

公司报告

公司研究

中信证券(6030. HK)

股本数据

总股本(亿股) 110.17

总市值(亿港元) 1705.43

流通股本(亿股) 110.17

流通市值(亿港元) 1705.43

52周高/低 (HK\$) 17.58/12.36

每股净值(港元) 9.69

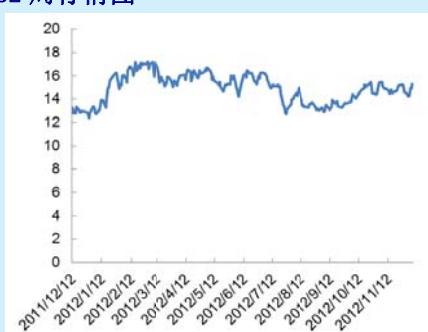
所属行业：金融

主要股东

中国中信股份有限公司 20.30%

香港中央结算（代理人） 10.69%
有限公司

52周行情图



资料来源: Bloomberg

国元证券(香港)研究部

电话: (852) 3769 6888

(86) 755-2151 9190

电邮: gyhkresearch@gyzq.com.hk



國元(香港)
GY(HK)

2012-12-17 星期一

综合实力强大 创新与转型并进 未评级

投资要点:

国内背景深厚的综合性券商:

中信证券是中国证监会核准的第一批综合类证券公司之一。目前公司主要从事的业务包括证券的代理买卖；代理证券还本付息、分红派息；证券的代保管；代理登记开户；证券的自营买卖；证券的承销；客户资产管理；证券投资咨询。公司处于证券行业龙头地位，资本实力充足，将会率先享受到金融创新所带来的政策红利。

经纪业务市场份额进一步扩大:

公司经纪业务市场份额已经连续六个季度提升。得益于创新业务发展带来的客户综合服务能力提升，经纪业务市场份额上升至 6.14%。随着非现场开户的即将开闸，我们预计中信证券市场份额未来仍将提升。

创新业务效益不断提高:

公司 9 月末融资融券余额达到了 62 亿元，市占率为 6.62%，跃居行业首位。直投业务目前公司已进入收获期，成功上市的项目累计有 17 个，成功退出 5 个。考虑浮盈波动的话，直投项目年化收益率将超过 50%。

收购里昂证券获成熟国际业务平台:

今年 7 月，公司全资子公司中信证券国际以 12.52 亿美元的总对价收购里昂证券 100% 股权，先期支付 3.10 亿美元以完成里昂证券 19.9% 股权收购的交割。通过本次收购，中信证券获取成熟国际业务平台，国际化进程将得以加速，并可从中借鉴创新业务的发展经验。

盈利摘要

公司 2011 及 2012 的 EPS 分别为人民币 1.1 和 0.45 元，目前股价为 14.9 港元，相当于 2011 及 2012 年每股盈利的 10.9 及 26.7 倍 PE，由于公司处于市场龙头地位，预期政策红利明显，估值水平合理，建议关注。

年结日:31/ 12	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(亿人民币)	190.9	147.9	142.5	181.1	209.3
变动(%)	30.7%	-22.5%	-3.7%	27.1%	15.6%
净利润((亿人民币))	118.1	73.6	48.7	62.3	77.3
摊薄每股收益(人民币)	1.23	1.1	0.45	0.58	0.71
变动(%)	31.46%	-10.6%	-59.1%	28.9%	22.4%
基于 14.9 港元的市盈率(倍)	9.8	10.9	26.7	20.7	16.9
每股股息(人民币)	0	0.53	0.53	0.59	0.64
股息现价比率(%)	0	3.6%	3.6%	4%	4.3%



國元(香港)
GY(HK)

公司报告

目录

中信证券：背景深厚的综合性券商.....	3
公司概况	3
公司架构、主营业务	4
公司历史沿革、股东结构.....	5
管理团队介绍	6
中国证券行业概况	7
金融创新改革的推动下迎来巨大增长动力.....	7
中国证券化率相对较低.....	8
中国证券行业仍有发展空间.....	8
金融创新政策为证券行业带来政策红利.....	9
业务分析	10
传统业务：经纪、投行与资管龙头地位突显.....	10
创新业务：增长空间巨大.....	13
竞争优势	15
高品牌知名度且极具影响力.....	15
庞大及多元化的客户基础.....	15
创新及多元化的收入来源.....	14
财务分析	11
公司盈利能力突出	11
盈利预测与估值	15
盈利	15
估值	15
风险因素	16

公司是中国规模最大的证券公司

中信证券：背景深厚的综合性券商

公司概况

中信证券股份有限公司于1995年10月25日在北京成立。2011年10月6日在香港联合交易所上市交易。中信证券主营业务范围为：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；期货公司中间介绍业务。截至2012年9月末，公司实现净利润29.20亿元；净资产规模为843.79亿元；股基经纪业务市场份额5.74%，行业排行第一名；股票承销金额市场份额12.45%，行业排名第一。

图表 1：公司业务

证券经纪	接受客户委托，按照客户要求，代理客户买卖证券
证券投资咨询	证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用
证券承销与保荐	将符合条件的企业推荐上市，并对申请人适合上市、上市文件的准确完整以及董事知悉自身责任义务等负有保证责任，同时代理证券发行人发行证券
证券资产管理	接受委托人的委托，并为委托人提供理财服务
融资融券	向客户出借资金供其买入证券或出具证券供其卖出证券
证券投资基金代销	接受基金管理人的委托，代理基金管理人销售开放式基金，受理投资者开放式基金认购、申购和赎回等业务申请，同时提供配套服务

资料来源：公司资料，国元香港



公司主营业务

公司2012年三季度业绩同比出现下滑，主要由于不再华夏基金被剔除表外。如果扣除去年同期的21亿元基金管理费收入，受益于投行业务的增长和自营业务扭亏，前三季度收入同比增长10.85%。

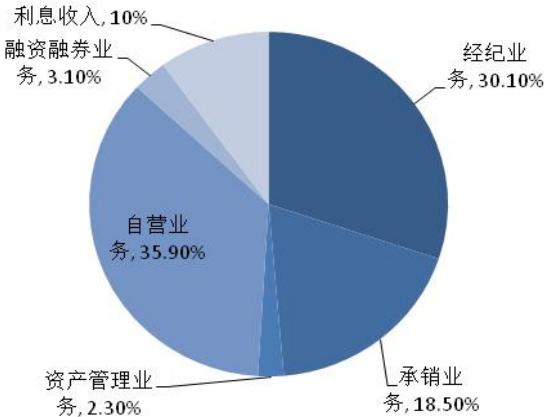
经纪业务：代理买卖证券业务净收入前三季度同比下降22.84%，前三季度平均佣金率0.78‰，较2012年年初上升1.2%。三季度经纪业务市场份额6.14%。

投行承销保荐业务：承销业务净收入同比增长22.59%。前三季度累计完成承销额1359.02亿元，同比增长30.49%，市场占有率为10.71%，同比下降10.66%。总承销额和债券承销额均排名第一，其中三季度承销458.64亿元。

自营业务：前三季度累计盈利23.05亿元，其中三季度盈利4.30亿元。前三季度自营收益率4.53%，累计综合收益率3.78%。

融资融券业务：三季度末融资融券市场占有率为8.85%，较去年底上升29.83%。

图表 4：公司的营业收入占比



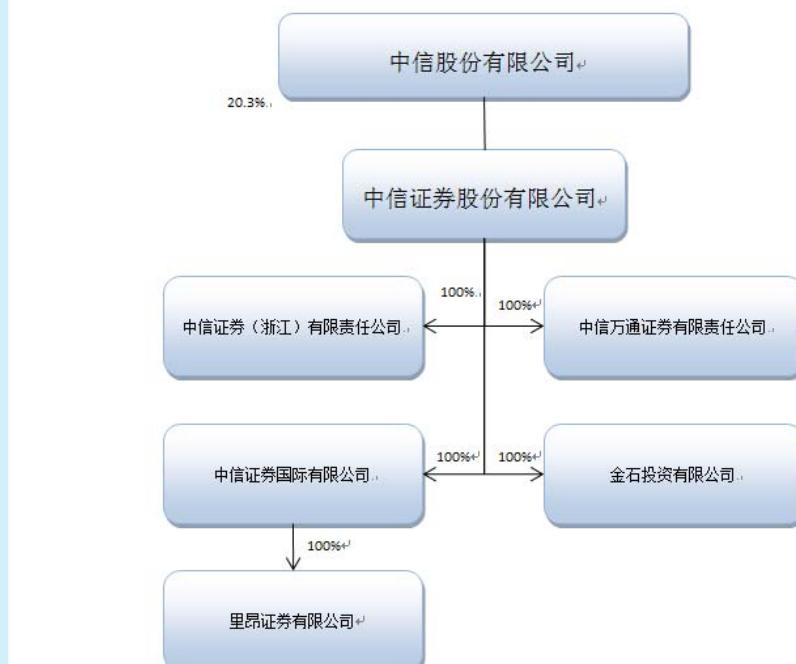
资料来源：公司资料，国元香港



公司架构

中信证券股份有限公司主要的全资控股子公司在2011年都取得了良好的经营业绩。其中，中信证券（浙江）有限责任公司，主要负责证券经纪；证券投资咨询；财务顾问以及其它与经纪类有关的证券业务，全年实现净利润3.8亿元。中信万通证券有限责任公司主要负责山东所有地市、县和发达乡镇的三级营销网络，全年实现净利润2.1亿元。中信证券国际有限公司主要负责中信证券海外业务拓展的平台，并积极拓展业务至全球金融市场，全年实现净利润681.4万元。金石投资有限公司，主要负责直投业务，全年实现净利润8.2亿元。

图表 2：中信证券的公司架构



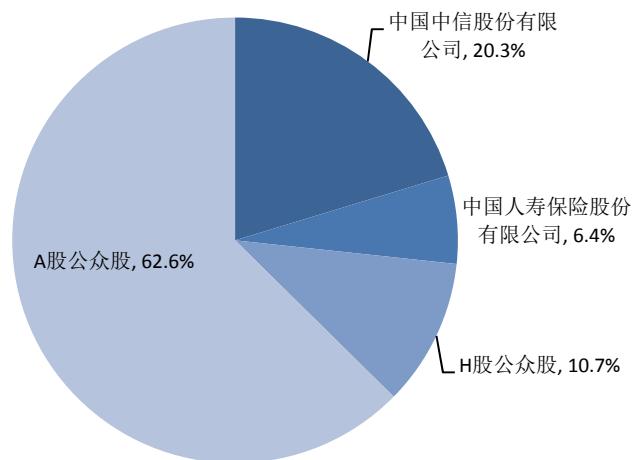
资料来源：公司资料，国元香港



公司股权结构

中信股份有限公司拥有公司 20.3%的股权;另外中国人寿保险股份有限公司持有公司 6.4%的股权。

图表 2: 公司股权结构



资料来源: 公司资料, 国元香港

图表 3: 公司的历史沿革

1995. 10 中信证券有限公司正式成立, 注册资本为人民币三亿元

1999. 3 增资改制为中信证券股份有限公司。

2002. 2 公开发行人民币普通股四亿股, 每股面值 1 元, 发行后的注册资本为 24.8 亿元。

2003. 1 中信证券于上海证券交易所上市

2005. 8 中信证券正式完成股权分置改革工作

2011. 10 中信证券于香港联合交易所上市交易

资料来源: 公司资料, 国元香港

管理团队介绍

王东明先生，60岁，现任中信证券股份有限公司董事长、执行董事兼执行委员会委员，代行合规总监职责。王先生自本公司1995年成立时加入本公司，并于1999年9月26日获委任为公司董事。王先生亦曾担任公司的副总经理及总经理。王先生亦担任中国中信股份有限公司总经理助理、中信控股有限责任公司董事、中信国际金融控股有限公司董事、华夏基金管理有限公司董事长、中信产业投资基金管理有限公司董事长及中信证券国际有限公司非执行董事。王先生曾于1987年至1992年期间任职于加拿大丰业银行证券公司，负责投资银行业务；于1992年至1993年期间任华夏证券有限责任公司国际部总经理，负责国际业务；于1993年至1995年期间任南方证券有限公司副总经理，负责投资银行业务；于2002年至2009年期间任中信资本控股有限公司非执行董事。

殷可先生，48岁，现任中信证券股份有限公司副董事长、执行董事兼执行委员会委员。殷先生于2007年加入中信证券，并于2009年6月30日获委任为公司董事。殷先生亦担任中信证券国际有限公司副董事长兼行政总裁、中信泰富有限公司、大昌行集团有限公司及汇贤房托管理有限公司非执行董事。殷先生曾于2002年至2007年期间担任中信资本控股有限公司董事兼副总经理，负责公司的投资银行业务及私募股权投资业务；于2007年至2009年期间担任中信资本控股有限公司非执行董事；于2000年至2009年期间担任ACT 360Solutions Limited 董事，负责公司的业务策略；于2005年至2009年期间担任建信基金管理有限责任公司独立董事；于2006年至2010年期间担任中兴—沈阳商业大厦股份有限公司董事。殷先生分别于1985年及1991年获得浙江大学电子工程学士学位以及经济学硕士学位。

程博明先生50岁，现任中信证券股份有限公司总经理及执行委员会委员。程先生于2001年加入公司，曾担任董事会秘书、副总经理及常务副总经理。程先生亦担任中信证券国际有限公司非执行董事、中信产业投资基金管理有限公司董事。程先生曾于1993年至2001年期间担任北京证券登记有限公司总经理，负责公司管理；于1994年至1995年期间担任长城资信评估有限公司董事长，负责公司管理。程先生于1984年获得安徽财贸学院财政金融专业经济学学士学位，于1987年获得中国人民银行总行研究生部货币银行学专业经济学硕士学位，并于1998年获得陕西财经学院货币银行学专业经济学博士学位。



证券行业概况

金融创新改革的推动下迎来巨大增长动力

2012 年是中国证券行业创新之年，在传统业务业绩大幅下滑的背景下，创新业务将成为券商转型的关键。沪深市场的上市公司数量是 2453 家，不到全国股份公司总数的 10%。

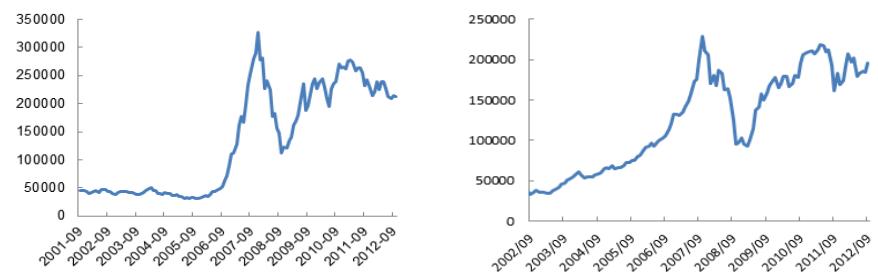
目前在香港上市的券商中，中资券商包括中信证券、海通证券、国泰君安国际、海通国际、申银万国、第一上海。

中资券商的业务构成主要有证券经纪业务、投资银行业务、孖展业务、资产管理和证券投资等领域。

中国与香港证券市场总市值十年之间一直处于上升态势，截止 2012 年 9 月，大陆市场沪深两市总市值达到 21 万亿元，环比上升 2%，同比下降 7%；香港主板总市值达到 19.5 万亿港币，环比上升 6%，同比上升 21%。

图表 4：沪深两市总市值

香港主板总市值

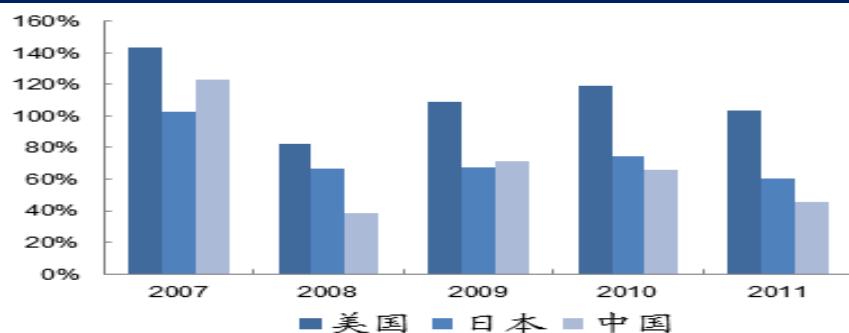


资料来源：WIND, 国元香港

中国证券化率相对较低

我国的证券化率相对于发达国家来说，仍处于低位，目前中国融资方式仍主要依赖间接融资。近年来，中国证券化率虽然一直处于下降的趋势，但未来随着资本市场的改革开放和创新，以及企业对银行贷款过度依赖方式的转变，将会使这一格局得到改变，证券行业的业务发展空间广阔。

图表 5：中国、美国、日本证券化率对比



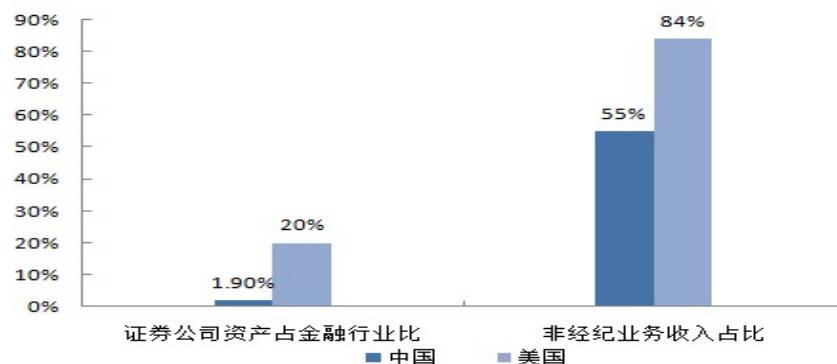
资料来源：WIND, 国元香港



中国证券行业仍有发展空间

我国的证券行业一直以来都保持着较高的增长率，但与国外成熟市场相比，中国证券行业仍有较大的增长空间。根据 2012 年年初的数据显示，中国证券公司资产占中国金融行业总资产额的 1.9%，远低于美国 20% 的占比水平。另外，我国目前证券行业仍以经纪业务为主，非经纪业务收入占比 55%，而美国的占比为 84%。数据差距表明中国的证券行业仍有的发展空间

图表 6：中国、美国证券行业对比



资料来源：公司资料，国元香港

金融创新政策为证券行业带来政策红利

证券行业是今年受益最为明确的行业，政府在今年 7、8 月密集出台了各项利好政策，证券公司业务范围不断放开。在监管层不断鼓励创新和活跃市场的政策导向下，证券公司有望获得超额收益，业绩将迎来新一轮的增长，预计证券公司的创新业务所带来的效益将在明年 3 月份显现。

图表 7：中国创新政策持续推进（截止 2012 年 11 月底）

政策对象	时间	具体内容
融资融券	2012. 8. 27	上交所和深交所分别发布转融通证券出借交易实施办法。
	2012. 8. 30	正式启动转融通业务试点，11 家券商进入试点。
新三板和 OTC	2012. 6. 15	证监会对非上市公众公司的公司治理、信息披露、股票转让和定向发行等做出规定。
	2012. 8. 3	国务院正式批准扩大新三板试点。
中小企业私募债	2012. 8. 31	中国证监会发布《关于规范证券公司参与区域性股权交易市场的指导意见（试行）》。
	2012. 7. 17	中国证券业协会通过了 18 家券商的中小企业私募债券承销业务试点实施方案。



國元(香港)

GY(HK)

公司报告

股票约定式 购回	2012. 8. 27	股票约定式购回业务投资门槛降低, 资产规模要求降低至 250 万 元。
	2012. 9. 24	中登公司和深交所正式发布《约定购回业务之券商技术系统变 更指南》。
资产管理	2012. 7. 23	中国保监会发布《保险资金委托投资管理暂行办法》，增加证 券公司和基金公司作为保险资金受托投资管理机构。
	2012. 8. 22	中国证监会就修改《证券公司客户资产管理业务试行办法》及 配套实施细则征求意见。
代销金融产 品	2012. 11. 17	中国证监会发布《证券公司代销金融产品管理规定》，明确了 代销金融产品范围。

资料来源：公司资料，国元香港



國元(香港)
GY(HK)

公司报告

业务分析

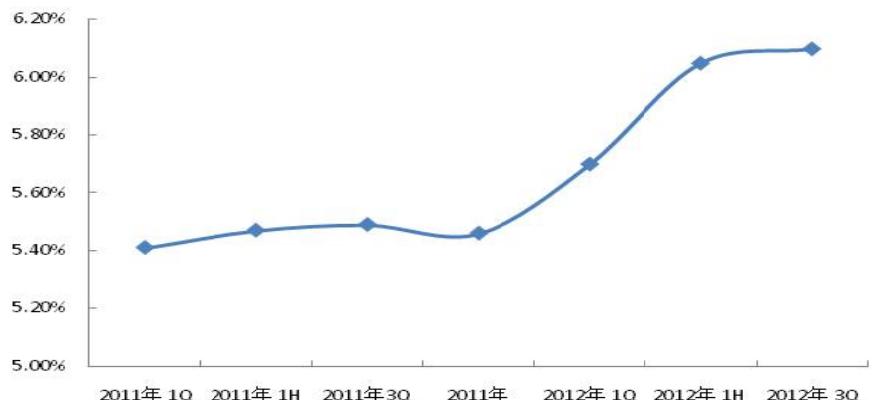
经纪、投行与资管业务龙头地位突显

经纪业务：市场份额扩大，佣金率反弹

从经纪业务来看，公司近几年以来市场份额总体上保持着上升的态势，今年前三季度中信股基经纪业务市场份额6.14%，较去年同比增长0.22%，行业排名第一。

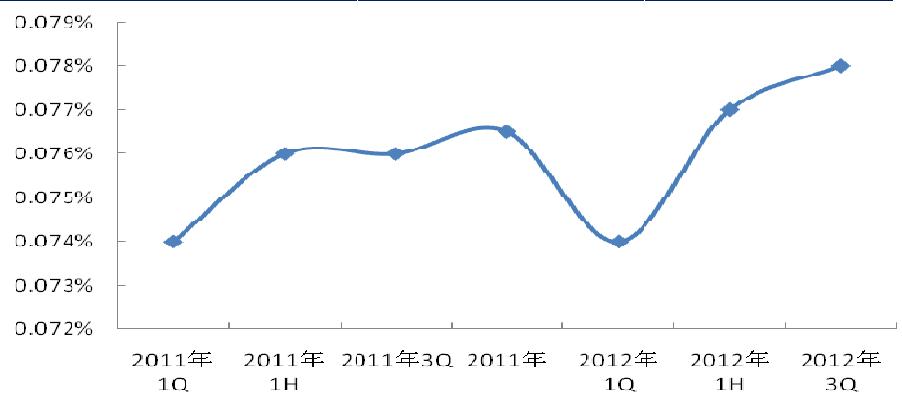
今年1月至9月公司平均经纪佣金率为0.078%，较去年同期的0.076%同比提升3.05%，较今年中期的0.077%，小幅提升1.22%，显现出公司在推进经纪业务转型、稳定佣金率方面取得了初步的成就。

图表 8：中信经纪业务市场份额占比(包括子公司)



资料来源：WIND, 国元香港

图表 9：佣金率企稳回升



资料来源：公司资料，国元香港

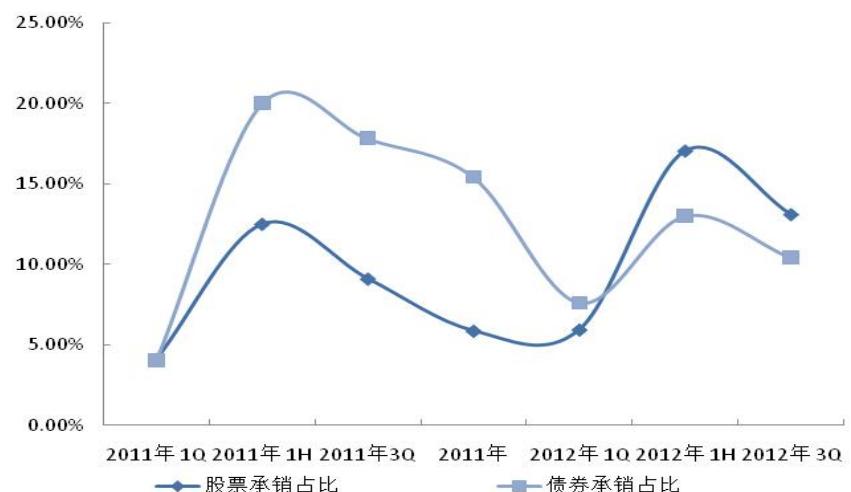


公司报告

投行业务：业务领先优势明显 未来市场地位仍能维持

公司的投行业务在中国证券行业中处于龙头的位置，在各类型项目的承销上占据着绝对优势。自近几年来，公司的股票和债券主承销业务金额均保持在行业前列，2012年前三季度，公司股票承销金额市场份额13.1%，行业排名第一，债券承销市场份额10.4%，行业排名第一。虽然在行业集中度下降的背景之下，公司股票和债券承销业务的市场份额出现了一定程度的下降，但是，相较其他公司的投行的IPO业务而言，中信的战略定位更加明确，公司在中小企业IPO项目上较早的经行了布局，这保证了公司未来的市场份额。另外在传统债券承销业务保持领先的同时，公司在资产证券化、结构化融资、香港人民币债等创新业务领域保持领先。2011年，公司完成了企业专项受益凭证试点重启后唯一的证券化项目以及几十项结构化融资项目，在债券创新业务上占据绝对优势。

图表 10：公司股票与债券承销业务市场占比



资料来源：公司资料，国元香港



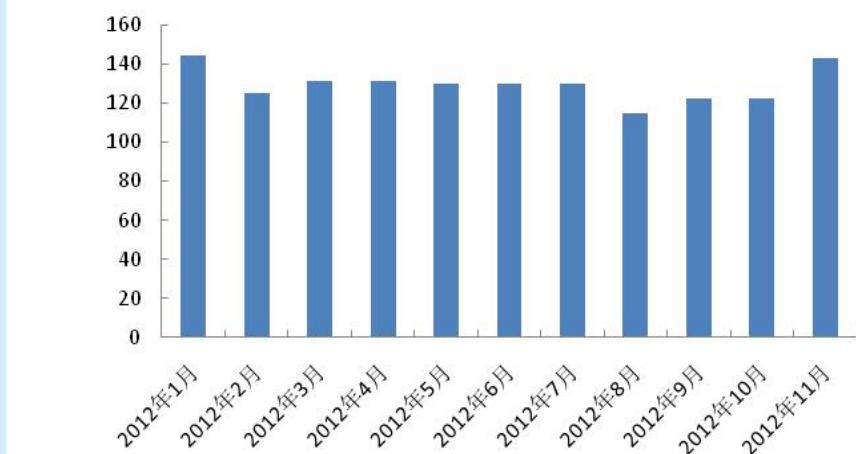
國元(香港)
GY(HK)

公司报告

资管业务: 规模与收入平稳增长

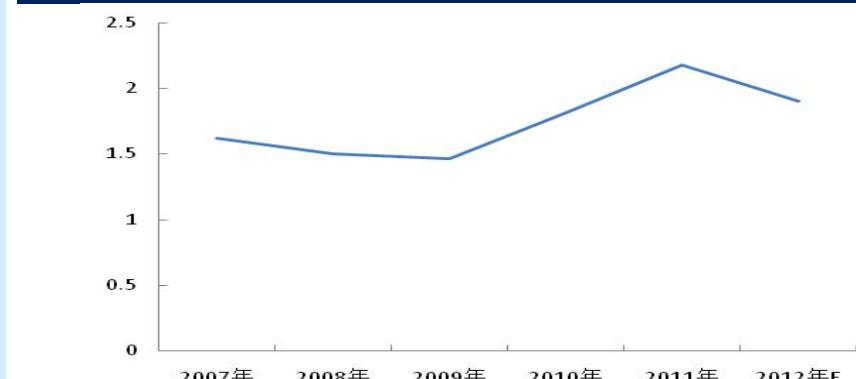
公司的集合理财规模与收入处于行业领先地位，其中收入占比最大的集合理财业务一直维持稳步上升趋势，2012年三季度末，受托资产净值117.26亿，行业排名第二。由于近期市场表现不佳，证券市场收益率降低，投资者风险偏好趋于保守，低风险的固定收益类产品的投资占比逐渐变大。因此，所有资管类型的机构整体开始面临托管资产下降的境况。受此影响，公司上半年集合理财规模也出现小幅下降，但目前已经企稳回升，未来随着行业创新的持续前行，公司作为行业龙头，资产管理业务将得到大幅发展。

图表 11：公司集合理财业务资产管理规模（亿）



资料来源：WIND, 国元香港

图表 12：公司资产管理业务收入（亿）



资料来源：公司年报，国元香港



创新业务：增长空间巨大

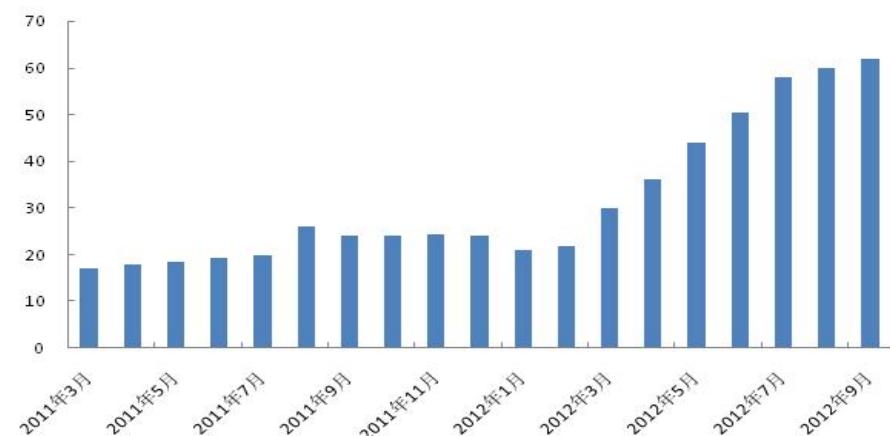
随着金融创新改革的持续推进，对于券商的创业业务也带来积极的变化。转融通试点、直投业务、新三板扩容等一系列的创新业务的有条不紊地开展，预计将会为行业带来的巨大的制度红利。

目前已经开展融资融券、新三板和直投的券商数量较多，分别是69、64和38家，而转融通、中小企业私募债、股票约定式购回和现金管理业务的试点券商资格则仍然较少。目前在香港上市的中资券商中，中信证券是行业的龙头，获取的业务资格在行业内处于领先地位。

融资融券：市场占有率第一

公司自2010年3月融资融券试点开展以来，融资融券余额总量呈稳定上升的态势，截至三季度末公司融资融券余额61.99亿元，市场份额6.62%，在试点券商中排名第一。

图表 13：公司融资融券余额（亿）



资料来源：公司资料，国元香港

直投业务:先发优势明显

公司通过旗下的全资子公司金石投资公司开展直投业务。2011年，金石投资了29个投资项目，退出项目4个。全年公司实现营业收入12.6亿万元，净利润8.21亿元。

2012年上半年，金石投资新增投资项目5个，部分或全部退出项目5个，公司同时还设立另类投资业务线，利用境内外市场的非有效性，通过对冲、套利、量化等方式，积极管理风险以获得超额收益，该项业务具有低风险、收益稳定的特点。2012年以来，另类投资业务线已开展的交易策略包括境内股指期货套利、基本面量化、统计套利、境外可转债套利等四大类策略。同时，该业务线也在积极准备开发和储备新型交易策略。

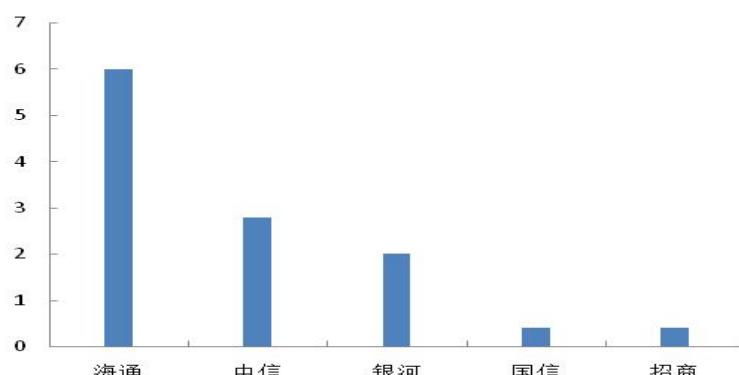
约定购回式证券交易业务：业务规模远未到达上限

约定购回式证券交易是指符合条件的客户以约定价格向其指定交易证券公司卖出标的证券，并约定在未来某一日期客户按照另一约定价格从证券公司购回标的证券的短期融资行为。

如果按照一般证券公司开展约定式回购业务规模不超过公司净资本15%来算，中信证券公司净资本为500亿元，公司能够开展的约定式回购业务规模可以达到75亿，目前业务只有2.9亿，主要受一些制约条件的影响，规模远没有达到上限。

未来随着业务试点的增加，以及客户认知度的提升和对投资门槛的放宽，公司回购业务的规模有望得到进一步扩大。

图表 14: 九月末证券公司待回购金额（亿）



资料来源：证监会，国元香港

竞争优势分析

高品牌知名度且极具影响力

公司是中国证券业极具影响力的市场领导者。公司的主要业务线在国内一貫名列前茅，并曾参与多项里程碑式大型证券交易。丰富的交易经验、突出的金融产品开发能力以及高质量客户服务的知名品牌为公司赢得投资者以及监管部门的信赖，并使公司成为客户在进行其最重要交易时的首选。公司庞大的规模及稳固的资本基础亦让客户对公司执行大型交易的能力充满了信心。例如，公司已保荐及主承销过去五年中国十大股权及股权挂钩发售的其中八项（按承销金额计算）。此外，公司雄厚的资本基础及多元化的资金来源使公司能够寻求新业务机遇，尤其是在客户需要依赖公司的资本提供流动性的资本中介型交易及体现资本增值及高收益潜力的资本型投资方面。由于领先的市场地位和广泛的业务范围，公司经常受中国监管部门邀请，参与管制国内金融业的规则与规例的制定。凭借公司对国内监管环境的深入了解，我们认为公司在把握中国资本市场不断变化的监管环境中所涌现的新业务机遇方面，处于行业领先地位。

图表 15：中信证券所获荣誉

- 2005 年，中信证券被《新财富》杂志社评选为“本土最佳证券公司”第一名
- 2007、2008 年评选为“本土最佳投行团队”第一名
- 2006、2007、2008 年连续三年评选为“本土最佳研究团队”第一名
- 2006 年“本土最佳销售团队”第一名。
- 2002 年至 2005 年、2008 年公司被《亚洲货币》杂志评选为“中国最佳债权融资行”
- 2004、2007、2008 年评选为“中国最佳股权融资行”
- 2007、2008 年评选为“中国最佳经纪行”
- 2008 年被《亚洲金融》杂志评为“中国最佳经纪行”和“中国最佳债权融资行”。

资料来源：公司资料，国元香港



传统业务领先优势明显，创新业务牌照齐全

中信证券凭借着其强大的资本实力以及雄厚的集团背景在若干业务领域保持或取得领先地位。2012年12月末，经纪业务股票、基金交易总额市场份额6.14%，市场排名第一；股票及债券承销市场份额分别为12.3%与11.6%，排名市场第一位。公司受托管理资产总规模为人民币620亿元，市场份额为8.1%，位居行业第一位。

公司在创新业务的牌照获得情况方面领先于国内大多数竞争对手，公司目前已经获得了全部创新业务的牌照，目前正积极开展业务试点的运行。我们认为，专注创新使公司得以根据市场需求开发新型产品及服务并捕捉市场机遇。

图表 16：各项业务均处于行业龙头位置

	市场份额	排名
股票承销	12.30%	1
债券承销	11.60%	1
集合理财规模	8.10%	2
经纪业务	6.14%	1
融资融券	6.62%	1

资料来源：公司资料，国元香港

图表 17：创新业务牌照全面

融资融券	Y
新三板	Y
直投业务	Y
中小企业私募债	Y
转融通	Y
约定式回购	Y
现金管理业务	Y

资料来源：公司资料，国元香港

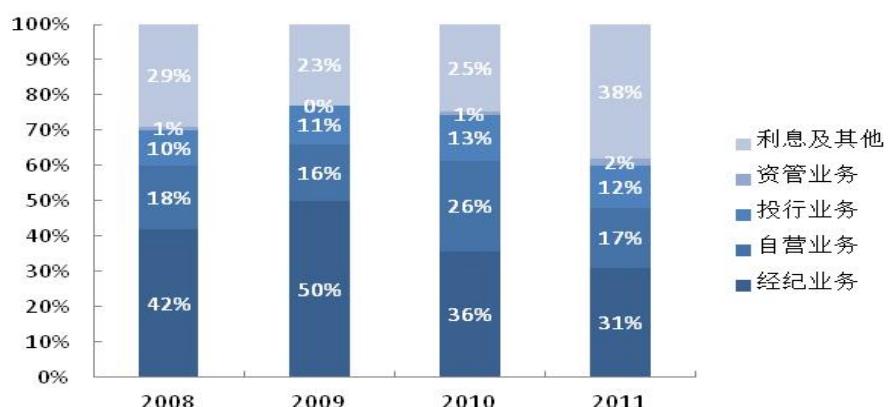
庞大及多元化的客户基础

公司拥有庞大及多元化的客户基础，包括具有不同规模及金融需求的企业、金融机构、政府及个人。公司的投资银行团队与来自各行各业的 400 多家公司保持着定期联系，涵盖行业包括金融机构、能源、运输、原材料及设备、房地产、科技、传媒及电信以及消费。此外，公司管理着约 330 万个零售经纪账户并为 400 多家机构客户。公司的机构销售及交易客户包括财政部、人民银行、两家中国政策性银行及国家开发银行、共同基金、商业银行、保险公司、信托公司及其他国内金融机构，以及中国的合格境外机构投资者。

多元化的收入来源

多元化收入是公司在中国内地和香港不断发展的资本市场取得成功的一个关键因素。公司经常参与开创先河的交易项目，公司亦是在中国发展并参与各种新产品及服务的新兴市场的首批国内投资银行之一，该等市场包括认股权证市场、股指期货市场、利率互换市场、大宗经纪业务及交易所交易基金。公司识别市场走势并及时调整收入模式的能力，显着提升了公司的财务表现。通过进入增长潜力高的新业务领域，努力实现收入来源的多元化并降低业务风险。因此，公司已经成为中国少数几家拥有中介型、资本中介型及资本型业务收入贡献多元化的证券公司之一。

图表 18：收入结构逐渐均衡



资料来源：公司资料，国元香港



國元(香港)
GY(HK)

公司报告

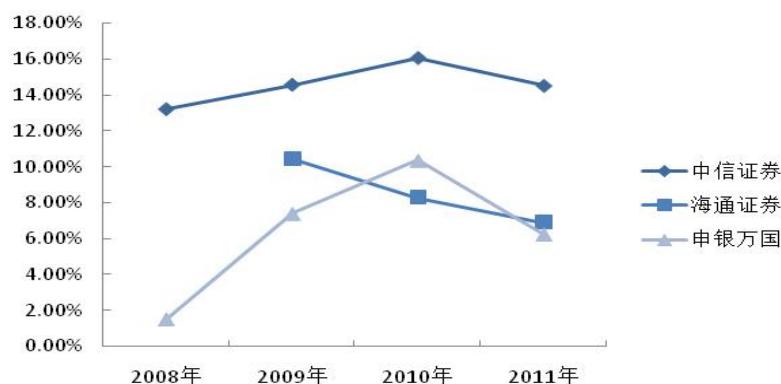
财务分析

公司盈利平稳，收益率高于同业

剔除华夏基金的影响，净利润同比增长1.2%

公司前三季度实现净利润29.20亿元，同比下降12.39%，每股收益0.27元。前三季度净利率为31.9%，略低于去年同期34.3%，表现平稳。考虑到剔除华夏基金盈利的影响，净利润同比增加1.2%。第三季度实现净利润6.72亿元。期末净资产规模为843.79亿元，每股净资产为7.66元。从股东权益回报率上来看，近年来公司的股东权益回报率一直优于其他竞争对手。

图表 19：公司历年 ROE 与同业对比

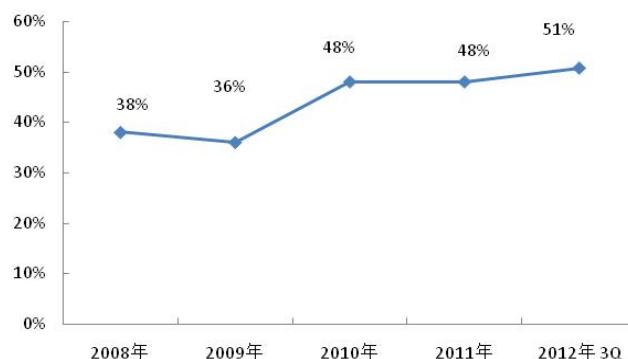


资料来源：公司资料，国元香港

公司费用控制水平良好

公司管理费用率为50.73%，较去年同期的48.00%，上升2.74个百分点。在今年市场情况不佳的条件下，费用增长幅度不大。

图表 20：公司历年费用率



资料来源：公司资料，国元香港

公司报告



國元(香港)
GY(HK)

盈利预测与估值

盈利

根据彭博综合预测，公司 2012 年收入为人民币 142.5 亿元，同比下降 3.7%，净利润为 48.7 亿元，同比下降 33.8%，每股盈利为 0.45 元，同比下降 59.1%。

图表 21：盈利能力预测

截至 12 月 31 日财政年度	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入 (亿人民币)	190.9	147.9	142.5	181.1	209.3
变动 (%)	30.7	-22.5	-3.7	27.1	15.6
净利润 (亿人民币)	118.1	73.6	48.7	62.3	77.3
变动 (%)	28.4	-37.7	-33.8	27.9	24.1
每股盈利 (人民币)	1.23	1.1	0.45	0.58	0.71
变动 (%)	31.46	-10.6	-59.1	28.9	22.4
基于 14.9 港元的市盈率	9.8	10.9	26.7	20.7	16.9
每股派息 (港币)	0	0.53	0.53	0.59	0.64
股息现价比率 (%)	0	3.6	3.6	4.0	4.3
ROE (%)	17.1	16.0	5.7	6.9	8.3

资料来源: BLOOMBERG, 国元香港

估值

公司 2011 及 2012 的 EPS 分别为 1.1 和 0.45 元人民币，目前股价为 14.9 港元，相当于 2011 及 2012 年每股盈利的 10.9 及 26.7 倍 PE。同时相当于 2011 及 2012 年每股净资产的 1.3 及 1.5 倍 PB。公司处于市场龙头地位，政策红利明显，估值水平合理，建议关注。

图表 22：H 股证券经纪上市公司估值

代码	公司	股价	市值(亿港元)	每股盈利 (EPS)			市盈率 (PE)			市净率 (PB)		
				EPS2011	2012E	2013E	PE2011	2012E	2013E	PB2011	2012E	2013E
218 HK Equity	申银万国	1.96	10.40	0.1	0.0	0.1	14.8	52.5	30.0	0.9	0.9	0.9
227 HK Equity	第一上海	0.54	7.55	0.0	0.0	0.1	7.2	9.5	9.3	0.3	0.3	0.3
665 HK Equity	海通国际	2.82	25.81	0.2	0.2	0.2	13.2	12.6	11.2	0.8	0.8	0.8
1788 HK Equity	国泰君安国际	2.09	34.28	0.2	0.2	0.2	11.1	13.6	11.2	1.0	1.1	1.0
6030 HK Equity	中信证券	14.22	1392.84	1.2	0.4	0.6	8.4	26.9	20.9	1.3	1.5	1.4
86 HK Equity	新鸿基公司	4.95	107.04	0.5	0.5	0.6	8.4	9.3	8.5	0.7	0.7	0.7
6837 HK Equity	海通证券	9.68	940.65	0.5	0.4	0.5	17.8	21.6	17.7	1.3	1.3	1.3

资料来源: 公司资料, 国元香港

风险因素

市场波动风险

市场波动及不利的金融或经济状况或会对公司的销售、交易及经纪业务造成不利影响。该等状况可能导致公司客户的投资组合的价值减少、打击投资者信心及减少投资活动，使公司更难以维持现有客户及吸引新客户。而且，该等状况亦会对公司的经纪收入造成不利影响，及增加公司大宗经纪业务提供保证金贷款融资的违约风险。公司的交易及投资价值的降低或会对公司的自营交易业务造成不利影响，进而对公司的经营业绩、财务状况及流动性造成不利影响。

创新业务前景不明朗

目前公司所进行的创新业务仍处于试点阶段，业务发展仍不成熟，容易受到政策、市场环境的影响。同时，由于创新业务刚刚起步，短期内难以对公司的盈利水平产生很大的提升。

未来政策不确定性或将对公司造成重大不利影响。

中国的金融服务业受到高度管制。公司业务的许多方面取决于是否能获得相关政府当局的批准和许可。随着中国证券业的改革发展，这些创新政策在内容或执行上如发生变化，或将对公司的业务、财务状况或经营业绩造成重大不利影响。



國元(香港)
GY(HK)

公司报告

投资评级:

- | |
|-----------------------------|
| 买入 预期股价在未来 12 个月上升 15%以上 |
| 中性 预期股价在未来 12 个月上升或下跌 15%以内 |
| 卖出 预期股价在未来 12 个月下跌 15%以上 |

免责申明:

此刊物只供阁下参考，在任何地区或任何情况下皆不可作为或被视为证券出售要约或证券、期货及其它投资产品买卖的邀请。此刊物所提及的证券、期货及其它投资产品可能在某些地区不能买入、出售或交易。此刊物所载的资料由国元证券(香港)有限公司及/或国元期货(香港)有限公司(下称“国元(香港)”)编写，所载资料的来源皆被国元(香港)认为可靠及准确。此刊物所载的见解、分析、预测、推断和预期都是以这些可靠数据为基础，只是表达观点，国元(香港)或任何个人对其准确性或完整性不作任何担保。此刊物所载的资料(除另有说明)、意见及推测反映国元(香港)于最初发此刊物日期当日的判断，可随时更改。国元(香港)、其母公司、其附属公司及/或其关连公司对投资者因使用此刊物的材料而招致直接或间接的损失概不负任何责任。

负责撰写分析之分析员(一人或多人)就本刊物确认：

- (1) 分析报告内所提出的一切意见准确地反映了分析员本人对报告所涉及的任何证券或发行人的个人意见；及
- (2) 分析员过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在本刊物内发表的具体建议及意见没有直接或间接的关联。

此刊物内所提及的任何投资皆可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也不适合所有的投资者。此刊物中所提及的投资的价值或从中获得的收入可能会受汇率及其它因素影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此刊物并没有把任何人的投资目标、财务状况或特殊需求一并考虑。投资者入市买卖前不应单靠此刊物而作出投资决定，投资者务请运用个人独立思考能力，慎密从事。投资者在进行任何以此刊物的建议为依据的投资行动之前，应先咨询专业意见。

国元(香港)、其母公司、其附属公司及/或其关连公司以及它们的高级职员、董事、员工(包括参与准备或发行此刊物的人)可能

- (1) 随时与此刊物所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行、或证券服务关系；及
- (2) 已经向此刊物所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。

国元(香港)、其母公司、其附属公司及/或其关连公司的一位或多为董事、高级职员及/或员工可能担任此刊物所提到的证券发行公司的董事。此刊物对于收件人来说属机密文件。此刊物绝无让居住在法律或政策不允许该报告流通或发行的地方的人阅读之意图。

未经国元(香港)事先授权，任何人不得因任何目的复制、发出或发表此刊物。国元(香港)保留一切追究权利。

规范性披露

- 分析员的过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在此报告内发表具体建议及意见没有直接关联。
- 国元证券(香港)有限公司、国元期货(香港)有限公司及其每一间在香港从事投资银行、自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司，并无对在此刊物所评论的上市公司持有需作出披露的财务权益、跟此刊物内所评论的任何上市公司在过去12个月内并无就投资银行服务收取任何补偿或委托、并无雇员或其有关联的个人担任此刊物内所评论的任何上市公司的高级人员及没有为此刊物所评论的任何上市公司的证券进行庄家活动。

国元证券(香港)有限公司

公司地址：香港中环德辅道中 189 号李宝椿大厦 18 楼

公司电邮：cs@gyzq.com.hk 公司主机：+852-37696888

公司传真：+852-37696999 服务热线：400-888-1313

公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>