



# 深耕安徽 前景广阔

买入 上调

目标价 11.79 元

## 投资要点:

- 信用交易业务和直投业务未来有望成为公司新的业绩增长点
- 公司有望受益于合肥自贸区、国企改革和沪港通的积极影响
- 估值修复空间较大,目标价 11.79 元,仍有 27% 的上涨空间

## 报告摘要:

- 受益公司直投和信用交易业务, 2014 年全年公司净利润增幅有望达 29% 以上。**公司以较低成本发行 50 亿公司债, 将促进信用交易业务扩张, 并保证较大利差, 信用交易业务净利息收入有望达 3.8 亿, 收入占比 14.8%, 同比增 1 倍; 公司直投项目进入收获期, 直投项目顺荣股份浮盈 2.2 亿, 并已过解禁期, 随着公司逐步套现, 公司有望持续获得收益, 保守估计全年直投业务收入 2.7 亿, 收入占比 10.5%。
- 受益安徽区域经济的发展。**合芜马自贸区方案已上报国务院, 若自贸区成行, 公司有望在跨境证券业务方面获较快发展。受益安徽丰富的中小企业资源, 以及地方政府大力扶持, 预计公司新三板和四板业务将有较快发展。公司拥有香港子公司, 将更受益于沪港通的开通。
- 受益国元集团的资源优势。**公司与集团内其他子公司之间的业务协同将加强公司综合金融服务能力, 提升公司竞争力水平。公司作为国元集团旗下唯一上市平台, 将是未来国元集团国企改革的重点。公司国企改革方向可能有两个方面: 一是通过横向并购实现外延式发展, 做大规模; 二是探索骨干员工和高管股权激励, 增加核心员工的凝聚力。
- 投资建议。**公司估值处于较低水平, 存在较大修复空间, 受益直投和信用交易业务业绩增长, 预计 2014 年公司净利润将有 29% 以上增长, 看好自贸区建设和国企改革给公司的正面促进作用, 预计 14 年-15 年 EPS 为 0.44 和 0.63 元, 目标价为 11.79 元, 上调公司至买入评级。
- 风险提示:** 受互金低佣冲击较大; 自贸区、国企改革推进受阻。

主要经营指标	2011	2012	2013	2014E	2015E
营业收入(百万)	1,775	1,531	1,985	2,563	2,730
增长率 (%)	-20.83%	-13.75%	29.65%	29.14%	6.49%
归母净利润(百万)	563	407	664	859	918
增长率 (%)	-39.23%	-27.67%	63.06%	29.41%	6.93%
每股收益	0.29	0.21	0.34	0.44	0.63
市盈率	32	45	28	21	15

## 非银行金融研究组

### 分析师:

孙羽薇(S1180513020001)

电话: 010-88013557

Email: sunyuwei@hysec.com

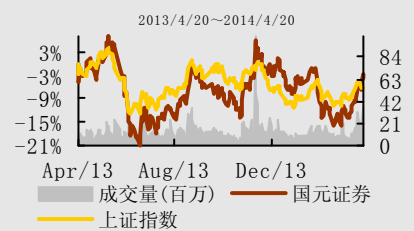
### 研究助理:

胡翔

电话: 010-88085227

Email: huxiang@hysec.com

## 市场表现



## 相关研究

- 《券商互联网业务逐步走向规范发展》  
2014-04-08
- 《光大证券: 不确定性因素较多 尚需观察》  
2014-03-28
- 《东北证券: 自营经纪拉动增长 持续性待观察》  
2014-03-18
- 《方正证券: 构建具全局意义的战略新高地》  
2014-01-13
- 《长江证券: 武汉金改利好公司创新业务》  
2013-10-28
- 《东北证券: 29 亿短融落地助推类贷款业务》  
2013-10-24

## 目录

一、安徽地区实力最强的综合型券商.....	4
(一) 公司高净资产低盈利将得到快速改善.....	4
(二) 公司区域垄断地位稳固.....	5
1、公司在安徽金融体系中居于十分重要的地位.....	5
2、公司在安徽地区具有绝对的竞争力.....	5
二、直投和信用交易业务有望成业绩高增长点.....	6
(一) 公司直投项目进入收获期.....	6
(二) 低成本发行 50 亿公司债助力公司信用交易业务发展.....	6
(三) 创新业务带动经纪业务大力转型.....	7
三、受益安徽区域经济发展.....	9
(一) 设立分公司，提前布局“合芜马自贸区”.....	10
(二) 丰富的中小企业资源为公司的新三板和四板提供广阔空间.....	10
四、受益控股股东国元集团的资源优势.....	11
(一) 与集团旗下子公司业务协同推动公司发展.....	11
(二) 应有望受益集团国企改革.....	11
五、盈利预测.....	12
六、估值与投资建议.....	12
六、风险提示.....	13

## 插图

图 1: 公司营业部主要集中在安徽区域 (2013 年年报) .....	5
图 2: 公司两融余额月度数据 (单位: 百万) .....	7
图 3: 2014 年 3 月末上市券商两融余额对比 (单位: 亿元) .....	7
图 4: 交易额市场份额基本维持在 1.07% 左右的水平 .....	8
图 5: 2013 年 4 季度公司佣金率处于下滑至 0.082% .....	9
图 6: 安徽地区经济增速与重庆基本持平, 明显优于苏州的经济增速 .....	9
图 7: 合肥市自贸区申请进展 .....	10
图 8: 安徽国元控股 (集团) 有限责任公司控股情况 .....	11

## 表格

表 1: 公司整体实力排名位于行业中上游 (2013 年中期财务数据排名) .....	4
表 2: 公司杠杆率水平还有较大改善空间 .....	5
表 3: 公司直投跟投投行项目过会情况 .....	6
表 4: 利润表 .....	14
表 5: 资产负债表 .....	15

## 一、安徽地区实力最强的综合型券商

国元证券由安徽省金融控股平台国元集团于 2001 年发起成立，2007 年公司借壳“北京化二”成功登陆 A 股市场，2013 年 7 月公司在证券公司分类监管评比中获得 A 类 A 级。目前，公司总体实力居于行业中上游水平，且其各业务领域在安徽区域具有绝对的影响力和品牌号召力，区域优势明显。

### （一）公司高净资产低盈利将得到快速改善

从 2013 年中期数据看，国元证券的营收、净利润和总资产排名大概在全行业二十多名，居于全行业中上游水平；净资产规模全行业第 10 名，居于行业前列。杠杆率较低是造成营收、总资产指标与净资产指标不相匹配的原因。2013 年 7 月，公司发行 50 亿公司债，杠杆率由 2012 年的 1.53 提升至 1.95，公司营收水平明显增加，2013 年全年实现营收 19.9 亿，同比增长 30%，归属上市公司股东净利润 6.6 亿元，同比增长 63%。

根据公司一季报业绩预报，公司一季度营收 7.8 亿元，同比增长 1 倍，归属于母公司净利润 3.6 亿元，同比增长 2 倍，公司业绩的高速增长进一步提升公司的行业地位。我们预计随着加大杠杆对 ROE 的拉动作用以及直投项目逐步进入收获期，2014 年公司营收水平有望获得 29% 以上的增长，营收排名也将逐步与其净资产排名逐步趋同，进入行业上游水平。

**表 1：公司整体实力排名位于行业中上游（2013 年中期财务数据排名）**

证券公司	营业收入	净利润	净资产	总资产
中信证券	1	2	1	1
海通证券	2	1	2	2
广发证券	4	4	5	4
华泰证券	5	5	3	5
招商证券	7	6	6	6
宏源证券	9	9	12	13
光大证券	10	8	7	9
兴业证券	14	13	13	18
方正证券	17	15	10	19
长江证券	18	12	15	16
东北证券	22	19	21	24
国海证券	24	26	39	33
国金证券	26	30	24	30
国元证券	27	21	11	20
西南证券	29	20	17	21
东吴证券	30	28	20	29
山西证券	33	38	26	31
西部证券	34	31	34	34
华安证券	40	37	36	39
太平洋证券	41	41	40	41

资料来源：WIND 资讯，宏源证券

表 2: 公司杠杆率水平还有较大改善空间

国元证券	杠杆率	ROE	行业杠杆率	行业 ROE
2011	1.53	3.80%	2.49	6.25%
2012	1.53	2.72%	2.48	4.74%
2013	1.95	4.28%	2.76	5.84%

资料来源: 中国证券业协会, WIND 资讯, 宏源证券

## (二) 公司区域垄断地位稳固

### 1、公司在安徽金融体系中居于十分重要的地位

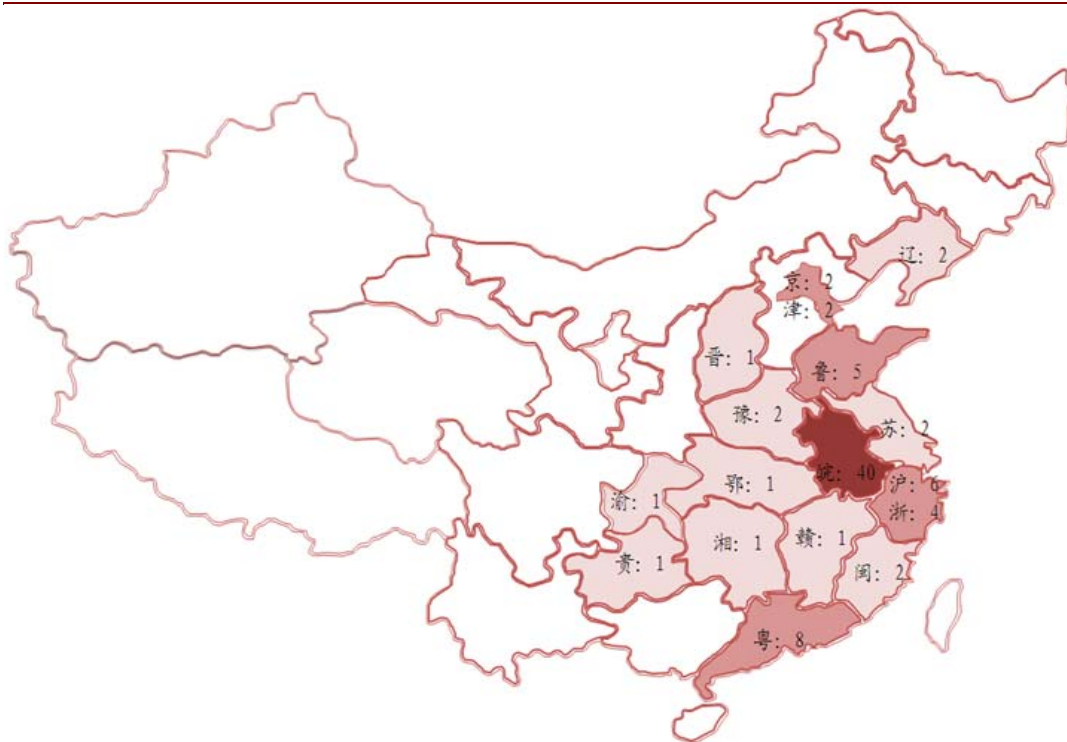
**实力最强的省属证券公司:** 与另一家省属证券公司华安证券相比, 除经纪业务平分秋色外, 公司在其他业务线条的实力全面超越华安证券。

**唯一一家上市的省属证券公司:** 目前在安徽金融体系仅拥有两个上市平台: 国元证券和徽商银行 (H 股上市)。作为唯一一家上市的省属证券公司, 公司在安徽省金融体系中具有十分重要的战略意义。

### 2、公司在安徽地区具有绝对的竞争力

公司“立足安徽, 面向全国”, 在安徽地区深耕多年, 在当地市场具有绝对的品牌影响力。目前公司 80 家营业部中, 其中一半左右集中在安徽地区, 安徽地区经纪业务市场份额与华安证券位列前二; 投行目前有员工 142 人, 保代 34 人, 全行业排名 24 位, 其中大部分投行人员集中在合肥, 且大部分的投行项目都集中在安徽, 对于安徽省内任何客户, 投行部门均可以实现 3 小时完全覆盖。

图 1: 公司营业部主要集中在安徽区域 (2013 年年报)



资料来源: 国元证券年报, 宏源证券

## 二、直投和信用交易业务有望成业绩高增长点

### (一) 公司直投项目进入收获期

公司直投项目已经逐步进入收获期,有望持续贡献收入和利润。以公司持有的顺荣股份为例,公司直投部门持有其 690 万股股份(初始投资成本 2.95 元/股),目前顺荣股份的限售期已过,股价达到 34.8 元,公司所持顺荣股份市值已达 2.4 亿,浮盈 2.2 亿左右,其中 55 万股公司已于 2014 年 3 月 1 日以 39.96 元的均价减持。预计公司未来还会陆续售出套现,为公司提供持续收益。同时公司通过投行业务积累了大量的优质直投项目,目前公司在会的投行项目中,直投部门跟投了其中 3 家,投资成本合计 7788 万,未来随着项目上市,公司直投部门有望获得较大的收益,保守估计项目通过上市退出的投资收益率为 150%,未来公司有望获得 1.2 亿投资收益。目前 4 个项目可实现 3.4 亿投资收益,若今年兑现其中的 80%,则今年体现在利润表上的投资收益将达 2.7 亿元。

表 3、公司直投跟投投行项目过会情况

公司名称	审核状态	投资成本(万元)
科大国创	已受理	4150
山河药用	已反馈	294
合锻机床	已反馈	3344

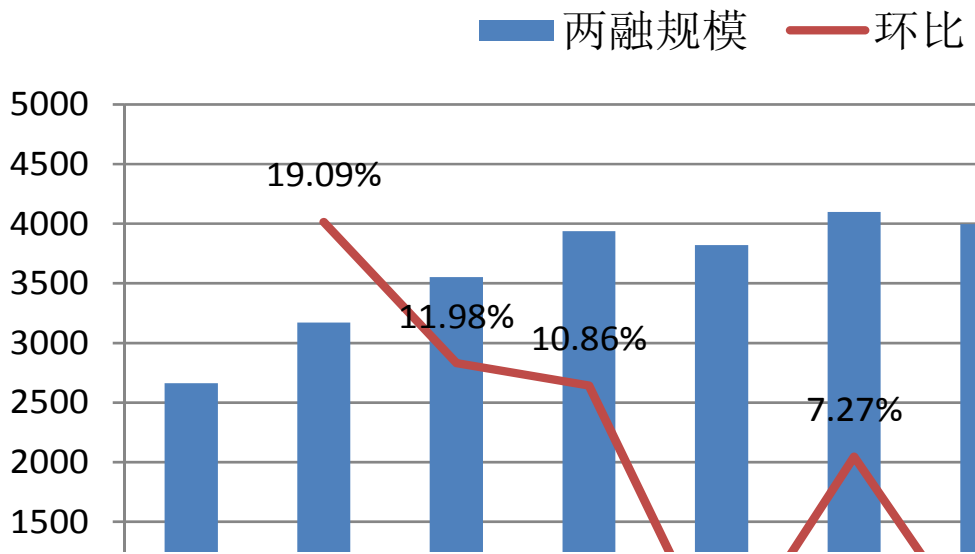
资料来源:中国证监会、公司年报

此外作为金控平台国元集团旗下的子公司,公司获得投资省内优质金融企业的众多机遇,这部分优质投资未来有望为公司带来高额收益。目前公司持有徽商银行 1.05% 股份,市值 3.28 亿,相比 1.60 亿投资成本,浮盈 1.68 亿。

### (二) 低成本发行 50 亿公司债助力公司信用交易业务发展

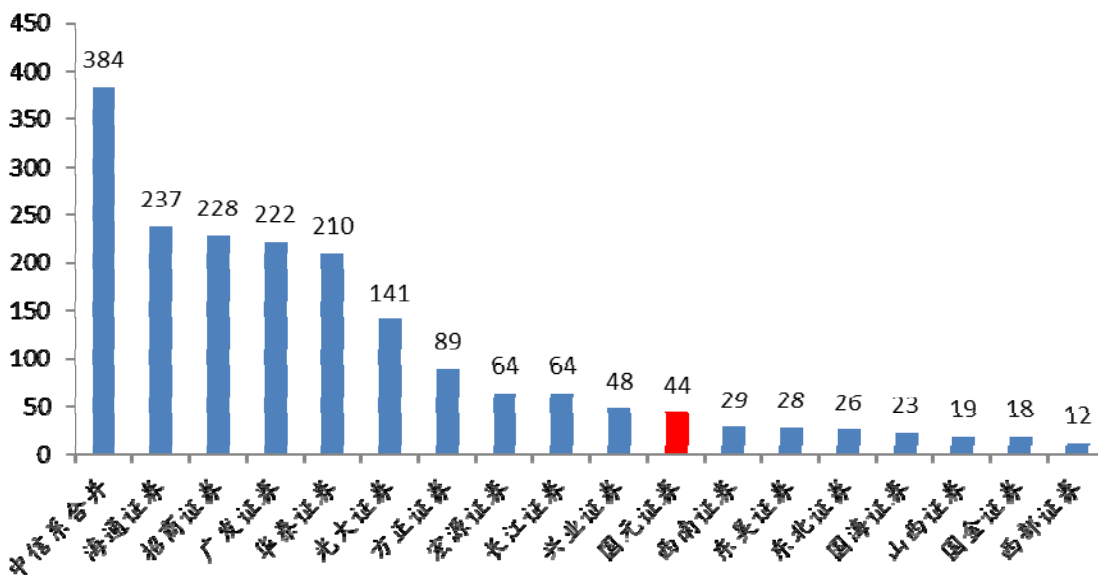
2013 年 7 月公司以较低的资金成本发行 50 亿公司债(3 年期债券利率 4.7%, 5 年期债券利率 4.9%, 发行的时间窗口较好,其他券商随后发行的公司债利率普遍高于国元水平),增强了公司的资金实力,公司信用交易类业务快速增长。以两融业务为例,2014 年 3 月底公司两融余额达 43.8 亿,较年初增长 6.9%。此外公司信用交易主要以自有资金和债券融资为主,资金成本较低,保证公司较大的利差空间,因此,2014 年公司信用交易业务所创造的净利息收入有望实现快速增长。

图 2: 公司两融余额月度数据 (单位: 百万)



资料来源: wind、宏源证券

图 3: 2014 年 3 月末上市券商两融余额对比 (单位: 亿元)



资料来源: wind、宏源证券

### (三) 创新业务带动经纪业务大力转型

#### 1、营业部整合公司业务资源，大力谋转型

为应对经纪业务传统通道收入萎缩的行业趋势，公司整合业务线资源，以营业部为窗口，大力谋求转型：

首先，鼓励营业部除传统股票交易业务外，挖掘当地机构业务项目，为投行、资管

等业务条线输送项目资源。

其次，为使营业部能够充分发挥在当地的影响力，并保证营业部和其他业务部门高效的分工协作，制定出了非常合理的激励机制。在创新业务的利益分成上更倾向于营业部，调动营业部开展创新业务的积极性，从而通过创新业务带动营业部业务和人员的转型。目前场外市场业务已经对接到营业部，公司规定省内 40 多家营业部，今年每家至少推荐一家三板或四板项目，项目实现的所有收入均体现在营业部上，场外市场部作为支持部门不考核收入；此外融资融券实现的收入和利润均体现在营业部，相比较其他券商信用交易部要分割掉两融业务一部分，甚至绝大部分收益而言，国元的激励机制更加到位。

此外，公司正积极探索和开展互联网金融，微信平台已经上线，互联网开户等业务有望近期推出。

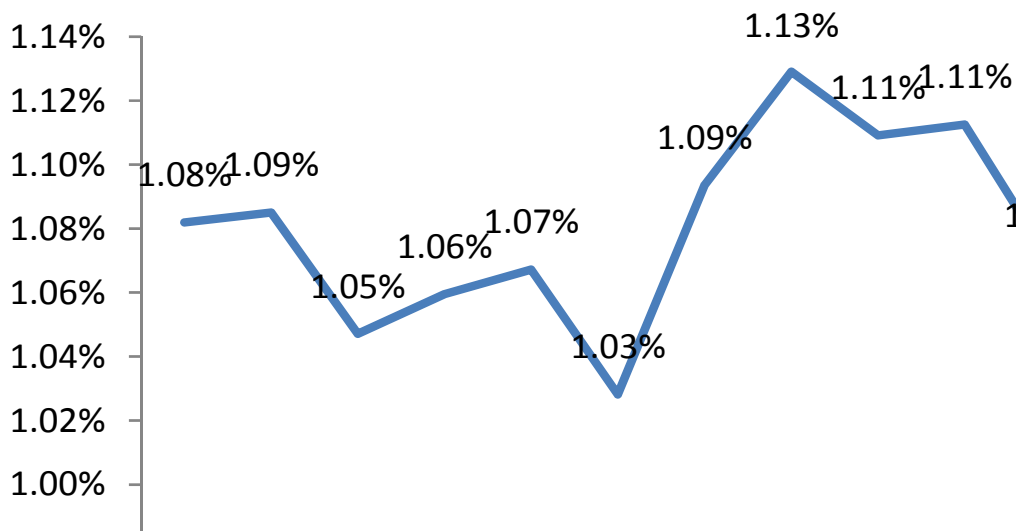
## 2、经纪业务有望受益“沪港通”的开通

目前公司在香港设有一家全资子公司——国元证券（香港）有限公司，经营范围包括证券交易和咨询；期货交易和咨询；资产管理；发放贷款；证券投资等。沪港通开通后，公司可凭借其香港子公司，为两地客户提供代理买卖证券业务，以及在此基础上衍生的其他投资咨询类服务。“沪港通”利好公司经纪业务发展。

## 3、佣金率基本稳定

在 C 型营业部和互联网低佣的影响下，行业经纪业务竞争愈加激烈。公司在此背景下维持了经纪业务市场份额的基本稳定（1.07%左右），但公司佣金率水平仍承受一定的压力，2013 年第四季度，公司平均佣金率水平降至 0.082%。根据营业部调研情况，我们预计公司一季度非两融交易的佣金率水平有可能进一步降至 0.075%，考虑到监管加码以及我们的市场调研情况，我们认为佣金率进一步大幅下滑的可能性较小。

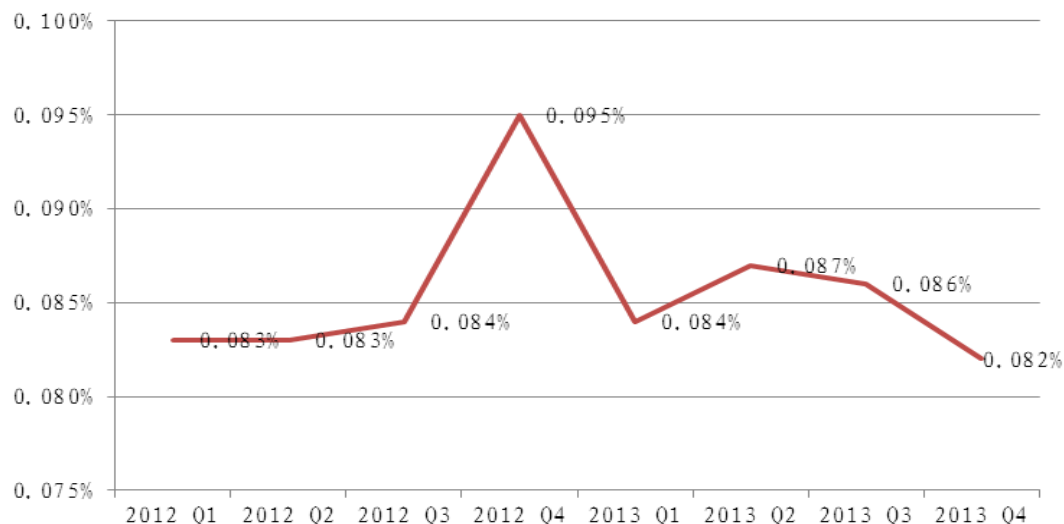
图 4：交易额市场份额基本维持在 1.07% 左右的水平



资料来源：深交所、上交所、宏源证券



图 5: 2013 年 4 季度公司佣金率处于下滑至 0.082%

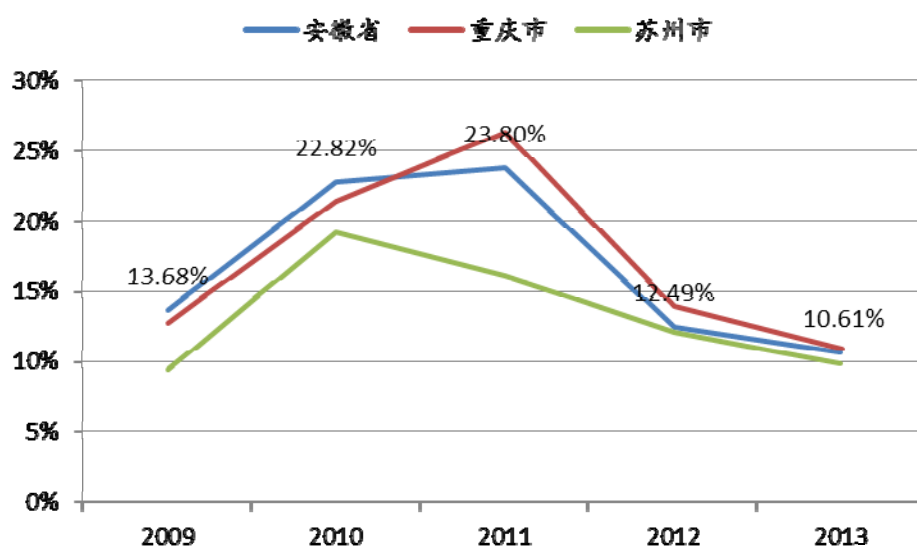


资料来源: 上交所、深交所, 宏源证券

### 三、受益安徽区域经济发展

安徽地区是中国重要的农产品、能源、原材料生产基地, 汽车、机械、家电、化工、电子等行业也在全国占有重要地位。全省 2013 年生产总值约为 1.9 万亿元, 同比增长 10.61%。安徽在全国经济总体布局中居于十分重要的位置: 首先, 安徽是“中部崛起”战略的核心区域; 另外, 公司是泛长三角地区的重要组成部分, 在中西部承接产业转移中具有重要的战略地位。公司作为安徽地区实力最强的证券公司, 将受益皖江地域经济发展带来的红利。

图 6: 安徽地区经济增速与重庆基本持平, 明显优于苏州的经济增速



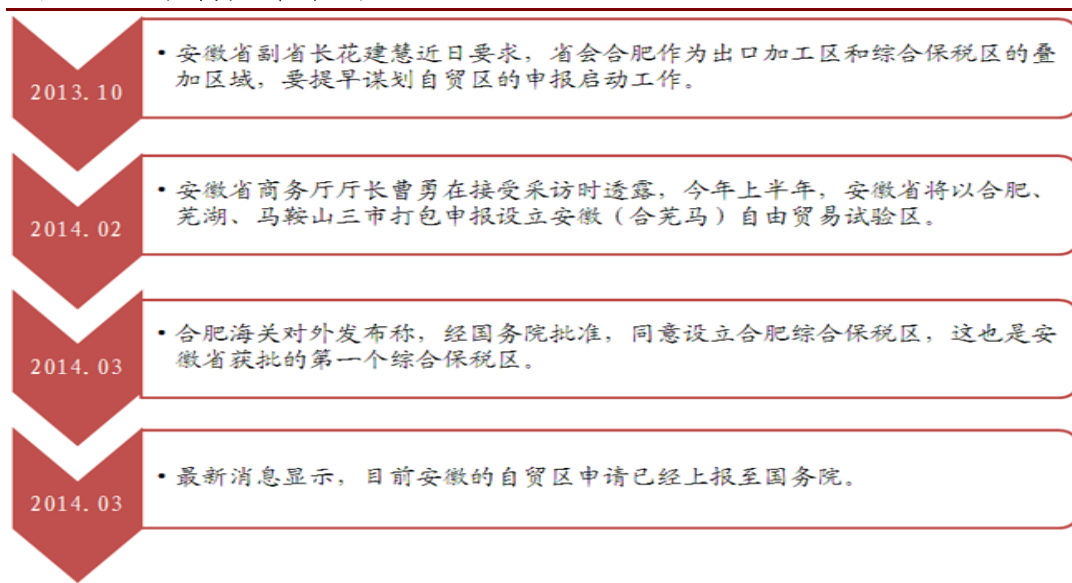
资料来源: wind, 宏源证券

## （一）设立分公司，提前布局“合芜马自贸区”

据凤凰财经报道，合肥、芜湖、马鞍山将联合申报“合芜马自贸区”，目前方案已经上报至国务院。公司正积极探索自贸区带来的业务机会，4月15日，公司董事会决议通过设立芜湖分公司，这或是公司对“合芜马自贸区”的提前布局。自贸区为公司带来诸多业务机会：公司可以通过发行股权、债券等方式为自贸区内的企业提供融资服务；在政策允许的情况下，公司可以对自贸区内企业开展股权投资业务；此外公司也可以再自贸区设立子公司或分公司，充分利用国家对自贸区的改革红利，积极拓展市场。

结合上海自贸区的建设前例，我们认为若自贸区成行，公司有望在跨境证券业务、跨境财富管理业务、跨境资产管理业务、跨境投行业务方面获得较大优势。

图 7：合肥市自贸区申请进展



资料来源：WIND 资讯，宏源证券

## （二）丰富的中小企业资源为公司的新三板和四板提供广阔空间

对于新三板和区域股权交易业务，安徽地区具有较大的发展空间。首先，安徽地区具有较为丰富的中小企业资源，据统计，安徽省目前有限责任公司有 26 万家，股份有限公司 1200 多家，中小微企业资源丰富；其次，地方政府对于区域股交市场给予大力的政策扶持，目前安徽 16 个地市对于区域股交市场挂牌的公司都给予了一定的补助，最高能达到 1 家 100 万，低的也能有 30-40 万，平均在 50 万左右。

对于新三板和四板等场外市场业务，公司高度重视，积极准备。目前公司参股安徽省区域股权交易中心（国元集团为区域股交中心的控股股东），以保证公司较好实现与股权交易中心产品及客户资源共享。国元在省内 40 多家营业网点均在推荐新三板和四板挂牌企业。国元证券专门成立了场外市场部，对接营业部推荐的企业，做好改制服务、并购重组、持续督导等方面的专业支持。

通过开展新三板和四板业务，将为公司带来巨大的收益，具体体现在以下五个方面：

- 1、可以收取项目财务顾问费、挂牌推荐费、持续督导费；

- 2、若挂牌过程发行新股，还可以收取承销佣金；
- 3、通过推行做市商制度，可以收取做市差价等；
- 4、为公司 IPO 业务和并购重组业务储备项目资源；
- 5、为公司直投业务带来投资机会。

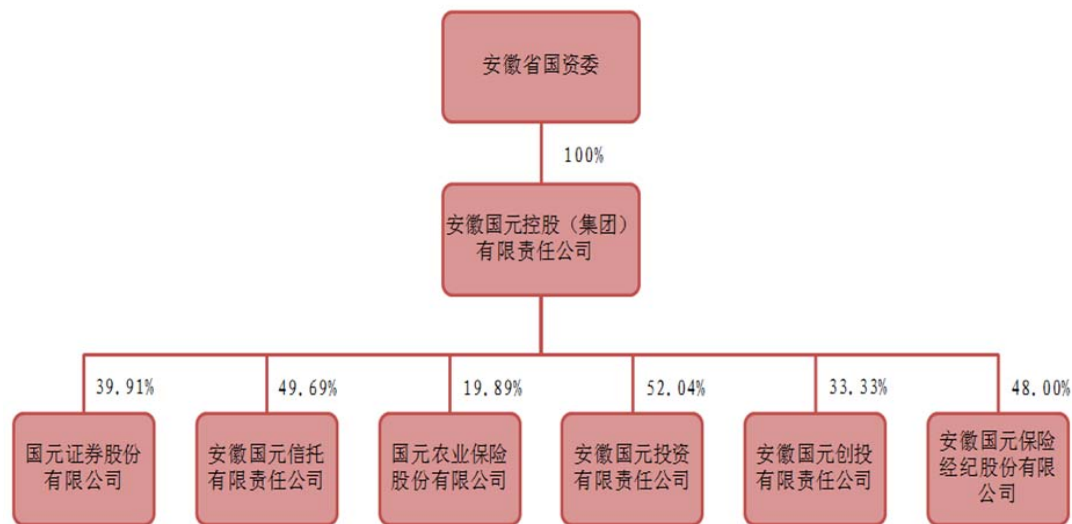
## 四、受益控股股东国元集团的资源优势

国元证券的控股股东为国元控股（集团）有限责任公司（以下简称国元集团）。国元集团是以金融业为主体的安徽省属国有独资大型投资类企业，是省政府授权的国有资产经营机构，国元集团主营业务范围包括金融（含证券、信托、保险、典当、小贷），投资与资产管理（含银行和高新技术产业），目前旗下控股 6 家直属子公司（包括国元证券）。国元证券作为国元集团唯一的上市平台，在集团中居于十分重要的战略地位，未来有望受益国元集团强大的资源优势、各兄弟公司之间的业务协作以及集团国企改革所带来的红利。

### （一）与集团旗下子公司业务协同推动公司发展

目前，公司旗下金融类子公司已经涵盖了证券、信托、保险等大部分金融业务，同时集团参股徽商银行，初步涉足银行板块，随着混业经营趋势的加剧，公司与集团内其他子公司之间的业务协同将加强公司综合金融服务能力，提升公司竞争力水平，利好公司的长期发展；同时，正如前文所言，国元集团为公司提供了大量的优质资源和投资项目，提高了公司的营收水平；最后，在政策逐渐放开，证券控股其他金融类子公司不受限制的前提下，公司极有可能成为集团金控平台，实现对集团旗下金融子公司的整合。

图 8：安徽国元控股（集团）有限责任公司控股情况



资料来源：国元控股，WIND 资讯，宏源证券

### （二）应有望受益集团国企改革

十八届三中全会明确提出发展混合所有制经济，推进国有企业改革。对于像证券公司这类竞争性国企的改革思路主要是两个层面：一是，通过鼓励上市、兼并重组等手段做大

做强；二是通过股权激励和市场化用人手段提高管理层的经营效率。

为响应中央精神，自今年3月份开始，安徽省国企改革逐渐加码。2013年3月13日，安徽省国资委召集海螺集团、国元集团、投资集团、江汽集团、叉车集团和国贸集团等6家省属企业召开省属企业发展混合所有制经济座谈会，会上提出“立足证券市场、通过资本运作深化一批，落实支持政策、通过员工持股转换一批”。目前，海螺水泥和江汽集团均在国有企业改革方面均有所布局。

**江汽集团国企改革：**目前已完成引入外部投资者（引入建银投资持有25%股权，成为其第二大股东）、优化内部股权结构等重大改革措施，并正在酝酿实施以重大资产重组的方式，集团已正式启动总体上市方案。

**海螺水泥国企改革：**目前，海螺水泥的大股东海螺集团持股36.2%，而安徽海螺创业投资有限公司占海螺集团股权的49%，加上海螺创投直接持有海螺水泥5.41%的股份，上市公司海螺水泥的实际控制者是由海螺集团员工组成的海螺创投。安徽国资委虽然持有海螺集团51%的股份，但并不参与海螺水泥的管理。

国元证券作为国元集团旗下唯一的上市平台，将是未来国元集团国企改革的重点。我们认为公司未来改革的方向可能有两个方面：一是通过横向并购实现外延式发展，做大规模，并以此弥补自身业务短板，做到优势互补；二是探索骨干员工和高管股权激励，增加核心员工的凝聚力，并督促高管层决策更加注重长期效益，而非短期收益。

## 五、盈利预测

2014年宏观经济处于结构调整当中，经济增速放缓，但已基本趋稳，政府温和刺激的可能性较大，因此假设2014年日均交易额维持2013年2046亿的水平，公司市场份额维持在全年1.09%的水平；结合前期调研，公司非两融股票交易佣金率下滑10%，但由于两融业务量扩张迅速，平滑了综合佣金率的下降，因此假设2014年公司综合佣金率下滑5%；2013年公司两融余额平均为28亿元，2014年3月末公司两融余额达43.8亿，较年初增长6.8%（月度环比平均3.2%），按此计算出2014年余下9个月的两融余额水平，得到2014年全年两融平均规模水平达56亿，同比增长1倍，利差水平4%，预计贡献收入2.2亿元左右，股票质押式回购业务及约定式回购业务的年平均规模为41亿，贡献利差收入1.6亿，因此信用交易业务带来的净利息收入大约为3.8亿左右，同比增幅达1倍，收入占比达14.8%；根据上文测算，直投业务贡献收入2.7亿左右，收入占比达10.5%。

我们预测2014年公司净利润将达到8.6亿元，同比可增长29%，对应EPS为0.44元。其主要盈利增长点是直投子公司的业绩释放以及信用交易业务的快速扩张。

## 六、估值与投资建议

公司估值水平明显偏低，存在较大的估值修复空间。同时，我们认为未来公司有以下7个主要看点：1、直投业务陆续释放业绩；2、前期融资成本低增厚信用交易业务收益，且两融业务规模的进一步扩大；3、受益自贸区 and 国企改革；4、营业部整合资源转型力度大；5、后续可能存在融资需求；6、公司拥有香港子公司，更受益于沪港通；7、公司不排除后续通过并购等手段实现外延扩张的可能。

我们预计公司2014的业绩应有29%以上的增幅，预计14年-15年EPS为0.44元和0.63元，对应PE为22倍和16倍，PB为1.2倍和1.1倍，上调公司至买入评级。

目前，上市券商中西南和长江与国元净资产规模相当，这两家公司平均的 PE 和 PB 水平为 23 倍和 1.6 倍，对应的国元股价分别为 10.12 和 13.47 元，以区间的中间值 11.79 元作为公司的目标价，公司目前股价距目标价仍有 27% 的上涨空间。

## 六、风险提示

经纪业务占比高，互金低佣冲击较大

自贸区、国企改革推进受阻

注意人事变动可能带来的影响

表 4: 利润表

利润表(百万 元)	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	2,242	1,775	1,531	1,985	2,563	2,730
手续费净收入	1,533	1,118	716	1,007	1,092	1,161
代理买卖证券	1,226	792	586	875	829	866
业务净收入						
证券承销业务	249	277	68	55	202	223
净收入						
资产管理业务	26	14	14	50	60	72
净收入						
利息净收入	330	531	464	410	604	719
投资收益及公	373	112	339	558	868	849
允价值变动						
其他业务收入	6	13	13	10	0	0
<b>营业支出</b>	-1,054	-1,078	-1,017	-1,151	-1,488	-1,579
营业税金及附	-101	-71	-56	-65	-103	-104
加						
业务及管理费	-930	-987	-958	-1,081	-1,384	-1,474
<b>营业利润</b>	1,188	697	514	834	1,076	1,151
营业外收支	9	7	-2	10	5	4
<b>利润总额</b>	1,197	704	512	844	1,080	1,155

所得税	-271	-141	-105	-180	-222	-237
<b>净利润</b>	926	563	407	664	859	918
归属母公司所	925	563	407	664	859	918
有者净利润						
少数股东损益	1	0	0	0	0	0
<b>经营指标</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
平均总资产收	3.41%	1.93%	1.24%	1.61%	2.04%	2.51%
益率						
平均净资产收	5.98%	3.68%	2.74%	4.36%	5.41%	5.52%
益率						
管理费用率	-41.46%	-55.60%	-62.57%	-54.46%	-54.00%	-54.00%
营业收入/总资	8.26%	6.08%	4.66%	4.82%	6.08%	7.46%
产						
<b>每股数据(元)</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
每股收益	0.47	0.29	0.21	0.34	0.44	0.63
每股净资产	8.05	7.53	7.61	7.90	8.27	8.67

表 5: 资产负债表

<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
货币资金	15,762	13,311	10,133	6,869	7,212	7,573

结算备付与保证金	1,472	1,141	1,273	1,689	1,782	1,881
交易性金融资产	1,219	718	353	876	920	966
买入返售金融资产	0	0	0	3,911	4,303	4,518
可供出售金融资产	3,613	3,617	5,316	8,613	9,475	9,948
其他资产	2,833	14,685	15,175	28,169	10,546	14,080
资产总计	24,901	33,472	32,250	50,128	34,237	38,966
短期借款	0	0	0	0	0	0
交易性金融负债	0	0	0	0	0	0
衍生金融负债	0	0	0	0	0	0
卖出回购金融资产款	0	0	69	2,098	2,203	2,313
代理买卖证券款	9,159	6,996	7,469	7,121	7,477	7,851
其他负债	762	802	403	5,595	8,311	11,775
负债合计	9,921	7,798	7,941	14,814	17,991	21,939
股本	1,964	1,964	1,964	1,964	1,964	1,964
归属母公司所有者权益	15,818	14,799	14,945	15,516	16,246	17,026
少数股东权益	152	0	0	0	0	0
所有者权益合计	15,970	14,799	14,945	15,516	16,246	17,026
<b>风险指标</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
净资本	14,805	13,627	13,797	14,131	14,798	15,508
扣除代买卖证券款负债率	4.84%	3.03%	1.91%	17.89%	39.29%	45.28%
自营规模/净资本	32.64%	31.82%	41.09%	67.15%	68.66%	70.38%
权益自营规模/净资本	19.20%	14.32%	2.62%	4.28%	5.84%	4.48%



估值	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
市盈率	19.7	32.5	44.9	27.5	21.3	14.8
市净率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1

**作者简介:**

**孙羽薇:** 宏源证券研究所金融行业组长, 工商管理金融专业硕士。曾服务于瑞银证券机构销售团队。

**机构销售团队**

机构销售团队					
公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	吴肖寅	021-65051169	13801874206	yuxiaoyin@hysec.com
		夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
机构	上海保险/私募	周迪	0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com
		程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com
		王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
机构	北京保险/私募	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@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。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。