

佣金率下滑或开始向中部传导

增持下调

投资要点:

- 2011年半年度利润同比下降15%，主要受二季度拖累。
- 佣金率下滑或开始向中部地区传导
- 半年度自营业绩同比下降30%，资管业务收入增79%

报告摘要:

- 2011年半年度利润同比下降15%:** 2011年公司实现营业收入11亿元，同比下降11%，归属上市公司股东净利润4亿元，同比下降15%，二季度净利润仅为0.7亿元。自营业务和经纪佣金收入下降是导致其业绩下降的主要原因。上半年EPS为0.18元，其中二季度仅为0.03元，二季度业绩整体受市场影响较大，业绩主要于一季度完成。
- 佣金率下滑或开始向中部地区传导:** 2011半年公司实现经纪业务净收入7亿元，同比下降12%，低于行业下降幅度(15%)，二季度为3亿元，环比下降25%。综合佣金率0.056%同比下降25%，二季度环比下降17%，低于行业平均水平的0.068%，此结果或标志着佣金下滑开始向中部地区传导。经纪收入占比65%，市场份额2.09%同比增19%。
- 半年度自营业绩同比下降30%，资管业务收入增79%:** 2011年上半年公司自营收入为1.46亿元，同比下降30%。其中二季度浮亏9400万元。截至6月30日公司自营规模为100亿元，较去年年末82亿元，增长22%，自营收入占比13%，较去年同期下降21%。承销业务上半年利用湖北省地区优势完成了5个主承销项目收入为7848万元同比下降5%，但市场份额升至0.8%，同比上升100%。资管业务2011年上半年收入为4125万元，同比增长79%，目前资产净值61亿元，行业排名第9位。收入占比由去年同期2%增至4%。
- 估值:** 假设2011年，市场日均股票成交额2500亿元，自营收益率为7%。公司11年EPS为0.64元，对应市盈率18倍，考虑到券商逐步向中部地区布局，长江证券所在湖北地区经纪业务竞争日趋激烈，佣金率降幅较大，下调公司评级为增持。

百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,073	3,194	3,199	4,116	4,254	4,806
Growth(%)	-58%	54%	0%	29%	3%	13%
净利润	702	1,372	1,283	1,760	1,883	2,127
Growth(%)	-70%	96%	-6%	37%	7%	13%
每股收益(元)	0.42	0.68	0.59	0.64	0.68	0.77
每股净资产(元)	2.75	4.20	4.39	6.72	7.30	7.95
市盈率	27.02	16.69	19.21	17.87	16.70	14.79
市净率	4.13	2.70	2.59	1.69	1.56	1.43
净资产收益率(%)	7%	18%	18%	13%	13%	10%

非银行金融研究组

分析师

黄立军(S1180209070180)

电话: 010-88085983

Email: huanglijun@hysec.com

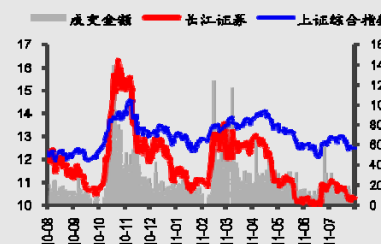
联系人

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)	24
总市值(亿元)	236.89
流通比例	100%
12个月最高/最低(元)	13.92/9.82
主要股东	青岛海尔投资

数据来源: WIND 资讯

相关研究

东北证券: 经纪业务下滑, 承销业务企稳 7.26

西南证券: 业绩提升主要完成于一季度 7.26

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

利润表(百万元)							资产负债表(百万元)						
	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E		2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,073	3,194	3,199	4,116	4,254	4,806	货币资金	11,632	20,688	23,744	26,118	28,730	31,603
手续费净收入	1,221	2,301	2,035	2,533	2,939	3,223	结算备付与保证金	1,751	5,455	2,543	2,736	2,949	3,183
代理买卖证券业务净收入	1,102	2,047	1,753	2,255	2,604	2,865	交易性金融资产	3,915	7,538	3,720	7,692	12,061	16,867
证券承销业务净收入	73	162	169	178	213	213	买入返售金融资产	0	176	300	0	0	0
资产管理业务净收入	10	67	84	101	121	145	可供出售金融资产	216	882	4,485	8,933	13,827	19,209
利息净收入	132	170	209	187	206	225	其他资产	676	639	981	797	797	817
投资收益及公允价值变动	610	717	952	789	1,101	1,346	资产总计	18,191	35,378	35,773	46,277	58,364	71,680
其他业务收入	110	6	4	7	9	11	短期借款	0	0	0	0	0	0
营业支出	1,100	-1,433	-1,579	-1,769	-1,743	-1,969	交易性金融负债	0	0	0	0	0	0
营业税金及附加	124	-159	-180	-205	-212	-239	衍生金融负债	0	0	0	0	0	0
业务及管理费	864	-1,284	-1,396	-1,564	-1,532	-1,730	卖出回购金融资产款	1,752	2,127	2,217	2,127	2,127	2,127
营业利润	973	1,761	1,621	2,347	2,511	2,836	代理买卖证券款	11,134	23,099	22,950	24,663	27,130	29,843
营业外收支	8	61	55	0	0	0	其他负债	702	1,027	1,077	862	8,882	17,677
利润总额	981	1,823	1,676	2,347	2,511	2,836	负债合计	13,588	26,254	26,244	27,652	38,138	49,646
所得税	279	-451	-393	587	628	709	股本	1,675	2,171	2,171	2,771	2,771	2,771
净利润	702	1,372	1,283	1,760	1,883	2,127	归属母公司所有者权益	4,603	9,124	9,529	18,625	20,225	22,034
归属母公司所有者净利润	702	1,372	1,283	1,760	1,883	2,127	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
少数股东损益	-	0	0	0	0	0	所有者权益合计	4,603	9,124	9,529	18,625	20,225	22,034
经营指标							风险指标						
	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E		2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
平均总资产收益率	3.23%	4.53%	3.61%	4.29%	3.60%	3.27%	净资本	3,529	8,342	8,635	17,606	19,009	20,585
平均净资产收益率	19.80%	18.26%	18.16%	12.69%	12.66%	10.46%	扣除代买卖证券款负债率	34.77%	25.69%	25.69%	13.83%	35.25%	47.34%
管理费用率	-41.66%	-40.21%	-43.64%	-38.00%	-36.00%	-36.00%	自营规模/净资本	117.06%	100.93%	117.02%	63.13%	64.32%	65.33%
营业收入/总资产	9.55%	10.54%	8.99%	10.03%	8.13%	7.39%	权益自营规模/净资本	10.45%	24.44%	28.09%	18.94%	25.73%	32.67%
每股数据(元)							估值						
	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E		2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.42	0.68	0.59	0.64	0.68	0.77	市盈率	27.0	16.7	19.2	17.9	16.7	14.8
每股净资产	2.7	4.2	4.4	6.7	7.3	8.0	市净率	4.1	2.7	2.6	1.7	1.6	1.4

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。