

证券III

陈剑涛 证券行业分析师

0755-82026832

chenjiantao@cjis.cn

华泰证券

601688

暂无

温良仁厚，敦行致远！

投资要点：

- **公司综合实力位居证券行业前列。**截至2009年6月30日止，公司净资本行业排名第9，总资产行业排名第8。此外，截至2009年底止，公司经纪业务市场排名第2；承销业务主承销金额市场排名第5；集合资产管理业务市场排名第1。公司目前拥有183家证券营业网点，旗下控股华泰联合证券、长城伟业期货，紫金投资公司，华泰金融控股（香港），参股南方基金、友邦华泰基金，江苏银行，公司证券行业全方位业务体系已然构建完成，并开始向金融其他领域进行拓展。
- **主要竞争优势：**强劲的国资背景使公司资产扩张道路无比顺畅；传统业务已然具备一超多强的基本格局，创新业务具有潜力；进行国际化尝试，具有在空间上平抑公司的业绩波动的能力和潜力；向金融其他领域渗透，业绩波动将更趋平稳，对抗周期能力愈发强劲。
- **盈利预测：**在股票日均交易额2010-2012年分别为2300、2400和2500亿元的假设下，我们预计公司2010-2012年EPS全面摊薄后分别为0.86、0.90和0.96元。
- **估值：**公司估值中枢21.89元，估值区间20.79-22.98元，公司发行定价20元/股，估值上限折价率14.92%。
- PE估值：21.5-24.08元/股；PB估值（高登模型）：19.5元/股；
- DDM估值：22.19元/股；分部加总估值：21.06-25.09元/股；
- **投资建议：温良仁厚、敦行致远！**
- 公司本次发行定价系采用发行定价区间的下限定价，发行价20元，首开中国资本市场询价制度改革以来的先河，公司温良仁厚，敦行致远！
- 从此次公司发行定价的过程看，我们认为，公司充分彰显其愿意与市场所有在位者共谋多赢的良好心态，以及其对社会各方充分负责的商业道德形象，其行为为中国资本市场未来IPO发行单位树立了重要的标杆和典范，我们深表敬意；
- 建议投资者重点关注公司的未来发展及投资机会，我们认为，公司系负责任的未来券商上市公司龙头，其成长性因强大国资背景将具有制度性的保证，我们看好公司未来的成长与发展。

6-12个月目标价：

当前股价：

评级调整： 暂无

基本资料

上证综合指数

总股本(百万) 5600.00

流通股本(百万) 784.56

流通市值(亿)

EPS 0.86

每股净资产(元)

资产负债率

股价表现

(%)

华泰证券

上证综合指数

相关报告

公司研究-华泰证券 601688-强劲国资背景
铸造国内券商新旗舰！

主要财务指标

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	6356	9563	11486	11979
同比(%)	-52	50	20	4
归属母公司净利润(百万元)	1253	3795	4822	5029
同比(%)	-78	203	27	4
管理费用(%)	52.15%	39.26%	35.00%	35.00%
ROE(%)	13.81%	27.26%	14.18%	12.84%
每股收益(元)	0.28	0.68	0.86	0.90
每股净资产(元)	2.02	2.89	6.07	7.00
P/E	34.20	23.23	22.27	20.84
P/B	8.05	3.29	2.86	2.50

资料来源：中投证券研究所

目 录

一、公司综合实力位居证券行业前列	3
二、强大的资本运作能力铸就今日辉煌	4
三、公司经纪业务占比高，业绩弹性显著、ROE 水平位于证券行业前列。	5
四、公司主要竞争优势	6
1、强劲的国资背景使公司资产扩张道路无比顺畅。	7
2、传统业务已然具备一超多强格局，创新业务具潜力。	7
3、进行国际化尝试，具有在空间上平抑公司业绩波动的能力和潜力。	8
4、向金融其他领域渗透，业绩波动将更趋稳定，对抗周期能力愈发强劲。	8
五、行业前景	8
1、中国宏观经济持续快速发展为证券市场提供广阔发展空间。	8
2、 证券市场的制度变革为证券行业进一步快速发展创造了制度条件。	9
六、盈利预测：公司 2010-2012 年 EPS 全面摊薄后分别为 0.86, 0.90 和 0.96 元。	9
七、估值：公司估值中枢 21.89 元，估值区间 20.79-22.98 元，公司发行定价 20 元/股，估值上限折价率 14.92%。	10
1、PE 估值：21.5-24.08 元/股	10
2、PB 估值（高登模型）：19.5 元/股	10
3、DDM 估值：22.19 元/股	11
4、分部加总估值：21.06-25.09 元/股	12
5、公司估值中枢 21.89 元/股，估值区间 20.79-22.98 元，发行折价 2.98 元/股，折价率 14.92%	13
八、投资建议：温良仁厚、敦行致远！	14

表 目 录

表 1：华泰证券 2009 年中期资本实力市场排名	3
表 2：华泰证券业务链条分布	3
表 3：公司资本运作时间进程	4
表 4：上市券商 2007-2009Q3 ROE 分布	6
表 5： 江苏省国资委间接控股华泰股权情况	7
表 6：世界主要经济体 2008-2009 年证券化率分布	8
表 7：华泰证券 2010-2012 盈利预测表	9
表 8：华泰证券 PB 估值（高登模型）测算过程	11
表 9：华泰证券 DDM 估值测算过程	11
表 10：华泰证券 2010 年分部加总估值过程	12
表 11：华泰证券估值中枢及估值区间测算过程	13

图 目 录

图 1 华泰证券业务收入结构分布	5
图 2 上市券商业务收入结构分布	5

一、公司综合实力位居证券行业前列

公司成立于1991年，是目前国内成立时间较早、综合实力较强的综合型、创新类大型券商。经过10余年的发展，公司在证券行业的多个领域均取得不俗的成绩、公司的业务规模和主要营业指标名列行业前茅。

截至2009年6月30日止，在市场68家对外公布财报的券商中，公司净资本63.88亿元，行业排名第9，总资产387.64亿元，行业排名第8位。此外，截至2009年底止，公司经纪业务市场分额6.21%，行业排名第2；承销业务方面，主承销数量市场排名第3，主承销金额市场排名第5；资产管理业务方面，集合资产管理产品发行数量和发行规模排名第1。

公司目前拥有183家证券营业网点。公司旗下控股华泰联合证券、长城伟业期货，紫金投资公司，华泰金融控股（香港），参股南方基金、友邦华泰基金，江苏银行，公司证券行业全方位业务体系已然构建完成，并开始向金融的其他领域扩展。

表 1：华泰证券 2009 年中期资本实力市场排名

单位：亿元

公司名称	总资产(亿元)	排名	净资产(亿元)	排名	净资本(亿元)	排名
中信证券	1,453.26	1	566.71	1	358.43	2
海通证券	824.03	2	407.01	2	360.31	1
国泰君安	719.25	3	191.29	3	152.32	3
广发证券	642.39	4	135.58	4	88.49	7
招商证券	564.56	5	93.01	10	48.50	15
申银万国	523.20	6	117.08	7	92.27	5
国信证券	518.32	7	127.22	5	89.30	6
华泰证券	387.64	8	98.60	8	63.88	9
中信建投	387.54	9	57.94	15	48.84	14
光大证券	363.36	10	120.02	6	93.97	4
齐鲁证券	286.59	11	96.08	9	81.10	8
安信证券	258.97	12	46.30	21	37.47	20
中国建银	255.52	13	47.98	19	42.79	18
中金公司	227.39	14	46.81	20	54.29	11
东方证券	223.91	15	77.45	11	63.35	10
方正证券	190.13	17	68.72	12	52.92	12
长江证券	190.11	18	51.44	17	39.11	19
宏源证券	189.63	19	56.63	16	43.99	17
国都证券	151.69	21	58.74	14	49.96	13
长城证券	136.97	22	59.21	13	48.29	16

资料来源：WIND 中投证券研究所

表 2：华泰证券业务链条分布

业务分布	业务名称	备注
传统业务	经纪业务	行业排名第 2
	承销业务	主承销数量行业第 3, 主承销金额行业第 5;
	自营业务	稳健保守, 以债券资产为主;
资产管理业务	集合资产管理	集合资产管理产品发行数量市场排名第 1, 发行规模排名第 1;
	定向资产管理	初步开展, 尚未形成规模;
	专项资产管理	初步开展, 尚未形成规模;
基金管理业务	参股南方基金	参股 45%
	参股华泰基金	参股 49%
创新业务	直投业务	已获直投资格, 100%控股紫金投资公司
	融资融券	试点的各项准备, 组织、人员、制度、流程和营销等工作已准备就绪。
	QDII	已获 QDII 资格
	股指期货	60%控股长城伟业期货, 静待相关业务开展;
业务国际化	全资控股华泰金融控股 (香港)	在空间上平抑公司的业绩波动;

资料来源: 公司招股书, 中投证券研究所

二、强大的资本运作能力铸就今日辉煌

公司今日行业地位的取得主要得益于公司强大的资本运作能力。在 2001 年后证券市场长达 5 年的低迷时期, 公司抓住时机进行了一系列的低成本扩张。其中, 2003 年参股南方基金; 2004 年与 AIG GLOBAL INVESTMENTCORP., 合资组建友邦华泰; 2005 年托管、收购亚洲证券 48 家证券营业部和 12 家服务部; 2006 年控股联合证券, 同年成为江苏银行第二大股东 (目前为第三大股东); 2007 年收购信泰证券 80.12% 的股权, 2009 年通过定向发行股份等方式吸收合并了信泰证券、收购联合证券股权达至 97.4286%。通过上述收购, 公司实现了业务范围的拓展和业务区域的合理布局, 为公司集团化经营和后续健康发展奠定了基础。

表 3: 公司资本运作时间进程

时间	资本运作时间进程
2003 年	参股南方基金;
2004 年	与 AIG GLOBAL INVESTMENTCORP., 合资组建友邦华泰;
2005 年	托管、收购亚洲证券 48 家证券营业部和 12 家服务部;

2006 年	控股联合证券，同年成为江苏银行第二大股东（目前为第三大股东）；
2007 年	收购信泰证券 80.12% 的股权；
2009 年	通过定向发行股份等方式吸收合并信泰证券；收购联合证券股权达至 97.4286%。

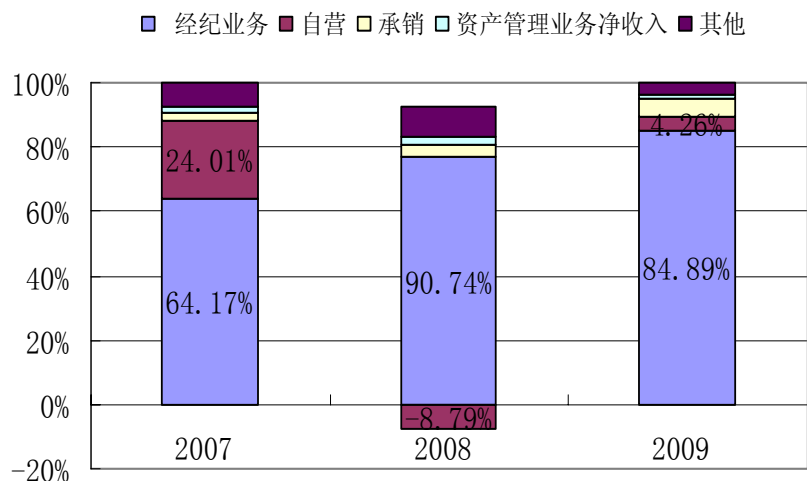
资料来源：公司招股书，中投证券研究所

三、公司经纪业务占比高，业绩弹性显著、

ROE 水平位于证券行业前列。

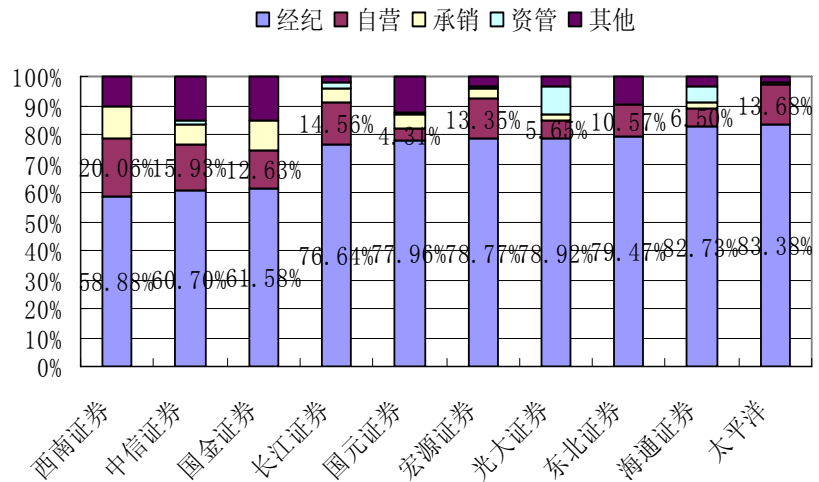
公司是资本实力位列市场前 10 的大型券商，自 2003 年以来通过不断的低成本资本扩张运作，至 2009 年底止，公司已拥有营业网点 183 家，经纪业务市场份额 6.21%，自 2008 年以来，连续两年名列市场的第二位。2009 年公司经纪业务收入占比高达 84.89%，在上市券商中排名第一，经纪业务弹性甚至超过中小券商，业绩弹性显著。经纪业务的高弹性将使得公司在牛市中充分享有高业绩弹性带来的利润快速增长，而在熊市时，又由于资本实力远超中小券商，对抗周期的能力又将更胜一筹。此外，截至 2009 年 3 季末止，公司 ROE 水平名列上市公司的第二名，仅次于市场上以高业绩弹性闻名的中小券商-东北证券，公司作为市场中的大型券商，不但业绩弹性十足，资金使用也极富效率。

图 1 华泰证券业务收入结构分布



资料来源：WIND, 公司招股书，中投证券研究所

图 2 上市券商业务收入结构分布



资料来源: WIND, 中投证券研究所

表 4: 上市券商 2007-2009Q3 ROE 分布

证券简称	2007	2008	2009Q3
海通证券	14.90%	8.61%	8.50%
光大证券	46.81%	12.97%	8.65%
中信证券	24.01%	13.23%	10.85%
西南证券	—	—	14.20%
宏源证券	33.98%	10.88%	14.88%
国元证券	45.12%	11.03%	14.89%
国金证券	23.10%	34.92%	15.17%
长江证券	40.04%	15.24%	17.00%
太平洋	30.08%	-46.76%	17.88%
华泰证券	61.15%	13.81%	22.04%
东北证券	52.09%	18.16%	23.03%
招商证券	66.83%	25.57%	—

资料来源: WIND, 中投证券研究所

四、公司主要竞争优势

1、强劲的国资背景使公司资产扩张道路无比顺畅。

公司的实际控制人是江苏省国资委，其通过下属全资控股子公司间接持有华泰证券上市前股权的 70.02%，是公司实际的控制人。我们认为，公司之所以能够由小到大，由弱变强，并且最终从地方走向全国，与其强劲的国资背景是分不开的。

江苏省国资委系代表江苏省政府对省管企业行使出资人职能，并对相关资产进行有效管理的特设机构，江苏作为国内经济大省，省内下辖的各类资源较多，我们认为，国资背景将可以使得公司在各类证券业务资格的获得，以及各类金融资产的扩张与并购方面面临诸多便利和优势。

表 5： 江苏省国资委间接控股华泰股权情况

	持股比例	全资控股	持有华泰上市前股权比例	
江苏省国资委	100%	江苏省国信资产管理集团有限公司	28.95%	
	100%	江苏交通控股有限公司	10.07%	
	100%	江苏汇鸿国际集团有限公司	9.30%	
	100%	江苏高科技投资集团有限公司	9.02%	
	100%	江苏省丝绸集团有限公司	10%	
	100%	江苏舜天国际集团有限公司	1.10%	
	100%	江苏省海外企业集团有限公司	0.45%	
			江苏开元	1.13%
			合计	70.02%

资料来源：公司招股书，中投证券研究所

2、传统业务已然具备一超多强格局，创新业务具潜力。

公司作为国内最早的创新类券商之一，经过十八年的发展和各种市场环境的历练，已经形成了以投行业务为龙头，以经纪业务为基础，以资产管理和创新业务为两翼的多元化、全方位的业务发展格局，公司经纪业务市场份额第 2、主承销业务金额第 5、资产管理规模第一，公司以经纪业务为核心基础的一超多强格局已然建立。

此外，目前公司已然获得直投、QDII 等多项创新业务资格，在 2010 年即将推出的股指期货和融资融券等创新领域，公司也将是相关业务有力的竞争者，公司创新业务潜力十足。

3、进行国际化尝试，具有在空间上平抑公司业绩波动的能力和潜力。

2006年11月，经中国证监会批准，公司投资5000万港元，在香港设立华泰金融控股（香港）有限公司，华泰金融控股（香港）有限公司的设立标志着公司向集团化、国际化发展迈出了新的一步。通过香港这一国际化金融中心，将使公司在国内和国外的资源配置更加优化，公司的各项管理和业务将直接与国际资本市场接轨，为国内和国外客户提供产品系列较全面的国际化金融服务能力得到大大加强。

此外，对公司更加重要的是，华泰金融控股（香港）有限公司的设立也意味着公司在未来将具有在空间上对抗周期波动的能力和潜力。

4、向金融其他领域渗透，业绩波动将更趋稳定，对抗周期能力愈发强劲。

2006年，公司以人民币6亿元认购江苏银行5亿股股权（占总股本的6.37%），成为国内首家参股银行的券商，公司参股江苏银行后，从长期战略布局上来说，对公司未来业务发展具有战略意义，向银行等金融其他领域渗透，将使得公司的业绩波动将更趋稳定，对抗周期能力也愈发强劲。

五、行业前景

1、中国宏观经济持续快速发展为证券市场提供广阔发展空间。

持续快速增长的宏观经济是我国证券市场高速发展的主要驱动因素。根据国家统计局公布的资料，1990年至2008年，我国名义GDP复合增长率高达16.7%，最近十年也保持了13.5%的较高水平，2009年上半年，名义GDP同比实现增长7.1%。2008年以来受国际宏观经济疲软以及金融风暴影响，我国GDP增长有所放缓，但中国经济长期快速发展的趋势没有改变。健康的宏观经济环境不仅带来企业盈利水平的提高，也将刺激融资需求的增长，并为证券市场的健康发展提供广阔空间。

表6：世界主要经济体2008-2009年证券化率分布

单位：十亿美元

项目	2009年6月末交易所 上市公司股票市值	2008年度GDP	证券化率
美国	12,453.80	14,264.60	87.30%
英国	2,197.60	2,672.60	82.20%
日本	3,431.80	4,908.40	69.90%
香港	1,825.50	215.40	847.70%
韩国	621.80	929.10	66.90%
新加坡	368.00	181.90	202.20%
台湾	494.20	392.10	126.00%
中国	2,949.20	4,416.00	66.80%

资料来源：中投证券研究所

2、 证券市场的制度变革为证券行业进一步快速发展创造了制度条件。

近年来，我国资本市场的基本制度建设取得了突破性进展，证券市场发展的外部环境已发生了根本性变化。在国民经济持续快速增长、市场制度变革不断深入以及企业和居民投融资需求日益强烈等多重因素的推动下，我国证券市场总体规模将迅速扩大，证券市场的融资方式、产品种类将更加丰富，投资者队伍将迅速壮大，所有这些将为证券行业造就更加多的业务机会。

六、盈利预测：公司 2010-2012 年 EPS 全面摊薄后分别为 0.86,0.90 和 0.96 元。

在股票日均交易额 2010-2012 年分别为 2300、2400 和 2500 亿元的假设下，我们预计公司 2010-2012 年 EPS 全面摊薄后分别为 0.86, 0.90 和 0.96 元。

表 7：华泰证券 2010-2012 盈利预测表

利润表 (单位: 百万元)	2009-12-31	2010-12-31E	2011-12-31E	2012-12-31E
一、营业收入	9,563.22	11,485.66	11,978.68	12,591.88
手续费及佣金净收入	8,122.86	10,093.70	10,521.77	11,099.66

代理买卖证券业务净收入	7,439.51	7,889.01	8,348.79	8,696.65
证券承销业务净收入	534.82	710.39	1,049.63	1,153.80
受托客户资产管理业务净收入	148.53	208.04	210.16	211.83
利息净收入	678.65	710.01	751.39	782.70
投资+公允	407.49	661.48	684.08	687.07
汇兑净收益	-0.27	-0.32	-0.39	-0.46
其他业务收入	19.80	20.79	21.83	22.92
二、营业支出	4,227.85	4,602.32	4,800.33	4,920.58
营业税金及附加	468.57	574.28	598.93	629.59
管理费用	3,754.85	4,019.98	4,192.54	4,281.24
资产减值损失	-2.89	0.00	0.00	0.00
三、营业利润	5,335.37	6,883.34	7,178.35	7,671.30
加：营业外收入	26.66	29.32	32.25	35.48
减：营业外支出	40.90	0.00	0.00	0.00
四、利润总额	5,321.12	6,912.66	7,210.60	7,706.78
减：所得税	1,234.46	1,728.17	1,802.65	1,926.70
五、净利润	4,086.66	5,184.50	5,407.95	5,780.09
归属于母公司所有者的净利润	3,795.29	4,821.58	5,029.39	5,375.48
六、每股收益：				
(一) 基本每股收益(元)	0.68	0.86	0.90	0.96

资料来源：公司招股书，中投证券研究所

七、估值：公司估值中枢 21.89 元，估值区间 20.79-22.98 元，公司发行定价 20 元/股，估值上限折价率 14.92%。

1、PE 估值：21.5-24.08 元/股

基于公司 10 年盈利预测，我们认为公司上市后的合理估值在 25-28 倍 PE 之间，对应目标价为 21.5-24.08 元。

2、PB 估值（高登模型）：19.5 元/股

我们运用高登模型，在贴现率 12.59%、2007-2009 ROA 实际均值 4.86%的前提下，测算出，公司 2010 年理论 ROE 17.38%，理论 PB 3.21 倍，对应 2010 年每股价值 19.5 元/股。

表 8：华泰证券 PB 估值（高登模型）测算过程

单位：百万元

项目	数值	备注
无风险利率	4.40%	10 年期国债利率
股票风险溢价	7.00%	
贝塔值	1.17	中信证券上市以来的长期贝塔
股权资本成本	12.59%	
ROA	4.86%	2007-2009 实际均值
股东权益/资产总额	27.97%	2010 年财务模型预测值
理论 ROE	17.38%	
股息分配率	40%	2010-2012 假设值
股息增长率	10.43%	2010-2012 理论值
理论 PB	3.21	
预计 2010 年净资产（百万元）	34003	2010 年财务模型预测值
预计 2010 年总市值（百万元）	109182	
预计 2010 年总股本（百万元）	5600	
每股价值（元）	19.50	

资料来源：中投证券研究所

3、DDM 估值：22.19 元/股

我们运用 DDM 三阶段模型，在贴现率 12.59%、三阶段股息率分别为 40%、60%、75%，以及股利增长率分别在 2010-2012：按实际预测结果；2013-2019：25%；以及 2020 及以后：5%的假设下，测算出，公司 2010 年 DDM 估值 22.19 元/股。

表 9：华泰证券 DDM 估值测算过程

单位：百万元

	阶段分布	利润增长	股息率	单位：百万元
第一阶段	2010-2012	按实际预测结果	40%	
第二阶段	2013-2019	25%	60%	
永续阶段	2020 及以后	5%	75%	
无风险收益率	4.40%	10 年期国债利率		
风险溢价	7%			
贝塔值	1.17	中信证券上市以来的长期贝塔		
贴现率	12.6%			
三阶段估值				
第一阶段	2010	2011	2012	

净利润	4822	5029	5375
股息	1929	2012	2150
贴现因子	1.00	0.89	0.79
贴现值	1929	1787	1696
第一阶段现值总计	5411		

第二阶段	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
净利润	6719	8399	10499	13124	16405	20506	25632
股息	4032	5040	6299	7874	9843	12303	15379
贴现因子	0.70	0.62	0.55	0.49	0.44	0.39	0.34
贴现值	2824	3135	3480	3863	4288	4760	5284
第二阶段现值总计	27632						

永续阶段	2020	2020之后
净利润	26914	371641
股息	20185	278731
贴现因子	0.31	0.24
贴现值	6159	85045
永续阶段现值总计	91203	

三阶段现值总计	124247
总股本	5600
每股估值(元)	22.19

资料来源：中投证券研究所

4、分部加总估值：21.06-25.09 元/股

在自营业务 PB 倍数 1.1-1.3；非自营业务（经纪、承销、资产管理）PE 倍数 18-22；创新业务（融资融券、股指期货）PE 倍数 25 的假设下，我们预计公司价值 21.06-25.09 元/股。

表 10：华泰证券 2010 年分部加总估值过程

单位：百万元

自营业务价值测算			
2010 年预测净资产	34002.58	34002.58	34002.58
PB 倍数	1.1	1.2	1.3
自营业务价值	37402.84	40803.10	44203.36
非自营业务价值测算（经纪、承销、资产管理）			

2010 年预测净利润	4,821.58	4,821.58	4,821.58
自营业务收益	496.11	496.11	496.11
非自营业务收益	3,939.74	3,939.74	3,939.74
PE 倍数	18	20	22
非自营业务价值	70915.35	78794.84	86674.32
创新业务价值测算（融资融券、股指期货）			
融资融券收益	241	241	241
PE 倍数	25	25	25
股指期货收益	145	145	145
PE 倍数	25	25	25
创新业务价值	9643.16	9643.16	9643.16
分部加总估值合计	117961.36	129241.10	140520.84
总股本	5600	5600	5600
分部加总每股价值	21.06	23.08	25.09

资料来源：中投证券研究所

5、公司估值中枢 21.89 元/股，估值区间 20.79-22.98 元，发行折价 2.98 元/股，折价率 14.92%。

在分别对公司进行 PE 估值、PB 估值、DDM 估值以及分部加总估值后，我们测度出公司估值中枢 21.89 元/股；在上下浮动 5%之后，公司估值区间为 20.79-22.98 元，此次公司发行定价 20 元，按我们此次估值上限看，公司此次发行折价 2.98 元/股，折价率 14.92%。

表 11：华泰证券估值中枢及估值区间测算过程

单位：百万元

	估值下限	估值上限	中值
PE 估值	21.5	24.08	22.79
PB 估值			19.50
DDM 估值			22.19
分部加总估值	21.06	25.09	23.08
估值中枢	21.89	21.89	21.89
浮动区间	-5%	5%	
估值区间	20.79	22.98	
发行定价（元）	20		
估值上限折价（元）	2.98		
估值上限折价率	14.92%		

资料来源：中投证券研究所

八、投资建议：温良仁厚、敦行致远！

公司本次发行定价采用发行定价区间的下限定价，发行价 20 元，首开中国资本市场询价制度改革以来的先河，公司温良仁厚，敦行致远，其愿意与市场所有在位者共谋多赢的心态，以及对社会负责的商业道德形象一览无遗，同时，其行为也为中国资本市场未来其它 IPO 发行单位树立了重要表率，我们深表敬意，建议投资者重点关注公司的未来发展及投资机会，我们认为，公司系负责任的未来券商上市公司龙头，其成长性因强大国资背景将具有制度性的保证，我们看好公司未来的成长与发展。

附：财务预测表

资产负债表

至 12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币及结算金	43941	85158	101281	110637	122273
拆出资金	0	0	0	0	0
应收利息	6	17	18	17	16
持有至到期	5	5	5	5	5
交易金融资产	3075	3012	6160	9242	10426
可供出售资产	290	1259	5036	6569	6762
其他金融资产	0	0	0	0	0
存出保证金	746	2075	2283	2511	2762
长期股权投资	1485	1692	4929	5691	6545
投资性房地产	36	97	116	139	167
固定资产	1107	1065	1278	1533	1840
其他	1212	1223	1308	1365	1463
资产总计	51903	95603	122415	137710	152260
短借及拆入	0	18	0	0	0
金融负债	310	2143	1929	1736	1563
代理证券款	37051	74555	84638	93049	102298
应付款	729	1078	1099	1127	1161
长借及应付债	2000	2000	2000	2000	2000
其他	1895	4873	1485	1405	1330
负债合计	41984	84668	91151	99316	108352
少数股东权益	866	213	343	396	452
股本	4500	4815	5600	5600	5600
资本公积金	1922	2661	17777	17927	18100
一般风险准备	452	736	1254	1795	2373
留存收益	2197	5708	9372	13860	18658
股东权益合计	9937	14134	34346	39578	45183
负债和股东权益	51921	98802	125497	138895	153535

经纪业务预测

至 12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
市场交易额					
股票	526830	1065221	1113200	1161600	1210000
基金	11127	19545	20674	21573	22471
债券	48253	70362	77394	80759	84124
回购	0	0	0	0	0
权证	138895	107280	113970	118926	123881
公司份额					
股票	6.09%	5.66%	5.70%	5.80%	5.80%
基金	8.58%	11.46%	12.00%	12.00%	12.00%
债券	2.46%	1.45%	1.50%	1.50%	1.50%
回购	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
权证	12.46%	10.73%	11.00%	11.00%	11.00%
公司经纪交易额					
股票	32085	60243	63452	67373	70180
基金	955	2241	2481	2589	2697
债券	1185	1018	1161	1211	1262
回购	0	0	0	0	0
权证	17307	11516	12537	13082	13627

利润表

至 12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	6356	9563	11486	11979	12592
手续费及佣金	5498	8123	10094	10522	11100
代理证券	5059	7440	7889	8349	8697
证券承销	253	535	710	1050	1154
受托管理	185	149	208	210	212
利息净收入	708	679	710	751	783
投资收益	625	619	306	318	321
公允价值变动	(769)	123	355	367	367
汇兑收益	(17)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他收入	312	20	21	22	23
营业支出	4656	4228	4602	4800	4921
营业税及附加	325	469	574	599	630
业务管理费	3315	3755	4020	4193	4281
资产减值	919	(3)	0	0	0
其他成本	96	7	8	9	10
营业利润	1700	5335	6883	7178	7671
营业外收入	30	27	29	32	35
营业外支出	43	41	0	0	0
利润总额	1687	5321	6913	7211	7707
所得税	274	1234	1728	1803	1927
少数股东权益	159	291	363	379	405
净利润	1412	4087	5184	5408	5780
EPS (元)	0.28	0.68	0.86	0.90	0.96

主要财务比率

至 12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	-52.43%	50.46%	20.10%	4.29%	5.12%
营业利润	-80.00%	213.84%	29.01%	4.29%	6.87%
净利润	-77.73%	202.87%	27.04%	4.31%	6.88%
净资产	-2.15%	42.24%	143.00%	15.23%	14.16%
获利能力					
营业税率	5.12%	4.90%	5.00%	5.00%	5.00%
管理费用率	52.15%	39.26%	35.00%	35.00%	34.00%
所得税率	16.26%	23.20%	25.00%	25.00%	25.00%
ROE	13.81%	27.26%	14.18%	12.84%	12.02%
偿债能力					
资产负债率	80.86%	85.69%	72.63%	71.50%	70.57%
产权比率	4.23	5.99	2.65	2.51	2.40
每股指标 (元)					
每股收益	0.28	0.68	0.86	0.90	0.96
每股净资产	2.02	2.89	6.07	7.00	7.99
每股营业收入	1.41	1.99	2.05	2.14	2.25
每股资本公积	0.43	0.55	3.17	3.20	3.23
每股留存盈余	0.42	1.05	1.67	2.48	3.33
估值比率					
PE (倍)	89.38	34.20	23.23	22.27	20.84
PB (倍)	12.35	8.05	3.29	2.86	2.50

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

陈剑涛, 中投证券研究所证券行业分析师, 产业经济学博士、工商管理硕士, 高级经济师, 2 年证券行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 中信证券、国金证券、国元证券、长江证券、宏源证券、东北证券、西南证券、海通证券、太平洋。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站:

<http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434