

中国：证券经纪及资产管理

印花税下调短期内对中国券商有利

行业背景

财政部与国税总局宣布，自4月24日起将A股与B股印花税税率由0.3%下调至0.1%。这一举措在市场广泛预期之中，我们认为交易成本的下降可能会促进成交量增长，并在短期内推高A股市场。

投资机会

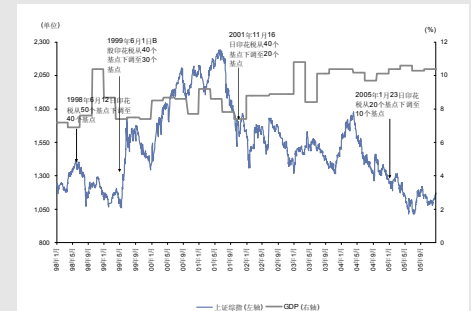
我们认为，短期内中国券商将是印花税下调的主要受益者之一，因为其股价与A股市场整体走势及成交量存在着高度相关性。在中国券商中，我们看好中信证券(600030.SS)，原因在于：1) 该公司几乎所有的主要业务均处于市场领先地位；2) 经纪业务及投资银行业务市场份额的不断增长表明该公司经营势头强劲；3) 尽管市场疲软，但其资产管理业务（特别是华夏基金）对收入的贡献相当大（预计2008年贡献15%）。

然而，如果中信证券的股价较我们目前的人民币31.5元（拆股后）的12个月目标价格高出15%-20%，我们不建议逢高买入，而是建议利用这一时机获利回吐，原因是市场面临中国持续通胀与美国经济衰退/信贷市场震荡这两方面的负面宏观因素。我们认为，这些因素均会给中国企业的盈利增长带来压力，并可能令A股市场的大幅反弹难以持续。值得注意的是，1995年以来在中国股市四次下调印花税中，三次都仅在短期内推高了成交量与股指，而未能扭转市场的下行趋势。

潜在影响

我们维持对中信证券的中性评级和基于股息贴现模型得到的人民币31.5元的12个月目标价格，同时维持对宏源证券(000562.SZ)的卖出评级和基于市场相对估值得到的人民币12元的12个月目标价格。我们将更加看好中信证券，如果：1) CPI通胀率放缓而企业盈利依然强劲；2) 证监会公布关于更多创新产品（如股指期货）推出的确切时间表；3) 中信证券继续保持强劲的经营势头，扩大市场份额。我们的目标价格面临的风险包括：宏观经济硬着陆、A股市场严重疲软；通胀压力意外大幅下降。

以往的印花税下调



资料来源：DataStream、CEIC

中信证券的市场份额扩大

人民币百万元	1Q07	1Q08	同比变动
经纪业务			
总成交量	7.80%	8.28%	0.48%
股票成交量	7.81%	8.63%	0.82%
基金成交量	9.44%	11.46%	2.02%
债券成交量	14.47%	11.72%	-2.75%
权证成交量	6.30%	5.17%	-1.13%
股票发行			
IPO	20.63%	40.46%	19.83%
增发	0.74%	77.70%	76.96%
债券发行	8.77%	3.45%	-5.33%

资料来源：DataStream、万得、高华证券研究

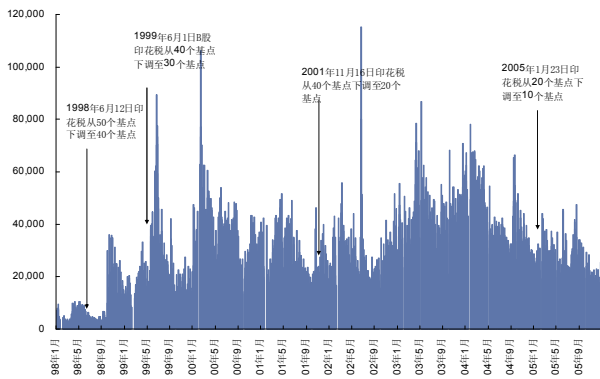
徐然, CFA
+86(10)6627-3192 | richard.xu@qhsl.cn 北京高华证券有限责任公司
张卓佳
+86(10)6627-3095 | judy.zhana@qhsl.cn 北京高华证券有限责任公司

北京高华证券有限责任公司及其关联机构与本研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明，见信息披露之前的部分。有关其他的重要信息披露，请与您的投资代表联系。

印花税的下调历来都不是市场转折点

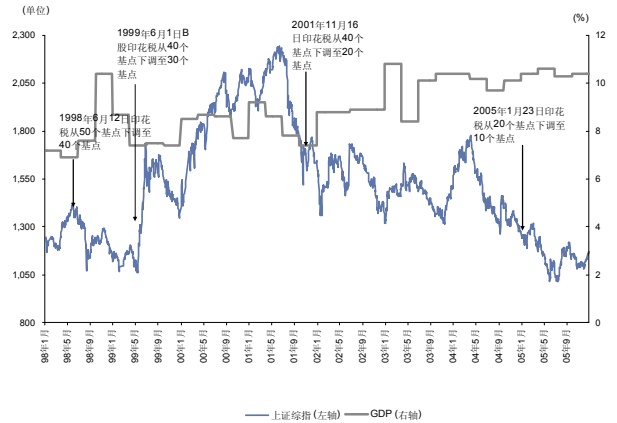
我们认为，只有 A 股市场基本面转变（而不是市场广泛预计的印花税下调这种短暂的政策激励措施）才能使中国券商的股价出现持续复苏。值得注意的是，1995 年以来中国股市四次下调印花税率中，三次都仅在短期内推高了成交量与股指，而未能扭转市场的下行趋势。

图表 1：四次印花税率下调中三次对 A 股成交量的影响有限



资料来源：CEIC

图表 2：...对市场表现的影响亦是如此



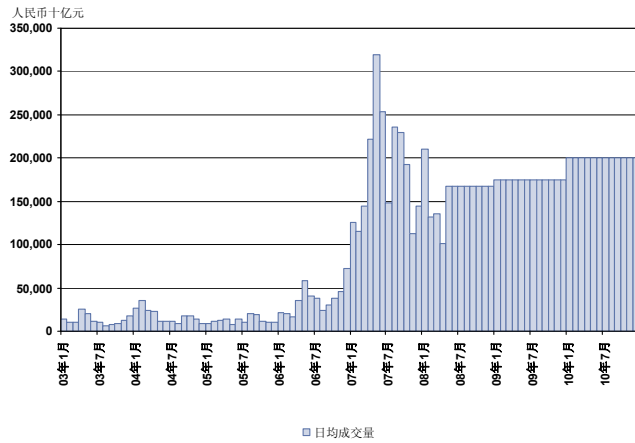
资料来源：Datastream

我们认为，印花税率下调对于我们所研究的中国券商的盈利预测的影响有限

虽然印花税率下调会改善长期资本市场效率，并可能在短期内推高 A 股市场成交量，但是我们认为其对我们的中信证券盈利预测的影响温和。目前我们的 A 股市场日均成交量假设为人民币 1,600 亿元，意味着今年年内的日均成交量为人民币 1,670 亿元。我们认为印花税率下调后这一假设是合理的，特别是在近几个月市场成交量相对疲软的状况下（一至三月份的日均成交量分别为人民币 2,100 亿元、1,310 亿元、1,350 亿元，四月份截至目前的日均成交量为人民币 1,000 亿元）。

我们估计，我们的 2008 年日均成交量假设增加 10% 将使 2008 年盈利预测提高 5.6%（见图表 4）。

图表 3： 我们的 08 年 A 股市场日均成交量假设为人民币 1,600 亿元，意味着今年年内的日均成交量为人民币 1,670 亿元



2008 年内、2009 及 2010 年数据为高盛预测
资料来源：CEIC、高盛预测

图表 4： 中信证券盈利预测对 A 股成交量(拆股后)的敏感性
基于我们的 2008 年盈利预测

A股日均成交量的变动						
变动10%	A股日均成交量 (人民币百万元)	2008年 预期换手率	2008年 预期净利润 (人民币百万元)	对2008年 预期净利润 的影响	2008年预期 每股盈利 (人民币元)	预期 市盈率
	224,451	206.28%	14,975	22.4%	2.26	26.1
	208,419	191.54%	14,291	16.8%	2.16	27.3
+	192,387	176.81%	13,606	11.2%	2.05	28.7
	176,355	162.08%	12,921	5.6%	1.95	30.2
基本假设	160,322	147.34%	12,237	0.0%	1.85	31.9
	144,290	132.61%	11,552	-5.6%	1.74	33.8
-	128,258	117.87%	10,868	-11.2%	1.64	35.9
	112,226	103.14%	10,183	-16.8%	1.54	38.4
	96,193	88.41%	9,499	-22.4%	1.43	41.1
	80,161	73.67%	8,814	-28.0%	1.33	44.3

资料来源：Datastream、高盛研究预测

分析师申明

本人，徐然，CFA，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述公司或其证券的看法。此外，本人薪金的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA 和收入等。**回报**是各项资本回报指标一年预测的加总，如 CROCI、平均运用资本回报率 and 净资产回报率。**估值倍数**根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。**波动性**根据 12 个月的历史波动性计算并经股息调整。

Quantum

Quantum 是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场公司之间进行比较。

信息披露

主要分析师负责的股票研究范围

徐然，CFA：亚太金融行业、中国金融行业

亚太金融行业：Axis Bank、Bangkok Bank、Bank of Ayudhya、Bank of Baroda、北京银行、中国银行(A)、中国银行(H)、交通银行(A)、交通银行(H)、东亚银行、南京银行、宁波银行、中银香港、Bursa Malaysia、Cathay Financial、Chang Hwa Commercial Bank、中信银行(A)、中信银行(H)、建设银行(A)、建设银行(H)、中国人寿(H)、中国人寿(A)、招商银行(A)、招商银行(H)、Chinatrust Financial Holdings、创兴银行、中信国际金融、Daegu Bank、大新银行、大新金融、DBS Group Holdings、First Financial Holdings、富邦银行、Fubon Financial Holdings、Hana Financial Group、恒生银行、HDFC Bank、香港交易所、Housing Development Finance Corporation、汇丰控股、华夏银行、工银亚洲、ICICI Bank、Indiabulls Financial Services、Indian Overseas Bank、工商银行(A)、工商银行(H)、Industrial Bank Of Korea、Kasikornbank、Kookmin Bank、Korea Exchange Bank、Kotak Mahindra Bank、Krung Thai Bank、Mega Financial Holdings、Oversea-Chinese Banking Corp.、人保财险、中国平安(H)、中国平安(A)、Polaris Securities、Punjab National Bank、Pusan Bank、Samsung Card、浦发银行、深发展、Shin Kong Financial Holdings、Shinhan Financial Group、Siam Commercial Bank、Singapore Exchange、SinoPac Holdings、渣打集团、State Bank of India、Taishin Financial Holdings、Thanachart Capital、TISCO Bank、United Overseas Bank、永亨银行、永隆银行、Woori Finance Holdings、Yuanta FHC

中国金融行业：中信证券、宏源证券、兴业银行

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

高盛高华在今后 3 个月中预计将从下述公司获得或寻求获得投资银行服务报酬：中信证券 (Rmb58.92)、宏源证券 (Rmb23.12)

公司评级、研究行业及评级和相关定义

买入、中性、卖出：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据 25-35% 的股票评级为买入、10-15% 的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单；但是，在某一特定行业买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。区域买入或卖出名单是以潜在回报规模或实现回报的可能性为主要依据的投资建议。

潜在回报：代表当前股价与一定时间范围内预测目标价格之差。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究行业及评级：分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及 / 或估值对研究对象的投资前景的看法。**具吸引力(A)：**未来 12 个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及 / 或估值。**中性(N)：**未来 12 个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及 / 或估值持平。**谨慎(C)：**未来 12 个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及 / 或估值。

暂无评级(NR)：在高盛高华于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时并在某些其他情况下，投资评级和目标价格(如有的话)已经根据高华证券的政策予以除去。**暂停评级(RS)：**由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标，我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效，因此投资者不应依赖该等资料。**暂停研究(CS)：**我们已经暂停对该公司的研究。**没有研究(NC)：**我们没有对该公司进行研究。**不存在或不适用(NA)：**此资料不存在或不适用。**无意义(NM)：**此资料无意义，因此不包括在报告内。

2006年6月26日以前的公司评级，行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的股票进行排名，并且给予每种股票三级投资评级中的其中一级（见下文定义部分）。评级需要根据评级分布指引进行，该指引规定领先评级的股票不应超过 25%，而落后评级的不应少于 10%。分析师也应给与每种股票三个研究看法中其中一项（见下文定义部分），这代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象投资前景的看法。

定义

领先(OP)：我们预期这种股票在未来 12 个月内的回报超越分析师研究范围中总回报的中位数。**持平(IL)：**我们预期这种股票在未来 12 个月内的回报与分析师研究范围中总回报的中位数持平。**落后(U)：**我们预期这种股票在未来 12 个月内的回报落后分析师研究范围中总回报的中位数。

行业评级：具吸引力(A)：未来 12 个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及 / 或估值。**中性(N)：**未来 12 个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及 / 或估值持平。**谨慎(C)：**未来 12 个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及 / 或估值。

当前推荐名单(CIL)：我们预期此名单上的股票在未来 12 个月可获得大约 15%-20%的绝对总回报。此名单只包括获得“领先”评级的股票，并且必须有 12 个月的目标价格。此名单中的股票在 90 天后会自动被除名，除非负责的分析师及相关地区投资监察委员会进行更新。

一般披露

本报告在中国由高华证券分发。

本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华为高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报告所涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其他专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易战略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师，将不时地对本研究报告中所涉及公司的证券或其衍生工具（包括期权和认股权证）持有或多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的司法管辖区内，本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

© 版权所有 2008 年 北京高华证券有限责任公司

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。