

# 受自营和经纪业务拖累业绩下滑

## 增持维持

### 投资要点:

- 📖 第三季度净利润同比下滑 80.23%，经纪佣金收入下降 31.74%
- 📖 投行和融资融券业务帮助支撑部分业绩
- 📖 第三季度自营业务受市场影响亏损 4.11 亿元

### 报告摘要:

- **第三季度净利润同比下滑 80.23%**。2011 年前三季度公司实现营业收入 43.42 亿元，同比下降 24.16%，归属上市公司股东净利润 13.32 亿元，同比下降 44.49%，EPS 为 0.24 元，同比下降 45.45%，其中第三季度净利润为 1.97 亿元，同比下降 80.23%，EPS 为 0.03 元，同比下降 83.33%。利润下降主要因经纪业务佣金率下降、自营亏损所致。
- **第三季经纪佣金收入同比下降 32%**。前三季度公司实现经纪业务净收入 28.62 亿元，同比下降 21.31%。第三季度经纪业务净收益为 8.33 亿元，同比下降 31.74%，综合佣金率为 0.074%，环比下降 13%，市场份额 4.77%，下降 14%。
- **投行和融资融券业务帮助支撑部分业绩**。投行前三季度实现收入 6.94 亿元，同比增长 21%。资管业务前三季度实现净收入 6668 万元，同比下降 16.18%。公司前三季度利息收入 9.34 亿元，同比增长 35.13%，占比从 12.1% 上升至 21.5%，融资融券和协定存款利率增加所带来的利息收入是推动其增长的主要原因。
- **第三季度自营业务受市场影响亏损 4.11 亿元**。前三季度自营业务亏损 2.29 亿元，同比下降 153.6%。截至 9 月 30 日，其自营规模为 188.35 亿元，较年初下降 1.42%，但受市场影响，第三季度亏损 4.11 亿元，同比下降 187.33%。
- **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 0.5 元，对应市盈率 30 倍，未来转融通业务可能年内启动将刺激券商板块上行，维持公司增持评级。

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	9,563	8,900	8,858	11,842	12,602
Growth (%)	50%	-7%	0%	34%	6%
净利润	4,087	3,480	2,998	4,894	5,208
Growth (%)	189%	-15%	-14%	63%	6%
每股收益	0.82	0.63	0.50	0.81	1.00
每股净资产	2.89	5.87	6.11	6.53	2.66

### 非银行金融研究组

#### 分析师:

黄立军 (S1180209070180)

电话: 010-88085983

Email: huanglijun@hysec.com

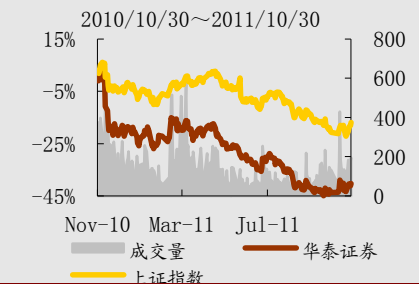
#### 联系人:

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	12682
20110331	12407
20101231	12773

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《华泰证券: 部分创新业务平滑业绩》, 2011.8
- 2《华泰证券: 公司收入结构持续改善》, 2011.4
- 3《华泰证券: 创新业务具有先发优势》, 2010.8

利润表(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	资产负债表(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	9,563	8,900	8,858	11,842	12,602	货币资金	70,744	59,465	65,411	78,493	68,607
手续费净收入	8,123	7,119	6,942	7,879	8,740	结算备付与保证金	16,489	28,264	33,917	40,700	8,988
代理买卖证券业务净收入	7,440	5,516	5,150	5,651	6,216	交易性金融资产	6,160	13,916	13,916	13,916	3,810
证券承销业务净收入	535	1,475	1,617	1,984	2,182	买入返售金融资产	—	251	1,392	1,392	-
资产管理业务净收入	805	128	175	244	342	可供出售金融资产	1,259	5,191	6,838	7,320	666
利息净收入	679	971	935	1,093	984	其他资产	4,150	6,376	7,347	8,521	3,913
投资收益及公允价值变动	742	803	963	2,855	2,861	资产总计	98,802	113,463	128,821	150,341	85,983
其他业务收入	20	7	17	16	17	短期借款	18	0	0	0	0
营业支出	4,223	4,425	-4,872	-5,329	-5,671	交易性金融负债	0	0	0	0	-
营业税金及附加	469	445	-443	-592	-630	衍生金融负债	0	0	0	0	0
业务及管理费	3,755	3,980	-4,429	-4,737	-5,041	卖出回购金融资产款	0	2,509	0	0	0
营业利润	5,335	4,499	3,994	6,523	6,941	代理买卖证券款	73,549	69,107	84,746	101,696	65,493
营业外收支	-14	2	3	3	3	其他负债	11,101	8,608	9,335	11,460	7,462
利润总额	4,087	3,480	2,998	4,894	5,208	负债合计	84,668	80,223	94,082	113,156	72,955
所得税	1,234	1,022	-999	-1,631	-1,736	股本	4,815	5,600	5,600	5,601	4,815
净利润	4,087	3,480	2,998	4,894	5,208	归属母公司所有者权 益	13,921	32,882	34,191	36,599	12,823
归属母公司所有者净利润	3,795	3,425	2,784	4,545	4,837	少数股东权益	213	358	548	586	205
少数股东损益	291	55	214	349	371	所有者权益合计	14,134	33,240	34,739	37,186	13,028
<b>经营指标</b>	<b>2009A</b>	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>风险指标</b>	<b>2009A</b>	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
平均总资产收益率	5%	3%	2%	3%	4%	净资本	11405	30203	33190	35434	12123
平均净资产收益率	33%	15%	8%	13%	20%	扣除代买卖证券款负 债	44%	25%	21%	24%	36%
管理费用率	-39%	-45%	50%	40%	40%	自营规模/净资本	65%	63%	63%	60%	37%
营业收入/总资产	13%	8%	7%	8%	11%	权益自营规模/净资本	28%	13%	26%	24%	71%
<b>每股数据(元)</b>	<b>2009A</b>	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>估值</b>	<b>2009A</b>	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
每股收益	0.82	0.63	0.50	0.81	1.00	市盈率	—	23.49	29.77	18.24	14.73
每股净资产	2.89	5.87	6.11	6.53	2.66	市净率	—	2.52	2.42	2.26	5.56

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	牟晚凤	孙利群	
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 <a href="mailto:muxiaofeng@hysec.com">muxiaofeng@hysec.com</a>	010-88085756 <a href="mailto:sunliqun@hysec.com">sunliqun@hysec.com</a>	
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 <a href="mailto:cuixiuhong@hysec.com">cuixiuhong@hysec.com</a>	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 <a href="mailto:leizengming@hysec.com">leizengming@hysec.com</a>	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
重点机构	曾利洁 010-88085991 <a href="mailto:zenglijie@hysec.com">zenglijie@hysec.com</a>			

**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。