

山西证券：佣金率开始下楼梯

中性维持

投资要点：

- 第三季度净利润同比下滑 74%，第三季度佣金率下降 23%
- 投行业务不尽如人意，创新业务不足以影响收入
- 前三季度自营业务受市场影响亏损 2020 万元

报告摘要：

- 第三季度净利润同比下滑 74%。** 2011 年前三季度公司实现营业收入 7.64 亿元，同比下降 16.89%，归属上市公司股东净利润 1.39 亿元，同比下降 54.12%，EPS 为 0.06 元，同比下降 60%，其中第三季度净利润为 2230 万元，同比下降 74%，EPS 为 0.01 元同比下降 80%。利润下降主要因经纪业务佣金率下降、自营亏损所致。
- 第三季佣金率环比下降 23%，经纪业务堪忧。** 前三季度公司实现经纪业务净收入 4.71 亿元，同比下降 17.94%。第三季度经纪业务净收益为 1.22 亿元，同比下降 33%，综合佣金率为 0.103%，环比下降 23%，还有下降空间。市场份额 0.5%，下降 14%。经纪业务堪忧。
- 投行业务不尽如人意，创新业务不足以影响收入。** 投行前三季度实现收入 4808 万元，同比下降 50%，投行业务市场份额 2.7%，排行第 14 位，比去年同期 27 位有大幅提高，但因 IPO 数量减少，导致收入不尽如人意。但财务顾问服务业务收入同比增长 51% 达 1238 万元。资管业务同比增长 50%，但还不足以影响收入。
- 自营业务受市场影响亏损 2020 万元。** 前三季度自营业务亏损 2020 万元，同比下降 118%。截至 9 月 30 日，其自营规模为 8.6 亿元，较年初增 55%，但受市场影响，第三季度亏损 1400 万元，同比下降 118.66%。
- 估值：** 假设 2011 年，市场日均股票成交额 2100 亿元，自营收益率为 3%。公司 11 年 EPS 为 0.2 元，对应市盈率 44 倍，估值偏高，尽管未来转融通业务可能年内启动将刺激券商板块上行，但公司创新发展有限，短时间内不会获益，维持公司中性评级。

| 主要经营指标 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|------------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入 | 1,512 | 1,496 | 1,336 | 1,648 | 2,075 |
| Growth (%) | 91.41% | -1.06% | -10.70% | 23.36% | 25.96% |
| 净利润 | 624 | 439 | 466 | 629 | 791 |
| Growth (%) | 125.57% | -29.69% | 6.12% | 35.01% | 25.82% |
| 每股收益 | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.4 |
| 每股净资产 | 1.5 | 1.5 | 2.0 | 2.3 | 2.6 |

非银行金融研究组

分析师：

黄立军 (S1180209070180)

电话：010-88085983

Email: huanglijun@hysec.com

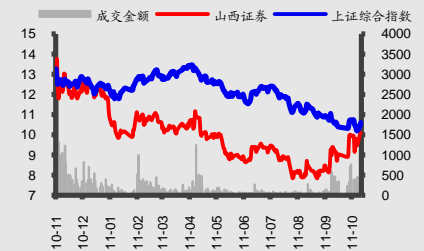
联系人：

孙羽薇

电话：010-88085965

Email: sunyuwei@hysec.com

市场表现



报告日期 户均持股数变化

| | |
|----------|------|
| 20110630 | 3532 |
| 20110331 | 3340 |
| 20101231 | 2887 |

数据来源：港澳资讯

相关研究

- 11《券商行业将加速分化》2011/10
- 2《2、3 季度券商业绩堪忧》2011/9
- 3《山西证券：佣金率走下楼梯进行时》，2011.8
- 4《山西证券：佣金率还在楼梯上》，2011.4
- 5《山西证券：经纪投行面临两重天》，2010.10

| 利润表(百万元) | | | | | | 资产负债表(百万元) | | | | | |
|-------------|--------|---------|---------|---------|--------|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E | | 2009 | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
| 营业收入 | 1,512 | 1,496 | 1,336 | 1,648 | 2,075 | 货币资金 | 12,735 | 13,822 | 15,204 | 16,725 | 18,397 |
| 手续费净收入 | 1,315 | 1,217 | 0 | 0 | 0 | 结算备付与保证金 | 1,157 | 2,225 | 2,447 | 2,692 | 2,961 |
| 代理买卖证券业务净收入 | 1,175 | 868 | 748 | 808 | 970 | 交易性金融资产 | 155 | 377 | 452 | 498 | 547 |
| 证券承销业务净收入 | 55 | 239 | 272 | 392 | 564 | 买入返售金融资产 | - | 370 | 0 | 0 | 0 |
| 资产管理业务净收入 | 0 | 6 | 7 | 7 | 8 | 可供出售金融资产 | 316 | 178 | 195 | 215 | 236 |
| 利息净收入 | 65 | 134 | 140 | 154 | 170 | 其他资产 | 530 | 663 | 1,099 | 1,209 | 1,330 |
| 投资收益及公允价值变动 | 66 | 142 | 23 | 122 | 177 | 资产总计 | 14,894 | 17,635 | 19,398 | 21,338 | 23,472 |
| 其他业务收入 | 17 | 3 | 3 | 3 | 3 | 短期借款 | - | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业支出 | 699 | -914 | -735 | -824 | -1,038 | 交易性金融负债 | - | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业税金及附加 | 76 | -76 | -67 | -82 | -2,179 | 衍生金融负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 业务及管理费 | 640 | -837 | -668 | -741 | 1,142 | 卖出回购金融资产款 | - | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 813 | 582 | 601 | 824 | 1,038 | 代理买卖证券款 | 11,180 | 10,791 | 11,870 | 13,057 | 14,362 |
| 营业外收支 | 31 | 9 | 20 | 15 | 17 | 其他负债 | 272 | 311 | 342 | 376 | 413 |
| 利润总额 | 844 | 592 | 621 | 839 | 1,055 | 负债合计 | 11,452 | 11,101 | 12,211 | 13,432 | 14,776 |
| 所得税 | 219 | -151 | -155 | -210 | -264 | 股本 | 2,000 | 2,400 | 2,000 | 2,000 | 2,001 |
| 净利润 | 624 | 439 | 466 | 629 | 791 | 归属母公司所有者权益 | 3,093 | 3,531 | 3,988 | 4,512 | 5,171 |
| 归属母公司所有者净利润 | 619 | 439 | 457 | 616 | 776 | 少数股东权益 | 349 | 349 | 0 | 0 | 0 |
| 少数股东损益 | 6 | 1 | 9 | 13 | 16 | 所有者权益合计 | 3,442 | 6,533 | 0 | 0 | 0 |
| 经营指标 | | | | | | 风险指标 | | | | | |
| | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E | | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E |
| 平均总资产收益率 | 5.43% | 2.70% | 2.47% | 3.03% | 3.46% | 净资本 | 1,744 | 3,338 | 3,775 | 4,278 | 4,914 |
| 平均净资产收益率 | 22.45% | 13.24% | 12.14% | 14.50% | 16.02% | 扣除代买卖证券款负债率 | 16.72% | 48.40% | 47.03% | 45.52% | 43.23% |
| 管理费用率 | 42.31% | -55.99% | -50.00% | -45.00% | 55.00% | 自营规模/净资本 | 27.04% | 16.62% | 20.59% | 19.99% | 19.14% |
| 营业收入/总资产 | 13.27% | 9.20% | 7.21% | 8.09% | 9.26% | 权益自营规模/净资本 | 27.02% | 14.96% | 18.53% | 17.99% | 17.23% |
| 每股数据(元) | | | | | | 估值 | | | | | |
| | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E | | 2009E | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E |
| 每股收益 | 0.31 | 0.22 | 0.23 | 0.31 | 0.39 | 市盈率 | 32.1 | 45.1 | 43.5 | 32.2 | 25.6 |
| 每股净资产 | 1.5 | 1.5 | 2.0 | 2.3 | 2.6 | 市净率 | 6.4 | 6.7 | 5.0 | 4.4 | 3.8 |

资料来源: 宏源证券

分析师简介:

黄立军: 宏源证券研究所非银行金融行业研究员, 中国人民银行研究生院金融硕士, 2009 年加盟宏源证券研究所。2008 年新财富非银行金融行业最佳分析师第三名。

主要研究覆盖公司: 全覆盖

机构销售团队

| | 郭振举 | 牟晓凤 | 孙利群 | |
|------|---|--|---|--|
| 华北区域 | 010-88085798 guozhenju@hysec.com | 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com | 010-88085756 sunliqun@hysec.com | |
| 华东区域 | 张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com | 王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com | 赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com | 奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com |
| 华南区域 | 崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com | 贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com | 雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com | 罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com |
| 重点机构 | 曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com | | | |

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

| 类别 | 评级 | 定义 |
|--------|----|--------------------------------|
| 股票投资评级 | 买入 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上 |
| | 增持 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20% |
| | 中性 | 未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5% |
| | 减持 | 未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上 |
| 行业投资评级 | 增持 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上 |
| | 中性 | 未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5% |
| | 减持 | 未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上 |

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。