

# 收入结构有所改善促业绩增长

## 中性维持

### 投资要点:

- 📖 第一季度净利润同比增长 54.79%，佣金率环比下降 12%
- 📖 投行业务大幅提高，创新业务逐步进入收获期
- 📖 自营业务持续亏损，债券和衍生产品占比增加

### 报告摘要:

- **第一季度净利润同比增长 54.79%**。2011 年全年和今年一季度公司实现营业收入分别 10.98 亿元和 2.51 亿元（同比下降 7.58%），归属上市公司股东净利润分别为 1.93 亿元（降 55.98% 主要因经纪业务佣金率下降、自营亏损所致。）和 5364.69 万元（同比增 54.79%），一季度 EPS 为 0.02 元，同比增长 1 倍，其投行业务和利息收入大幅增长以及成本下降 21.41%、税率下降，是其业绩大幅增长的主因。
- **第一季佣金率环比下降 12%**。2011 年经纪业务净收益为 5.56 亿元，同比下降 35.98%，一季度公司实现经纪业务净收入 1.03 亿元，同比下降 46.02%。综合佣金率为 0.101%，环比下降 12%，还有下降空间。市场份额 0.56%，与去年同期持平。
- **投行业务大幅提高，期货业务逐步进入收获期**。2011 年投行一季度实现收入 2765 万元，同比增 356.18%，收入占比达 11.01%，处于项目释放期。而期货佣金收入增 156.61%，收入占比达 8.98%，发展迅速将成为公司新的利润增长点。2011 年和今年一季度利息收入增 126.58% 和 34.25%，占总收入达 34.61%。
- **自营业务持续亏损自营结构改变**。2011 年公司自营亏损 957 万元，规模同比增长 132.02%，今年一季度自营业务与去年同期一样亏损，亏损 38.85 万元。截至 3 月 31 日，其自营规模为 15.85 亿元，较年初增 27%。公司自营结构债券占比为 46%，增加衍生产品将降低风险。
- **估值**：假设 2012 年，市场日均股票成交额 2100 亿元，自营收益率为 8%。公司 12 年 EPS 为 0.20 元，对应市盈率 42.45 倍，估值偏高，公司创新业务收入开始成为新的利润增长点，建议关注，维持中性评级。

主营业务指	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,496	1,098	1,788	2,049	2,333
Growth (%)	-1.06%	-26.59%	62.82%	14.59%	13.88%
净利润	439	194	487	586	699
Growth (%)	-29.69%	-55.89%	151.25%	20.45%	19.29%
每股收益(元)	0.22	0.08	0.20	0.24	0.29
每股净资产	1.47	2.48	2.58	2.70	2.85

### 非银行金融研究组

#### 分析师:

黄立军 (S1180209070180)

电话: 010-8801 3577

Email: huanglijun@hysec.com

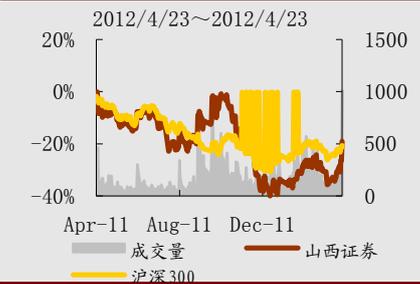
#### 联系人:

孙羽薇

电话: 010-8801 3557

Email: sunyuwei@hysec.com

### 市场表现



### 股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20120930	3667	
20120630	3532	
20120331	3340	

数据来源: 港澳资讯

### 相关研究

- 1 《宏源证券\*三季报点评\*山西证券:佣金率开始下楼梯\*002500\*非银行金融\*黄立军、孙羽薇》，2012.10
- 2 《宏源证券\*中报点评\*山西证券:佣金率走下楼梯进行时\*002500\*非银行金融\*黄立军、孙羽薇》，2012.8
- 3 《宏源证券\*年报点评\*山西证券:佣金率还在楼梯上\*002500\*非银行金融\*黄立军、孙羽薇、邢波》，2012.4
- 4 《宏源证券\*新股定价\*山西证券:经纪投行面临两重天\*002500\*非银行金

<b>利润表(百万元)</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
<b>营业收入</b>	1,496	1,098	1,788	2,049	2,333
手续费净收入	1,217	801	993	1,143	1,322
代理买卖证券业务净收入	868	556	684	755	861
证券承销业务净收入	239	156	203	263	316
资产管理业务净收入	6	7	11	13	16
利息净收入	134	304	630	693	762
投资收益及公允价值变动	142	-10	140	187	221
其他业务收入	3	3	3	3	3
<b>营业支出</b>	914	837	1,114	1,236	1,360
营业税金及附加	76	47	77	88	101
业务及管理费	837	789	1,037	1,147	1,260
<b>营业利润</b>	582	261	674	813	973
营业外收支	9	13	11	12	11
<b>利润总额</b>	592	273	685	825	984
所得税	151	79	198	239	285
<b>净利润</b>	439	194	487	586	699
归属母公司所有者净利润	439	193	485	584	697
少数股东损益	1	1	2	2	2
<b>经营指标</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
平均总资产收益率	2.70%	1.26%	3.53%	3.86%	4.19%
平均净资产收益率	13.24%	4.07%	7.98%	9.21%	10.46%
管理费用率	55.99%	71.89%	58.00%	56.00%	54.00%
营业收入/总资产	9.20%	7.15%	13.00%	13.54%	14.02%
<b>每股数据(元)</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
每股收益	0.22	0.08	0.20	0.24	0.29
每股净资产	1.47	2.48	2.58	2.70	2.85

<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
货币资金	13,822	9,800	16,586	19,904	23,884
结算备付与保证金	2,225	1,288	2,587	2,846	3,131
交易性金融资产	377	433	563	732	952
买入返售金融资产	370	69	0	0	0
可供出售金融资产	178	812	893	982	1,081
其他资产	663	699	-6,219	-8,612	-11,610
<b>资产总计</b>	<b>17,635</b>	<b>13,101</b>	<b>14,412</b>	<b>15,853</b>	<b>17,438</b>
短期借款	0	0	0	0	0
交易性金融负债	0	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	0
代理买卖证券款	10,791	6,604	7,265	7,991	8,790
其他负债	311	200	220	242	267
<b>负债合计</b>	<b>11,101</b>	<b>6,805</b>	<b>7,485</b>	<b>8,234</b>	<b>9,057</b>
股本	2,400	2,400	2,400	2,400	2,400
归属母公司所有者权益	3,531	5,955	6,198	6,490	6,838
少数股东权益	349	342	356	372	392
<b>所有者权益合计</b>	<b>6,533</b>	<b>6,297</b>	<b>6,553</b>	<b>6,862</b>	<b>7,231</b>
<b>风险指标</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
净资本	3,338	5,766	5,990	6,261	6,587
扣除代买卖证券款负债率	48.40%	8.34%	13.28%	17.45%	20.92%
自营规模/净资本	16.62%	25.91%	29.18%	32.86%	37.03%
权益自营规模/净资本	14.96%	13.99%	15.75%	17.75%	20.00%
<b>估值</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
市盈率	39.00	106.65	42.45	35.24	29.54
市净率	5.83	3.46	3.32	3.17	3.01

**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	赵胤
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085230 zhaoyin@hysec.com
华东区域	010-88085978 zhangjun3@hysec.com	010-88085291 zhaojia@hysec.com	021-51782067 xixi@hysec.com	010-88085993 wangyanni@hysec.com
华南区域	010-88085991 zenglijie@hysec.com	010-88085279 jiahaosen@hysec.com	010-88085760 luoyun@hysec.com	0755-82934785 sunwanying@hysec.com
QFII	010-88085842 fangfang@hysec.com	010-88085843 huyufeng@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。