

创新业务寻求突破业绩大幅下降

增持维持

投资要点:

- 📖 经纪、投行业务萎缩致业绩同比降低 18.5%
- 📖 自营、利息收入增长
- 📖 创新业务模式稳中求变

报告摘要:

- **上半年业绩同比降低 18.5%**。2012 年上半年公司实现营业收入 8.44 亿元,同比减少 18.5%,归属母公司股东的净利 2.97 亿元,同比减少 32.53%。除自营各项业务收入均有不同程度下降。
- **经纪、投行业务严重萎缩**。经纪业务收入 3.16 亿元,同比降 32.05%,收入占比降至 37.52%,交易总额降 28%与市场水平相符。综合佣金率 0.083%,与行业平均水平持平,下降空间有限;投行业务上半年收入仅 4645 万元,同比大幅降 77%,权益类及债券类承销均有大幅减少,仅完成两个 IPO 项目,融资规模 10.7 亿元,同比锐减 77%。
- **自营利息收入大幅增长**:上半年自营业务收入 2.04 亿元,同比增长 48.88%,收入占比增至 24.2%;截至 6 月 30 日自营资产规模 50.38 亿,较 2011 年底增长 16.2%,其中债券类占比大幅增至 68.06%;利息净收入 2.53 亿元,同比增长 29.7%,收入占比由 19%增至 30%;资管业务下滑 11%对收入不构成影响。
- **创新业务模式稳中求变**:上半年融资融券收入 2700 万元,同比增 32%,收入占比 3%,略有增长;公司提出建立统一的跨部门、跨业务线的合作创新模式,长期有利于公司营运效率的提升。
- **估值**。假设股票日均交易额与去年基本持平略有浮动,投行规模与去年持平,自营保持稳健,预测 2012、2013 年 EPS 为 0.33 元、0.43 元,对应 30、23 倍 PE,1.3、1.2 倍 PB,估值过高,但创新业务模式可能带来未来公司营运效率的提高,维持增持评级。

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2,242	1,775	1,972	2,363	2,761
Growth (%)	2.59%	-20.83%	11.11%	19.81%	16.85%
净利润	926	563	650	849	1,054
Growth (%)	-11.17%	-39.23%	15.46%	30.67%	24.18%
每股收益(元)	0.47	0.29	0.33	0.43	0.54
每股净资产	8.05	7.53	7.74	8.11	8.56

非银行金融研究组

分析师

黄立军 (S1180209070180)

电话: 010-8808 5983

Email: huanglijun@hysec.com

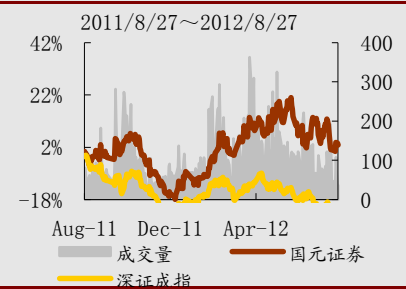
联系人

孙羽薇

电话: 010-8801 3557

Email: sunyuwei@hysec.com

市场表现



数据来源: 港澳资讯

相关研究

- 1 《宏源证券*季报点评*国元证券: 承销项目减少自营收益颇丰*000728*非银行金融*黄立军、孙羽薇》, 2012.4
- 2 《宏源证券*2011 年报点评*国元证券: *000728*非银行金融*黄立军、孙羽薇》, 2012.3
- 3 《宏源证券*季报点评*国元证券: 第三季度业绩大幅下滑九成*000728*非银行金融*黄立军、孙羽薇》, 2011.10
- 4 《宏源证券*季报点评*国元证券: 直投业务进入收获期*000728*非银行金融*黄立军、孙羽薇》, 2011.4

利润表(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	2,242	1,775	1,972	2,363	2,761
手续费净收入	1,533	1,118	949	1,019	1,248
代理买卖证券业务净收入	1,226	792	780	815	979
证券承销业务净收入	249	277	153	184	239
资产管理业务净收入	26	14	15	20	30
利息净收入	330	531	585	643	772
投资收益及公允价值变动	373	112	439	701	742
其他业务收入	6	13	0	0	0
营业支出	-1,054	-1,078	-1,147	-1,284	-1,429
营业税金及附加	-101	-71	-101	-102	-103
业务及管理费	-930	-987	-1,045	-1,182	-1,325
营业利润	1,188	697	825	1,079	1,332
营业外收支	9	7	0	0	0
利润总额	1,197	704	825	1,079	1,332
所得税	-271	-141	-176	-230	-278
净利润	926	563	650	849	1,054
归属母公司所有者净利润	925	563	650	849	1,054
少数股东损益	1	0	0	0	0
经营指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
平均总资产收益率	2.89%	1.97%	2.77%	3.36%	3.77%
平均净资产收益率	2.99%	1.84%	2.17%	2.73%	3.22%
管理费用率	-41.46%	-55.60%	-53.00%	-50.00%	-48.00%
营业收入/总资产	7.00%	6.20%	8.42%	9.35%	9.87%
每股数据(元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
每股收益	0.47	0.29	0.33	0.43	0.54
每股净资产	8.05	7.53	7.74	8.11	8.56

资产负债表(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	15,762	13,311	13,976	15,374	18,449
结算备付与保证金	1,472	1,141	1,212	1,334	1,566
交易性金融资产	1,219	718	790	869	956
买入返售金融资产	0	340	628	628	628
可供出售金融资产	3,613	3,617	3,979	4,377	4,377
其他资产	12,572	3,470	3,659	3,729	3,672
资产总计	34,640	22,597	24,244	26,310	29,648
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	9,159	6,996	7,380	8,118	9,741
其他负债	762	802	1,513	2,120	2,937
负债合计	9,921	7,798	8,893	10,237	12,679
股本	1,964	1,964	1,964	1,964	1,964
归属母公司所有者权益	15,818	14,799	15,205	15,920	16,808
少数股东权益	152	0	146	153	161
所有者权益合计	15,970	14,799	15,351	16,073	16,969
风险指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
净资本	14,805	13,627	13,596	14,798	16,220
扣除代买卖证券款负债率	2.99%	5.14%	8.97%	11.65%	14.76%
自营规模/净资本	32.64%	31.82%	35.08%	35.45%	32.88%
权益自营规模/净资本	19.20%	14.32%	10.52%	-24.82%	-55.89%
估值	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
市盈率	21.3	34.9	30.3	23.2	18.7
市净率	1.2	1.3	1.3	1.2	1.2

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

区域	牟晓凤	李倩	王燕妮	张瑶	
华北	010-88085111	010-88083561	010-88085993	010-88013560	
区域	muxiaofeng@hysec.com	liqian@hysec.com	wangyanni@hysec.com	zhangyao@hysec.com	
华东	张璐	赵佳	奚曦	孙利群	李岚
华东	010-88085978	010-88085291	021-51782067	010-88085756	021-51782236
区域	zhangjun3@hysec.com	zhaojia@hysec.com	xixi@hysec.com	sunliqun@hysec.com	lilan@hysec.com
华南	夏苏云	贾浩森	罗云	赵越	孙婉莹
华南	13631505872	010-88085279	010-88085760	18682185141	0755-82934785
区域	xiasuyun@hysec.com	jiahaosen@hysec.com	luoyun@hysec.com	zhaoyue@hysec.com	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	胡玉峰			
QFII	010-88085842	010-88085843			
	qinhan@hysec.com	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。