

业绩提升主要完成于一季度

增持下调

投资要点:

- 2011年上半年利润同比增108%，佣金率降15%，市场份额降3%
- 上半年自营业绩同比增长382%，但二季度亏损3800万元
- 承销业务上半年增长125%，期货公司收购计划在获批重组前暂停

报告摘要:

- 上半年业绩大幅提升主要完成于一季度:** 上半年公司实现营业收入8.21亿元，较上年同期上升44%；实现归属于上市公司股东的净利润3.35亿元，较上年同期上升108%。EPS为0.14元，其中二季度EPS为0.015元。
- 佣金率下降放缓，但市场份额下降:** 上半年公司代理买卖证券净收入达2.97亿元，同比下降17%，占营业收入比重为36%。从佣金率来看，上半年年公司综合佣金率0.071%，高于行业0.068%的行业水平，与2010年同比下降29%，环比下降15%。从市场份额来看，上半年代理交易额市场份额为0.69%，环比下降3%，其中二季度市场份额环比下降11%，总体与去年同时期保持持平。
- 自营业绩二季度波动较大:** 上半年公司自营收益为1.05亿，同比增长382%，收益主要来自一季度，而2季度亏损3800万元，期末浮盈为3900万元。截至6月30日自营资产规模为66亿元，较去年年末增长28%。自营盘中权益类投资占比为58%（较去年略有减少），公司期末较年初增加40%的固定收益类证券投资，并于今年3月31日获重庆证监局股指期货套期保值交易无异议函。自营资产占净资产的比重为58%。
- 投资银行业务增长迅速:** 上半年公司已完成股票IPO项目4家，债券发行4家，承销金额为123亿元行业17位，股票承销金额72.5亿元，债券承销50.5亿元；报告期内公司承销相关业务净收入为2.34亿元，同比增长125%，占营业收入的比重为29%（比重明显较去年18%大幅上升）。
- 其他业务发展有限，收购期货公司计划暂停:** 资产管理业务本期获得收益1600万元，占营业收入比重为2%，16.5亿资产净值排名行业25名；公司持有银华基金29%的股权，贡献营业收入0.34亿元，同比下降26%，占营业收入比重降至4%。直投业务在继续跟进项目和拓展新项目的周期中，还未进入收获期。而收购期货公司计划因公司资产重组尚未获批而暂停。
- 作为一家中小券商，公司收入结构已明显改善，但自营投资仍然是最大变数。在2500亿日均股票交易额及佣金率下降15%的假设下，公司2011、2012年的EPS分别为0.39、0.42元，目前股价对应的市盈率分别为30和29倍，估值偏高，下调为增持评级。

非银行金融研究组

分析师

黄立军 (S1180209070180)

电话: 010-88085983

Email: huanglijun@hysec.com

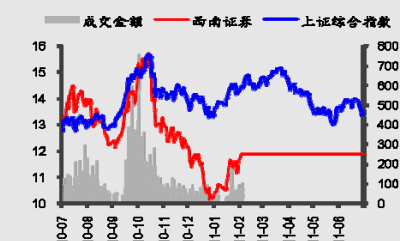
联系人

孙羽薇

电话: 010-88085965

Email: sunyuwei@hysec.com

市场表现



数据来源: WIND 资讯

公司数据

总股本(亿股)	23
总市值(亿元)	275.69
流通比例	16%
12个月最高/最低(元)	16.05/10.06
主要股东	重庆渝富资产管理

数据来源: WIND 资讯

相关研究

方正证券: 改善空间较大的全牌照地方券商 7.22

哈投股份事件点评: 估值已趋合理 7.22

证券信托业: 中期有对冲, 短期皆可配

保险行业: 相对收益有限, 绝对收益可期 6.27.

百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	704	2,053	1,936	2,192	2,321	2,390
Growth (%)	-68%	192%	-6%	13%	6%	3%
净利润	142	1,007	805	913	966	995
Growth (%)	-85%	609%	-20%	13%	6%	3%
每股收益 (元)	0.07	0.54	0.35	0.39	0.42	0.43
每股净资产 (元)	1.74	2.46	4.89	5.23	5.58	5.94
市盈率	187.08	21.98	34.23	30.21	28.54	27.71
市净率	8.02	4.83	2.43	2.27	2.13	2.00
净资产收益率 (%)	4%	25%	10%	8%	8%	7%

利润表(百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	资产负债表(百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,936	2,192	2,321	2,390	货币资金	9,421	10,363	11,399	12,539
手续费净收入	1,227	1,174	1,241	1,313	结算备付与保证金	2,550	2,778	3,056	3,362
代理买卖证券业务净收入	786	773	839	910	交易性金融资产	3,837	4,604	5,525	6,630
证券承销业务净收入	354	389	389	389	买入返售金融资产	4,509	6,907	8,288	9,945
资产管理业务净收入	3	11	13	13	可供出售金融资产	1,318	1,449	1,594	1,754
利息净收入	165	173	190	100	其他资产	840	840	840	840
投资收益及公允价值变动	541	841	885	973		22,474	26,941	30,703	35,070
其他业务收入	3	5	5	5	资产总计				
营业支出	-883	-976	-1,033	-1,063	短期借款	0	0	0	0
营业税金及附加	-102	-99	-104	-108	交易性金融负债	0	0	0	0
业务及管理费	-781	-877	-928	-956	衍生金融负债	0	0	0	0
营业利润	1,044	1,217	1,288	1,326	卖出回购金融资产款	0	0	0	0
营业外收支	2	0	0	0	代理买卖证券款	8,287	9,116	10,028	11,031
利润总额	805	913	966	995	其他负债	2,825	5,687	7,716	10,235
所得税	240	-304	-322	-332	负债合计	11,112	14,804	17,744	21,266
	805	913	966	995	股本	2,322	2,323	2,323	2,323
净利润					归属母公司所有者	11,362	12,138	12,959	13,805
归属母公司所有者净利润	805	913	966	995	权益				
少数股东损益	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
					所有者权益合计	11,362	12,138	12,959	13,805
经营指标	2010E	2011E	2012E	2013E	风险指标	2010E	2011E	2012E	2013E
平均总资产收益率	4.30%	3.69%	3.35%	3.02%	净资本	10,311	11,972	12,793	13,638
	10.04%	7.77%	7.70%	7.43%	扣除代买卖证券款	25.42%	38.42%	43.48%	48.13%
平均净资产收益率					负债率				
管理费用率	40.35%	40.00%	40.00%	40.00%	自营规模/净资本	49.99%	51.67%	53.19%	54.88%
	10.34%	8.87%	8.05%	7.27%	权益自营规模/净资本	24.99%	41.33%	42.55%	43.90%
营业收入/总资产					本				
每股数据(元)	2010E	2011E	2012E	2013E	估值	2010E	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.35	0.39	0.42	0.43	市盈率	34.2	30.2	28.5	27.7
每股净资产	4.9	5.2	5.6	5.9	市净率	2.4	2.3	2.1	2.0

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@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。