

三季度业绩符合预期

研究结论

- 中信证券公布 2009 年三季报，2009 年前三季度公司实现营业收入与归属与母公司净利润分别为 152.22 亿及 62.91 亿元，同比分别增长 10% 与 7%，实现 EPS0.95 元。从季度环比来看，三季度公司实现营业收入与归属于母公司所有者净利润分别为 62.68 亿与 24.64 亿元，环比分别增长 14%与 6%，实现 EPS0.37 元。公司三季度 EPS 与我们此前 0.36 元的预测基本相符。
- **经纪业务市场占有率稳定，佣金率仍有一定下滑。**公司前三季度实现经纪业务手续费收入 82.94 亿元，同比增长 40%，其中第三季度实现 33.90 亿元，环比增长 20%，低于市场总体股票基金成交金额 29%的环比涨幅，主要原因在于公司佣金率仍有一定下滑。第三季度公司股票基金市场占有率为 8.48%，与二季度 8.49%基本持平。佣金率则仍出现一定下滑，由二季度 0.127%下滑至 0.119%。前三季度综合来看，公司股票基金市场占有率由 08 年同期 8.65%下降至 8.46%，佣金率由 0.158%下降至 0.125%。
- **三季度自营业务收入环比正增长。**公司第三季度实现自营业务收入 11.31 亿，环比增长 7%，其中投资净收益 12.36 亿元，公允价值变动净收益-1.04 亿元。在市场下跌环境下，公司三季度自营业务收入取得正收益且实现环比正增长，预计公司可能对可供出售金融资产部分浮盈进行了变现。三季度良好表现也使得公司自营业务收入上半年 46%的同比下滑幅度缩减至前三季度同比下降 6%。从自营资产规模来看，公司交易性及可供出售金融资产规模分别由中报 84.98 亿和 199.55 亿下降至 78.82 亿和 178.18 亿，总体下降幅度为 10%。公司今年以来在自营业务方面投入较大精力，作为行业龙头，我们认为公司将在保持稳健性的基础上进一步修补自营业务短板，未来盈利能力提升值得期待。
- **“直投+承销”的盈利模式初见端倪，有望提升未来业绩。**公司在直投业务方面布局较早，随着创业板正式开板，其参与的部分直投项目如神州泰岳（300002）、机器人（300024）等已顺利完成发行上市，虽然由于存在限售期等原因，直投项目利润真正体现还有待时日，但“直投+承销”这一盈利模式的出现将为公司未来利润增长打开新的空间。
- 在 09 年股票基金日均交易金额 2100 亿、上证综指 3300 点左右的基础假设下，我们对公司 2009 年 EPS 预测为 1.30 元，目前 27.03 元的股价对应 09 年 20.8 倍 PE，2.9 倍 PB，作为龙头券商，公司目前估值在行业中处于低端，维持增持评级。



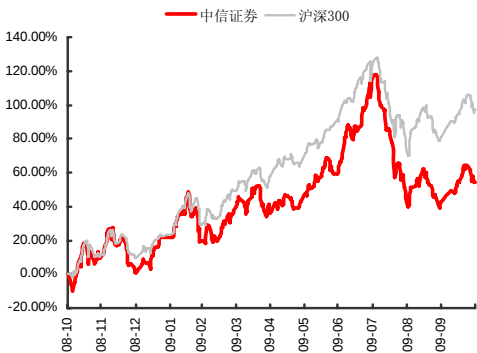
东方证券
ORIENT SECURITIES

阚路 证券行业分析师
8621-63325888×6082
kanlu@orientsec.com.cn

王小罡 非银行金融行业资深分析师

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 **(维持)**
股价（2009 年 10 月 30 日） 27.03 元
总股本/A 股（万股） 663047/663047
A 股市值（百万元） 179222
国家/地区 中国
行业 证券
报告日期 2009 年 10 月 31 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	11.53	-62.77	54.25
相对表现 (%)	-5.04	-35.47	-42.93

资料来源：WIND

财务预测

	2007	2008	2009F	2010F
营业收入	30,871	17,708	20,393	24,017
手续费收入	18,956	12,798	15,693	18,972
投资收益	7,576	6,451	3,523	3,598
公允价值变动	3,351	-3,341	0	0
营业利润	19,863	9,543	13,072	13,860
税前利润	19,904	9,561	13,072	13,860
归属于母公司净利润	12,389	7,305	8,613	9,118
每股收益（元）	3.74	1.10	1.30	1.38
每股净资产（元）	15.56	8.33	9.23	10.41

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

附表：财务报表预测与比率分析

合并利润表 (人民币百万元)						合并资产负债表 (人民币百万元)					
	2006	2007	2008E	2009E	2010E		2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	5,991	30,871	17,708	20,393	24,017	货币资金	36687	122589	80412	124720	135081
手续费及佣金净收入	3,768	18,956	12,798	15,693	18,972	结算备付金	10491	12690	5011	3312	3640
利息净收入	262	991	1,706	1,085	1,336	交易性金融资产	1937	2772	6005	10034	11318
投资收益	1,564	7,576	6,451	3,523	3,598	买入返售金融资产	4189	15232	3327	0	0
公允价值变动收益	176	3,351	-3,341	0	0	存出保证金	1164	12974	519	1404	1584
汇兑收益	-17	-50	23	-5	-13	可供出售金融资产	2721	12906	34099	23372	26363
其他业务收入	237	48	71	98	124	长期股权投资	1177	639	2592	2592	2592
营业支出	2,606	11,008	8,165	7,322	10,157	固定资产	728	899	15	899	877
其中:业务及管理费	2,180	9,531	6,658	7,100	9,054	无形资产	126	135	129	112	80
营业利润	3,385	19,863	9,543	13,072	13,860	递延所得税资产	63	261	728	634	634
利润总额	3,399	19,904	9,561	13,072	13,860	其他资产	4501	2240	1534	1534	1534
减: 所得税费用	813	6,358	1,511	3,268	3,465						
净利润	2,586	13,546	8,050	9,804	10,395						
归属于母公司所有者的净利润	2,435	12,389	7,305	8,613	9,118						
少数股东净利润	152	1,157	745	1,191	1,277						
EPS (元/股)	0.82	3.74	1.10	1.30	1.38						
BPS (元/股)	4.18	15.56	8.33	9.23	10.41	资产总计	63,863	189,654	136,888	169,595	184,717
比率分析						短期借款	50	150	0	150	150
收入比重	2006	2007	2008E	2009E	2010E	交易性金融负债	249	1,867	0	0	0
代理交易手续费/营业收入	44%	43%	42%	53%	50%	代理买卖证券款	41,827	117,806	61,070	75,136	82,649
承销手续费/营业收入	16%	7%	10%	7%	11%	应付职工薪酬	652	4,848	4,357	7,993	8,393
委托管理手续费/营业收入	1%	1%	1%	1%	1%	应交税费	698	4,257	2,024	16,335	14,045
基金管理费收入/营业收入	-	7%	16%	14%	15%	应付利息	2	51	52	61	67
利息收入/营业收入	4%	3%	10%	5%	6%	递延所得税负债	-	1,668	181	1,711	2,071
投资收益与公允价值变动之和/营业收入	29%	35%	18%	17%	15%	其他负债	1,959	2,534	1,085	1,171	1,171
营业费用/营业收入	44%	36%	46%	36%	42%	负债	49,998	135,630	79,362	104,142	110,158
营业利润/营业收入	56%	64%	54%	64%	58%	股本	2,982	3,315	6,630	6,630	6,630
收益率						资本公积	6,146	33,177	27,947	27,968	28,912
ROE	20%	24%	13%	14%	13%	盈余公积	771	1,837	2,800	3,919	5,103
ROA	4%	10%	4%	6%	5%	一般风险准备	565	2,870	4,820	7,267	9,857
净资本比率						未分配利润	2,011	10,400	13,134	16,970	21,661
净资本/总资产	22%	28%	42%	39%	40%	归属于母公司所有者权益	12,475	51,599	55,222	61,176	69,005
负债/资产	78%	72%	58%	61%	60%	少数股东权益	1,390	2,424	2,305	4,277	5,554
估值比率						股东权益	13,865	54,023	57,526	65,453	74,560
P/E	66.2	14.5	24.5	20.8	19.7	负债和股东权益	63,863	189,654	136,888	169,595	184,717
P/B	12.9	3.5	3.2	2.9	2.6						
EV/EBITDA	53.0	9.0	18.8	13.7	12.9						

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

阚路 王小罡

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6055

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn