



创新业务将成业绩亮点

增持维持

投资要点:

- 投资收益大增抵消经纪业务缩水
- 经纪业务市场份额回升,佣金率下降趋缓
- 资管业务和直投业务将成为业绩亮点

报告摘要:

- 投资收益大增抵消经纪业务缩水:** 2011年上半年公司实现营业收入32亿元,同比增长17%,归属上市公司股东净利润15亿元,同比增长8%。投资收益的增长是公司业绩增长的主要原因。
- 经纪业务市场份额回升,佣金率下降趋缓:** 2011年上半年公司实现经纪业务净收入14亿元,同比下降16%。综合佣金率0.072%同比下降7%,与去年全年平均水平持平,低于行业平均水平的0.086%,下降空间有限。市场份额达到4%,同比上升7%,交易金额排名为行业第7位。
- 两基金公司收益占营业收入5%,投资风格稳健收益大增:** 2011年上半年公司承销业务收入为7亿元,同比增3%,收入占比为22%;自营业务收入达到10亿元,同比增长2851%,占总收入由去年同期的1%上升为30%,有效弥补了经纪业务下滑给收入带来的影响。自营规模较年初下降8%达212亿元,其中债券投资规模占71%,加之期初投资的3亿股股指期货,有效降低自营收益波动风险。而博时基金和招商基金带来1.7亿收益占自营收益的17%,是一个较稳定的收益来源。利息净收入为3亿元,同比增长37%,占比达10%,主要系融资融券利息增加以及公司因次级债偿还使利息支出减少所致。
- 资管业务和直投业务将成为业绩亮点:** 2011年上半年资管业务收入为5241万元同比增长84%,收入占比2%,对总收入影响不大,公司半年报显示,资管业务公司在6月与大成和易方达基金、招商和交通银行等有累计6.5亿元委托资产合同,后续还有与另外6家基金公司签订资管合同,预计共6亿元,该业务将成为未来重要的业绩增长点。直投子公司招商致远投资子公司目前拥有4家已参股并已向证监会申请上市的项目累计投资金额为1亿元,未来收益指日可待。公司境外注册子公司已达8家,业务覆盖多样,在未来行业发展境外业务的竞争中,具有先发优势。
- 估值:** 假设2011年,市场日均股票成交额2500亿元,在经纪业务综合佣金率0.06%,自营收益率为8%。公司11年EPS为1.05元,对应11倍市盈率,因公司资本规模位于行业前列,而未来创新业务属资本消耗型业务,公司在规模上有较大竞争优势;而公司已拥有8家境外注册子公司,对未来境外创新业务有竞争力,加之估值偏低,因此维持增持评级。

非银行金融研究组

分析师

黄立军(S1180209070180)

电话: 010-88085983

Email: huanglijun@hysec.com

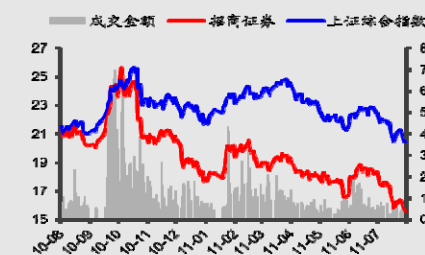
联系人

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)	46.46
总市值(亿元)	549
流通比例	53%
12个月最高/最低(元)	19.6/15.77
主要股东	深圳市集盛投资

数据来源: WIND 资讯

相关研究

- 中信证券: 自营改善 海外布局
- 西南证券: 收购国都代价不菲 8.17.
- 国海证券: 增发和并购将是未来看点
- 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

盈利预测

百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4,917	8,680	6,486	8,054	9,036	10,383
Growth(%)	-50.87%	76.53%	-25.27%	24.17%	12.20%	14.90%
净利润	2,110	3,925	3,229	3,624	4,066	4,672
Growth(%)	-58.31%	86.01%	-17.75%	12.25%	12.20%	14.90%
每股收益(元)	0.6	1.1	0.9	1.0	1.1	1.4
每股净资产(元)	2.4	6.3	6.7	5.8	6.5	7.3
市盈率	19	10	13	11	10	9
市净率	4.8	1.9	1.8	2.0	1.8	1.6
净资产收益率(%)	26.11%	24.44%	13.86%	14.11%	13.66%	14.46%

资料来源：宏源证券，公司年报

盈利预测

利润表(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	资产负债表(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4,917	8,680	6,486	8,054	9,036	10,383	货币资金	31,846	64,505	42,733	47,006	51,707	56,878
手续费净收入	4,103	7,326	5,110	5,940	6,232	7,084	结算备付与保证金	3,113	5,507	20,671	22,662	24,852	27,261
代理买卖证券业务净收入	3,073	4,793	3,579	4,351	4,307	4,738	交易性金融资产	5,356	15,346	16,375	19,650	23,580	28,296
证券承销业务净收入	134	515	1,224	1,373	1,647	1,977	买入返售金融资产	0	694	111	0	0	0
资产管理业务净收入	754	1,562	85	156	234	307	可供出售金融资产	310	4,027	6,584	7,243	7,967	8,764
利息净收入	206	247	498	146	192	239	其他资产	7,013	6,433	8,884	8,054	8,362	8,701
投资收益及公允价值变动	608	1,098	873	1,936	2,555	3,002	资产总计	47,637	96,512	95,359	104,615	116,467	129,898
其他业务收入	0	10	6	6	6	6	短期借款	176	335	528	350	350	350
营业支出	2,343	3,667	2,583	-3,222	-3,615	-4,153	交易性金融负债	1	64	84	0	0	0
营业税金及附加	287	406	297	-403	-452	-519	衍生金融负债	0	0	0	0	0	0
业务及管理费	2,056	3,260	2,286	-2,819	-3,163	-3,634	卖出回购金融资产款	2,310	4,828	8,969	0	0	0
营业利润	2,575	5,015	3,903	4,833	5,422	6,230	代理买卖证券款	30,648	61,208	58,994	64,622	71,085	78,193
营业外收支	-10	22	21	0	0	0	其他负债	6,364	7,462	2,808	12,767	14,904	17,488
利润总额	2,110	3,925	3,229	3,624	4,066	4,672	负债合计	39,499	73,897	71,383	77,739	86,339	96,032
所得税	455	1,111	695	1,208	1,355	1,557	股本	3,227	3,585	3,585	4,661	4,661	4,661
净利润	2,110	3,925	3,229	3,624	4,066	4,672	归属母公司所有者权益	7,902	22,606	23,976	26,875	30,128	33,866
归属母公司所有者净利润	2,021	3,728	3,229	3,588	3,894	4,626	少数股东权益	235	10	0	0	0	0
少数股东损益	90	198	0	36	173	47	所有者权益合计	8,138	22,616	23,976	26,875	30,128	33,866
经营指标	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	风险指标	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
平均总资产收益率	3.13%	5.17%	3.37%	3.59%	3.52%	3.76%	净资本	3,797	21,535	23,327	26,206	29,459	33,197
平均净资产收益率	26.11%	24.44%	13.86%	14.11%	13.66%	14.46%	扣除代买卖证券款负债率	52.10%	35.94%	34.07%	32.80%	33.61%	34.50%
管理费用率	-41.81%	-37.56%	-35.24%	35.00%	35.00%	35.00%	自营规模/净资本	149.20%	89.96%	98.42%	102.62%	107.09%	111.64%
营业收入/总资产	7.62%	12.04%	6.76%	8.06%	8.17%	8.43%	权益自营规模/净资本	36.44%	26.99%	39.37%	41.05%	53.54%	55.82%
每股数据(元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	估值	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.63	1.14	0.90	1.05	1.14	1.35	市盈率	18.7	10.3	13.1	11.2	10.3	8.7
每股净资产	2.4	6.3	6.7	5.8	6.5	7.3	市净率	4.8	1.9	1.8	2.0	1.8	1.6

资料来源：公司年报，宏源证券

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。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。