

# 证券行业发展情况



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

2008.3



## 内容提要

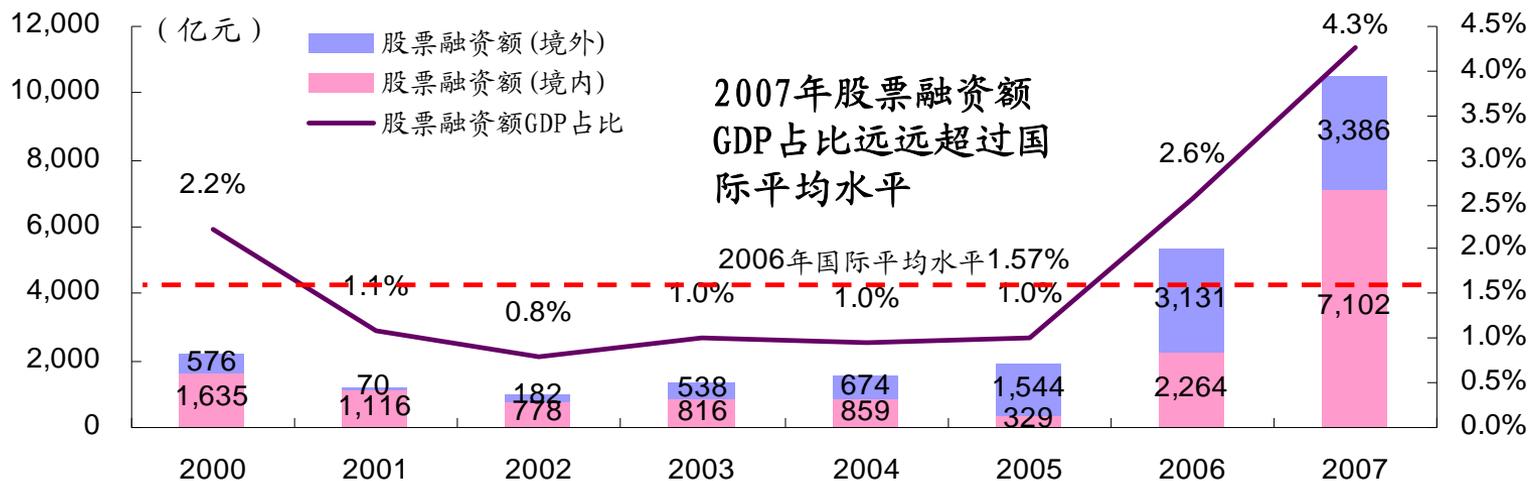
- 一、股票市场经历高速发展
- 二、证券行业盈利模式与股票市场高度相关
  - ▶ 经纪业务周期性特征极为明显
  - ▶ 投资银行业务步入稳步增长阶段
  - ▶ 资产管理业务发展空间巨大
  - ▶ 创新业务空间广阔但短期内难有明显贡献
- 三、证券行业市场集中度较高
- 四、证券公司股价表现与业绩增速拐点高度相关
- 五、上市证券公司基本面和估值



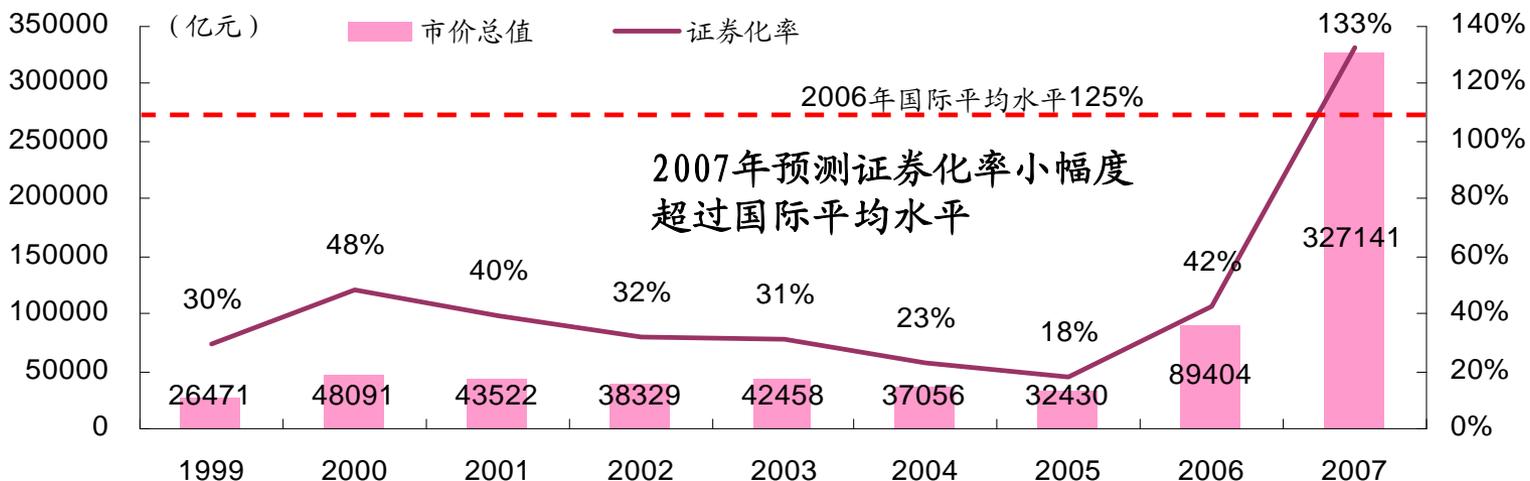
## 一、股票市场经历高速发展



## A股市场经历了超常规、爆发式上涨 - 市场容量



数据来源: CEIC、WIND资讯、巨潮信息网、中金公司研究部



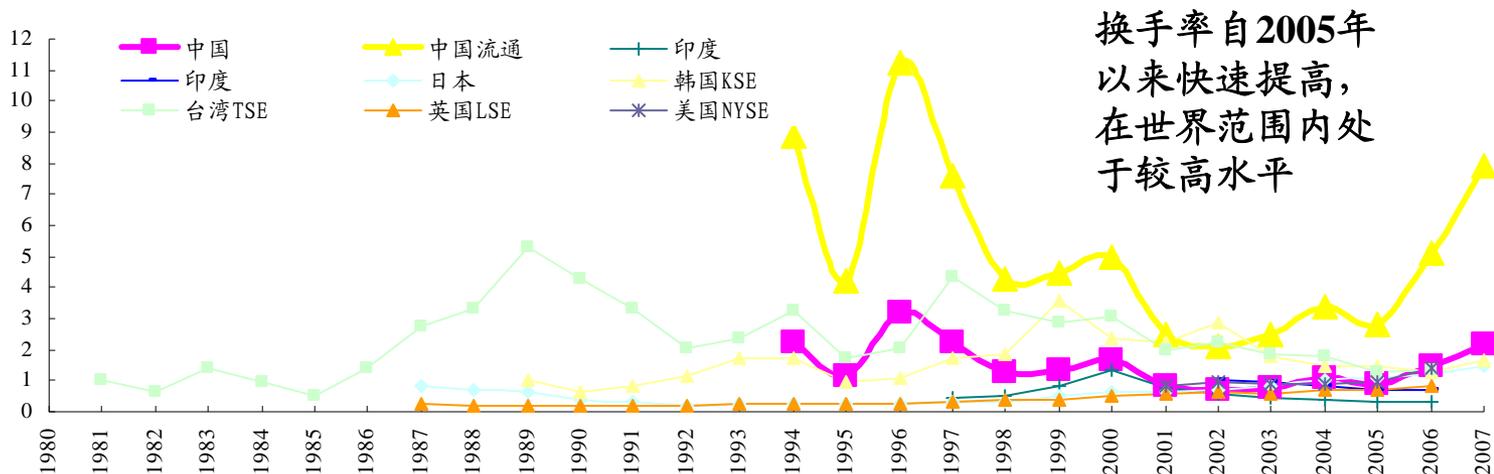
数据来源: CEIC、上交所、深交所、中金公司研究部



## 07年A股市场经历了超常规、爆发式上涨 - 交易情况



数据来源: WIND资讯、上海证券交易所、深圳证券交易所, 中金公司研究部



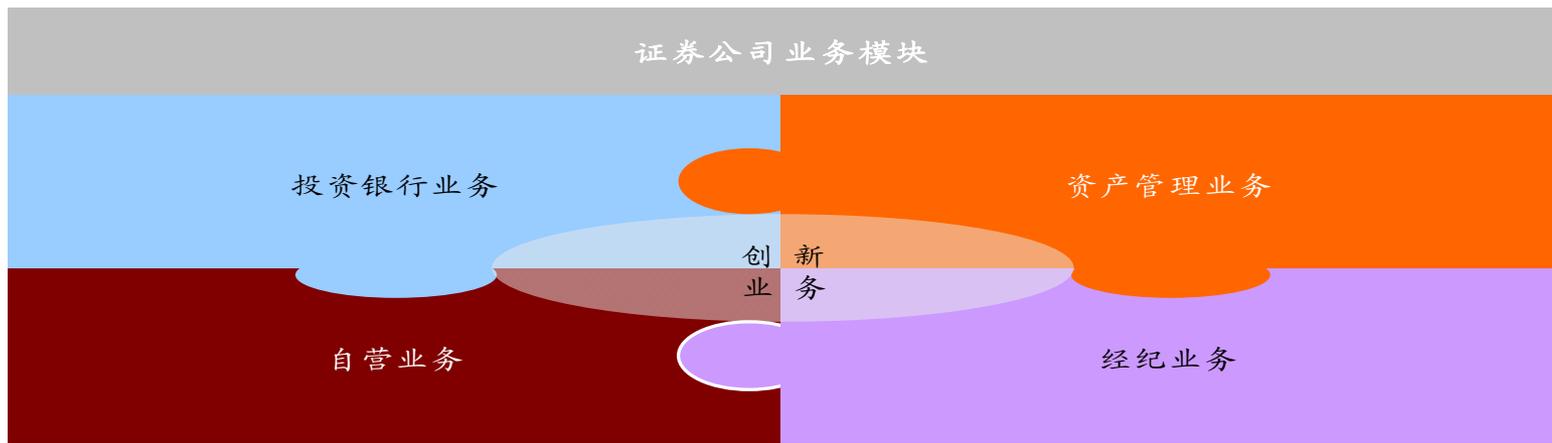
数据来源: CEIC, 中金公司研究部



## 二、证券行业盈利模式与股票市场高度相关



# 证券公司业务模块及主要子业务



数据来源：中金公司研究部

证券公司4大业务模块及其盈利模式(2008.3)

业务模块	子业务	客户定位	盈利模式	收费水平	市场风险
投资银行业务	证券承销	机构客户	承销费	中~高	低
	资产证券化(试点)		保荐费		
	财务顾问		财务顾问费		
资产管理业务	集合资产管理(创新类)	理财客户	管理费	中~高	低
	定向资产管理		业绩报酬		
	专项资产管理(创新类)				
经纪业务	证券代买卖	机构客户 个人客户	手续费、利差	低~中	低~中
	投资咨询		投资咨询费		
	产品代销		销售提成		
自营业务	证券投资	传统自营	交易差价	NA	高
	创设权证(创新类)		发行收入		
	备兑权证(暂无)				
	直接投资(创新类)				
	证券销售		销售差价		
客户支持自营	撮合交易	客户支持自营	撮合费	低~中~高	低~中
	融资融券(暂无)		利差		
	做市商(暂无)		交易差价		

数据来源：中金公司研究部

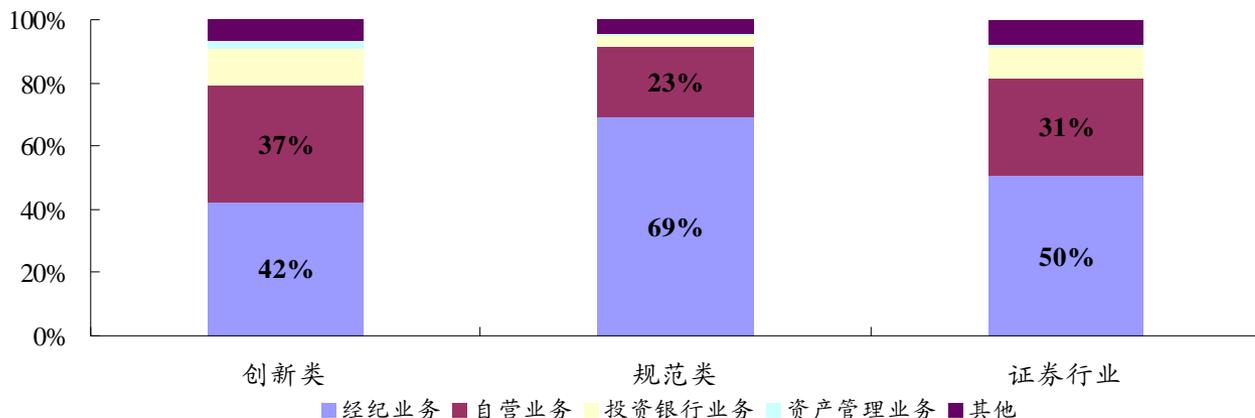


## 证券公司差异化空间较小

国内证券公司盈利模式高度雷同，经纪业务和自营业务收入占比极高。

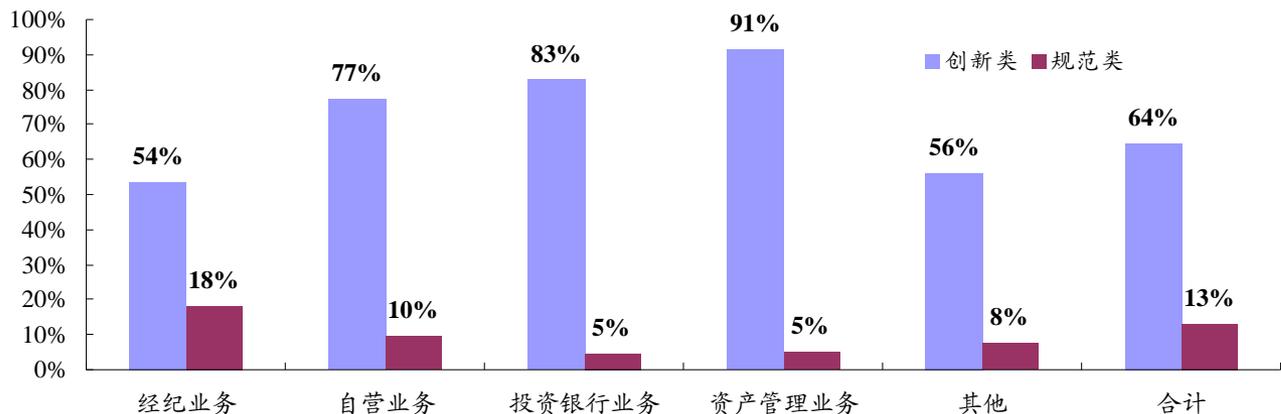
除经纪业务和其他业务之外，创新类证券公司收入占比极高，留给其他证券公司空间有限。加上创新业务仅限于创新类证券公司，经纪业务成为差异化发展的主要选择。

2006年国内证券行业收入结构



数据来源：公司数据、中金公司研究部

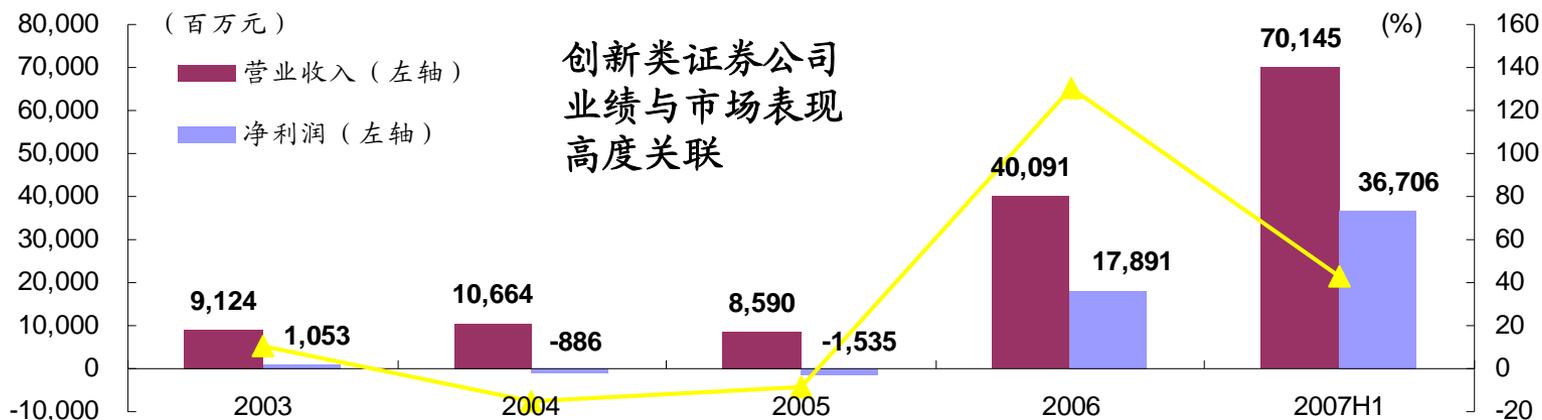
创新类、规范类在证券行业中的收入占比



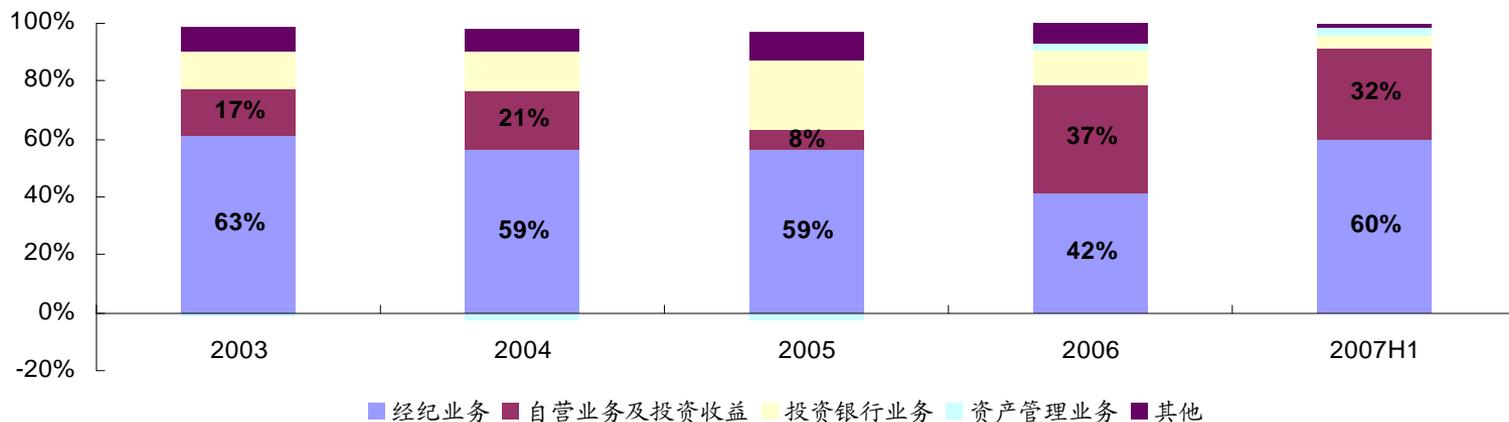
数据来源：公司数据、中金公司研究部



## 证券公司业绩具有明显的周期性特征



数据来源：上交所、深交所、中国货币网，中金公司研究部；注：不含华欧国际证券、齐鲁证券和中投证券



数据来源：上交所、深交所、中国货币网，中金公司研究部；注：不含华欧国际证券、齐鲁证券和中投证券



## 证券行业08年主要收入增长前景难以乐观

证券行业收入对股票市场涨幅和日均股票交易额极为敏感，截至2008年3月7日，上证指数比年初下跌18%，日均股票交易额为1780亿元：

- ✓假设股票市场基本持平、日均股票交易额为1800亿元，证券行业主要收入将减少39%。
- ✓假设股票市场上涨20%、日均股票交易额为2000亿元，证券行业主要收入将减少15%。
- ✓假设股票市场上涨40%、日均股票交易额为2400亿元，证券行业主要收入将增长14%。

08年证券行业 主要收入增速(%)		日均股票交易额(亿元)										
		1,000	1,200	1,400	1,600	1,800	2,000	2,200	2,400	2,600	2,800	3,000
上证指数涨幅 (%)	-20%	-79	-73	-68	-63	-57	-52	-47	-41	-36	-30	-25
	-10%	-70	-64	-59	-53	-48	-43	-37	-32	-27	-21	-16
	0%	-60	-55	-50	-44	-39	-34	-28	-23	-17	-12	-7
	10%	-51	-46	-41	-35	-30	-24	-19	-14	-8	-3	2
	20%	-42	-37	-31	-26	-21	-15	-10	-5	1	6	12
	30%	-33	-28	-22	-17	-12	-6	-1	5	10	15	21
	40%	-24	-19	-13	-8	-2	3	8	14	19	24	30
	50%	-15	-9	-4	1	7	12	17	23	28	34	39
60%	-6	0	5	11	16	21	27	32	37	43	48	

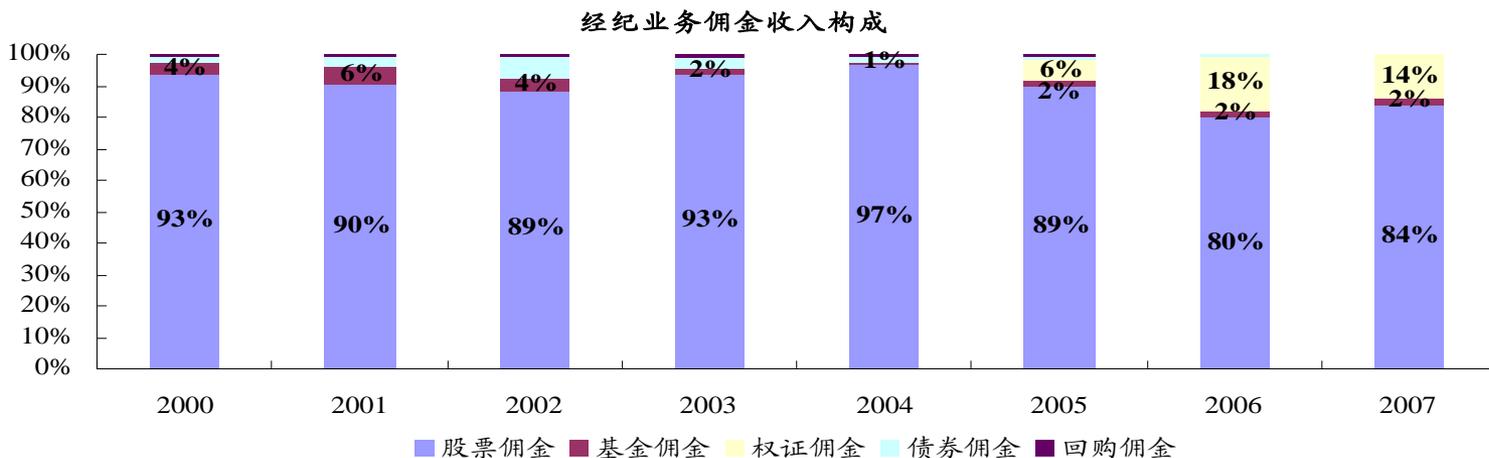
数据来源：中金公司研究部



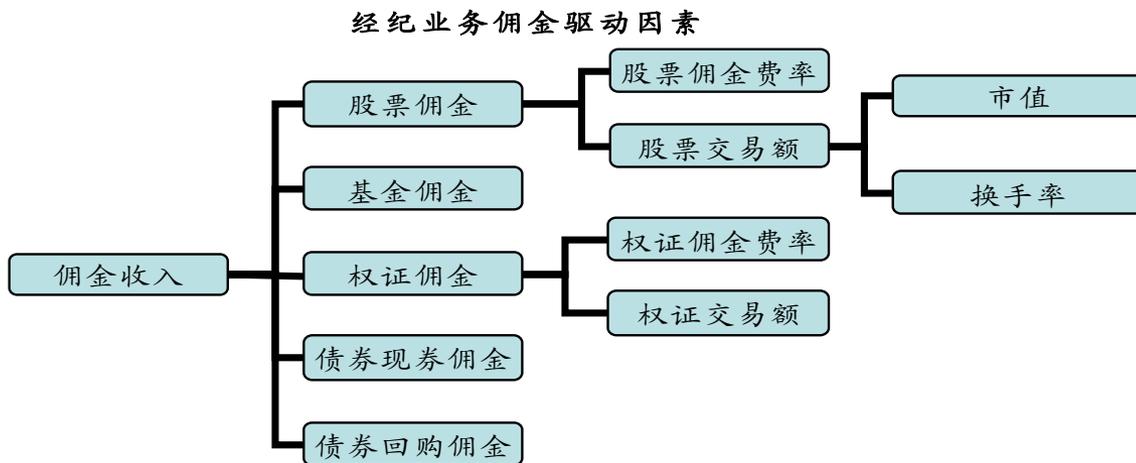
## 1、经纪业务周期性特征极为明显



## 股票佣金收入是最主要收入来源



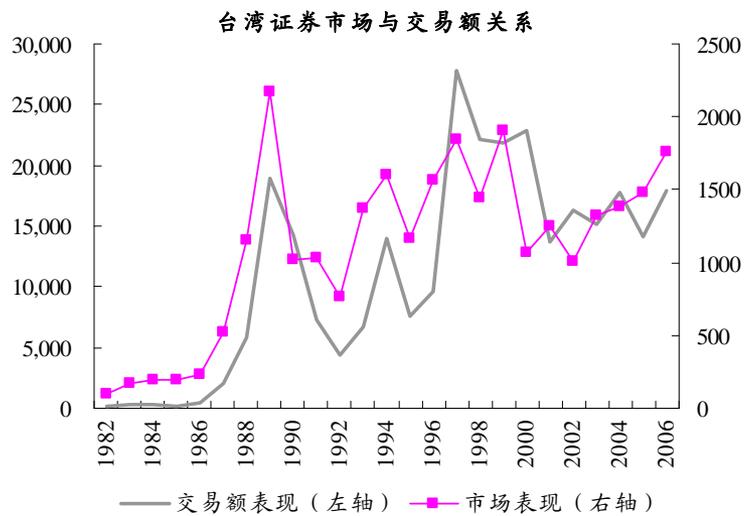
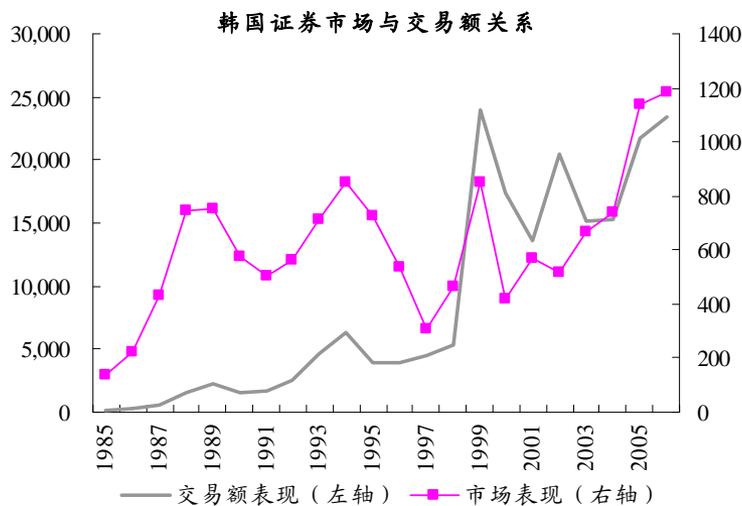
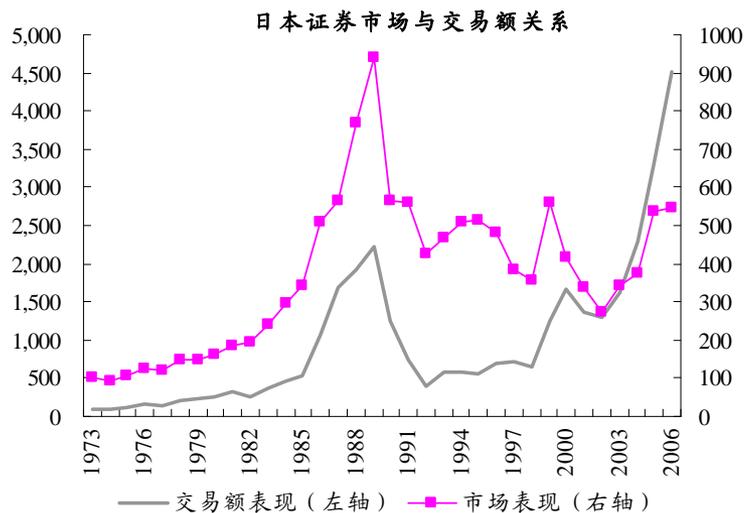
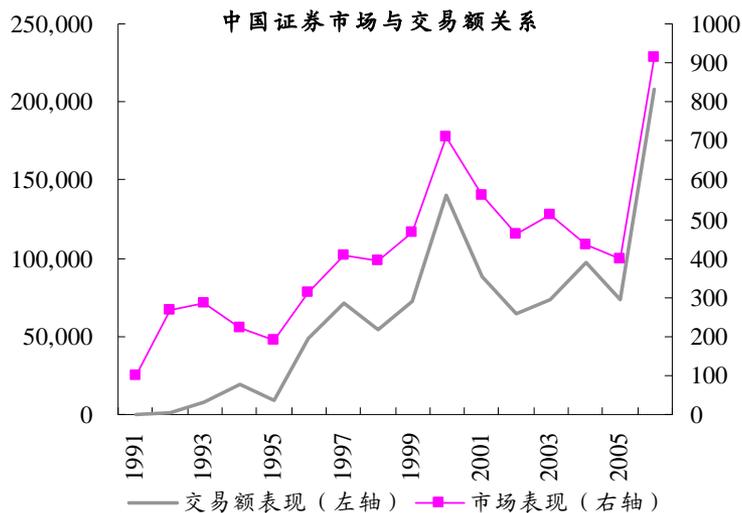
数据来源：上海证券交易所、深圳证券交易所、中金公司研究部



数据来源：中金公司研究部



# 股票交易额与市场涨跌密切相关

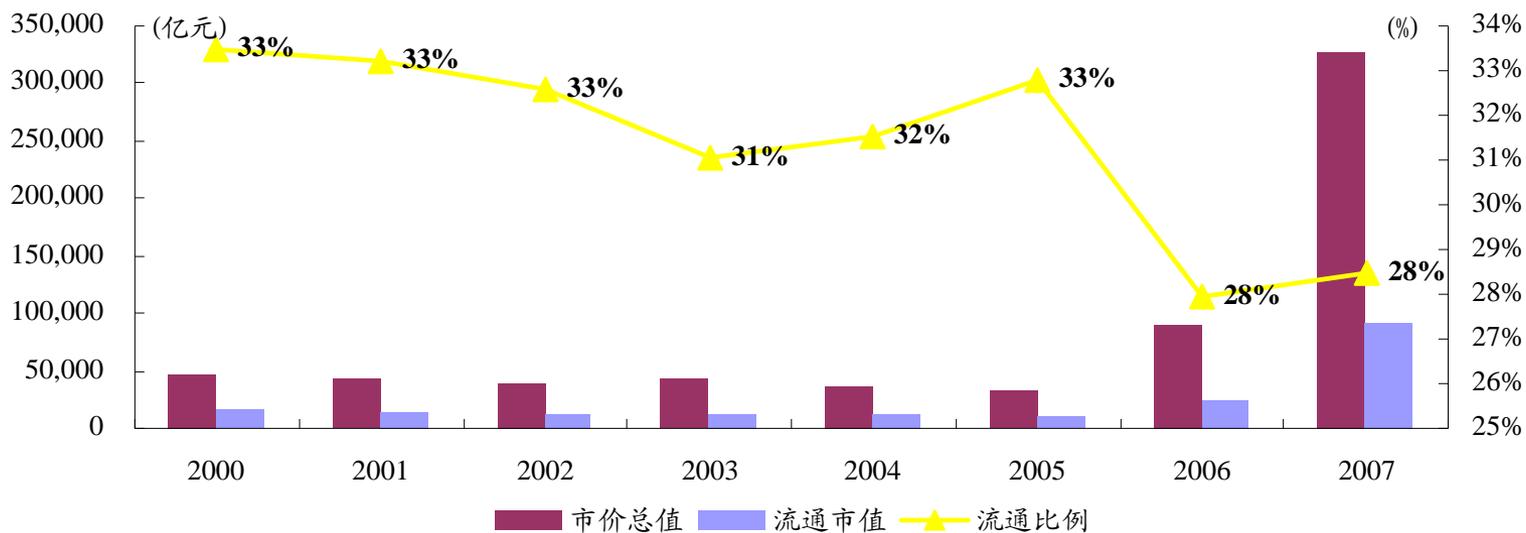




## 市值难以再次实现超过100%增长

2005年中期开始的股权分置改革的成功实施使得股票市场快速上涨，加上大盘蓝筹股的集中回归，市价总值和流通市值出现快速增长，2007年底市价总值和流通市值分别高达32.7万亿元和9.3万亿元。

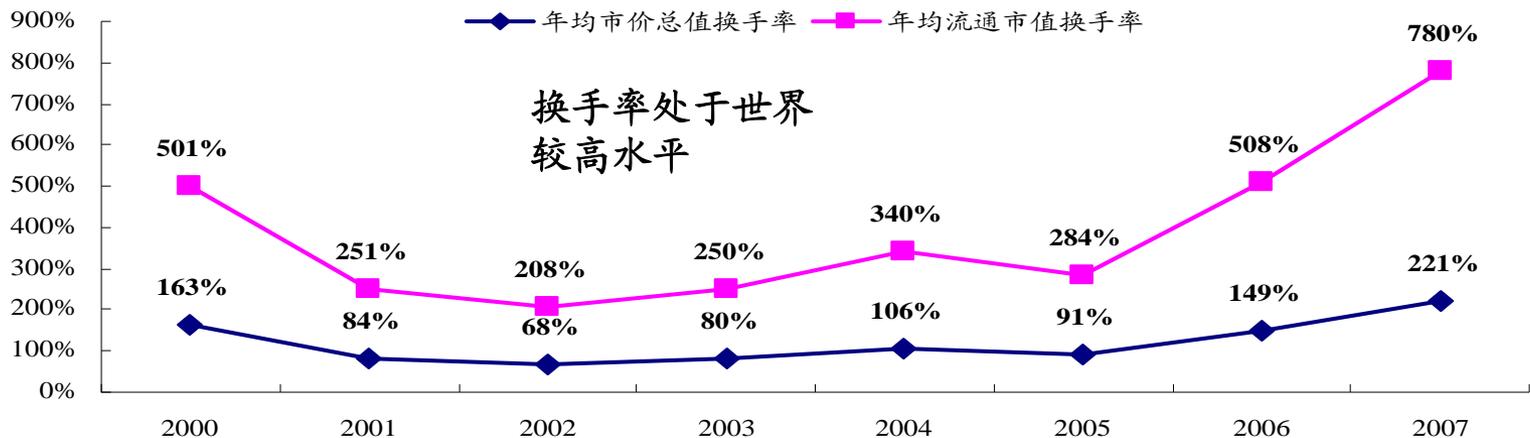
2008年股票市场很难达到2007年97%的上涨幅度，大盘蓝筹股回归的边际贡献效应将会逐步降低。



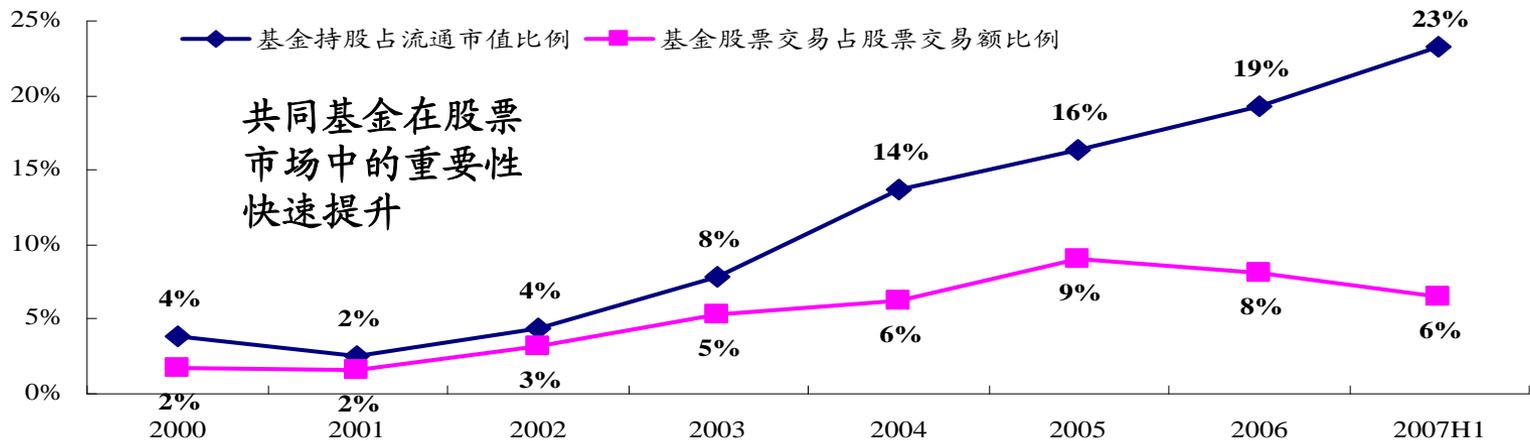
数据来源：上海证券交易所、深圳证券交易所、中金公司研究部



## 换手率难以保持在07年水平



数据来源：上海证券交易所、深圳证券交易所、中金公司研究部



数据来源：WIND资讯、上海证券交易所、深圳证券交易所、中金公司研究部



## 经纪业务对市场涨跌较为敏感

- 作为经纪业务最主要的收入来源，手续费收入极大地取决于日均股票交易额的水平，而股票交易额受到市场涨跌的影响明显。
- 机构投资者规模的不断壮大将给经纪业务带来两方面的影响：
  1. 机构投资者较低的换手率将拉低整体换手率。
  2. 机构投资者较低的手续费率将拉低整体手续费率。

08年经纪业务 手续费收入		日均股票交易额（亿元）										
		1,500	1,600	1,700	1,800	1,900	2,000	2,100	2,200	2,300	2,400	2,500
经纪业务手续费率 (%)	0.10%	812	866	920	974	1,028	1,082	1,136	1,190	1,245	1,299	1,353
	0.11%	893	952	1,012	1,071	1,131	1,190	1,250	1,309	1,369	1,429	1,488
	0.12%	974	1,039	1,104	1,169	1,234	1,299	1,364	1,429	1,493	1,558	1,623
	0.13%	1,055	1,126	1,196	1,266	1,337	1,407	1,477	1,548	1,618	1,688	1,759
	0.14%	1,136	1,212	1,288	1,364	1,439	1,515	1,591	1,667	1,742	1,818	1,894
	0.15%	1,218	1,299	1,380	1,461	1,542	1,623	1,705	1,786	1,867	1,948	2,029
	0.16%	1,299	1,385	1,472	1,558	1,645	1,732	1,818	1,905	1,991	2,078	2,164
	0.17%	1,380	1,472	1,564	1,656	1,748	1,840	1,932	2,024	2,116	2,208	2,300
0.18%	1,461	1,558	1,656	1,753	1,851	1,948	2,045	2,143	2,240	2,338	2,435	

数据来源：中金公司研究部



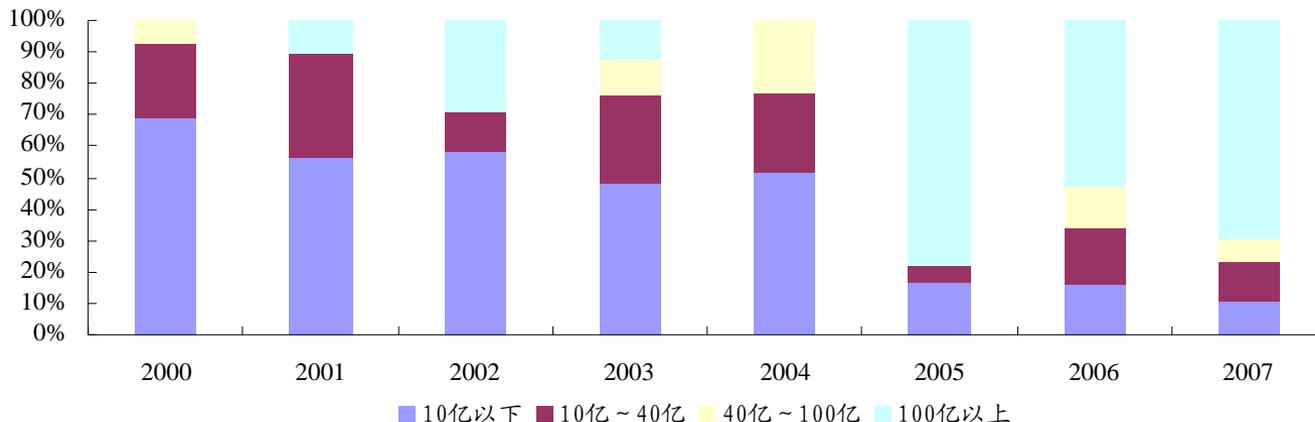
## 2、投资银行业务步入稳定增长阶段



# 大型项目主导股票承销业务

➤2006年以来大盘蓝筹股集中回归使得股权融资结构出现明显变化，100亿元以上项目占比高达69%。

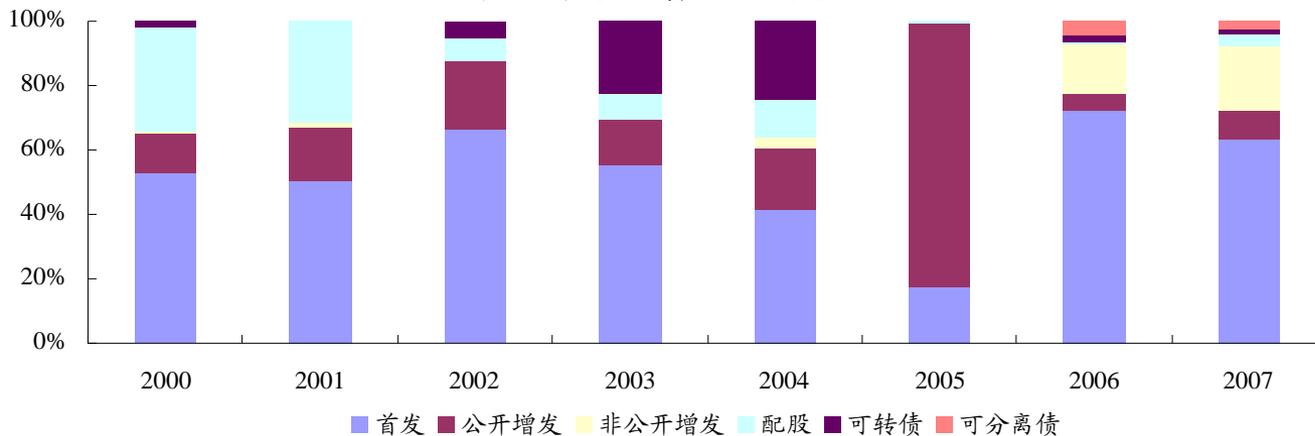
### 股票及股票连接融资结构(按规模)



数据来源：WIND资讯、巨潮信息网、上海证券交易所、深圳证券交易所、中金公司研究部

➤2007年首发在股权融资中的占比高达63%，其中首发规模在100亿元以上项目的占比高达86%。

### 股票及股票连接融资结构(按类型)

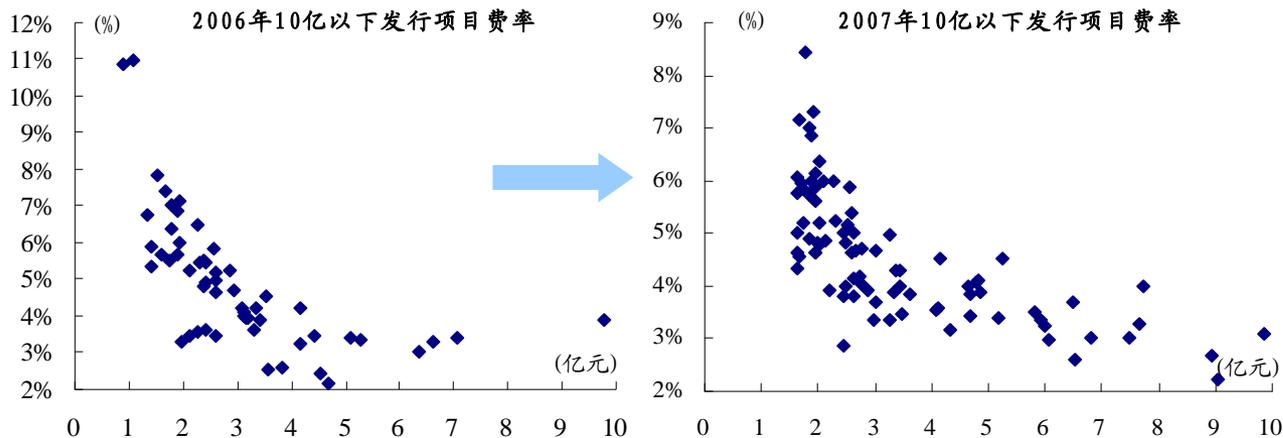


数据来源：WIND资讯、巨潮信息网、上海证券交易所、深圳证券交易所、中金公司研究部



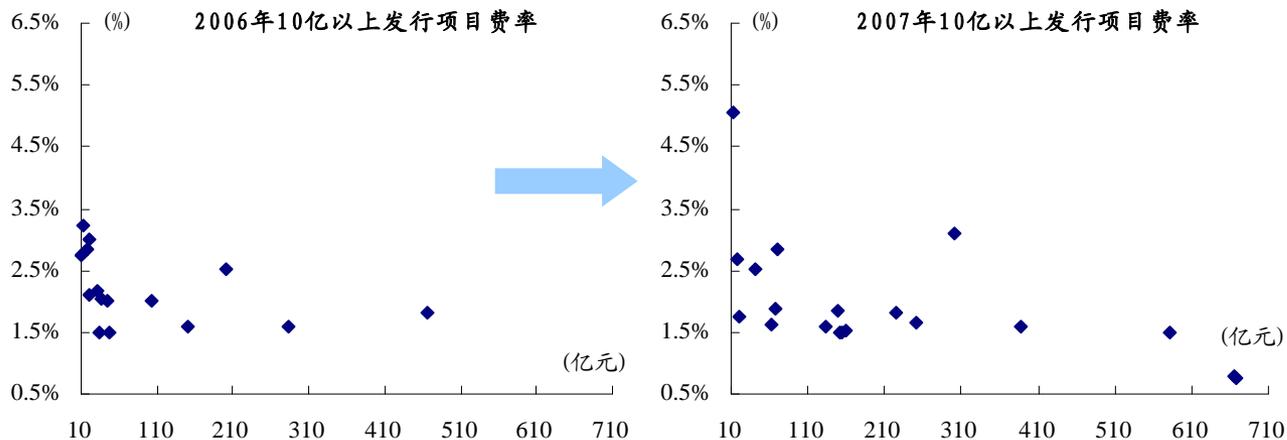
## 股票承销费率分化愈加明显

➤10亿以下  
股票及股票  
连接保荐承  
销费率市场  
化程度提高



数据来源：WIND资讯、巨潮信息网、上海证券交易所、深圳证券交易所、中金公司研究部

➤100亿以上  
股票及股票  
连接保荐承  
销费率继续  
降低



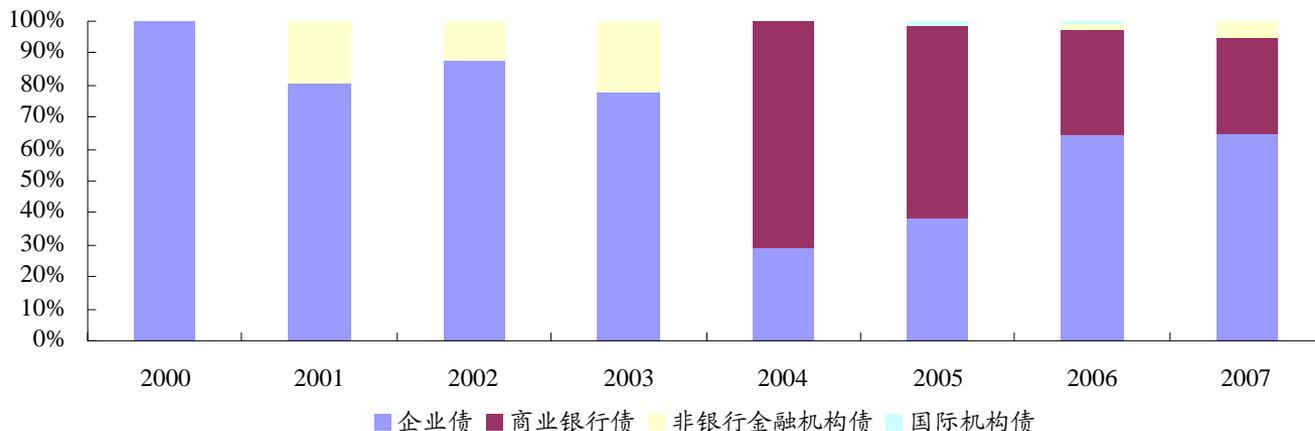
数据来源：WIND资讯、巨潮信息网、上海证券交易所、深圳证券交易所、中金公司研究部



## 大型项目在债券承销业务中占比快速提高

➤2004年以来，金融行业改革和企业融资快速发展导致企业和商业银行债券占比高达95%。

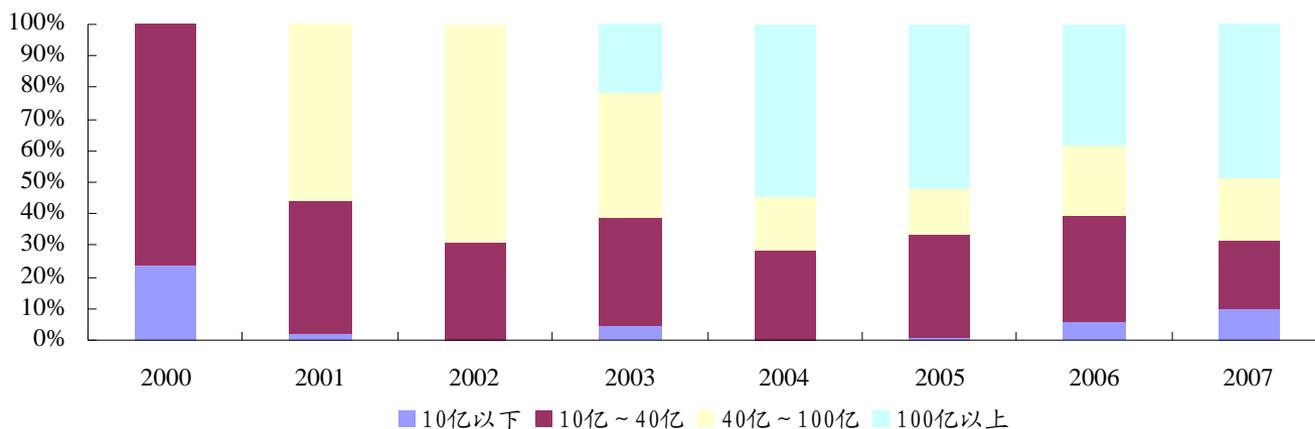
企业主体债券融资结构(按类型)



数据来源：WIND资讯、巨潮信息网、上海证券交易所、深圳证券交易所，中金公司研究部

➤2007年，100亿元以上项目的占比高达48%。

企业主体债券融资结构(按规模)



数据来源：WIND资讯、巨潮信息网、上海证券交易所、深圳证券交易所，中金公司研究部



### 3、资产管理业务发展空间巨大



## 资产管理业务的机遇与挑战并存

证券公司在资产管理行业的优势在于业务范围最广、证券投资产品类型最丰富，而且收费方式和运作方式灵活，但专业化程度和市场声誉不如基金公司，审批速度和客户基础不如商业银行。

	监管机构	产品审批方式	业务范围	产品类型	收费方式	运作方式	收益承诺
基金管理公司	中国证监会	核准制	非限定性集合资产管理 定向资产管理	股票型 债券型 货币市场型	管理费	客户资金	不保本保息
证券公司	中国证监会	核准制	限定性集合资产管理 非限定性集合资产管理 定向资产管理 专项资产管理	股票型 基金型 债券型 货币市场型	管理费 利润分成	客户资金 自有资金	不保本保息
商业银行	中国银监会	备案制	非限定性集合资产管理	收益连接产品 信托型 债券型 货币市场型	管理费	客户资金	保本保息 不保本保息
信托投资公司	中国银监会	备案制	集合资金信托	证券投资类信托 债权信托 权益投资信托 股权投资信托 房地产信托 贷款类信托	管理费	客户资金	不保本保息
保险资产管理公司	中国保监会	NA	定向资产管理	股票型 基金型 债券型 货币市场型	管理费	客户资金	不保本保息

数据来源：中金公司研究部



## 集合资产管理业务仍处于高速增长期

➤ 由于国内投资者理财意识的逐步提高，银行存款搬家情况持续。

➤ 由于投资收益率相对于其他产品具有一定优势，基金管理公司的共同基金以及证券公司的集合理财产品成为金融资产重新分配的主要受益者。

➤ 定向资产管理业务和专项资产管理业务受制于其他政府部门牌照许可限制，目前获得业务牌照的证券公司较少。

证券公司资产管理子业务资格情况

子业务	客户类别	获得资格机构数量	获得资格券商
集合资产管理	无限制	29	创新类
	社保基金	10	中金公司
定向资产管理	企业年金基金	15	中金公司 中信证券
	保险公司	不适用	无
专项资产管理	无限制	29	创新类

数据来源：中金公司研究部

	银行存款	基金资产规模	数量	占比	集合资产管理业务资产规模	数量	占比
1999年	108,779	511	23	0.47%			
2000年	123,804	917	41	0.74%			
2001年	143,617	859	52	0.60%			
2002年	170,917	1,185	71	0.69%			
2003年	208,056	1,659	110	0.80%			
2004年	240,525	3,203	161	1.33%			
2005年	287,170	4,835	218	1.68%	94	10	0.03%
2006年	335,434	8,856	306	2.64%	298	22	0.09%
2007年3季度	382,981	30,130	363	7.87%	838	26	0.22%

数据来源：中金公司研究部



## 集合理财产品有所差异

创新类券商集合理财产品特征一览表（截至2007年）

证券公司	产品名称	产品类型	管理费	业绩报酬	自有资金	状态
长江证券	超越理财1号	混和型	1.5%	×	✓	已清算
东方证券	东方红1号	混合型	无	✓	✓	已清算
	东方红2号	混合型	0.8%	✓	✓	
东海证券	东风1号	债券型	0.6%	×	✓	
光大证券	光大阳光	混和型	1.5%	×	✓	
	光大阳光2号	FOF	0.5%	×	✓	
广发证券	广发2号	债券型	0.58%	×	×	已清算
	广发3号	混合型	1%	×	×	
	广发4号	FOF	1.2%	✓	×	
国都证券	国都1号	债券型	0.67%	×	×	
国泰君安证券	君得利	货币型	0.33%	×	×	
	君得益	FOF	0.98%	✓	✓	
国信证券	金理财稳得受益	债券型	0.9%	×	✓	已清算
	金理财经典组合	FOF	1%	×	✓	
	金理财价值增长	股票型	0.8%	✓	×	
国元证券	国元黄山1号	债券型	0.7%	✓	✓	
海通证券	海通稳健增值型	混合型	1%	×	✓	
	华泰紫金1号	债券型	0.8%	✓	✓	
	华泰紫金2号	FOF	1.1%	×	✓	
华泰证券	华泰紫金3号	混合型	1.2%	✓	×	
	理财1号	股票型	无	✓	✓	
招商证券	基金宝	FOF	0.6%	✓	✓	
	现金牛	货币型	0.3%	×	×	
	基金宝二期	FOF	1.2%	✓	✓	
中金公司	中金短期债券	债券型	无	✓	×	
	中金股票精选	股票型	1.5%	×	×	
	中金股票策略	股票型	1.5%	×	×	
中信证券	中信避险共赢	债券型	1%	×	✓	
	中信理财2号	混合型	1.5%	×	×	
	中信股债双赢	混合型	1.5%	×	×	

数据来源：证券公司网站、中金公司研究部



#### 4、创新业务空间广阔但短期内难有明显贡献



## 创新业务发展前景各异 - 非自营业务

### 经纪业务

- 股指期货有望在2008年推出。目前已有75家会员，其中28家为证券公司参股、控股。
- 投资顾问业务和基金销售业务仍需时间培育。投资顾问业务以收取投资顾问费和帐户咨询费为主要盈利手段，但目前难以被投资者普遍接受。基金销售业务以销售基金收取代销费为主要盈利手段，但是由于与银行网点数量相比相差较远，难以成为基金代销的最主要渠道。

### 投资银行业务

- 资产证券化发展前景广阔但短期内难成气候。中国证监会和中国人民银行分别推出了以企业资产和以银行资产为支持资产的资产证券化产品，资产证券化标准不统一使得证券公司开展业务的难度增加。同时，资产证券化的定价水平较低，使得证券公司从中获得的实际收益较少。
- 财务顾问业务有望成为投资银行业务新的收入来源。目前财务顾问业务尚无收费标准，短期内盈利模式难以成形。

### 资产管理业务

- 定向资产管理业务短期内难有实质性进展。定向资产管理业务资格审批受制于其他监管部门，目前获得资格的证券公司较少，加上基金管理公司的竞争，前景仍不明朗。
- 专项资产管理业务尚未开展。



## 创新业务发展前景各异 - 自营业务

### 权证创设业务机会将逐步减少。

- 权证市场的疯狂炒作使得权证创设业务成为创新类证券公司收入丰厚但风险较低的一项业务。
- 到目前为止，给多数证券公司带来巨额权证创设收入的仅仅是招行认沽权证、南航认沽权证等几只有数的权证品种。
- 这种业务机会往往与权证市场的疯狂炒作紧密联系，随着权证炒作的逐步降温，权证创设业务机会将逐步减少。

### 预计直接业务将在2009年产生效益。

- 到目前为止中国证监会仅仅批准了2家证券公司开展直接投资业务的申请，这意味着多数证券公司最早也将在2008年才能正式开展直接投资业务。
- 由于直接投资业务至少需要1年的运作时间才能够产生效益，这意味着直接投资业务最快将在2009年开始产生收入。

### 融资融券业务有望推出。

- 2008年初，中国证监会提出要适时启动证券公司融资融券业务试点。

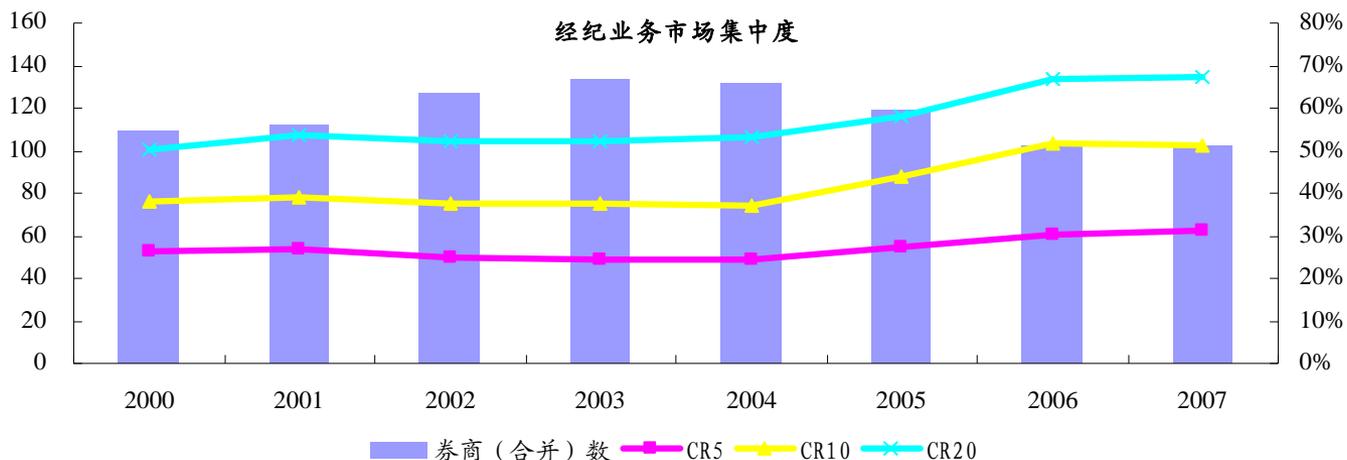


### 三、证券行业市场集中度较高



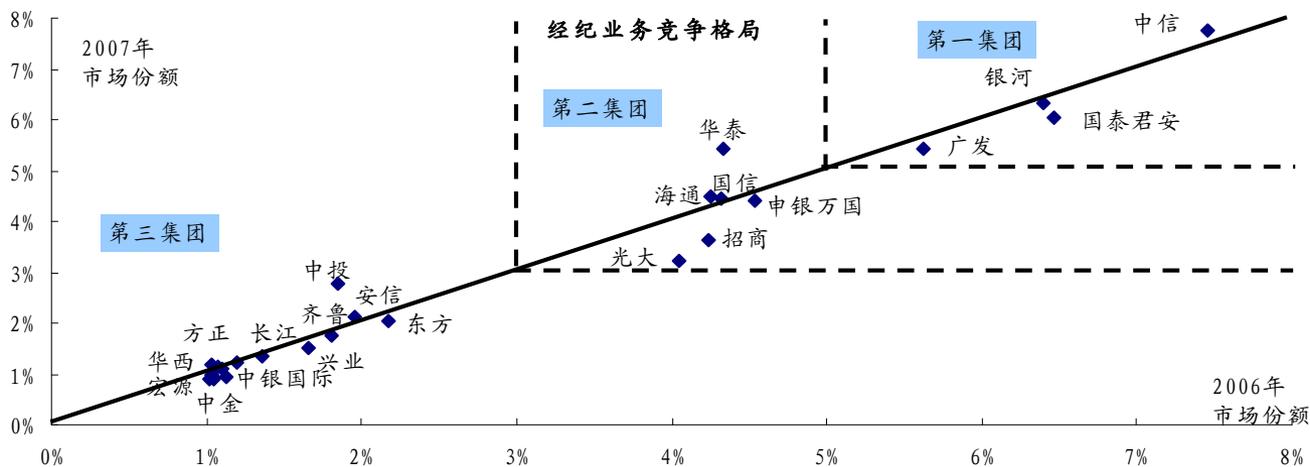
## 经纪业务竞争格局进入稳定期

自2004年开始的证券公司综合治理工作使得经纪业务市场份额重新洗牌，新的竞争格局已经基本形成。



数据来源：上交所、深交所、中金公司研究部；注：CR为前（5、10、20）名市场集中度

中信、银河、国泰君安、广发等10家处于第一集团和第二集团的证券公司合计市场份额已经超过50%。

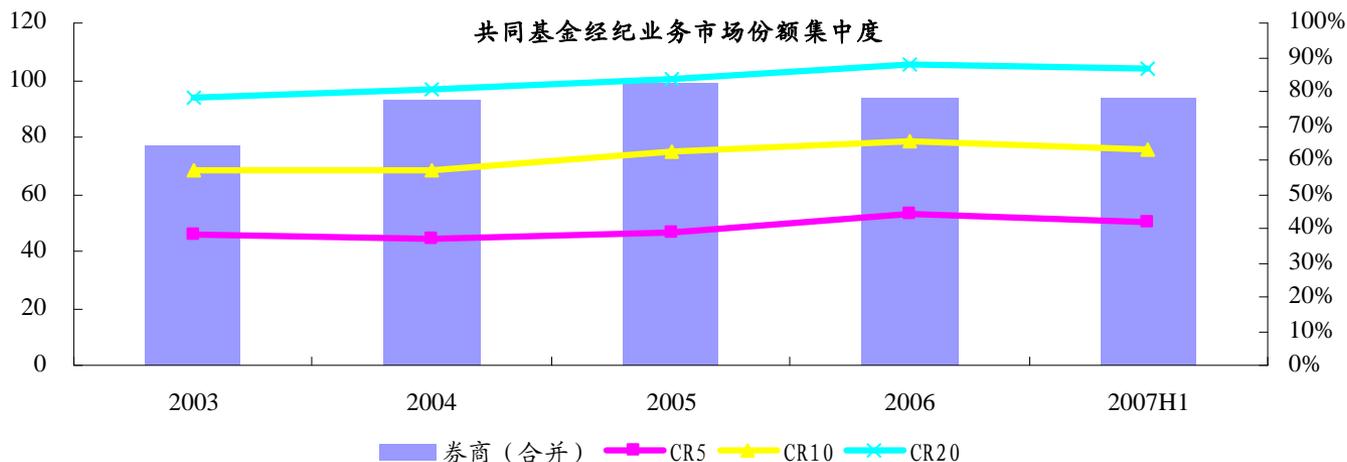


数据来源：上交所、深交所、中金公司研究部；注：CR为前（5、10、20）名市场集中度



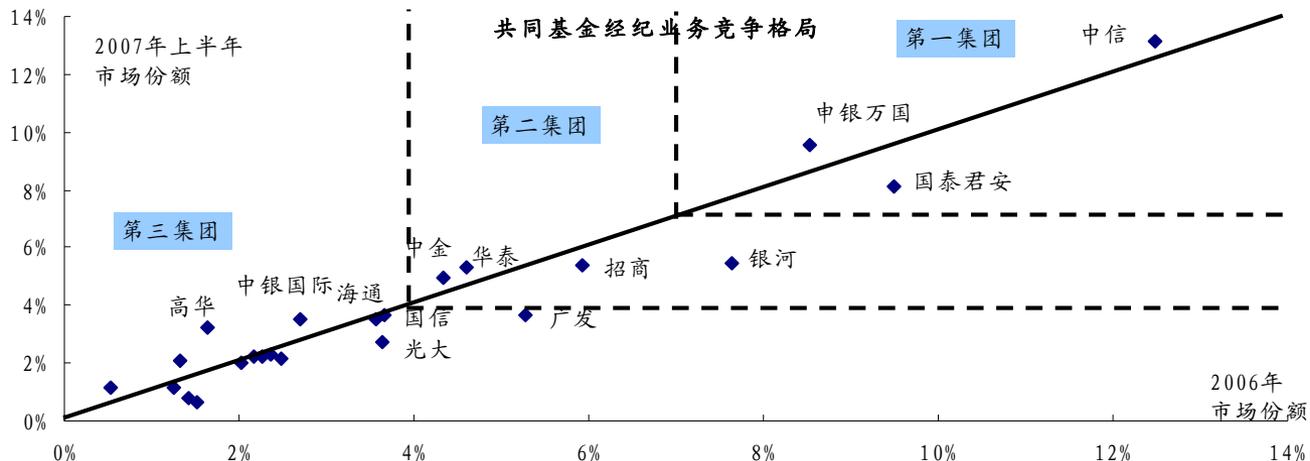
## 机构经纪业务市场份额变化较大

在机构经纪业务领域，由于受到政策性限制较少，共同基金经纪业务市场份额较为集中，但每年市场份额变化较大。



数据来源：WIND资讯、中金公司研究部；注：CR为前（5、10、20）名市场集中度

中信、申万、国泰君安等10家处于第一集团和第二集团的证券公司合计市场份额已经超过60%，但是前10名市场份额变化较大



数据来源：WIND资讯、中金公司研究部；注：CR为前（5、10、20）名市场集中度

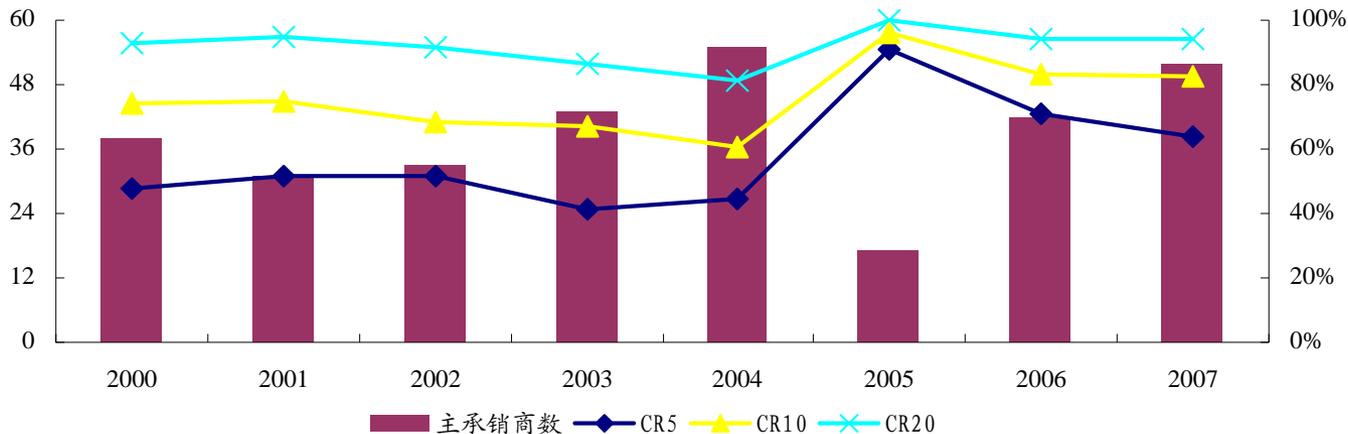


## 大型项目主导格局导致投资银行业务市场集中度极高

➤ 股权分置改革、证券公司综合治理以及金融行业改革大大改变了投资银行业务原有的竞争格局。

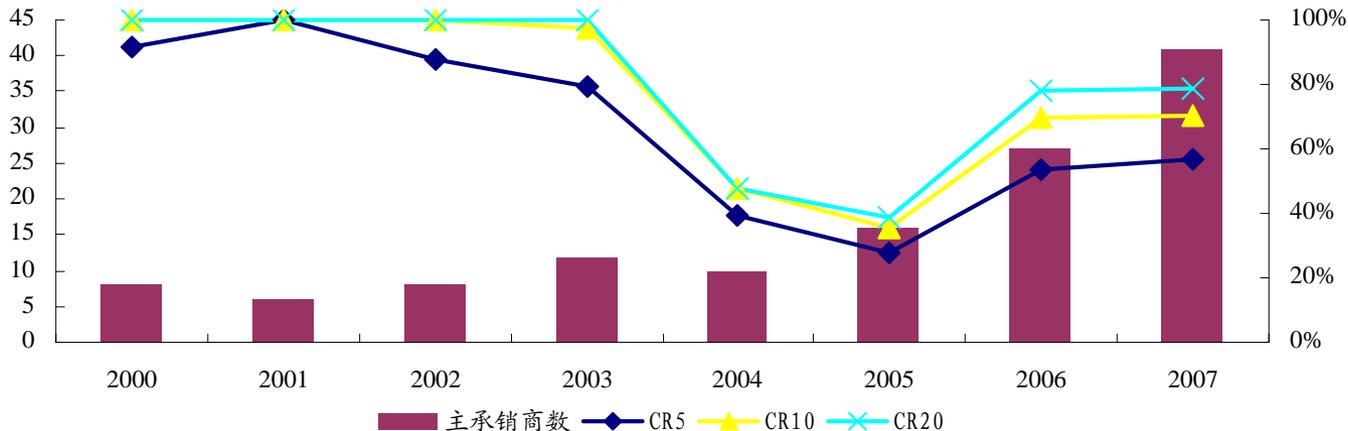
➤ 少数大型证券公司大型项目的垄断使市场集中度明显的提高。

股票及股票连接承销份额集中度



数据来源：上交所、深交所、WIND资讯、巨潮信息网、中金公司研究部；注：CR为前（5、10、20）名市场集中度

企业主体债券承销份额集中度



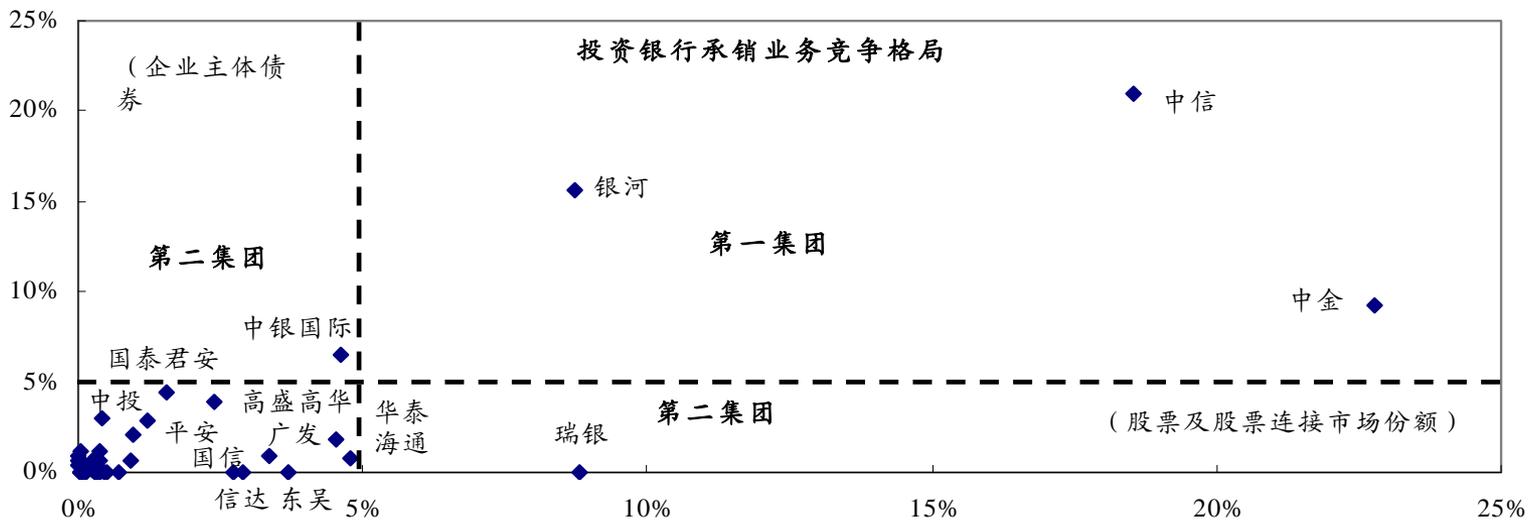
数据来源：上交所、深交所、中国债券信息网、中金公司研究部；注：CR为前（5、10、20）名市场集中度



## 投资银行业务呈现出寡头垄断的竞争格局

### 投资银行业务形成寡头垄断格局

- 由于自2006年开始大盘蓝筹股的集中上市使得股票及股票连接融资领域市场集中度明显上升，2007年中信、中金、银河3家证券公司合计的市场份额已经超过了50%。
- 在企业主体债券领域，中信、中金、银河3家证券公司2007年的合计市场份额也超过了45%。

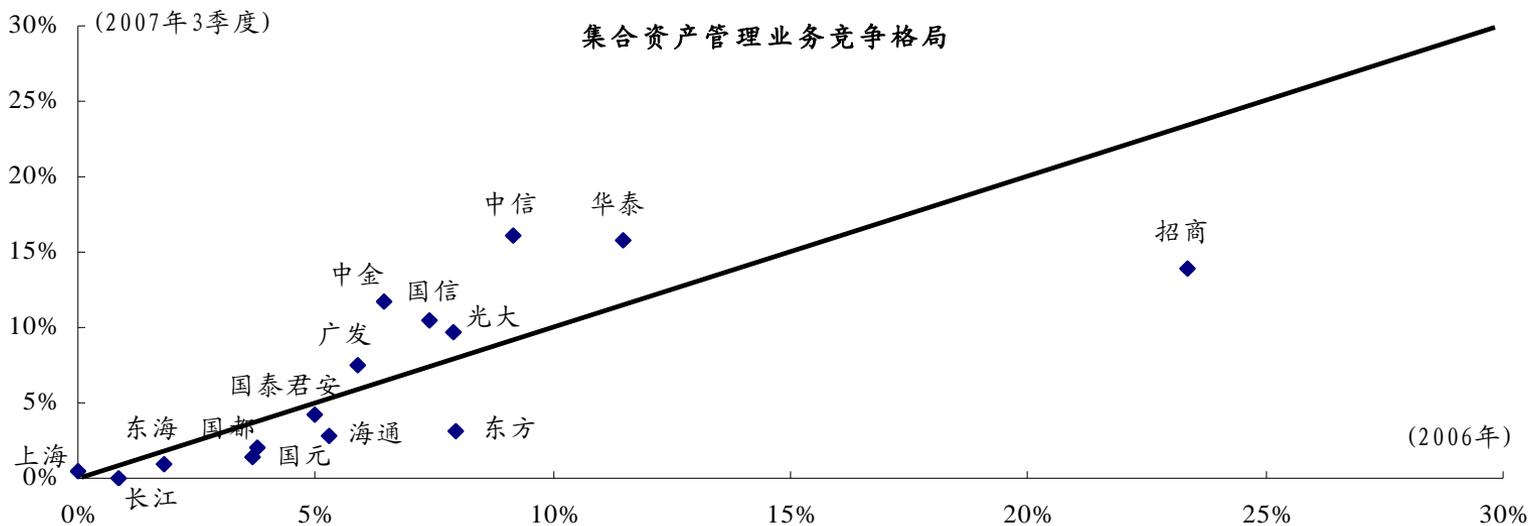


数据来源：上交所、深交所、中金公司研究部



## 集合资产管理业务竞争格局仍不稳定

- ▶由于目前集合资产管理业务的牌照仅限于创新类证券公司且需要中国证监会审批，因此受政策性因素影响较大。
- ▶集合理财管理产品同样需要中国证监会的审批，且对单只产品规模有严格的限制，使得集合资产管理业务的竞争格局极不稳定。
- ▶QDII集合理财产品还需要外汇管理局等监管机构的审批，增加了政策性风险。

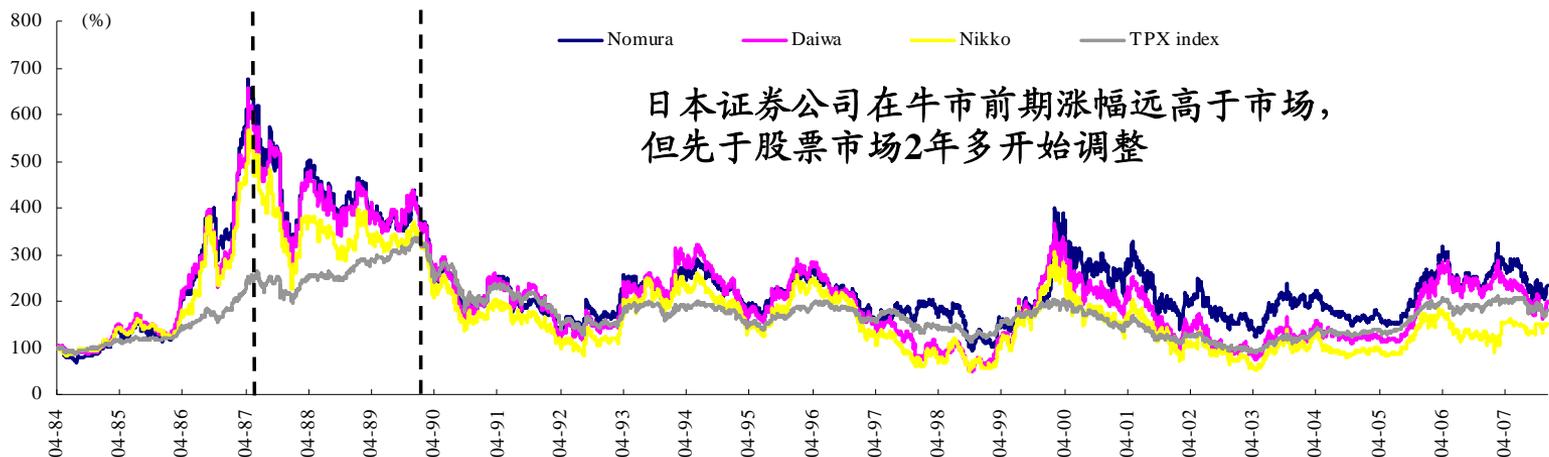


数据来源：证券公司网站、中金公司研究部

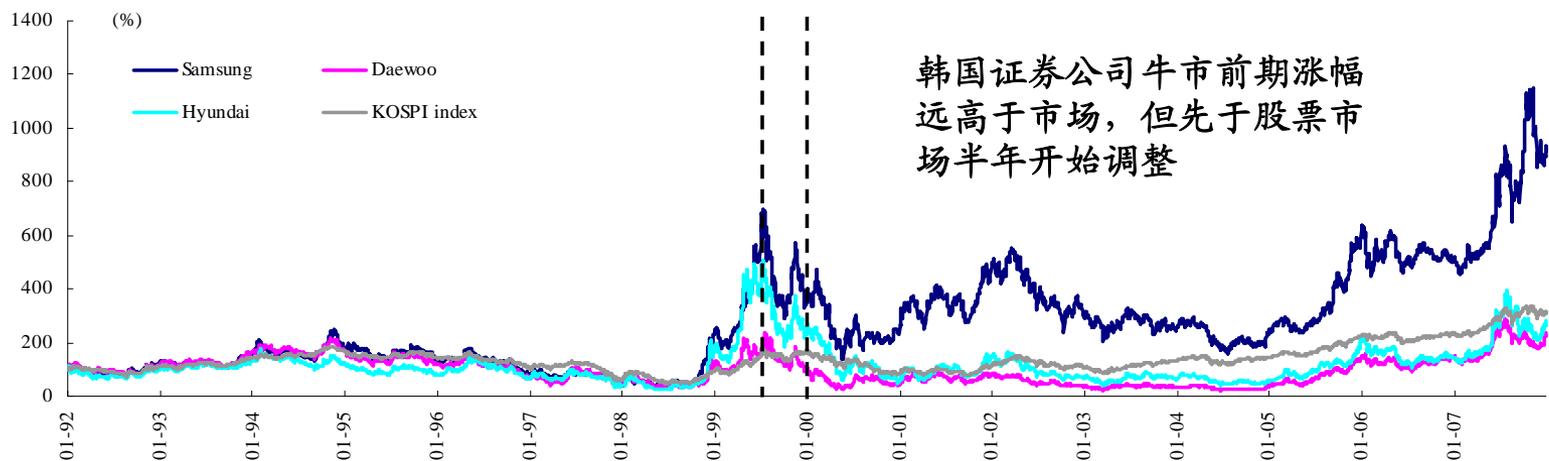


#### 四、证券公司股价表现与业绩增速拐点高度相关

## 国际经验表明证券公司股价拐点先于股票市场拐点出现



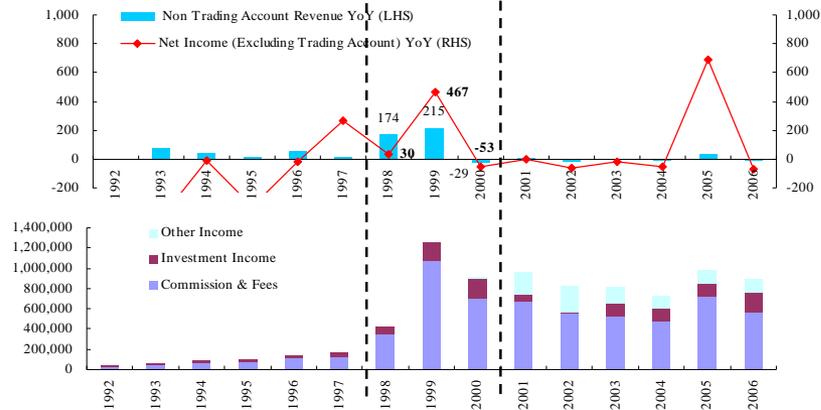
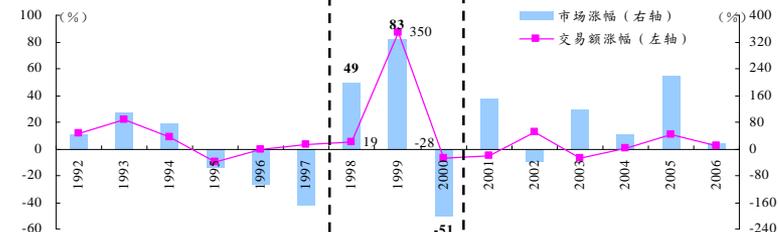
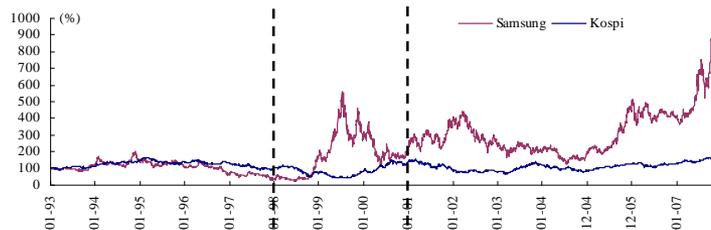
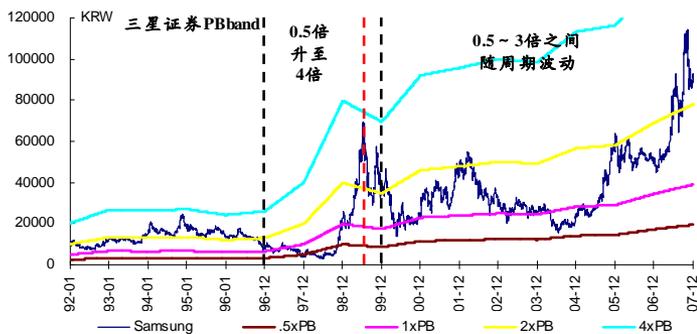
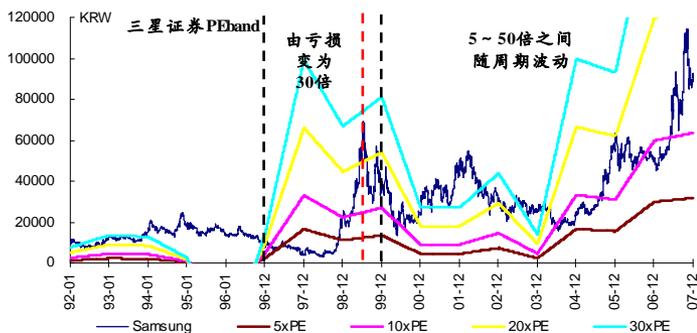
数据来源：Bloomberg、中金公司研究部



数据来源：Bloomberg、中金公司研究部

# 业绩增速拐点与股价高度相关 - 韩国

三星证券的股价高点与业绩增速高点同时发生在1999年。

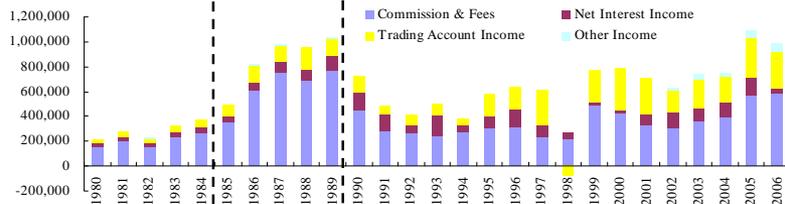
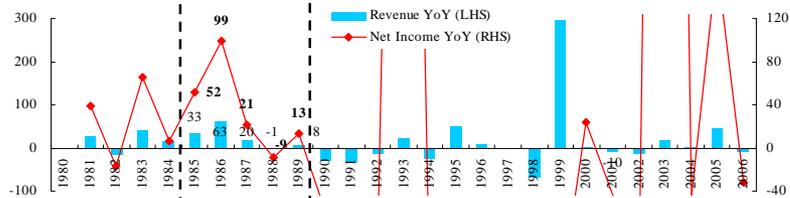
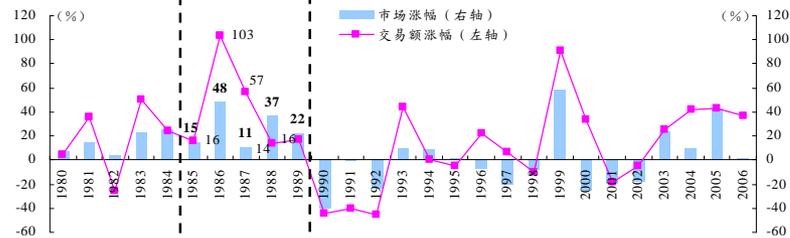
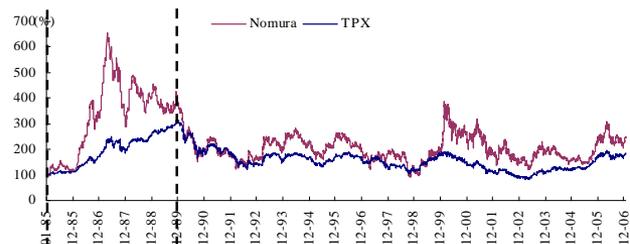
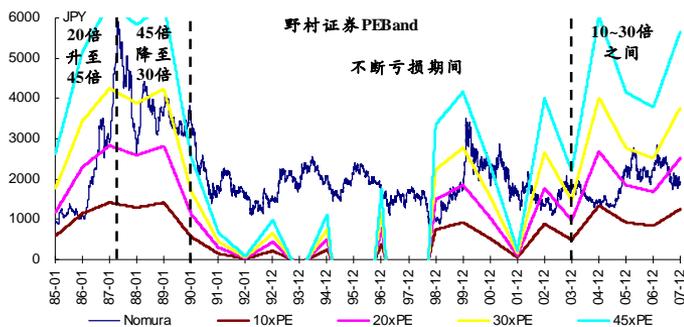
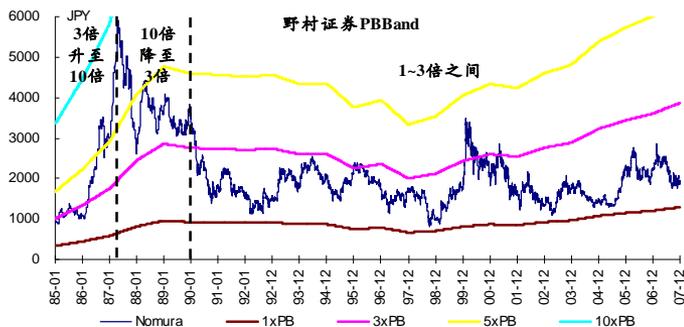


数据来源: CEIC、Bloomberg、FACTSET、中金公司研究部



# 业绩增速拐点与股价高度相关 - 日本

野村证券的股价高点与业绩增速拐点同时发生在1987年。



数据来源: CEIC、Bloomberg、FACTSET、中金公司研究部



## 五、上市证券公司基本面和估值



## 中信证券各项业务都建立了一定竞争优势

- ▶ 龙头会享有估值溢价；
- ▶ 业务组合相对合理，系统性风险相对较小；
- ▶ 进行了股权融资，拥有更高的安全边际；
- ▶ 在创新业务领域拥有优势，有望率先实现盈利模式优化。

已上市及借壳上市证券公司市场份额（2007年）

	股基权证代买卖	股票及股票连接承销	企业主体债券承销	集合资产管理*
中信证券	7.78	18.56	21.04	16.09
广发证券	4.60	3.34	0.93	7.55
海通证券	4.11	4.79	0.75	2.85
长江证券	1.34	—	0.64	—
宏源证券	1.10	0.24	0.18	—
国元证券	0.81	0.20	0.29	1.36
东北证券	0.76	0.14	—	—
国金证券	0.50	—	—	—

数据来源：上交所、深交所、WIND资讯、巨潮信息网、中国债券信息网、证券公司网站、中金公司研究部

2007年3季度年已上市及借壳上市证券公司参控股基金管理公司（单位：亿元）

亿元	参控股基金管理公司	参控股比例	管理资产	市场份额
中信证券	华夏基金	60.73%	2,045.20	6.79%
	中信基金	100.00%	194.79	0.65%
广发证券	广发基金	48.33%	1,179.38	3.91%
海通证券	海富通基金	51.00%	627.85	2.08%
	富国基金	27.78%	536.95	1.78%
长江证券	长信基金	49.00%	347.04	1.15%
	诺德基金	30.00%	122.15	0.41%
宏源证券	—	—	—	—
国元证券	长盛基金	49.00%	364.41	1.21%
东北证券	东方基金	46.00%	156.37	0.52%
	银华基金	21.00%	1,077.48	3.58%
国金证券	—	—	—	—

数据来源：WIND资讯、中金公司研究部



## 中信证券面临限售股解禁风险最小

- ▶ 中信证券大股东解禁，对股价冲击可能性不大；
- ▶ 东北证券、宏源证券限售股解禁比例较小，对股价冲击可能性较小；
- ▶ 海通证券、国元证券、长江证券股价面临较大的限售股解禁压力。

2008年证券公司限售股解禁情况一览

股票名称	代码	总股本	已流通 数量 (万股)	可流通数量(万股)			备注
				日期	数量 (万股)	占总股本 (%)	
中信证券	600030	331,523	279,156	2008-8-15	49,367.54	14.89%	中信集团持股解禁
海通证券	600837	411,391	11,693	2008-11-21	64,463.77	15.67%	非公开增发股解禁
				2008-12-21	8,000.00	1.94%	
东北证券	000686	58,119	15,155	2008-8-27	2,547.96	4.38%	小非持股解禁
国元证券	000728	146,410	12,477	2008-10-30	16,032.01	10.95%	小非持股解禁
宏源证券	000562	146,120	50,524	2008-6-21	3,043.73	2.08%	银建投资持股解禁
长江证券	000783	167,480	26,208	2008-12-27	59,387.27	35.46%	小非持股解禁

数据来源：上交所、深交所，中金公司研究部



## 中信证券估值水平低于其他证券公司

- 中信证券和海通证券进行了再融资，自营业务重要性提高导致估值水平下降；
- 中信证券流通比例最高，其他证券公司流通比例较低；
- 再融资降低了中信证券和海通证券的净资产收益率。

	股价	总股本	流通股	总市值	总资产回报率 (%)				净资产回报率 (%)			
	(元)	(百万股)	(百万)	(十亿)	06A	07E	08E	09E	06A	07E	08E	09E
中信证券	51.91	3,315	2,792	172	5.78	9.77	6.78	7.70	27.1	38.8	23.9	25.6
海通证券	29.11	4,114	117	120	3.45	9.19	7.35	8.38	17.1	27.7	19.3	21.7
东北证券	23.05	581	152	13	1.81	11.58	8.19	10.04	17.1	81.5	42.9	42.4
国元证券	17.91	1,640	125	29	8.76	16.77	7.75	10.51	24.2	59.5	26.8	33.3
宏源证券	19.77	1,461	505	29	4.16	15.71	6.55	8.79	10.8	54.4	26.3	32.4
长江证券	17.44	1,675	262	29	6.48	13.24	5.98	8.53	22.7	54.9	23.3	29.6

	每股收益				每股净资产				市盈率				市净率			
	06A	07E	08E	09E	06A	07E	08E	09E	06A	07E	08E	09E	06A	07E	08E	09E
中信证券	0.82	3.74	4.16	5.55	4.13	15.56	19.23	24.15	63.6	13.9	12.5	9.4	12.6	3.3	2.7	2.1
海通证券	0.19	1.32	1.77	2.33	1.19	8.53	9.77	11.66	151.7	22.1	16.5	12.5	24.4	3.4	3.0	2.5
东北证券	0.15	1.92	2.01	2.93	1.02	3.68	5.69	8.12	157.1	12.0	11.5	7.9	22.6	6.3	4.1	2.8
国元证券	0.38	1.56	1.02	1.56	1.71	3.53	4.05	5.36	47.6	11.5	17.6	11.4	10.5	5.1	4.4	3.3
宏源证券	0.16	1.77	1.18	1.81	2.41	4.10	4.83	6.35	126.8	11.2	16.8	10.9	8.2	4.8	4.1	3.1
长江证券	0.31	1.41	0.86	1.31	1.62	3.53	3.89	4.98	56.0	12.4	20.2	13.3	10.8	4.9	4.5	3.5

数据来源: Bloomberg, 中金公司研究部



## 估值 - 中信证券

- ▶在主要业务领域均处于第一集团;
- ▶控股的中信基金和华夏基金在基金管理公司领域管理资产规模第一;
- ▶公开增发募集250亿, 资本规模第一;
- ▶获准开展直接投资业务、控股2家期货公司。

<b>自营业务部分估值</b>	<b>2008F</b>
自营业务每股收益 (元)	1.67
自营业务每股净资产 (元)	12.66
自营业务长期净资产回报率(ROE)	19.00%
分红比率(d)	40.00%
股东权益成本(COE)	15.50%
可持续增长率(g)	11.40%
自营业务市净率(P/B)	1.85
<b>自营业务每股价值 (元)</b>	<b>23.47</b>
<b>非自营业务部分估值</b>	<b>2008F</b>
非自营业务每股收益 (元)	2.50
非自营业务市盈率(P/E)	22.50
非自营业务市盈增长比率(PEG)	0.86
<b>非自营业务每股价值 (元)</b>	<b>56.17</b>
<b>部分加法(sum-of-the-parts)估值</b>	<b>2008F</b>
<b>每股价值</b>	<b>79.64</b>

数据来源: 中金公司研究部

	08年每股价值 (元)	自营业务P/B				
		1.35	1.60	1.85	2.10	2.35
非自营业务 P/E	17.5	60.83	64.00	67.16	70.33	73.49
	20.0	67.07	70.24	73.40	76.57	79.73
	22.5	73.31	76.48	79.64	82.81	85.97
	25.0	79.56	82.72	85.89	89.05	92.22
	27.5	85.80	88.96	92.13	95.29	98.46

数据来源: 中金公司研究部



## 业绩波动风险 - 中信证券

08年每股收益 (元)		日均股票交易额 (亿元)								
		1,500	1,625	1,750	1,875	2,000	2,125	2,250	2,375	2,500
业务及管理费 (亿元)	118.69	2.96	3.15	3.34	3.52	3.71	3.90	4.09	4.27	4.46
	113.69	3.07	3.26	3.45	3.64	3.82	4.01	4.20	4.39	4.57
	108.69	3.19	3.37	3.56	3.75	3.94	4.12	4.31	4.50	4.69
	103.69	3.30	3.49	3.68	3.86	4.05	4.24	4.43	4.61	4.80
	98.69	3.41	3.60	3.79	3.98	4.16	4.35	4.54	4.73	4.91
	93.69	3.53	3.71	3.90	4.09	4.28	4.46	4.65	4.84	5.03
	88.69	3.64	3.83	4.01	4.20	4.39	4.58	4.76	4.95	5.14
	83.69	3.75	3.94	4.13	4.32	4.50	4.69	4.88	5.07	5.25
78.69	3.87	4.05	4.24	4.43	4.62	4.80	4.99	5.18	5.37	

数据来源: Bloomberg、中金公司研究部

08年每股收益 (元)		股票投资收益率								
		0%	5%	10%	15%	20%	25%	30%	35%	40%
自营业务规模 (亿元)	31,975	2.45	2.83	3.20	3.58	3.95	4.32	4.70	5.07	5.45
	34,475	2.45	2.84	3.23	3.62	4.00	4.39	4.78	5.17	5.56
	36,975	2.45	2.85	3.25	3.66	4.06	4.46	4.86	5.26	5.66
	39,475	2.45	2.87	3.28	3.70	4.11	4.52	4.94	5.35	5.77
	41,975	2.45	2.88	3.31	3.74	4.16	4.59	5.02	5.45	5.88
	44,475	2.45	2.89	3.33	3.78	4.22	4.66	5.10	5.54	5.98
	46,975	2.45	2.91	3.36	3.82	4.27	4.73	5.18	5.63	6.09
	49,475	2.45	2.92	3.39	3.86	4.32	4.79	5.26	5.73	6.20
	51,975	2.45	2.93	3.41	3.90	4.38	4.86	5.34	5.82	6.30

数据来源: Bloomberg、中金公司研究部