

田辉

非银行金融行业研究员

021-3856 5945

tianhui@xyzq.com.cn

光大证券 (601788)**资本增加 发展提速****推荐****市场数据**

报告日期 2009-8-7

A 股收盘价 (元)

A-H 溢价率 (%)

上证综指

总股本 (亿股)

A 股 总股本/流通股

H 股 总股本

A+H 总市值 (亿元)

A 股流通市值 (亿元)

股价走势**相关报告****主要财务指标**

会计年度	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入 (亿元)	36.91	61.13	74.61	81.31
同比增长率 (%)	-37.80%	65.61%	22.06%	8.98%
营业利润 (亿元)	16.66	39.96	50.96	53.64
同比增长率 (%)	-52.55%	139.82%	27.52%	5.25%
净利润 (亿元)	14.55	30.22	38.53	40.56
同比增长率 (%)	-39.49%	107.71%	27.50%	5.28%
营业利润率 (%)	45.15%	65.38%	68.30%	65.97%
净利润率 (%)	39.42%	49.44%	51.64%	49.89%
每股收益 (元)	0.472	0.860	1.098	1.152
每股净资产 (元)	3.640	6.678	7.329	8.093
净资产收益率 (%)	12.97%	12.87%	14.98%	14.24%
净资本/净资产 (%)	76.82%	66.91%	69.28%	72.07%

投资要点

- 公司是 AA 级券商，上市后净资本将位于行业第 3 位。公司股权集中度较高，第一大股东持股 68.9%，在上市券商中居于首位。前十大股东共持股 84.59%，在上市券商中位于第 2 位。
- 公司受益于证券行业的发展，融资结构改变将进一步支持行业长期发展，创新业务将形成利润增长点。
- 公司主业多元化已经开始，金融控股集团背景将为公司买方业务的发展打下良好的渠道基础。公司在基金、资产管理、PE 等业务方面确立了一定的竞争优势，公司资产管理业务规模排名行业第 2 位。2008 年，公司资产管理业务手续费占收入比重已升至 16.56%。
- 公司未来一年内营业部数量会出现较大增长，我们预计增速为 23% 左右，渠道优势得到保持。为减弱盈利的波动性，公司仍将保持谨慎的投资结构。
- 风险：市场波动会造成市场成交量、权益投资收益等方面的偏差；集合产品分红与预期可能有所偏差；公司业务扩张带来费用增长不确定。
- 根据中信证券和海通证券近 3 年平均 31.02 倍 PE 和 4.84 倍 PB，公司合理估值区间为 26.68-32.32 元。

目 录

公司简介	- 4 -
主业具备规模和多元化优势	- 4 -
股权结构：集中度较高	- 5 -
证券行业：业务转型促发展	- 6 -
融资结构改变支持行业长期发展	- 6 -
行业开始分化 传统业务竞争加剧	- 7 -
创新业务是业务增长的关键	- 8 -
公司主业：多元化经营已经开始	- 10 -
渠道优势利于买方业务发展	- 10 -
创新业务领先优势持续	- 11 -
经纪业务：继续拓展渠道优势	- 13 -
自营业务：曾经业绩突出 风格转向保守	- 14 -
投行业务：优势在于中小企业	- 15 -
卖方业务：弱于行业增长	- 16 -
盈利预测	- 16 -
风险	- 17 -
估值与投资建议	- 17 -

图 1、公司业务结构	- 4 -
图 2、公司收入结构中资产管理业务占比变动	- 5 -
图 3、公司股本变动	- 5 -
图 4、上市券商前十大股东持股比例比较	- 6 -
图 5、我国融资结构	- 7 -
图 6、各国证券化率变动	- 7 -
图 7、各国证券化率比较	- 7 -
图 8、2008 年证券公司经纪业务和投行业务收入集中度	- 8 -
图 9、证券公司经纪业务手续费率变动	- 8 -
图 10、2008 年我国证券公司收入结构(汇总)	- 9 -
图 11、Morgan Stanley 收入结构	- 9 -
图 12、Goldman Sachs 收入结构	- 9 -
图 13、美国股票股指期货交易额/证券市场市值	- 10 -
图 14、日本股票股指期货交易额/证券市场市值	- 10 -
图 15、融资融券交易占股票交易比重	- 10 -
图 16、光大集团下属金融企业	- 11 -
图 17、公司收入结构变动	- 12 -
图 18、公司各业务收入增长率	- 12 -
图 19、券商资产管理业务规模比较	- 12 -
图 20、公司资产管理业务规模变动	- 12 -
图 21、公司资产管理收入占比预测	- 13 -
图 22、公司营业部数量变动	- 13 -
图 23、公司经纪业务市场占有率	- 14 -
图 24、公司各类投资资产平均规模变动	- 14 -
图 25、公司各类投资资产收益率变动	- 14 -
图 26、公司金融资产配置	- 15 -
图 27、公司各类投资资产收益率变动	- 15 -

图 28、公司基金交易佣金及市场占有率变动.....	- 15 -
图 29、公司基金交易佣金及市场占有率变动.....	- 16 -
表 1: 证券公司净资本排名（2008 年）	- 4 -
表 2: 证券公司营业收入排名	- 5 -
表 3: 公司股权结构	- 6 -
表 4: 公司创新类业务情况	- 11 -
表 5: 公司集合理财产品规模与收益率	- 12 -
表 6: 公司投行业务规模（累计）	- 16 -
表 7: 盈利预测表（单位：亿元）	- 17 -
表 8: 券商近三年估值水平	- 17 -
表 9: 上市券商估值比较	- 18 -
附表	- 19 -

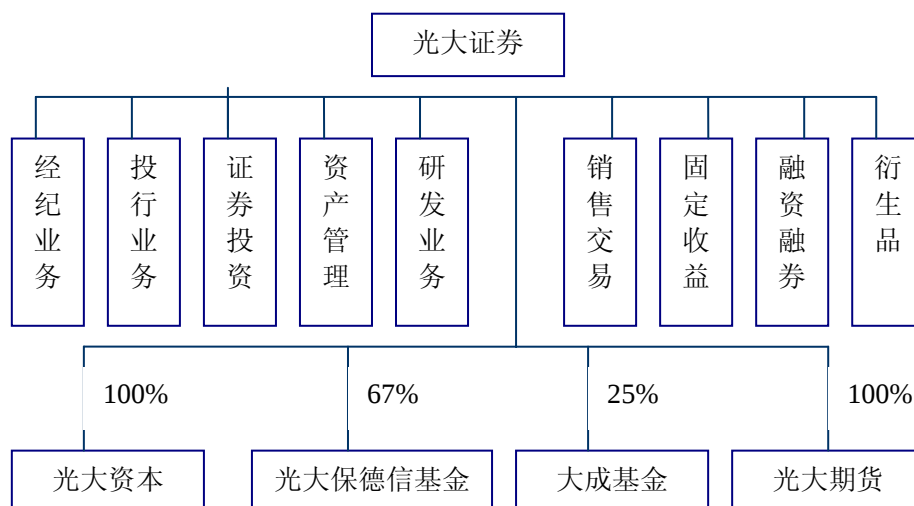
公司简介

主业具备规模和多元化优势

公司于 1996 年成立,是首批 8 家创新类券商之一,2008 年 7 月获评 A 类 AA 级券商。目前共有 79 家营业部和 15 家服务部。2008 年末,净资本排名为第 5 位;上市后,其净资本有望升至行业第 3 位。按照合并报表口径计算,公司 2008 年营业收入排名第 11 位,手续费净收入排名第 10 位。

同时,公司除坚持传统的渠道业务优势外,在基金、资产管理、PE 等业务方面确立了一定的竞争优势,2009 年 7 月末,公司资产管理业务规模排名行业第 2 位。公司对非渠道业务的发展使其收入结构稳定性提高。2008 年,公司资产管理业务手续费占收入比重已升至 16.56%。

图 1、公司业务结构



数据来源：公司公告

表 1：证券公司净资本排名（2008 年）

证券公司	净资本
中信证券	387.79
海通证券	341.45
国泰君安	132.47
申银万国	89.47
光大证券	82.23
齐鲁证券	80.22
广发证券	79.58
国信证券	73.1
中金公司	54.46
华泰证券	53.9

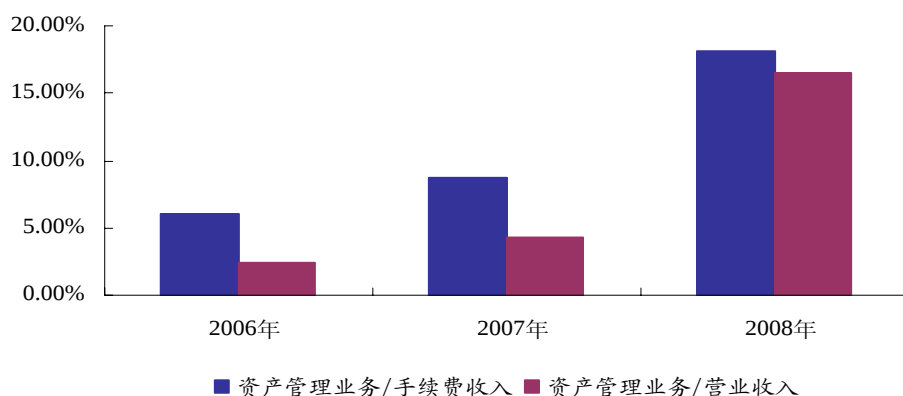
资料来源：公司公告

表 2：证券公司营业收入排名

证券公司	营业收入 (亿元)	手续费收入 (亿元)	净利润 (亿元)	手续费收入 行业占比
中信证券	177.08	127.98	73.05	11.17%
国泰君安	124.31	54.05	62.02	4.72%
广发证券	72.06	54.62	31.52	4.76%
海通证券	70.07	49.08	33.02	4.28%
华泰证券	63.56	54.98	12.53	4.80%
银河证券	61.25	57.16	20.41	4.99%
国信证券	55.25	48.83	19.85	4.26%
招商证券	49.17	41.03	20.21	3.58%
申银万国	47.85	42.97	22.36	3.75%
方正证券	40.73	19.23	22.86	1.68%
光大证券	36.91	33.64	13.68	2.93%

资料来源：公司公告

图 2、公司收入结构中资产管理业务占比变动

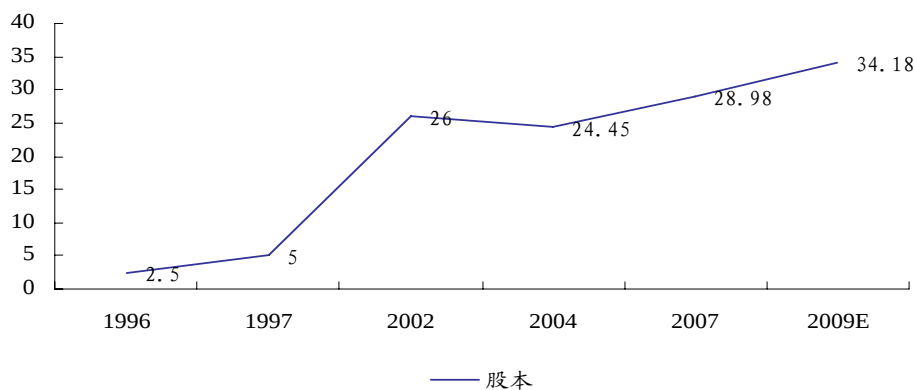


数据来源：公司公告

股权结构：集中度较高

公司股本快速扩张。公司自成立以来，随着业务的发展，股本快速扩张至 28.98 亿股。此次增发后，公司总股本将扩至 34.18 亿股，增长 17.94%。

图 3、公司股本变动



数据来源：公司公告

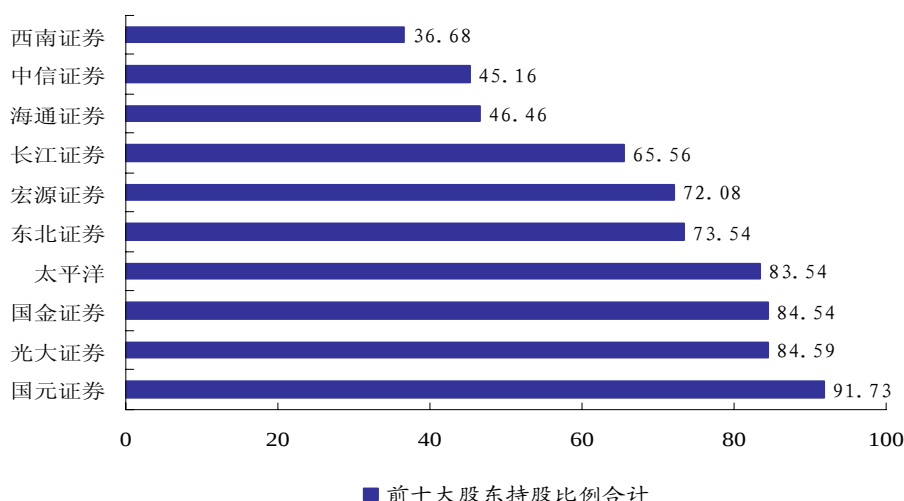
公司股权集中度较高。光大集团为公司的实际控制人，直接和间接持股共 23.25 亿股，占增发后股本的 68.9%，在上市券商中居于首位。同时，公司前十大股东共持股 84.59%，在上市券商中位于第 2 位，仅次于国元证券 91.73% 的比例。

表 3：公司股权结构

股东名称	股数（万股）	比例（%）
中国光大（集团）总公司	118,575	35.14%
中国光大控股有限公司	113,925	33.77%
嘉峪关宏丰实业有限责任公司	12,800	3.79%
厦门新世基集团有限公司	11,300	3.35%
东莞市联景实业投资有限公司	8,000	2.37%
大众交通（集团）股份有限公司	6,000	1.78%
南昌洪城大厦股份有限公司	5,500	1.63%
亿阳集团股份有限公司	4,000	1.19%
上海良能建筑工程有限公司	3,300	0.98%
华夏董氏兄弟商贸（集团）有限责任公司	2,000	0.59%
流通股	52000	15.41%

资料来源：公司公告

图 4、上市券商前十大股东持股比例比较



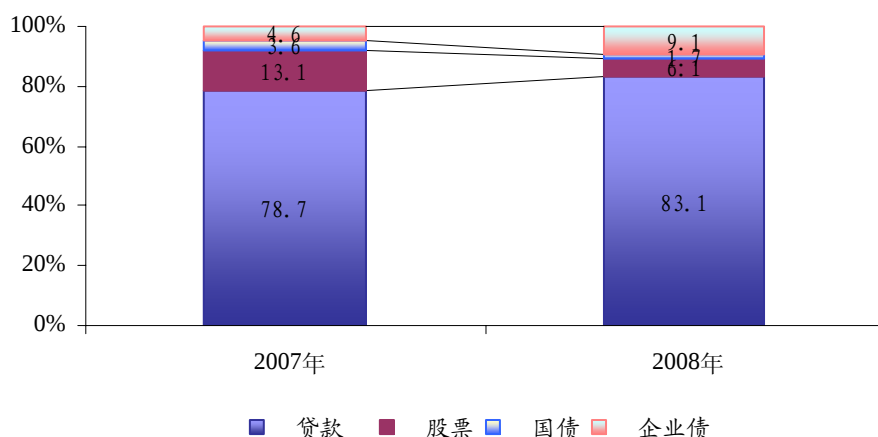
数据来源：公司公告

证券行业：业务转型促发展

融资结构改变支持行业长期发展

我国直接融资占比仍然偏低，不但影响我国金融体系的稳定性，也会影响社会资金的使用效率。2008 年，我国股票和企业债融资合计占比为 15.2%，而发达国家基本在 50% 以下。

图 5、我国融资结构



数据来源：中国人民银行

目前我国证券化率仍然偏低。2008 年我国证券化率比美国、英国和日本平均低 21.42 个百分点，2009 年预计低 9.02 个百分点。此外，从长期看，我国经济增速仍有望高于欧美发达国家，进一步支持了证券行业的长期发展。

图 6、各国证券化率变动

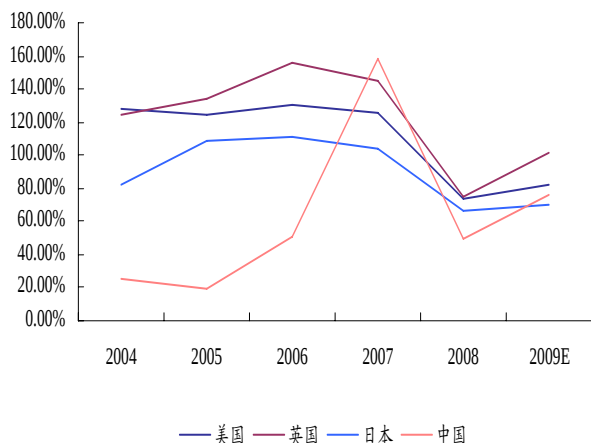
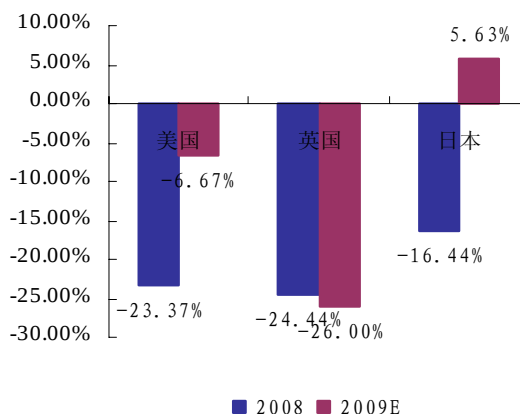


图 7、各国证券化率比较



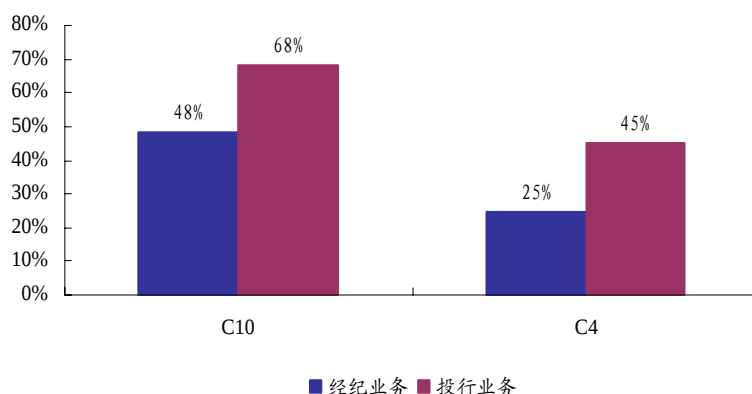
注：2009 年证券化率根据 2009 年 7 月 31 日市值与 2009 年 GDP 预测值计算。

数据来源：bloomberg

行业开始分化 传统业务竞争加剧

目前传统的通道业务同质化竞争特征明显。经纪业务同质化竞争更为严重，基本属于完全竞争市场；投行业务的专业化程度不断提升，且资源优势差别较大，呈现垄断竞争特征。

图 8、2008 年证券公司经纪业务和投行业务收入集中度



数据来源：公司公告

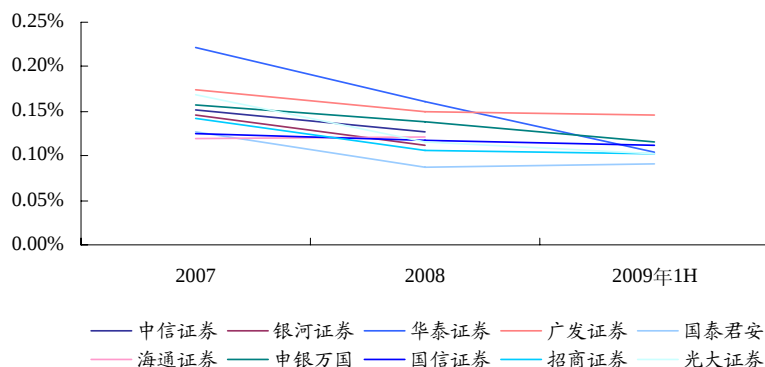
在证监会颁布《关于进一步规范证券营业网点的规定》后，新设营业部开闸，市场竞争更为激烈，低附加值、高毛利的状态无法维持。其中，在证监会关于全国范围内设立营业部的规定中，要求：

- 上一年度公司代理买卖证券业务净收入位于行业前 20 名，且证券营业部平均代理买卖证券业务净收入不低于行业平均水平。
- 或者证券营业部平均代理买卖证券业务净收入位于行业前 3 名。
- 最近一次证券公司分类评价类别在 B 类以上（含 B 类）。

对市场份额的争夺加大了券商佣金下滑的速度，但同时也加快了券商业务转型的速度。

我们认为传统通道业务的同质化竞争及低附加值是高毛利率难以维系的根本原因，新营业部开设政策是催化剂。长期看，增强高附加值服务、加快业务转型是提高证券行业盈利水平的重要手段。

图 9、证券公司经纪业务手续费率变动



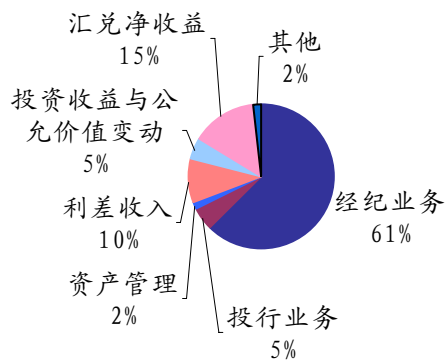
数据来源：公司公告

创新业务是业务增长的关键

我国证券行业收入较为单一，波动较大。2008 年，经纪业务占券商收入比重达为

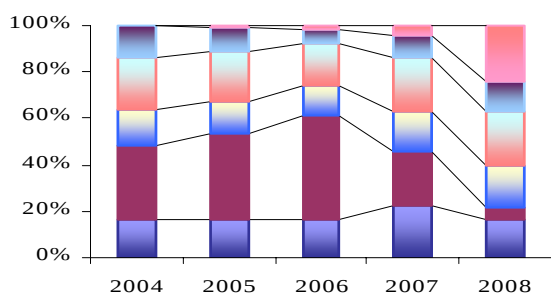
61%，而国外投行佣金收入不足 2 成，如 Morgan Stanley 2008 年佣金收入占比为 18%。从 Morgan Stanley 和 Goldman Sachs 的收入结构看，资产管理业务等低风险买方业务成为券商保持稳定成长的重要业务增长点。

图 10、2008 年我国证券公司收入结构(汇总)



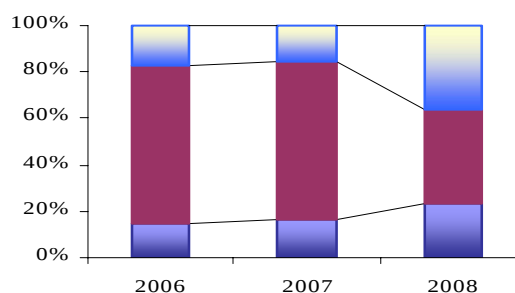
数据来源：公司公告

图 11、Morgan Stanley 收入结构



■ 投行 ■ 投资 ■ 佣金 ■ 资产管理 ■ 利差 ■ 其他

图 12、Goldman Sachs 收入结构



■ 投行 ■ 投资 ■ 资产管理和其他证券服务

数据来源：公司公告

同时，我国金融产品单一，金融市场也较为单一。目前创业板已经在呼之欲出，融资融券、股指期货仍在准备，资产证券化业务也未得到发展。金融创新的风控漏洞虽然是引发金融危机的原因之一，但是也发挥了回避风险、提高金融产品流动性、完善退出机制等作用。因此，我国金融市场和金融产品的多元化仍存在较大空间。

图 13、美国股票股指期货交易额/证券市场市值

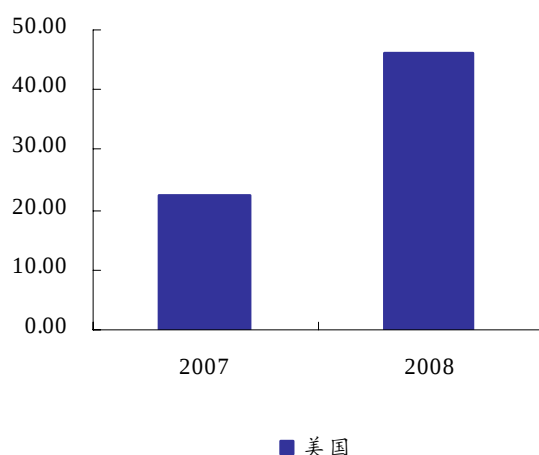
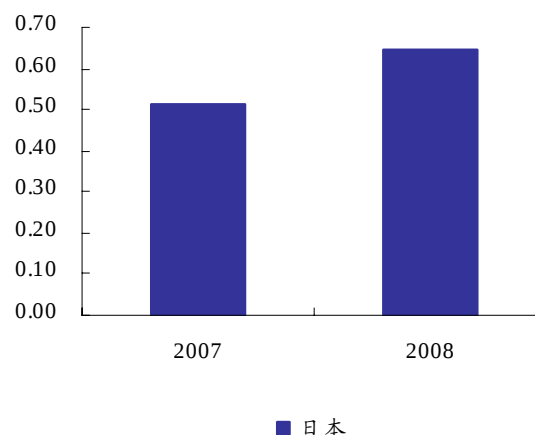
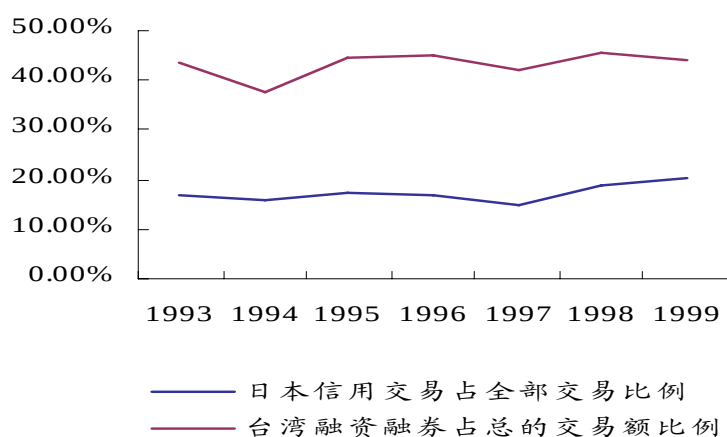


图 14、日本股票股指期货交易额/证券市场市值



数据来源：公司公告

图 15、融资融券交易占股票交易比重



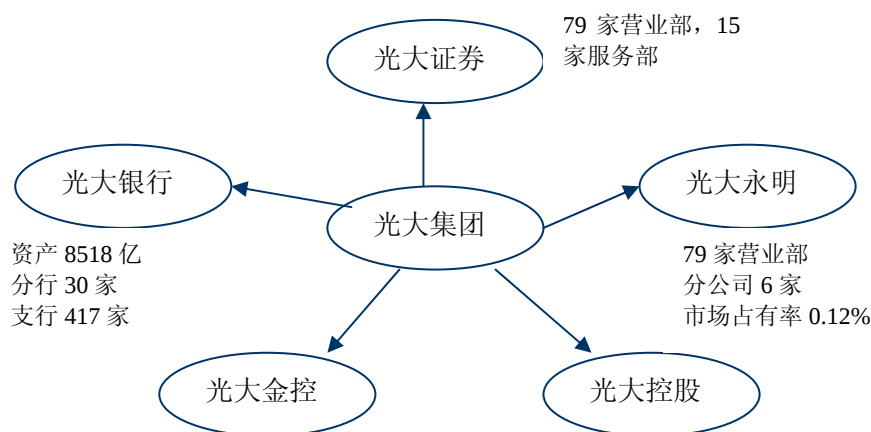
数据来源：公司公告

公司主业：多元化经营已经开始

渠道优势利于买方业务发展

公司依托光大金融控股集团，渠道优势明显。光大集团下控银行、证券、保险、资产管理等多个金融企业，共有网点 517 家，较好的渠道基础有利于公司买方业务的发展。例如，公司的光大二号 2 期产品于 09 年 7 月成立，规模为 68 亿，其中银行渠道贡献达到一半左右。

图 16、光大集团下属金融企业



数据来源：公司公告

创新业务领先优势持续

创新业务带动收入多元化

作为首批创新类券商，公司收入结构多元化已经开始。

表 4：公司创新类业务情况

创新业务	发展历程
权证	✓ 2005 年11 月，本公司获准第一批创设权证； ✓ 2006 年本公司权证创设总量业内排名第一； ✓ 2007 年本公司权证创设总量业内排名第四； ✓ 2008 年度共创设1只认沽权证，创设总量达0.68 亿份，市场份额排名第三。 ✓ 目前由于政策所限，无产品发行。
资产管理	✓ 目前共发行5只产品，规模共计128亿； ✓ 持有光大保德信基金67%的股权； ✓ 持有大成基金25%的股权。
PE	投资2亿成立PE投资公司
QDII	业务储备
股指期货	业务储备
融资融券	业务储备
资产证券化	业务储备

资料来源：兴业证券研发中心

从 2006 年开始，创新业务已经开始成为公司重要的新利润增长点。虽然 2006 年和 2007 年公司的收入基本表现为通道业务和自营业务双趋动，但是权证创设业务投资收益迅速增加，分别占 2006 年、2007 年营业收入的 5.52%和 13.38%。

2008 年后，随着资产管理业务规模的不断扩大，买方业务收入占比回升。资产管理业务收入占营业收入比重为 16.56%。此外，权证创设业务贡献 3.61%。

图 17、公司收入结构变动

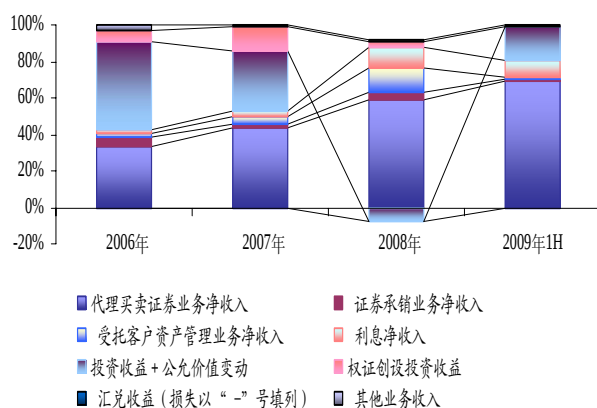
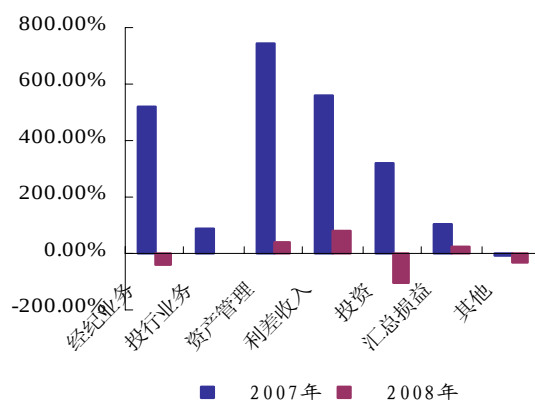


图 18、公司各业务收入增长率



数据来源：公司公告

资管业务：已具先发优势

公司的资产管理业务规模和收益率均较为领先，其中规模位居行业第2位。同时，资产管理业务的业绩稳定器的作用也日益显现。

图 19、券商资产管理业务规模比较

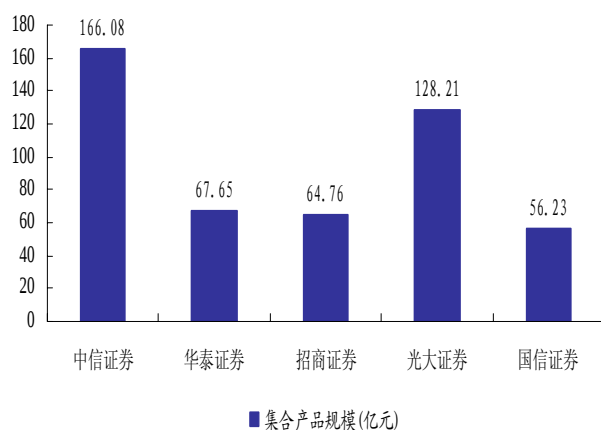
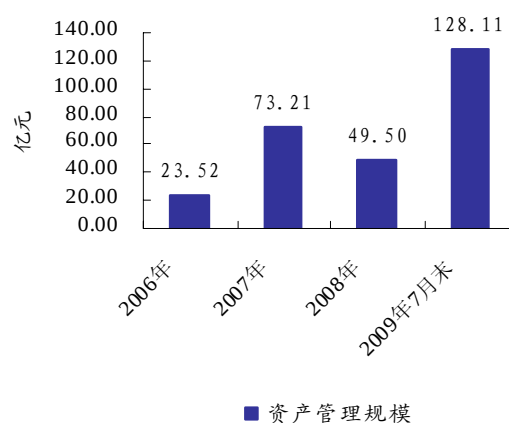


图 20、公司资产管理业务规模变动



数据来源：公司公告

表 5：公司集合理财产品规模与收益率

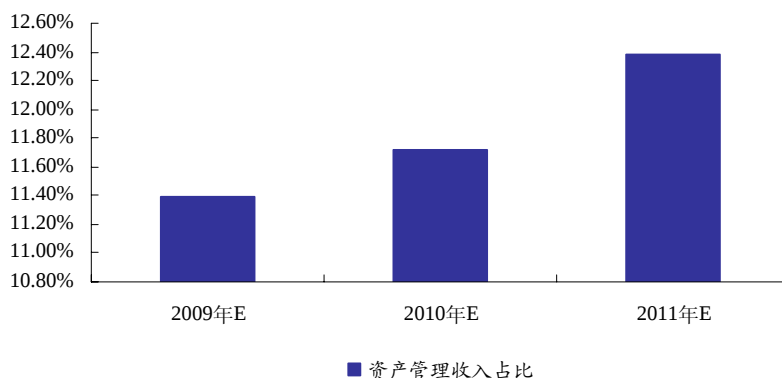
集合产品	规模 (亿元)	累计净值增长率率 (自成立起)	累计净值增长率 (09年)
光大阳光	18.26	194.40%	33.55%
光大阳光二 号	19.97	166.50%	0.44%
光大阳光三 号	13.24	33.47%	32.36%
光大阳光五 号	8.63	6.39%	
光大阳光二 号2期	68		
合计	128.11		

注：大阳光二号 2 期为成立规模，其余产品根据 6 月 30 日份额和净值计算。

资料来源：公司公告

我们预计，公司资产管理业务收入占比将继续上升。公司还持有光大保德信基金 67% 的股权，以及大成基金 25% 的股权，目前基金管理规模分别为 1044 亿和 422 亿。因此，总体上公司拥有的权益资产管理规模为 672 亿元。在公司集合产品规模每年增长 20% - 30% 的假设下，公司资产管理业务收入占比有望提升至 1/8 以上。

图 21、公司资产管理收入占比预测



注：资管收入中只包含公司管理资管产品收入和光大保德信管理费收入
数据来源：兴业证券研发中心

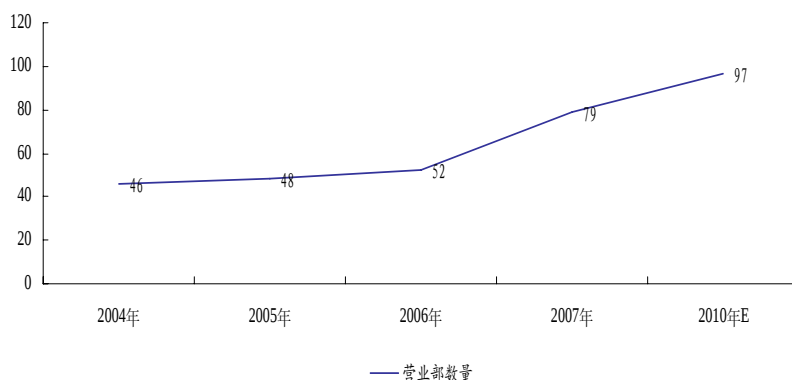
经纪业务：继续拓展渠道优势

公司未来一年内营业部数量会出现较大增长，我们预计增速为 23% 左右，渠道优势得到保持。一是公司申报的 3 家营业部已于 5 月获批，有望于 09 年内开业；二是目前根据证监会证券服务部升级营业部的有关规定，公司目前 15 家服务部有望在明年中期前升级为营业部。

此外，公司目前的业务规模和盈利水平为每年开设新营业部提供了保证。公司每年可最多获得开设 5 家新部的资格。

公司新设营业部将首先弥补其地域上的短板，预计将在二线城市取得突破。

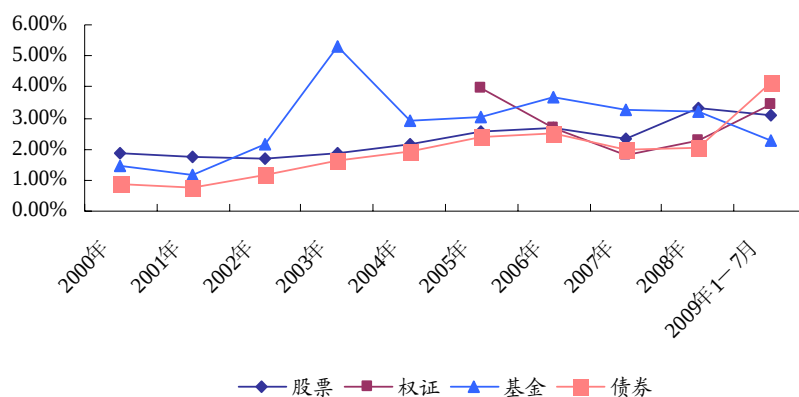
图 22、公司营业部数量变动



数据来源：兴业证券研发中心

由于 09 年公司手续费率下降幅度较慢，目前综合费用率仍维持有 0.1% 左右，因此经纪业务市场份额略有下滑。主要是由于公司整体经纪业务收入水平排名 10 名左右，在网点铺设方面受限较少，因此佣金下调动力不大。

图 23、公司经纪业务市场占有率



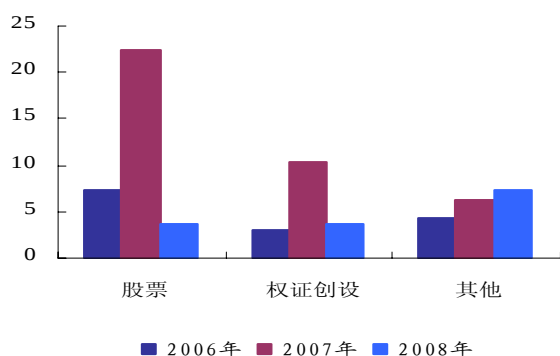
数据来源：上交所，深交所

综合看，我们认为公司随着新营业部的开设，公司的市场占有率的回升将在 2010 年后显现，整体佣金水平短期内趋于平稳。主要是由于公司新设营业部更多位于二线城市，佣金水平较高，可以提高整体佣金水平。

自营业务：曾经业绩突出 风格转向保守

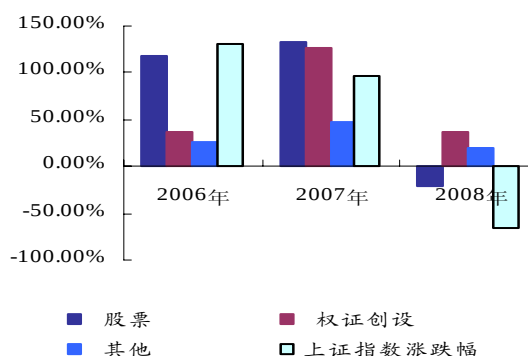
公司自营业务盈利能力较强，尤其是 2006 年 - 2008 年股票投资总体优于同期市场平均收益，资产配置及仓位调整较为及时。

图 24、公司各类投资资产平均规模变动



数据来源：公司公告

图 25、公司各类投资资产收益率变动



但是在 09 年运营风格逐步转向保守。一是公司加大了债券配置，其中重点是加大了对企业债的配置；二是在增加的基金配置中，86% 为货币市场基金；三是股票投资趋于谨慎。

2009 年上半年，公司投资收益、公允价值变动与资本公积变动之和为 7.07 亿元，

对应 48.6 亿的金融资产投资，总体上说明公司上市前的投资风格偏于谨慎。

我们预计，此次上市后公司净资产迅速提升至 200 亿以上，为减弱盈利的波动性，公司仍将保持谨慎的投资结构，更多地支持业务的稳定增长。

图 26、公司金融资产配置

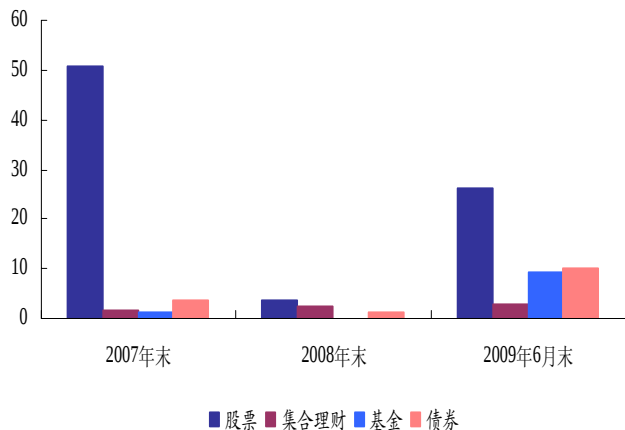
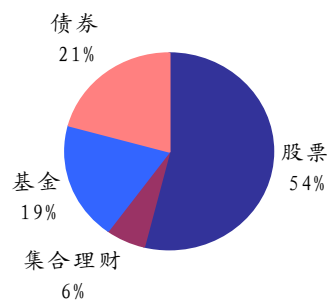


图 27、公司各类投资资产收益率变动



数据来源：公司公告

投行业务：优势在于中小企业

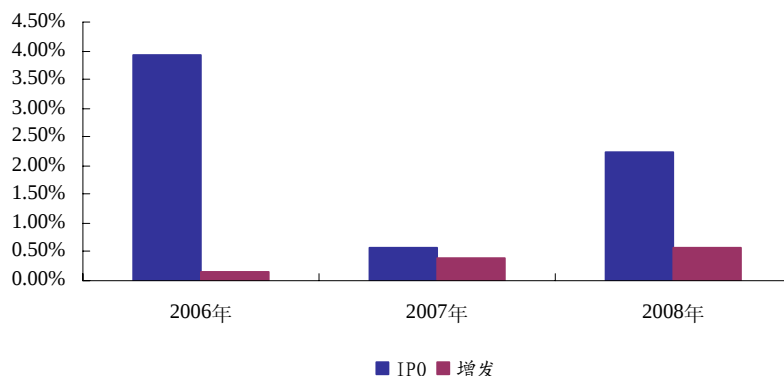
公司投行业务市场占有率不高，IPO 业务市场占有率为 0.5% 左右，增发业务市场占有率约为 2 - 3%。

公司主要业务以中小企业为主，单笔业务平均募集金额不足 10 亿元。同时，公司承担 IPO 主承销的上市公司的平均市值目前为 79 亿元左右。

预计 09 年 IPO 恢复和创业板的推出将失去公司承销业务的增长，同时经济低谷时期并购业务也面临良好机遇。

公司目前有 34 个保荐人，上市后随着资本实力的增强，预计投行业务市场份额将稳中有升。

图 28、公司基金交易佣金及市场占有率变动



数据来源：wind

表 6: 公司投行业务规模 (累计)

集合产品	IP0	增发	配股	可转债
家数	43	18	73	4
募集资金合计 (亿元)	159.58	179.52	201.3	39
平均募集资金 (亿元)	3.71	9.97	2.76	9.75

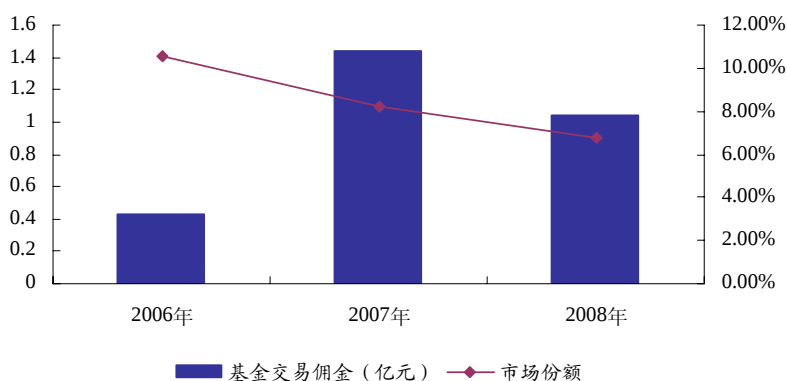
资料来源: 公司公告

卖方业务: 弱于行业增长

从基金 2008 年, 基金交易佣金总计为 1.04 亿元, 排名 15 位, 市场份额为 6.75%。由于卖方业务参与券商家数增多, 竞争激烈, 公司佣金收入比较稳定, 但是市场份额有所下滑。

预计公司上市后, 在卖方业务拓展方面将变得较为激进, 有利于卖方业务市场份额的提升。

图 29、公司基金交易佣金及市场占有率变动



数据来源: wind

盈利预测

主要假设:

- 基于我们策略部 09 年下半年 4500 点的预测, 预计 2009 年、2010 年和 2011 年股票日均交易额分别为 2008 亿元、2248 亿元和 2565 亿元, 市场占有率分别 3%、3.1%和 3.2%;
- 股权投资收益率为 30%左右;
- 集合资产管理产品分红 40%;
- 发行费用 2%左右;
- 预计 2009 年、2010 年和 2011 年费用率分别为 30.76%、26.20% 和 28.54%;
- 所得税率为 25%。

表 7: 盈利预测表 (单位: 亿元)

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入合计	36.91	61.13	74.61	81.31
手续费及佣金净收入	33.64	45.96	54.36	63.54
代理买卖证券	25.72	37.11	42.85	50.39
承销	1.81	1.16	2.67	3.15
资产管理	6.11	7.69	8.84	10.01
利息净收入	4.99	5.30	5.34	5.88
投资收益	11.13	9.17	14.22	11.19
其他收入	0.43	0.70	0.70	0.70
营业支出合计	20.25	21.16	23.65	27.67
业务及管理费	14.69	17.80	19.55	23.20
营业税金及附加	1.82	3.36	4.10	4.47
资产减值损失	3.71	0.00	0.00	0.00
营业利润	16.66	39.96	50.96	53.64
利润总额	17.29	39.96	50.96	53.64
所得税	2.74	9.74	12.43	13.08
净利润	14.55	30.22	38.53	40.56
少数股东损益	0.87	0.84	1.01	1.19
归属母公司	13.68	29.38	37.53	39.38
每股收益	0.47	0.86	1.10	1.15

资料来源: 兴业证券研发中心

风险

- 市场波动会造成市场成交量、权益投资收益等方面的偏差;
- 集合产品分红与预期可能有所偏差;
- 公司业务扩张带来费用增长不确定。

估值与投资建议

券商近三年的平均估值水平可作为计算公司上市后合理价值区间的参考标准。

公司 IPO 后净资本仅次于中信证券和海通证券,这两家券商近 3 年平均 PE 为 31.02 倍, PB 为 4.84 倍, 则公司合理估值区间为 26.68-32.32 元。

表 8: 券商近三年估值水平

	2006 年末	2007 年末	2008 年末	平均
中信证券				
PE	33.53	23.89	16.31	24.58
PB	6.63	5.74	2.16	5.74
海通证券				
PE		41.41	20.21	30.81
PB		6.17	1.74	3.96
平均				
PE	33.53	32.65	26.87	31.02
PB	6.63	5.95	1.95	4.84

资料来源: 兴业证券研发中心

表 9: 上市券商估值比较

上市公司	EPS			PE			PB		
	2009年	2010年	2011年	2009年	2010年	2011年	2009年	2010年	2011年
东北证券	1.51	1.74	1.86	29.52	25.56	23.93	8.74	7.05	5.85
中信证券	1.52	1.76	1.31	23.93	20.70	27.73	3.97	3.50	3.21
宏源证券	0.94	0.90	0.92	27.86	29.14	28.37	6.02	5.26	4.66
海通证券	0.69	0.76	0.91	27.03	24.52	20.59	3.59	3.26	2.93
国元证券	0.44	0.58	0.64	59.00	44.94	40.40	7.04	6.35	5.72
国金证券	0.53	0.56	0.61	48.70	46.47	42.38	10.20	8.84	7.72
长江证券	0.60	0.62	0.68	42.50	40.91	37.71	7.86	6.93	6.14
西南证券	0.30	0.28	0.28	70.30	75.66	75.73	9.97	9.13	8.42
太平洋证券	0.20	0.21	0.23	105.55	100.19	89.92	18.64	16.49	14.61
辽宁成大	1.50	1.63	1.83	25.59	23.54	21.02	5.49	4.72	4.08
平均				46.00	43.16	40.78	8.15	7.15	6.33
光大证券	0.860	1.098	1.152	23.36	18.29	17.43	3.01	2.74	2.48

注：光大证券估值根据 IPO 价格计算。

资料来源：兴业证券研发中心

附表

资产负债表

单位: 亿元	2008A	2009E	2010E	2011E
资产				
货币资金	292.2	391.0	377.9	424.6
结算备付与保证金	10.7	12.9	11.7	13.4
存出保证金	4.8	5.8	5.3	6.1
交易性金融资产	1.3	61.0	73.0	83.3
买入返售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0
可供出售金融资产	6.5	15.3	17.4	19.9
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	0.5	0.5	0.5	0.5
其他资产	16.7	17.7	18.8	18.8
资产总计	333	504.2	504.6	566.6
负债和股东权益				
负债				
交易性金融负债	0.0	0.0	0.0	0.0
衍生金融负债	0.0	0.0	0.0	0.0
卖出回购金融资产款	0.0	0.0	0.0	0.0
代理买卖证券款	212.3	257.0	232.2	267.3
其他负债	13.4	18.9	21.8	22.8
负债合计	3.0	3.0	3.0	3.0
所有者权益(或股东权益)	0.0	0.0	0.0	0.0
股本	29.0	34.2	34.2	34.2
资本公积	4.7	109.2	108.8	108.1
归属母公司所有者权益	107.0	224.9	246.8	272.5
少数股东权益	1.6	3.4	3.7	4.1
股东权益合计	105.5	228.3	250.5	276.6
负债和所有者权益合计	332.8	504.2	504.6	566.6

利润表

单位: 亿元	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	36.91	61.13	74.61	81.31
手续费净收入	33.64	45.96	54.36	63.54
代理买卖证券收入	25.72	37.11	42.85	50.39
承销收入	1.81	1.16	2.67	3.15
受托管理收入	6.11	7.69	8.84	10.01
净利息收入	4.99	5.30	5.34	5.88
投资收益及公允价值变动	11.13	9.17	14.22	11.19
其他业务收入	0.43	0.70	0.70	0.70
二、营业支出	20.25	21.16	23.65	27.67
业务及管理费	14.69	17.80	19.55	23.20
营业税金及附加	1.82	3.36	4.10	4.47
资产减值损失	3.71	0.00	0.00	0.00
其他业务支出				
上缴投资者保护基金				
三、营业利润	16.66	39.96	50.96	53.64
营业外收入				
营业外支出				
四、利润总额	17.29	39.96	50.96	53.64
所得税	2.74	9.74	12.43	13.08
所得税率	15.87	24.38	24.39	24.38
五、净利润	14.55	30.22	38.53	40.56
少数股东损益	0.87	0.84	1.01	1.19
归属母公司所有者的净利润	13.68	29.38	37.53	39.38
每股收益	0.47	0.86	1.10	1.15

证券指标

	2008A	2009E	2010E	2011E
总资产收益率	4.4%	6.0%	7.6%	7.2%
净资产收益率	13.8%	13.2%	15.4%	14.7%
管理费用率	39.8%	29.1%	26.2%	28.5%
手续费净收入占比	69.7%	60.7%	57.4%	62.0%
承销收入占比	4.9%	1.9%	3.6%	3.9%
受托管理收入占比	16.6%	12.6%	11.8%	12.3%
净利息收入占比	13.5%	8.7%	7.2%	7.2%
投资收益及公允价值变占比	30.2%	15.0%	19.1%	13.8%
其他业务收入占比	1.2%	1.1%	0.9%	0.9%
净资本	82.2	150.5	171.0	196.4
净资本/净资产	76.8%	66.9%	69.3%	72.1%

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。