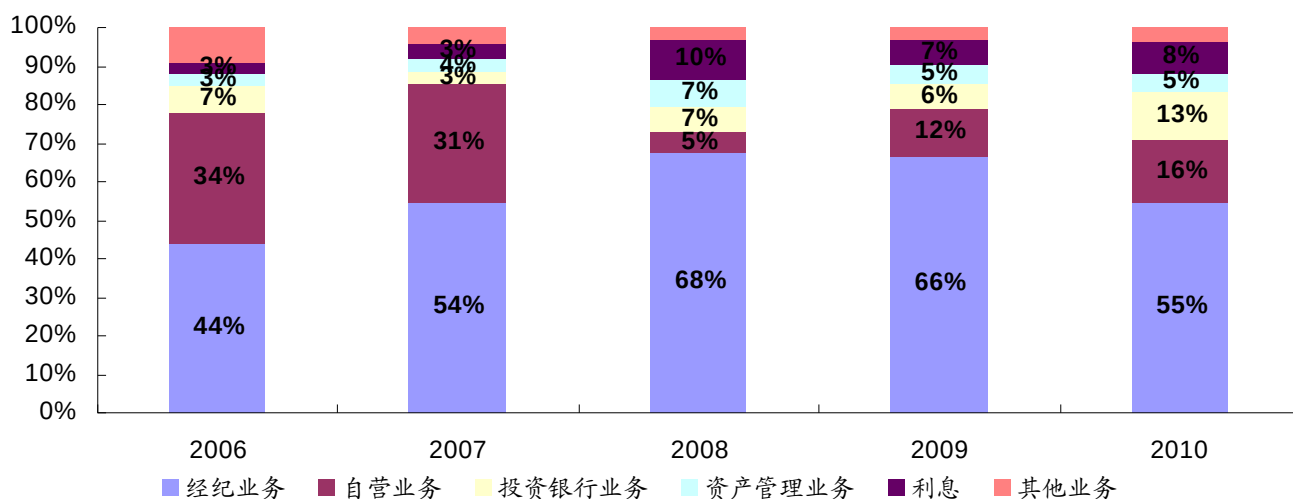
证券业持续分化导致证券公司投资逻辑显著变化

经纪业务收入占比不断下降导致证券股对股票市场波动的弹性持续降低

过去 3 年中经纪业务收入占比下降了 13 个百分点。尽管经纪业务仍为证券公司最主要的收入来源，但经纪业务收入占比已经从 2008 年的 68% 下降至 2010 年的 55%。我们判断经纪业务收入占比下降的趋势在未来仍将持续，2011 年这一比例将进一步下降至 51%。作为股票市场波动弹性的最主要来源，经纪业务收入占比的持续下降导致证券股对股票市场弹性持续降低。

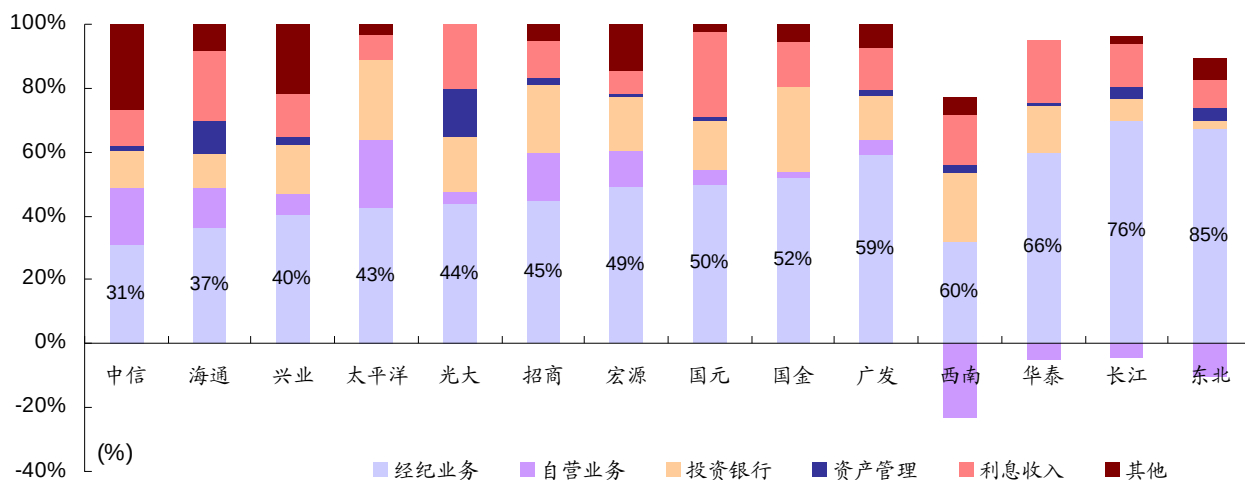
部分大型证券公司对经纪业务的依赖度已经显著低于行业平均水平。截至 2011 年前 3 季度，中信证券和海通证券的经纪业务占比分别为 31% 和 37%，其他上市证券公司的经纪业务收入占比普遍在 45% 以上，而同期行业平均水平仍在 55% 左右。

图表 1：证券业营业收入构成



资料来源：中国证券业协会，中金公司研究部

图表 2：2011 年前 3 季度上市证券公司营业收入构成



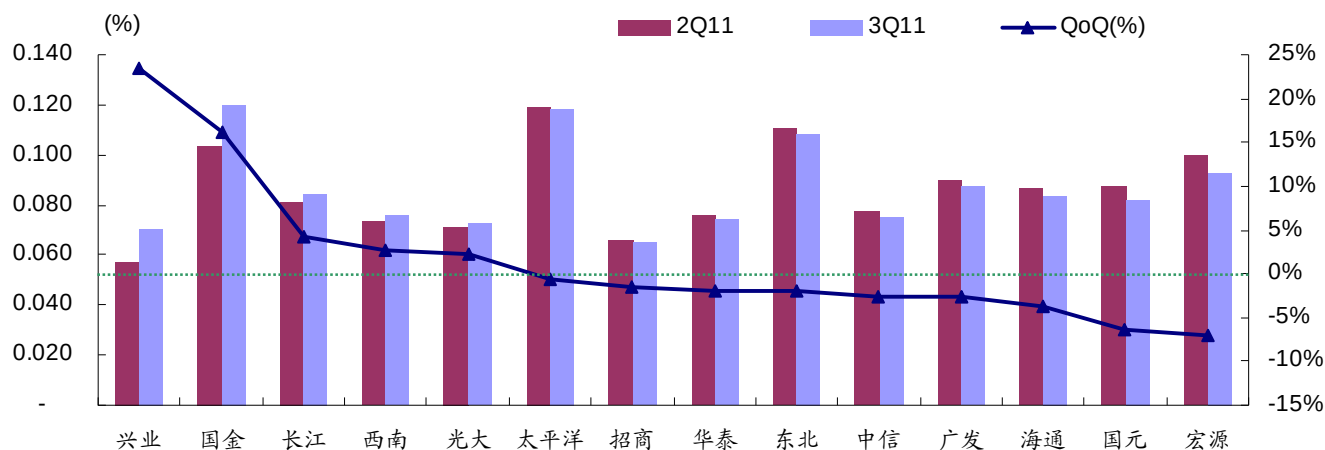
资料来源：公司数据，中金公司研究部

经纪业务分化导致中小型证券公司高弹性的投资逻辑难以为继

中小型证券公司面临净手续费率和市场份额的双重压力。尽管中小型证券公司的经纪业务收入占比仍普遍较高，但净手续费率也普遍高于行业平均水平，其净手续费率的压力高于净手续费率普遍低于行业平均水平的大型证券公司。与此同时，大型证券公司普遍有新设营业网点的优势，有望通过挤压中小型证券公司的市场份额来实现市场份额的小幅增长。

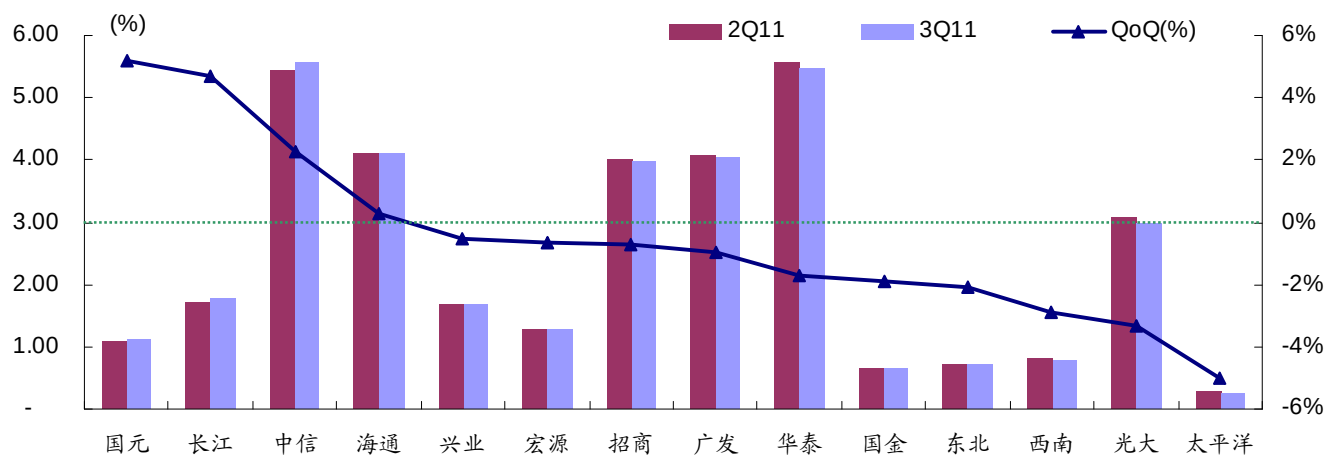
中小型证券公司倚重的股票投资也难以再现当年辉煌。目前股票市场走势仍面临较大的不确定性，导致中小型证券公司难以在股票投资上取得明显超额收益；股票市场一旦下跌，将给倚重股票投资的中小型证券公司收入带来极大不确定性。

图表 3: 2011 年第 3 季度上市证券公司经纪业务手续费率



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4: 2011 年第 3 季度上市证券公司经纪业务市场份额



资料来源：公司数据，中金公司研究部

创新业务将抵消传统业务弹性降低对大型证券公司估值的负面影响

大型证券公司拥有先发优势和资本优势，将在创新业务获得绝大多数市场份额。目前中国证监会对创新业务的态度积极，我们判断创新业务的推出都将遵循先试点、后推广，再常规的特点。在此过程中，拥有先发优势和资本优势的大型证券公司将拥有绝对优势，通过创新业务的快速增长对冲传统业务增速放缓带来的负面影响，从而获得较快增长。

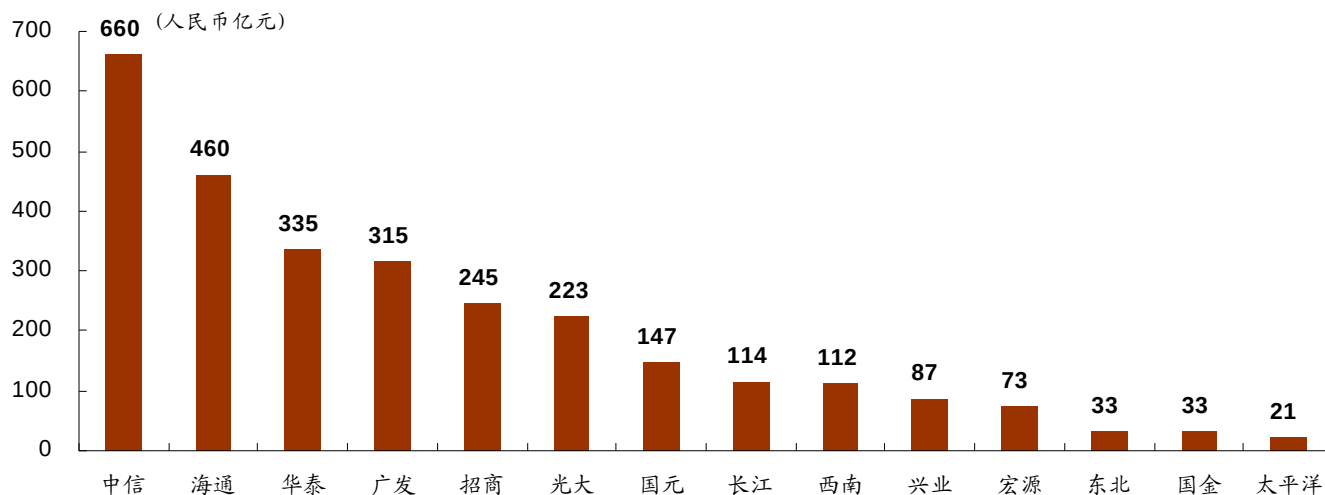
无法享受创新业务高成长的中小型证券公司只能通过传统业务实现自然增长。中小型证券公司在创新业务开展初期由于无法参与将错过创新业务高成长带来的贡献，从创新业务获得的增长极为有限。

图表 5: 上市证券公司评级以及创新业务开展情况

		中信	海通	华泰	广发	招商	光大	国元	长江	西南	兴业	宏源	东北	国金	太平洋
	最新评级	AA	AA	AA	AA	AA	AA	A	A	A	A	A	A	BBB	BB
直接业务	首批 (2007年9月)	▲													
	第二批 (2008年)		▲	▲	▲		▲								
	第三批 (2009年)					▲		▲	▲						
	第四批 (2010年及以后)									▲	▲	▲	▲		▲
融资融券	首批 (2010年3月)	▲	▲		▲		▲								
	第二批 (2010年5月)			▲		▲									
	第三批 (2010年10月及以后)							▲	▲	▲	▲	▲			
股指期货	首批 (2010年5月)	▲	▲	▲	▲	▲	▲								
	第二批							▲	▲		▲	▲			

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 6: 上市证券公司 2011 年 3 季度净资产



资料来源：公司数据，中金公司研究部

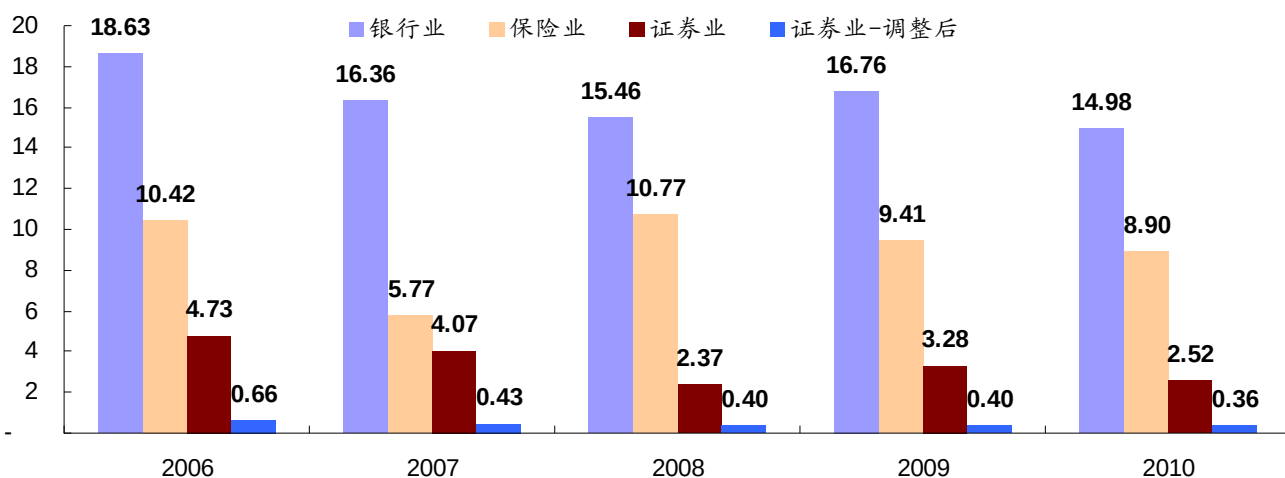
证券公司短期内难以通过杠杆化提升盈利能力

跨行业比较和国际比较显示证券业杠杆率始终处于低水平

证券业杠杆率远低于银行业和保险业。历史上证券业杠杆率一直显著低于银行业和保险业，而近几年差距有进一步拉大的趋势。银行业和保险业 2010 年的杠杆率分别为 14.98 和 8.90，显著高于证券业 2.52 的水平。不仅如此，证券公司负债中绝大部分是客户交易结算资金，而根据《证券法》，证券公司不得挪用客户交易结算资金和证券，因此，客户交易结算资金不产生杠杆。如果按照扣除客户交易结算资金后的数据计算，证券业实际杠杆率仅为 0.36。

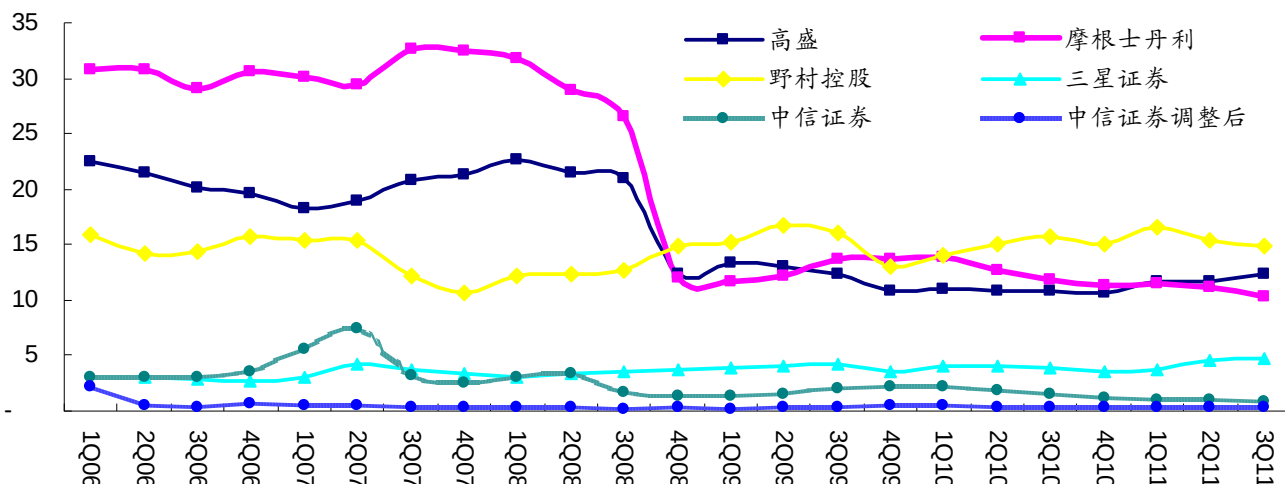
证券业杠杆率也远低于国际同业。尽管金融海啸后全球金融业去杠杆化趋势已经导致美国和欧洲金融机构的杠杆率与 07 年高峰时期相比已经有了显著的降低，但中国证券公司杠杆率仍远低于美国、欧洲、日本以及韩国。

图表 7：证券业与银行业、保险业杠杆率比较



资料来源：中国银监会，中国保险年鉴，中国证券业协会，中金公司研究部

图表 8：国际证券公司杠杆率比较



资料来源：彭博，公司数据，中金公司研究部

缺乏稳定利差是证券业杠杆率难以提升的根本原因

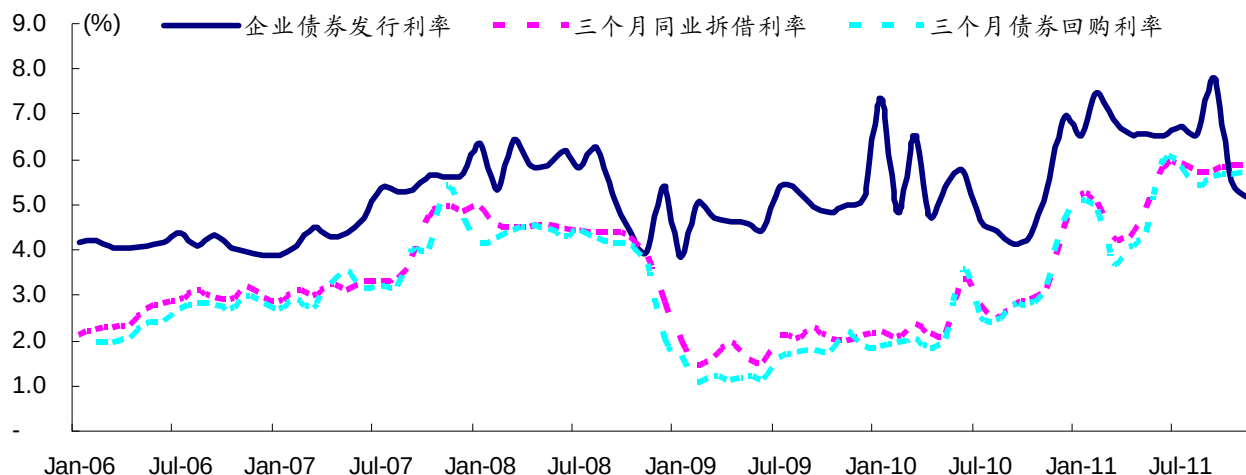
同业拆借、债券回购和发行债券是证券公司获取负债的主要渠道。同业拆借和债券回购是证券公司获取短期负债的主要渠道，目前同业拆借和债券回购的期限均为从隔夜到 1 年不等；发行债券是证券公司获取长期负债的主要渠道，目前已经发行的证券公司债券期限普遍在 5 年到 10 年之间。

除同业拆借和债券回购外，股票投资、债券投资、融资融券、股票回购、直接投资是证券公司进行投资的主要渠道。债券投资和股票投资是证券公司进行投资的传统渠道，投资期限可长可短；直接投资于 2007 年获批，但是投资期限至少为 3 年；融资融券和股票回购分别于 2010 年和 2011 年获批，投资期限最长不超过 6 个月。

对融资融券、股票回购等高利率短期投资渠道资金来源的严格限制导致证券公司无法获取短期稳定利差。证券公司只能使用自有资金开展融资融券和股票回购，因此，同业拆借、债券回购和债券投资成为证券公司进行短期投资的主要渠道。由于同业拆借和债券回购是获取短期负债的主要渠道，因此债券投资成为可能获取短期利差的唯一渠道，而即使是到期收益率较高的企业债券能够产生的利差也较为有限。

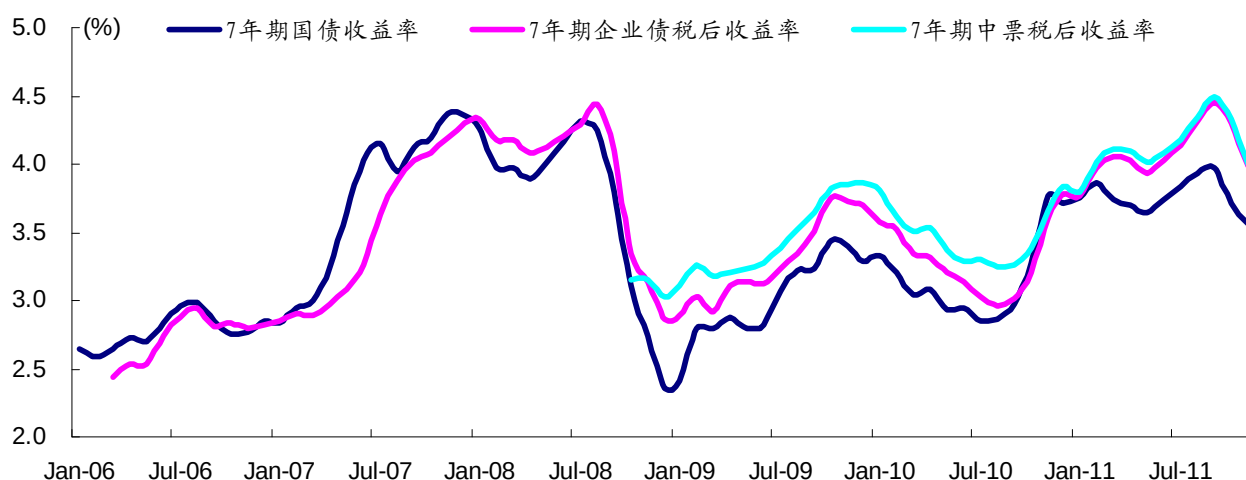
唯一能够获得长期稳定利差的直接投资也受到资金来源的严格限制。由于发行债券是获取长期负债的主要渠道，使证券公司除直接投资外缺乏获取长期利差的投资渠道，而直接投资只能使用自有资金。

图表 9：证券公司负债成本



资料来源：Wind 资讯，中金公司研究部

图表 10：债券税后收益率



资料来源：Wind 资讯，中金公司研究部

短期内转融通和股票回购对杠杆率的提升也极为有限

在转融通 2012 年推出并在当年达到最大规模的乐观假设下，转融通规模也不会超过 1000 亿元。按照最乐观的假设，证券金融公司净资本理论上限可以达到注册资本的 150%，即 90 亿元。假设证券金融公司转融通业务达到最大规模，即 10 倍，则 2012 年转融通规模将达到 900 亿元。

乐观假设下，转融通将使 2012 年证券行业杠杆率提升 0.13 倍。我们预测 2012 年证券业的净资产将达到 6800 亿元，而乐观假设下转融通推出后增加的 900 亿元负债也仅能将杠杆率提升 0.13 倍。

参照融资融券的经验，股票回购能够产生杠杆最早在 2013 年。融资融券在 2010 年上半年推出后，到 2011 年下半年才转常规，预计转融通推出时间最早应该在 2012 年上半年，这意味着融资融券从推出到最终能够产生杠杆用了 2 年。我们判断股票回购也会遵循首先小范围试点、随后扩大试点范围、最后转常规的流程，即使乐观假设，股票回购能转常规的时间最早也在 2013 年。在此之前，股票回购将无法产生杠杆。

图表 11：转融通主要规定

相关内容	主要要求
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 注册资本应为实收资本，货币出资，并设立股东大会、董事会、监事会 规定为非营利机构，为证券公司融资融券业务提供资金和证券的转融通服务 证监会根据国务院的决定，履行审批程序
业务规则	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% 转融通担保证券账户内的证券和转融通担保资金账户内的资金，均为担保证券金融公司债权的信托财产 证券金融公司可以建立转融通互保基金
风险控制指标	净资本与各项风险资本准备之和的比例不得低于 100% 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 10% 充抵保证金的每种证券余额不得超过该证券总市值的 15%
资金和证券来源	自有资金和证券 通过证券交易所的业务平台融入的资金和证券 通过证券金融公司的业务平台融入的资金 依法筹集的其他资金和证券
《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本业务规模、融券业务规模的 10% 计算融资融券业务风险资本准备
《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%

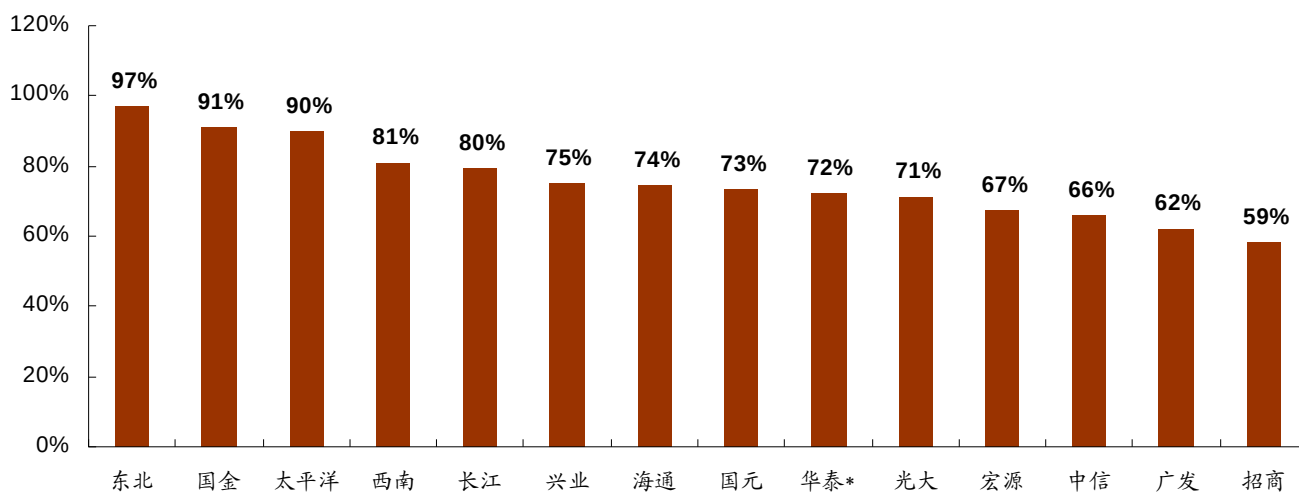
资料来源：中金公司研究部

创新业务是证券公司短期内提升盈利能力的主要手段

远高于监管要求的净资本率反映了证券业自有资本使用效率不高的现状

目前证券业高达 75%左右的净资本率远高于 48%的预警标准。根据《证券公司风险控制指标管理办法》，证券公司净资本率不得低于 40%、净资本率的预警标准是 48%，而 2011 年上半年上市证券公司的净资本率普遍在 70%以上，只有招商证券、广发证券、中信证券和宏源证券的净资本率低于 70%。尽管远高于监管要求的净资本率说明证券业风险极低，但是反过来也反映证券业自有资本使用效率不高。

图表 12: 2011 年上半年上市证券公司净资本率

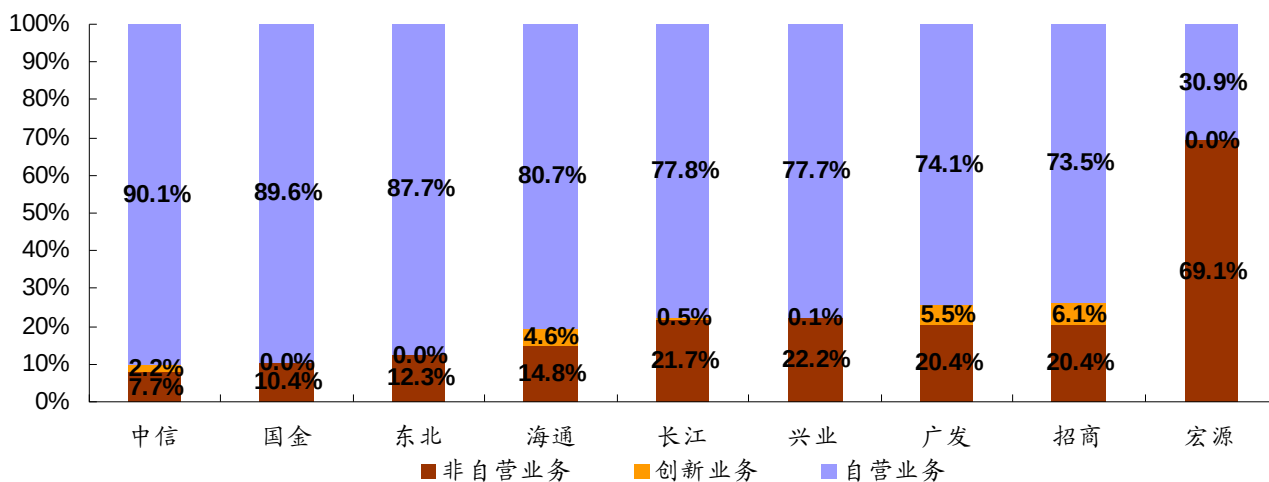


资料来源：公司数据，中金公司研究部 *：华泰证券数据为 2010 年末

非自营业务轻资产的特征导致证券公司大部分自有资本配置于自营业务

证券公司自有资本配置于自营业务的比例普遍在 70%以上。由于非自营业务的轻资产特性，证券公司非自营业务的自有资本占用比例普遍较低，证券公司将大部分的自有资本配置在自营业务上。截至 2010 年底，上市证券公司自营业务的净资产占比绝大多数高达 70%以上。

图表 13: 2010 年上市证券公司净资产配置比例



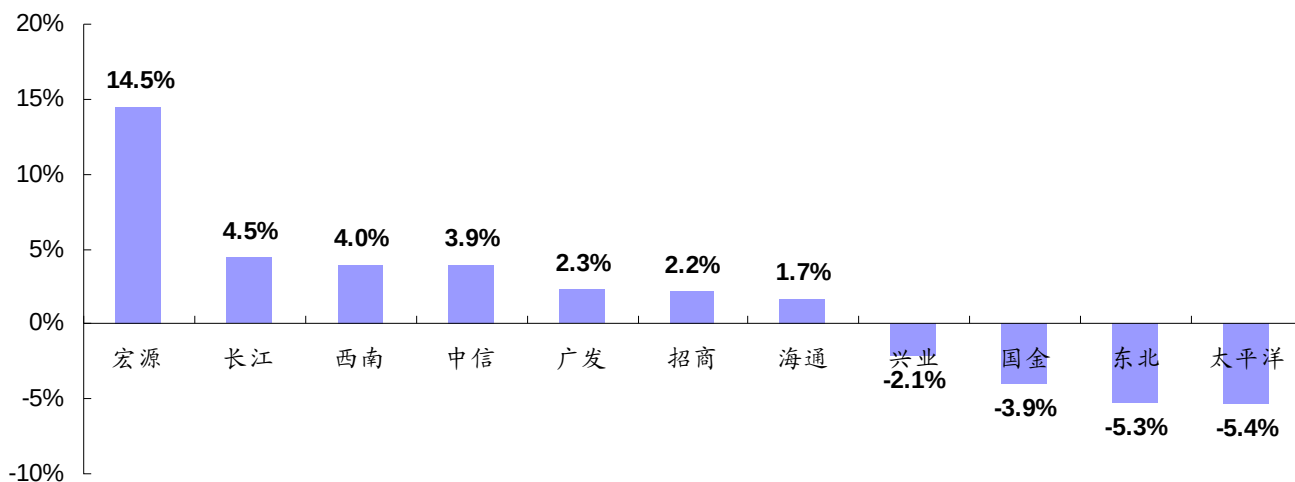
资料来源：中金公司研究部

创新业务是证券公司短期内提升自营业务盈利能力的主要手段

低杠杆率和低收益率导致多数上市证券公司 2010 年自营业务 ROE 低于 4%。由于缺乏稳定利差导致的低杠杆投资，加上债券投资收益率偏低、股票投资收益率不理想、直接投资和融资融券等创新业务占比较低，多数上市证券公司自营业务 ROE 低于 4%。

直接投资、融资融券、股票回购等创新业务 ROE 远远超过 4%。根据 PE 和 VC 行业的经验数据，直接投资业务的 ROE 可以达到 30%以上。按照利率为 9.1%、毛利率为 85%、所得税率为 25%进行简单测算，融资融券和股指期货的 ROE 就可以达到 5.8%。相比传统自营业务，创新业务 ROE 具有明显优势。在符合监管要求、相关需求持续存在的前提下，证券公司将不断提升创新业务在自营业务中的占比。

图表 14: 2010 年上市证券公司自营业务 ROE



资料来源：公司数据，中金公司研究部

2012 年创新业务对大型证券公司的贡献远高于中小型

部分大型证券公司直接投资业务已经产生贡献

部分 2009 年以前开展直接投资业务的大型证券公司已经有所斩获。上市证券公司中，中信证券于 2007 年开始试点；海通证券、华泰证券、光大证券和广发证券于 2008 年开始试点。从直接投资项目上市情况来看，在这 5 家较早开展直接投资业务的上市证券公司中，中信证券和海通证券的直接投资项目已经从 2009 年开始陆续上市；而广发证券和华泰证券的直接投资项目中也已经从 2010 年开始陆续上市；只有光大证券尚无直接投资项目上市。从直接投资项目退出情况来看，中信证券和海通证券的直接投资项目已经从 2010 年开始退出；而广发证券和华泰证券的直接投资的直接投资项目也于 2011 年进入退出期。

中信证券、广发证券和海通证券 2012 年均具有确定性直接投资业务收入。从目前已经上市直接投资项目情况来看，中信证券 2012 年有 6 个项目解禁，根据上市日市值测算贡献收入高达 8.35 亿元；广发证券 2012 年有 5 个项目解禁，根据上市日市值测算贡献收入高达 4.64 亿元；海通证券 2012 年有 2 个项目解禁，根据上市日市值测算贡献收入达到 3700 万元。

图表 15: 上市证券公司直投业务概况

公司名称	业务开展时间	总投资成本 (百万元人民币)	上市未解禁 项目数	明年解禁 项目数	成本 (百万元人民币)	上市日市值 (百万元人民币)
中信证券	2007 年	6358	7	6	287	1,121
海通证券	2008 年	2130	3	1	11	48
广发证券	2008 年	1025	6	5	80	545
光大证券	2008 年	612	-	-	-	-
国元证券	2009 年	345	1	-	-	-
招商证券	2009 年	229	-	-	-	-
兴业证券	2010 年	160	-	-	-	-
长江证券	2009 年	135	-	-	-	-
宏源证券	2010 年	116	-	-	-	-
西南证券	2010 年	110	-	-	-	-
华泰证券	2008 年	106	1	-	-	-
东北证券	2010 年	76	-	-	-	-
国金证券	-	0	-	-	-	-
太平洋证券	-	0	-	-	-	-

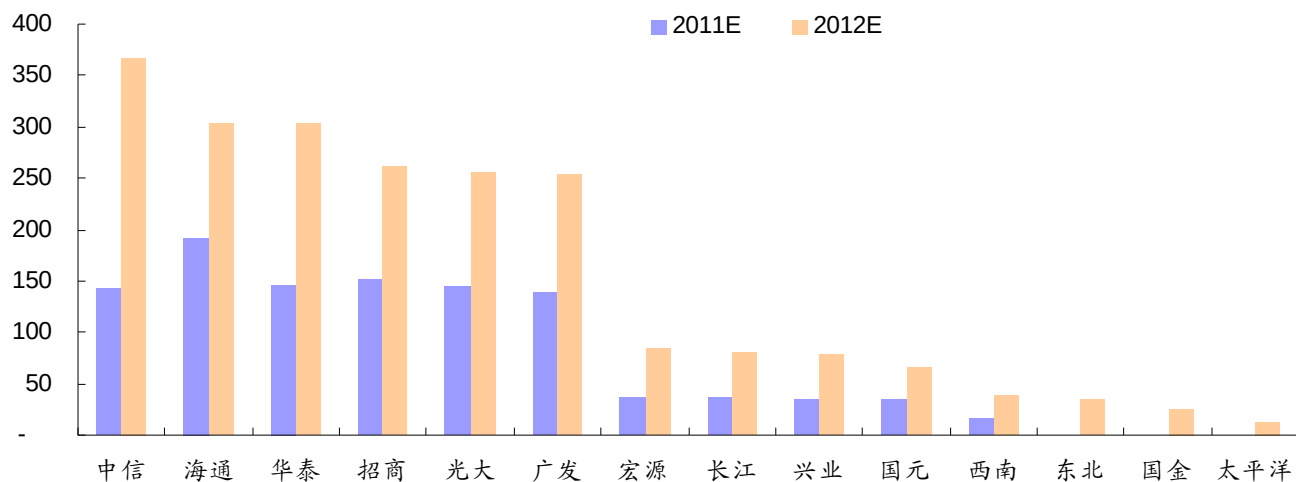
资料来源：Wind 资讯。公司数据，中金公司研究部

中信证券和华泰证券是融资融券业务推进的最大受益者

预计 2012 年融资融券余额将增长 100% 以上。在 2010 年第 1 季度融资融券试点开始至 2011 年第 3 季度的时间内，融资融券标的只有 90 只、25 家获准开展融资融券业务的证券公司覆盖了 60% 左右的市场份额。伴随着融资融券标的从 90 只增加至 280 只和 7 个 ETF、融资融券业务转常规，投资者融资融券标的已大幅增加、绝大多数证券公司能够开展融资融券业务。受到以上两个因素的推动，我们预计 2012 年融资融券余额有望增长 100% 以上。

中信证券和华泰证券子公司将可以开展融资融券业务。目前中信证券的子公司中信金通证券和中信万通证券、华泰证券的子公司华泰联合证券尚未获准开展融资融券业务。2011 年前 10 个月中信证券母公司和子公司的经纪业务市场份额分别为 2.77% 和 2.69%；华泰证券母公司和子公司的经纪业务市场份额分别为 3.78% 和 1.73%。这意味着这两家证券公司 2012 年融资融券规模将可以通过子公司继续增加。

图表 16: 2012 年上市证券公司融资融券净利润占比



资料来源：公司数据，中金公司研究部

中信证券和海通证券将受益于股票回购业务

证券公司股票回购业务相比信托公司相关业务具有明显优势。证券公司股票回购业务信托公司股票质押信托产品以及信托公司股票质押贷款性质相同，但是证券公司作为股票市场中介的角色决定了其拥有信托公司无法比拟的优势。在业务开展动力上，信托公司的信托业务和固有业务范围广阔，股票质押仅是其中很小的一部分，而股票回购业务在证券公司自营业务中收益率属于较高水平；在融资成本和业务效率方面，股票质押方通过信托公司的信托产品或者固有业务往往需要承担相比证券公司股票回购业务更高的成本，而且运作时间往往长于证券公司。

中信证券和海通证券是股票回购业务的首批试点证券公司。假设中信证券和海通证券 2012 年股票回购规模分别达到 20 亿元和 10 亿元、股票回购利率为 9.1%，则 2012 年中信证券和海通证券的股票回购业务收入分别达到 9100 万元和 4600 万元，净利润分别达到 5800 万元和 2900 万元，净利润占比分别达到 0.7%和 0.7%。

首选经纪业务收入占比低、创新业务前景确定的大型证券公司

大型证券公司相比中小型具有明显的防御性

我们测算证券公司估值底部的主要指标如下：

- ▶ **自营业务：**现金和证券投资采用公允价值，直接投资和其他投资采用投资成本。
- ▶ **非自营业务：**2012 年日均股票交易额假设为 1500 亿元，非自营业务市盈率为 10 倍。
- ▶ **创新业务：**创新业务市盈率为 20 倍。

大型证券公司目前股价已经接近估值底部，中小型证券公司目前股价与估值底部尚有较大差距。根据我们的测算，中信证券、海通证券和光大证券目前股价已经在估值底部，而太平洋证券、国金证券、东北证券、广发证券和宏源证券股价与估值底部差距最大。

图表 17：上市证券公司估值底部测算

公司名称	自营业务			非自营业务				创新业务			合计	目前	折价(-)
	现金和上市证券	直接投资	每股价值	日均股票交易额	每股收益	市盈率	每股价值	每股收益	市盈率	每股价值	每股价值	股价	溢价(+)
中信证券	6.47	0.58	7.04	1,500	0.25	10	2.47	0.04	20	0.77	10.28	10.20	-0.8%
海通证券	4.98	0.26	5.24	1,500	0.24	10	2.38	0.04	20	0.81	8.42	7.87	-6.5%
华泰证券	5.66	0.02	5.68	1,500	0.29	10	2.85	0.05	20	1.08	9.61	8.21	-14.6%
广发证券	9.01	0.35	9.35	1,500	0.54	10	5.40	0.09	20	1.72	16.47	22.86	38.8%
招商证券	4.13	0.05	4.18	1,500	0.37	10	3.66	0.06	20	1.12	8.96	10.52	17.4%
光大证券	5.58	0.18	5.75	1,500	0.38	10	3.77	0.07	20	1.50	11.02	10.60	-3.8%
国元证券	6.68	0.18	6.86	1,500	0.25	10	2.54	0.03	20	0.67	10.07	8.85	-12.1%
长江证券	4.56	0.06	4.62	1,500	0.21	10	2.08	0.03	20	0.68	7.37	7.18	-2.6%
宏源证券	4.33	0.08	4.41	1,500	0.33	10	3.34	0.06	20	1.14	8.89	11.72	31.9%
西南证券	4.70	0.05	4.75	1,500	0.14	10	1.44	0.02	20	0.32	6.51	7.88	21.0%
兴业证券	3.32	0.07	3.39	1,500	0.33	10	3.31	0.04	20	0.71	7.42	8.91	20.2%
东北证券	3.52	0.12	3.64	1,500	0.43	10	4.28	0.05	20	1.06	8.98	12.81	42.6%
国金证券	2.85	0.00	2.85	1,500	0.27	10	2.75	0.03	20	0.52	6.12	9.89	61.5%
太平洋证券	1.35	0.00	1.35	1,500	0.12	10	1.22	0.01	20	0.17	2.74	6.74	145.6%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

创新业务是区分证券公司未来增速的主要方向

未来传统业务（传统自营业务和传统非自营业务）增速将保持在 10% 左右，大型证券公司传统业务增速将略微高于中小型。由于中小型证券公司在经纪业务上受到净手续费率 and 市场份额的双重挤压，传统业务未来增长前景略低于大型。

未来创新业务有望保持高增长，大型证券公司将是最主要受益者。由于大型证券公司拥有评级较高、资本雄厚优势，将在创新业务推进中不断取得先发优势，进而获取更高的市场份额，创新业务前景确定性强。

图表 18: 上市证券公司传统业务盈利预测

公司名称	传统非自营业务						2-yr CAGR
	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F	
兴业证券	817	1,038	900	827	952	1,040	12.2%
西南证券	195	587	517	412	460	514	11.7%
太平洋证券	185	429	299	226	252	279	11.1%
中信证券	6,597	7,094	4,680	3,253	3,577	4,006	11.0%
华泰证券	n.a.	4,064	3,342	2,196	2,412	2,649	9.8%
长江证券	668	1,195	934	730	793	875	9.5%
广发证券	2,683	4,293	2,889	2,130	2,321	2,547	9.4%
招商证券	2,207	3,938	2,813	2,088	2,266	2,493	9.3%
海通证券	2,929	4,146	3,020	2,507	2,672	2,992	9.3%
东北证券	599	952	679	405	424	482	9.1%
光大证券	n.a.	2,440	1,944	1,601	1,714	1,895	8.8%
宏源证券	564	973	931	692	746	818	8.8%
国元证券	624	1,071	836	661	683	761	7.3%
国金证券	227	474	545	375	400	431	7.2%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 19: 上市证券公司创新业务盈利预测

公司名称	创新业务						2-yr CAGR
	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F	
中信证券	-	-	44	142	425	872	147.9%
西南证券	-	-	-	16	37	81	127.1%
兴业证券	-	-	3	34	78	151	109.3%
宏源证券	-	-	0	37	83	159	107.8%
长江证券	-	-	5	36	80	154	107.2%
华泰证券	-	-	19	147	304	557	94.7%
国元证券	-	-	8	35	66	119	84.1%
广发证券	-	-	30	140	254	461	81.8%
海通证券	-	-	37	191	333	608	78.4%
光大证券	-	-	26	145	256	439	74.0%
招商证券	-	-	22	152	261	440	69.8%
东北证券	-	-	-	-	34	79	n.a.
国金证券	-	-	-	-	26	55	n.a.
太平洋证券	-	-	-	-	13	27	n.a.

资料来源：公司数据，中金公司研究部

维持首推中信证券、次推海通证券和光大证券的投资组合

中信证券经纪业务、投资银行业务和资产管理业务一直稳居前三名，经纪业务净手续费率较低且市场份额有望逐步提升。作为国内资本规模最大的 AA 级证券公司，中信证券在业内最早开展直接投资业务且已经进入稳定贡献期。融资融券业务依托中信金通证券和中信万通证券获得融资融券资格将会获得超过同业的增长，股票回购业务也首批试点，创新业务增长显著高于同业。

在经纪业务领域，海通证券和光大证券经纪业务均处于第二集团，但海通证券净手续费率高于同业导致其短期压力较大。作为国内资本规模较大的 2 家 AA 级证券公司，海通证券和光大证券在业内第二批开展直接投资业务且有望逐步进入稳定贡献期。作为股票回购业务首批 3 家试点的证券公司之一，海通证券创新业务增长有望借此高于同业。在 H 股成功上市之前，海通证券有望获得相对收益，但极为分散的股权结构将导致公司相当长时间内相对其他大型证券公司有估值折价；光大证券自营业务表现始终弱于同业，在股票市场调整过程中公司的业绩稳定性将低于其他大型证券公司。

图表 20: 上市证券公司公允价值测算

公司名称	中信	海通	华泰	广发	招商	光大	国元	长江	宏源	西南	兴业	东北	国金	太平洋
自营业务估值(百万元)	2012F	2012F	2012F	2012F	2012F	2012F	2012F	2012F	2012F	2012F	2012F	2012F	2012F	2012F
现金和证券投资规模	71,231	40,959	31,696	26,660	19,260	19,057	13,122	10,816	6,323	10,920	7,299	2,253	2,856	2,029
直接投资规模	6,358	2,130	106	1,025	229	612	345	135	116	110	160	76	-	-
直接投资价值	26,134	5,102	314	3,135	367	1,714	676	205	163	187	271	114	-	-
其他投资	2,439	-	-	-	-	1,160	160	-	10	-	-	-	-	-
自营业务价值	99,804	46,060	32,010	29,795	19,627	21,931	13,957	11,021	6,497	11,107	7,570	2,367	2,856	2,029
自营业务每股价值(元)	9.06	5.60	5.72	10.07	4.21	6.42	7.11	4.65	4.45	4.78	3.44	3.70	2.85	1.35
自营业务净率(P/E)	1.13	0.95	0.89	0.88	0.74	0.90	0.90	0.87	0.79	0.92	1.04	0.66	0.78	0.90
非自营业务估值(百万元)														
非自营业务净利润	3,577	2,672	2,412	2,321	2,266	1,714	683	793	746	460	952	424	400	252
非自营业务净率(P/E)	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00
非自营业务价值	35,772	26,719	24,122	23,212	22,665	17,139	6,832	7,933	7,456	4,596	9,522	4,239	4,004	2,524
非自营业务每股价值(元)	3.25	3.25	4.31	7.84	4.86	5.01	3.48	3.35	5.10	1.98	4.33	6.63	4.00	1.68
创新业务估值(百万元)														
创新业务净利润	425	333	304	254	261	256	66	80	83	37	78	34	26	13
创新业务净率(P/E)	75.00	40.00	50.00	40.00	35.00	35.00	40.00	55.00	55.00	65.00	55.00	65.00	55.00	50.00
创新业务价值	31,885	13,305	15,185	10,158	9,137	8,944	2,620	4,414	4,579	2,436	4,317	2,204	1,426	641
创新业务每股价值(元)	2.89	1.62	2.71	3.43	1.96	2.62	1.33	1.86	3.13	1.05	1.96	3.45	1.43	0.43
部分加总法(sum-of-parts)估值(元)														
总价值	167,461	86,085	56,435	63,165	51,429	48,014	20,855	23,368	13,953	15,741	17,170	6,641	6,885	4,566
每股价值	15.20	10.46	12.74	21.34	11.03	14.05	11.92	9.85	12.68	7.81	9.73	13.78	8.28	3.46
对应市盈率(倍)	23.56	21.47	26.25	20.40	18.61	20.72	27.18	24.71	19.32	22.45	25.63	33.15	24.76	33.57
对应市净率(倍)	1.89	1.77	1.98	1.87	1.93	1.96	1.50	1.85	2.26	1.50	2.31	2.47	2.27	2.32
对应市盈率(倍)-港股	23.56													
对应市净率(倍)-港股	1.89													

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 21: 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)		(百万股)		(十亿)		09A	10A	11E	12E	13E	09A	10A	11E	12E	13E		
中信证券	10.41		9,846		9,822		102		7.7	9.2	11.6	16.1	14.2	1.12	1.47	1.35	1.30	1.22		
中信证券-H股	13.36		1,095		1,095		15		8.7	10.0	12.0	16.7	14.7	1.27	1.61	1.40	1.34	1.26		
海通证券	8.01		8,228		8,228		66		14.5	17.9	19.8	16.4	14.3	1.52	1.48	1.43	1.35	1.27		
华泰证券	8.36		5,600		785		47		10.6	13.7	25.7	17.2	14.8	2.89	1.42	1.39	1.30	1.22		
广发证券	23.22		2,507		92		58		12.4	14.5	34.0	22.2	19.4	3.56	3.00	2.18	2.03	1.91		
招商证券	10.70		3,585		341		38		10.2	11.9	23.7	18.0	15.7	1.70	1.60	2.00	1.87	1.75		
光大证券	10.64		3,418		520		36		12.9	16.5	21.1	15.7	13.6	1.62	1.60	1.58	1.49	1.40		
国元证券	9.02		1,964		1,964		18		17.1	19.2	29.5	20.6	18.2	1.17	1.18	1.18	1.14	1.11		
长江证券	7.34		2,371		2,371		17		11.6	12.4	35.6	18.4	15.8	1.75	1.67	1.48	1.38	1.29		
宏源证券	11.72		1,461		1,461		17		14.9	13.1	21.1	17.9	15.3	2.62	2.35	2.27	2.09	1.91		
西南证券	7.99		2,337		240		19		15.1	23.0	89.4	23.0	20.2	3.25	1.67	1.64	1.53	1.42		
兴业证券	8.86		2,200		263		19		14.9	24.8	32.9	23.3	20.2	3.39	2.32	2.25	2.10	1.97		
东北证券	13.20		639		194		8		9.2	16.0	474.6	31.7	24.4	2.76	2.44	2.55	2.36	2.17		
国金证券	10.07		1,000		268		10		19.5	23.0	33.9	30.1	26.5	3.89	3.34	3.04	2.76	2.50		
太平洋证券	6.92		1,503		42		10		25.7	51.1	80.7	67.2	56.9	5.83	5.31	4.98	4.64	4.29		
平均值									13.7	18.4	63.0	23.6	20.3	2.55	2.16	2.05	1.91	1.78		
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(%)				
	09A	10A	11E	12E	13E	09A	10A	11E	12E	13E	09A	10A	11E	12E	13E	09A	10A	11E	12E	13E
中信证券	1.35	1.14	0.90	0.65	0.73	9.29	7.08	7.71	8.03	8.54	14.6	16.1	11.7	8.0	8.6	4.3	7.4	6.3	4.3	4.7
中信证券-H股	1.54	1.34	1.11	0.80	0.91	10.55	8.32	9.53	9.94	10.57	14.6	16.1	11.7	8.0	8.6	4.3	7.4	6.3	4.3	4.7
海通证券	0.55	0.45	0.41	0.49	0.56	5.28	5.40	5.60	5.92	6.29	10.5	8.3	7.2	8.2	8.9	3.8	3.2	2.8	3.2	3.6
华泰证券	0.79	0.61	0.33	0.49	0.57	2.89	5.87	6.01	6.42	6.86	27.3	10.4	5.4	7.6	8.2	3.8	3.0	1.8	2.6	2.9
广发证券	1.87	1.61	0.68	1.05	1.19	6.53	7.74	10.64	11.41	12.19	28.6	20.8	6.4	9.2	9.8	4.5	4.2	2.0	3.0	3.3
招商证券	1.05	0.90	0.45	0.59	0.68	6.30	6.69	5.36	5.72	6.11	16.7	13.5	8.4	10.4	11.1	4.1	3.4	2.5	3.2	3.6
光大证券	0.83	0.64	0.50	0.68	0.78	6.57	6.65	6.73	7.16	7.60	12.6	9.7	7.5	9.5	10.3	4.6	3.7	2.9	3.8	4.2
国元证券	0.53	0.47	0.31	0.44	0.49	7.73	7.63	7.67	7.93	8.16	6.8	6.2	4.0	5.5	6.1	3.5	3.7	2.4	3.3	3.7
长江证券	0.63	0.59	0.21	0.40	0.47	4.20	4.39	4.98	5.32	5.69	15.0	13.5	4.1	7.5	8.2	3.9	3.6	1.3	2.5	2.8
宏源证券	0.79	0.89	0.55	0.66	0.76	4.48	5.00	5.16	5.62	6.15	17.6	17.9	10.8	11.7	12.4	4.0	4.9	3.3	3.7	4.1
西南证券	0.53	0.35	0.09	0.35	0.40	2.46	4.79	4.87	5.22	5.62	21.5	7.3	1.8	6.7	7.0	6.7	3.5	0.9	3.4	3.7
兴业证券	0.60	0.36	0.27	0.38	0.44	2.61	3.82	3.95	4.22	4.51	22.8	9.4	6.8	9.0	9.8	4.6	2.6	2.0	2.7	3.0
东北证券	1.43	0.82	0.03	0.42	0.54	4.78	5.42	5.17	5.58	6.08	29.9	15.2	0.5	7.4	8.9	4.9	2.7	0.1	1.4	1.7
国金证券	0.52	0.44	0.30	0.33	0.38	2.59	3.02	3.31	3.64	4.02	19.9	14.5	9.0	9.2	9.4	4.7	4.0	2.7	2.9	3.1
太平洋证券	0.27	0.14	0.09	0.10	0.12	1.19	1.30	1.39	1.49	1.61	22.7	10.4	6.2	6.9	7.5	6.8	3.5	2.3	2.7	3.0
平均值											18.7	12.6	6.8	8.3	9.0	4.56	4.04	2.65	3.14	3.47

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 22: 经纪业务敏感性

12年日均股票 交易额 (亿元)	Base	每股收益					每股净资产					净资产收益率, %					每股收益弹性, %				
		-400	-200	Base	+200	+400	-400	-200	Base	+200	+400	-400	-200	Base	+200	+400	-400	-200	Base	+200	+400
中信证券	2100	0.59	0.62	0.65	0.67	0.70	7.98	8.01	8.03	8.06	8.09	7.4	7.7	8.0	8.3	8.6	(8)	(4)	-	4	8
中信证券-H股	2100	0.73	0.77	0.80	0.83	0.86	9.88	9.91	9.94	9.97	10.00	7.4	7.7	8.0	8.3	8.6	(8)	(4)	-	4	8
海通证券	2100	0.43	0.46	0.49	0.52	0.55	5.86	5.89	5.92	5.95	5.98	7.3	7.8	8.2	8.7	9.1	(12)	(6)	-	6	12
华泰证券	2100	0.39	0.44	0.49	0.53	0.58	6.32	6.37	6.42	6.46	6.51	6.1	6.9	7.6	8.3	8.9	(20)	(10)	-	10	20
广发证券	2100	0.88	0.96	1.05	1.13	1.21	11.25	11.33	11.41	11.49	11.57	7.9	8.5	9.2	9.8	10.4	(16)	(8)	-	8	16
招商证券	2100	0.51	0.55	0.59	0.63	0.67	5.64	5.68	5.72	5.76	5.80	9.1	9.7	10.4	11.0	11.6	(14)	(7)	-	7	14
光大证券	2100	0.59	0.64	0.68	0.72	0.76	7.08	7.12	7.16	7.20	7.24	8.4	8.9	9.5	10.0	10.5	(12)	(6)	-	6	12
国元证券	2100	0.38	0.41	0.44	0.47	0.50	7.86	7.89	7.93	7.96	7.99	4.8	5.2	5.5	5.9	6.3	(14)	(7)	-	7	14
长江证券	2100	0.31	0.36	0.40	0.44	0.48	5.24	5.28	5.32	5.37	5.41	6.0	6.8	7.5	8.2	8.9	(21)	(11)	-	11	21
宏源证券	2100	0.54	0.60	0.66	0.72	0.77	5.50	5.56	5.62	5.68	5.73	9.8	10.8	11.7	12.6	13.5	(18)	(9)	-	9	18
西南证券	2100	0.31	0.33	0.35	0.37	0.38	5.18	5.20	5.22	5.24	5.26	6.0	6.3	6.7	7.0	7.3	(10)	(5)	-	5	10
兴业证券	2100	0.31	0.35	0.38	0.41	0.45	4.15	4.18	4.22	4.25	4.29	7.5	8.3	9.0	9.7	10.4	(18)	(9)	-	9	18
东北证券	2100	0.26	0.34	0.42	0.49	0.57	5.43	5.50	5.58	5.66	5.74	4.8	6.1	7.4	8.7	10.0	(38)	(19)	-	19	38
国金证券	2100	0.25	0.29	0.33	0.38	0.42	3.56	3.60	3.64	3.68	3.73	7.1	8.1	9.2	10.2	11.2	(25)	(12)	-	12	25
太平洋证券	2100	0.07	0.09	0.10	0.12	0.13	1.46	1.48	1.49	1.51	1.52	5.0	5.9	6.9	7.8	8.8	(30)	(15)	-	15	30

12年日均股票 交易额 (亿元)	Base	目前股价对应市盈率					目前股价对应市净率					部分加总每股价值					每股价值弹性, %				
		-400	-200	Base	+200	+400	-400	-200	Base	+200	+400	-400	-200	Base	+200	+400	-400	-200	Base	+200	+400
中信证券	2100	17.6	16.8	16.1	15.5	14.9	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	14.68	14.94	15.20	15.46	15.72	(3)	(2)	-	2	3
中信证券-H股	2100	18.2	17.4	16.7	16.1	15.5	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	18.16	18.48	18.80	19.13	19.45	(3)	(2)	-	2	3
海通证券	2100	18.7	17.5	16.4	15.5	14.7	1.4	1.4	1.4	1.3	1.3	9.88	10.17	10.46	10.75	11.04	(6)	(3)	-	3	6
华泰证券	2100	21.5	19.1	17.2	15.7	14.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	11.76	12.25	12.74	13.22	13.71	(8)	(4)	-	4	8
广发证券	2100	26.3	24.1	22.2	20.6	19.2	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0	19.72	20.53	21.34	22.16	22.97	(8)	(4)	-	4	8
招商证券	2100	20.9	19.4	18.0	16.9	15.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.8	10.23	10.63	11.03	11.44	11.84	(7)	(4)	-	4	7
光大证券	2100	17.9	16.7	15.7	14.8	14.0	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	13.21	13.63	14.05	14.46	14.88	(6)	(3)	-	3	6
国元证券	2100	24.0	22.1	20.6	19.2	18.0	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	11.29	11.61	11.92	12.23	12.54	(5)	(3)	-	3	5
长江证券	2100	23.4	20.6	18.4	16.6	15.2	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	9.01	9.43	9.85	10.28	10.70	(9)	(4)	-	4	9
宏源证券	2100	21.8	19.6	17.9	16.4	15.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.0	11.51	12.10	12.68	13.27	13.86	(9)	(5)	-	5	9
西南证券	2100	25.6	24.2	23.0	21.8	20.8	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	7.45	7.63	7.81	7.99	8.17	(5)	(2)	-	2	5
兴业证券	2100	28.4	25.6	23.3	21.4	19.8	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	9.05	9.39	9.73	10.07	10.41	(7)	(3)	-	3	7
东北证券	2100	51.0	39.1	31.7	26.7	23.1	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	12.21	13.00	13.78	14.56	15.35	(11)	(6)	-	6	11
国金证券	2100	40.1	34.4	30.1	26.8	24.1	2.8	2.8	2.8	2.7	2.7	7.45	7.87	8.28	8.70	9.12	(10)	(5)	-	5	10
太平洋证券	2100	95.4	78.9	67.2	58.6	51.9	4.7	4.7	4.6	4.6	4.5	3.15	3.30	3.46	3.61	3.76	(9)	(4)	-	4	9

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 23: 融资融券业务敏感性

12年融资融券占 自有资金比例		Base	每股收益					每股净资产					净资产收益率, %					每股收益弹性, %				
			-20%	-10%	Base	+10%	+40%	-20%	-10%	Base	+20%	+40%	-20%	-10%	Base	+20%	+40%	-20%	-10%	Base	+20%	+40%
中信证券	25%		0.64	0.64	0.65	0.65	0.65	8.03	8.03	8.03	8.04	8.04	7.99	8.01	8.03	8.05	8.07	(1)	(0)	-	0	1
中信证券-H股	25%		0.79	0.80	0.80	0.80	0.80	9.94	9.94	9.94	9.94	9.94	7.99	8.01	8.03	8.05	8.07	(1)	(0)	-	0	1
海通证券	18%		0.48	0.49	0.49	0.49	0.49	5.92	5.92	5.92	5.92	5.93	8.18	8.20	8.23	8.25	8.27	(1)	(0)	-	0	1
华泰证券	38%		0.48	0.48	0.49	0.49	0.49	6.41	6.41	6.42	6.42	6.42	7.50	7.53	7.56	7.59	7.63	(1)	(0)	-	0	1
广发证券	25%		1.04	1.04	1.05	1.05	1.05	11.41	11.41	11.41	11.41	11.42	9.12	9.15	9.17	9.19	9.21	(1)	(0)	-	0	1
招商证券	175%		0.59	0.59	0.59	0.60	0.60	5.72	5.72	5.72	5.73	5.73	10.28	10.32	10.36	10.40	10.43	(1)	(0)	-	0	1
光大证券	43%		0.67	0.67	0.68	0.68	0.68	7.15	7.16	7.16	7.16	7.17	9.38	9.42	9.47	9.51	9.55	(1)	(0)	-	0	1
国元证券	8%		0.44	0.44	0.44	0.44	0.44	7.92	7.93	7.93	7.93	7.93	5.51	5.52	5.53	5.54	5.56	(0)	(0)	-	0	0
长江证券	23%		0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	5.32	5.32	5.32	5.32	5.33	7.46	7.47	7.49	7.51	7.53	(0)	(0)	-	0	0
宏源证券	55%		0.65	0.65	0.66	0.66	0.66	5.61	5.62	5.62	5.62	5.62	11.63	11.65	11.68	11.71	11.74	(1)	(0)	-	0	1
西南证券	8%		0.35	0.35	0.35	0.35	0.35	5.22	5.22	5.22	5.22	5.22	6.64	6.65	6.66	6.67	6.68	(0)	(0)	-	0	0
兴业证券	25%		0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	4.22	4.22	4.22	4.22	4.22	8.95	8.97	9.00	9.03	9.06	(1)	(0)	-	0	1
东北证券	10%		0.41	0.41	0.42	0.42	0.42	5.58	5.58	5.58	5.58	5.59	7.39	7.42	7.45	7.47	7.50	(1)	(0)	-	0	1
国金证券	8%		0.33	0.33	0.33	0.34	0.34	3.64	3.64	3.64	3.64	3.64	9.15	9.17	9.18	9.20	9.22	(0)	(0)	-	0	0
太平洋证券	8%		0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	1.49	1.49	1.49	1.49	1.49	6.87	6.89	6.90	6.91	6.93	(0)	(0)	-	0	0

12年融资融券占 自有资金比例		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, %				
			-20%	-10%	Base	+20%	+40%	-20%	-10%	Base	+20%	+40%	-20%	-10%	Base	+20%	+40%	-20%	-10%	Base	+20%	+40%
中信证券	25%		16.2	16.2	16.1	16.1	16.1	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	14.96	15.08	15.20	15.32	15.44	(2)	(1)	-	1	2
中信证券-H股	25%		16.8	16.8	16.7	16.7	16.7	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	18.50	18.65	18.80	18.95	19.11	(2)	(1)	-	1	2
海通证券	18%		16.5	16.5	16.4	16.4	16.3	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	10.35	10.40	10.46	10.52	10.58	(1)	(1)	-	1	1
华泰证券	38%		17.4	17.3	17.2	17.2	17.1	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	12.52	12.63	12.74	12.84	12.95	(2)	(1)	-	1	2
广发证券	25%		22.3	22.3	22.2	22.1	22.1	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	21.11	21.23	21.34	21.46	21.57	(1)	(1)	-	1	1
招商证券	175%		18.2	18.1	18.0	18.0	17.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	10.87	10.95	11.03	11.12	11.20	(1)	(1)	-	1	1
光大证券	43%		15.9	15.8	15.7	15.6	15.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	13.81	13.93	14.05	14.17	14.28	(2)	(1)	-	1	2
国元证券	8%		20.7	20.6	20.6	20.5	20.5	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	11.84	11.88	11.92	11.96	12.00	(1)	(0)	-	0	1
长江证券	23%		18.5	18.4	18.4	18.4	18.3	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	9.75	9.80	9.85	9.91	9.96	(1)	(1)	-	1	1
宏源证券	55%		18.0	17.9	17.9	17.8	17.8	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	12.48	12.58	12.68	12.79	12.89	(2)	(1)	-	1	2
西南证券	8%		23.0	23.0	23.0	22.9	22.9	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	7.74	7.78	7.81	7.84	7.88	(1)	(0)	-	0	1
兴业证券	25%		23.5	23.4	23.3	23.3	23.2	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	9.59	9.66	9.73	9.80	9.87	(1)	(1)	-	1	1
东北证券	10%		32.0	31.9	31.7	31.6	31.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	13.57	13.68	13.78	13.88	13.99	(2)	(1)	-	1	2
国金证券	8%		30.2	30.2	30.1	30.0	30.0	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	8.21	8.25	8.28	8.32	8.36	(1)	(0)	-	0	1
太平洋证券	8%		67.5	67.4	67.2	67.1	66.9	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	3.43	3.44	3.46	3.47	3.48	(1)	(0)	-	0	0

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
上海市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

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

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

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