佣金率走下楼梯进行时 中性维持

投资要点:

- 上半年业绩同比下降 45%
- 上半年佣金率同比下滑 24%
- 投行和自营业务缩水

报告摘要:

- **上半年业绩同比下降 45%:** 2011 年上半年公司实现营业收入 5.44 亿元，同比下降 9%，归属上市公司股东净利润 1.14 亿元，同比下降 45%。利润下降主因来自经纪业务佣金率下降、承销业务和自营规模缩水以及管理费用上升所致（增 25%）。
- **2011 年上半年佣金率下滑 24%:** 上半年公司实现经纪业务净收入 3.48 亿元，同比下降 17%。上半年佣金率 0.10%，同比下降 24%，高于行业水平的 0.068%。尽管公司在山西省营业部 40 家较去年同期扩张了 33%，该地区利润同比下降 28%，系竞争激烈致山西地区佣金率迅速下滑以及扩张成本上升所致。佣金率依然还有下降空间。
- **投行和自营业务收入大幅缩水:** 2011 年上半年公司投行业务收入达 6800 万元，同比下降 50%，其中承销业务仅为 3400 万元，同比下降 62%，尽管承销金额为 2.36 亿元，行业综合排名较去年上半年 29 位升至今年上半年的 13 位，市场份额 3.48%较去年 0.05%大幅上升，但由于债券类承销项目比重占一半，导致收益率水平下降。自营业务亏损 6 百万元，相较去年同期盈利 3300 万元，波动较大。
- **创新业务进展较慢:** 截止 11 年 06 月 30 日，公司资产管理业务资产净值达 11 亿元，较去年年末增长 175%。上半年收入实现 273 万元，同比增长 124%，但不足以影响业绩；直投子公司刚开始运营；公司总目前净资本 46 亿元，公司创新业务进展较慢。
- **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 5%至 0.105%，自营收益率为 15%。公司 11 年 EPS 为 0.27 元，对应市盈率 47 倍，维持中性评级。

分析师

黄立军（S1180209070180）

电话：010-88085983

Email：huanglijun@hysec.com

联系人

孙羽薇

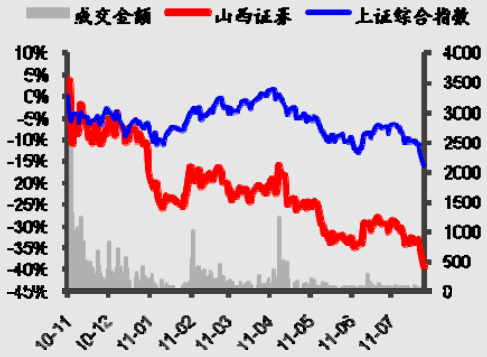
电话：010-88085965

Email：sunyuwei@hysec.com

邢波

Email：xingbo@hysec.com

市场表现



相关研究

华泰证券：部分创新业务平滑业绩 08.05

长江证券：佣金率下滑或向中部地区传导 08.01

东北证券：经纪业务下滑，承销业务不济 7.26

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

百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入	790	1,512	1,496	1,587	1,880	2,373
Growth(%)	-	91.41%	-1.06%	6.11%	18.46%	26.22%
净利润	277	624	439	551	716	903
Growth(%)	-	125.57%	-29.69%	25.44%	30.03%	26.09%
每股收益(元)	0.1	0.3	0.2	0.3	0.4	0.4
每股净资产(元)	1.2	1.5	1.5	2.0	2.3	2.7
市盈率	92	41	5	47	36	29
市净率	10.6	8.3	8.7	6.3	5.5	4.7
净资产收益率(%)	11.95%	22.45%	13.24%	14.20%	16.06%	17.54%

利润表(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	790	1,512	1,496	1,587	1,880	2,373
手续费净收入	666	1,315	1,217	0	0	0
代理买卖证券业务净收入	617	1,175	868	891	962	1,155
证券承销业务净收入	26	55	239	326	470	677
资产管理业务净收入	0	0	6	7	7	8
利息净收入	182	65	134	140	154	170
投资收益及公允价值变动	39	66	142	78	122	177
其他业务收入	2	17	3	3	3	3
营业支出	412	699	-914	-873	-940	-1,187
营业税金及附加	49	76	-76	-79	-94	-2,492
业务及管理费	363	640	-837	-794	-846	1,305
营业利润	378	813	582	714	940	1,187
营业外收支	-14	31	9	20	15	17
利润总额	364	844	592	734	955	1,204
所得税	87	219	-151	-184	-239	-301
净利润	277	624	439	551	716	903
归属母公司所有者净利润	277	619	439	540	702	885
少数股东损益	0	6	1	0	0	0

资产负债表(百万元)	2008	2009	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	6,892	12,735	13,822	15,204	16,725	18,397
结算备付与保证金	595	1,157	2,225	2,447	2,692	2,961
交易性金融资产	0	155	377	452	498	547
买入返售金融资产	0	-	370	0	0	0
可供出售金融资产	0	316	178	195	215	236
其他资产	412	530	663	1,099	1,209	1,330
资产总计	7,899	14,894	17,635	19,398	21,338	23,472
短期借款	-	-	0	0	0	0
交易性金融负债	-	-	0	0	0	0
衍生金融负债	-	0	0	0	0	0
卖出回购金融资产款	-	-	0	0	0	0
代理买卖证券款	5,392	11,180	10,791	11,870	13,057	14,362
其他负债	79	272	311	342	376	413
负债合计	5,471	11,452	11,101	12,211	13,432	14,776
股本	2,000	2,000	2,400	2,000	2,000	2,001
归属母公司所有者权益	2,418	3,093	3,531	4,071	4,668	5,420
少数股东权益	9	349	349	0	0	0
所有者权益合计	2,428	3,442	6,533	0	0	0

经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
平均总资产收益率	2.92%	5.43%	2.70%	2.91%	3.45%	3.95%
平均净资产收益率	11.95%	22.45%	13.24%	14.20%	16.06%	17.54%
管理费用率	45.92%	42.31%	-55.99%	-50.00%	-45.00%	55.00%
营业收入/总资产	8.32%	13.27%	9.20%	8.57%	9.23%	10.59%

风险指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
净资本	1,960	1,744	3,338	3,858	4,434	5,162
扣除代买卖证券款负债率	3.51%	16.72%	48.40%	45.92%	43.63%	40.50%
自营规模/净资本	0.01%	27.04%	16.62%	20.15%	19.29%	18.22%
权益自营规模/净资本	0.01%	27.02%	14.96%	18.13%	17.36%	16.40%

每股数据（元）	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.14	0.31	0.22	0.27	0.35	0.44
每股净资产	1.2	1.5	1.5	2.0	2.3	2.7

估值	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
市盈率	92.4	41.3	58.1	47.4	36.4	28.9
市净率	10.6	8.3	8.7	6.3	5.5	4.7

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	**张珺** 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	**崔秀红** 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@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。