

经纪业务下滑，承销业务不济 中性维持

投资要点:

- 📖 上半年业绩下滑 19%，收入结构仍依赖经纪业务
- 📖 经纪佣金收入持续下降，承销业务青黄不接
- 📖 资管业务快速增长，自营业绩波动较大

报告摘要:

- **上半年业绩下滑 19%，收入结构仍依赖经纪业务:** 2011 年上半年公司实现营业收入 5.78 亿元，同比增长 13%，归属上市公司股东净利润 8887 万元，同比下降 19%，其中二季度业绩亏损 1613 万元（相较一季度 1.05 亿元有巨大波动）。经纪业务、承销和自营业务较 2010 年同期收入缩水，管理费用率达 76%（同比增长 11%）是导致其利润下滑的主要原因。而净资产水平偏低阻碍公司发展扩大新业务。经纪业务收入占比高达 72%。
- **经纪佣金收入持续下降，承销业务青黄不接:** 2011 年上半年公司实现经纪业务净收入 4.81 亿元，同比下降 15%。佣金率达 0.12%，同比下降 9%，环比下降 2%，远高于行业的 0.68%，还有下降空间，市场份额同比下降 8%至 0.66%。佣金收入占比高达 58%。由于公司上半年仅参与分销一个项目，因此承销业务下同比大幅缩水 73%为 1900 万元。
- **资管业务快速增长，自营业绩波动较大:** 公司资产管理业务收入达 2393 万元，同比增长 165%，收入占比达 4%，增长迅速。资产净值 30 亿元排名第 16 位。公司自营业务规模截至 6 月 30 日为 10 亿元，同比增长 13%，但较年初下降 96%。上半年自营业务浮盈 3300 万元，公司投资激进，几乎 99%属于权益类投资，在市场影响下，二季度浮亏 4400 万元。
- **估值:** 假设 2011 年，市场日均股票成交额 2500 亿元，下调综合佣金率 20%至 0.10%，自营收益率为 8%。公司 11 年 EPS 为 0.9 元，对应市盈率 21 倍，维持中性评级。

百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,116	,993	1,700	1,866	2,090	2,294
Growth (%)	-56.20%	78.58%	-14.71%	9.76%	12.03%	9.73%
净利润	410	913	528	578	694	1,595
Growth (%)	-63.19%	122.67%	-42.21%	9.54%	20.13%	129.78%
每股收益(元)	0.7	1.43	0.8	0.9	1.1	2.5
每股净资产(元)	3.9	4.8	5.4	6.2	7.1	9.2
市盈率	48	5	27	21	17	7
市净率	8.8	4.6	4.0	3.0	2.6	2.0
净资产收益率 (%)	9.33%	34.35%	16.18%	15.58%	16.34%	30.57%

分析师

黄立军 (S1180209070180)

电话: 010-88085983

Email: huanglijun@hysec.com

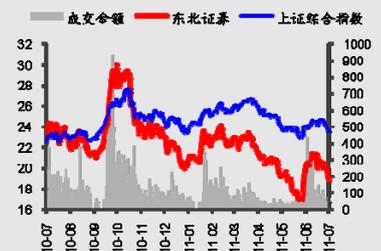
联系人

孙羽薇

电话: 010-88085965

Email: sunyuwei@hysec.com

市场表现



相关研究

- 西南证券: 业绩提升主要完成于一季度
- 方正证券: 改善空间较大的全牌照地方券商 7.22
- 哈投股份事件点评: 估值已趋合理 7.22
- 证券信托业: 中期有对冲, 短期皆可配
- 保险行业: 相对收益有限, 绝对收益可期 6.27.
- 招商证券: 佣金率远低于行业平均水平 4.18
- 华泰证券: 公司收入结构持续优化 4.16
- 国金证券: 非经纪业务收入占比过半 4.16
- 山西证券: 佣金率还在楼梯上 4.15

利润表(百万元)							资产负债表(百万元)						
	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E		2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,116	1,993	1,700	1,866	2,090	2,294	货币资金	6,765	13,342	11,563	12,719	13,991	15,390
手续费净收入	931	1,446	1,387	1,500	1,633	1,779	结算备付与保证金	1,213	1,789	4,568	5,117	5,740	6,447
代理买卖证券业务净收入	838	1,402	1,110	1,132	1,222	1,320	交易性金融资产	115	1,083	1,556	1,868	2,241	2,689
证券承销业务净收入	82	13	145	159	175	193	买入返售金融资产	0	0	0	0	0	0
资产管理业务净收入	0	2	60	72	87	104	可供出售金融资产	30	1,239	440	485	533	586
利息净收入	95	102	100	112	123	135	其他资产	906	1,328	1,449	1,165	1,292	1,458
投资收益及公允价值变动	21	432	203	255	335	380	资产总计	9,030	18,781	19,576	21,353	23,797	26,571
其他业务收入	69	14	9	0	0	0	短期借款	0	0	0	0	0	0
营业支出	599	-803	1,016	1,115	1,165	1,018	交易性金融负债	0	0	0	0	0	0
营业税金及附加	59	-93	86	98	110	120	衍生金融负债	0	0	0	0	0	0
业务及管理费	539	-695	917	1,008	1,045	-1,147	卖出回购金融资产款	0	0	0	0	0	0
营业利润	517	1,190	686	750	926	1,276	代理买卖证券款	6,420	14,491	13,657	14,102	15,512	17,064
营业外收支	-3	0	2	0	0	0	其他负债	349	1,230	2,450	3,290	3,734	3,601
利润总额	514	1,190	686	750	926	1,276	负债合计	6,768	15,720	16,107	17,393	19,247	20,665
所得税	104	-277	158	173	231	-319	股本	581	639	639	639	639	639
净利润	410	913	528	578	694	1,595	归属母公司所有者权益	2,258	3,057	3,465	3,953	4,542	5,896
归属母公司所有者净利润	410	913	528	578	694	1,595	少数股东权益	4	4	3,469	7	8	11
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	所有者权益合计	2,261	3,061	3,469	3,960	4,550	5,906
经营指标	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	风险指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
平均总资产收益率	3.65%	6.56%	2.75%	2.82%	3.08%	6.33%	净资本	1,298	2,443	3,042	3,320	3,835	5,099
平均净资产收益率	18.65%	34.35%	16.18%	15.58%	16.34%	30.57%	扣除代买卖证券款负债率	13.36%	28.66%	41.39%	45.38%	45.07%	37.88%
管理费用率	-48.29%	-34.86%	53.94%	54.00%	50.00%	-50.00%	自营规模/净资本	11.21%	95.08%	32.77%	70.85%	72.33%	64.24%
营业收入/总资产	9.95%	14.33%	8.86%	9.12%	9.26%	9.11%	权益自营规模/净资本	11.21%	94.30%	32.77%	70.85%	72.33%	64.24%
每股数据(元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	估值	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.71	1.43	0.83	0.90	1.09	2.50	市盈率	48.0	13.0	22.6	20.6	17.1	7.5
每股净资产	3.9	4.8	5.4	6.2	7.1	9.2	市净率	8.8	3.9	3.4	3.0	2.6	2.0

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：中国人寿、中国太保、中国平安、中信证券、海通证券、招商证券、光大证券、东北证券、长江证券等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张璿 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaoosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@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

免责声明：

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。