

公司业务拓展受制于资本规模

中性维持

投资要点:

- 2011年上半年业绩下降31%，承销业务收入难平业绩负增长
- 自营扩大固定收益投资规模，对收入影响较小
- 公司业务拓展受制于较小的净资本规模

报告摘要:

- 2011年上半年业绩下降31%。**2011年上半年实现营业收入7亿元，同比下降14%，归属母公司净利润实现2亿元，同比下降31%，系经纪业务佣金收入和承销业务收入下降以及营业成本上升6%所致。
- 上半年经纪业务佣金收入同比下降12%，承销难平业绩负增长。**上半年经纪业务佣金收入为3亿元，同比下降12%，综合佣金率0.13%，同比下降18%，佣金率高于行业平均水平的0.086%，还有下降的空间。市场份额维持0.66%基本不变。上半年承销业务净收入2亿元，同比下降43%；公司融资57亿同比下降42%，目前行业排名由去年同期的20位下降至30位，项目数量不变的情况下，质量有所下降。
- 自营扩大固定收益投资规模，对收入影响较小。**2011年上半年自营规模8亿元较年初增长68%，自营收入3009万元，比去年同期亏损3325万元有较大的增长，公司增加了固定收益类证券投资规模，债券类投资规模占自营规模比重由去年同期的32%激增至84%，利润率达47%，自营收入波动将下降。目前其收入占比4%，对收入影响还不大。目前公司浮亏7百万元。
- 业务拓展受制资本规模。**上半年利息收入8374万元同比增长66%，收入占比为12%，主要来自于公司存放金融机构和买入返售金融资产所得。公司咨询业务上半年收入为1769万元，同比增长139%，占比仅为3%。公司净资本29亿元，资本规模较小限制公司业务的拓展。
- 估值：**假设2011年，市场日均股票成交额2500亿元，综合佣金率10%至0.08%，自营收益率为8%。公司11年EPS为0.55元，对应市盈率24倍，公司资本规模较小，限制业务拓展，维持中性评级。

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,415	1,645	1,388	1,466	1,560
Growth (%)	-5.88%	16.25%	-15.60%	5.65%	6.38%
净利润	516	438	550	581	648
Growth (%)	-31.72%	-15.11%	25.47%	5.65%	11.51%
每股收益(元)	0.5	0.4	0.5	0.6	0.6
每股净资产	2.6	3.0	3.5	4.0	4.5

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



股东户数

报告日期 户均持股数变化

20110331 11799

20101231 4825

20100930 4545

数据来源: 港澳资讯

相关研究

- 1《光大证券:非经纪业务收入发力》
- 2《中信证券:自营改善 海外布局》8.21.
- 3《西南证券:收购国都代价不菲》8.17
- 4《国海证券:增发和并购将是未来看点
- 5《方正证券:改善空间较大的全牌照地方券商》7.22
- 6《宏源证券*半年报季报点评*光大证券:上半年自营业务较好*601788*非银行金融*黄立军、孙羽薇》, 2011.4
- 7《宏源证券*半年报季报点评*光大证券:资管业务重要性凸显》2010.8

盈利预测

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	1,645	1,388	1,466	1,560	货币资金	8,636	9,499	10,449	11,494
手续费净收入	1,478	1,221	1,255	1,300	结算备付与保证金	1,380	1,604	1,877	2,211
代理买卖证券业务净收入	801	779	857	942	交易性金融资产	460	552	718	933
证券承销业务净收入	613	442	398	358	买入返售金融资产	293	308	339	373
资产管理业务净收入	0	0	0	0	可供出售金融资产	38	49	64	83
利息净收入	112	123	148	178	其他资产	223	189	190	191
投资收益及公允价值变动	55	43	63	81	资产总计	11,030	12,203	13,637	15,285
其他业务收入	0	0	0	0	短期借款	0	0	0	0
营业支出	-1,072	655	692	696	交易性金融负债	0	0	0	0
营业税金及附加	-89	-75	-79	-84	衍生金融负债	0	0	0	0
业务及管理费	-950	729	771	780	卖出回购金融资产款	0	0	0	0
营业利润	573	733	775	864	代理买卖证券款	7,550	7,863	8,649	9,514
营业外收支	25	0	0	0	其他负债	458	849	1,004	1,236
利润总额	598	733	775	864	负债合计	8,007	8,712	9,653	10,750
所得税	-160	183	194	216	股本	1,000	1,000	1,000	1,000
净利润	438	550	581	648	归属母公司所有者权益	3,019	3,485	3,978	4,528
归属母公司所有者净利润	438	550	581	648	少数股东权益	4	5	6	7
少数股东损益	0	0	0	0	所有者权益合计	3,023	3,490	3,984	4,535
经营指标	2010A	2011E	2012E	2013E	风险指标	2010A	2011E	2012E	2013E
平均总资产收益率	3.98%	4.73%	4.50%	4.48%	净资本	2,951	3,408	3,884	4,414
平均净资产收益率	7.81%	8.46%	7.78%	7.62%	扣除代买卖证券款负债率	13.15%	19.57%	20.12%	21.42%
管理费用率	-57.78%	52.55%	52.55%	50.00%	自营规模/净资本	16.88%	17.65%	20.13%	22.74%
营业收入/总资产	14.92%	11.95%	11.35%	10.79%	权益自营规模/净资本	6.75%	7.06%	8.05%	9.10%
每股数据(元)	2010A	2011E	2012E	2013E	估值	2010A	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.44	0.55	0.58	0.65	市盈率	30.5	24.3	23.0	20.6
每股净资产	3.0	3.5	4.0	4.5	市净率	4.4	3.8	3.4	2.9

资料来源：宏源证券

分析师简介:

黄立军: 宏源证券研究所非银行金融行业研究员, 中国人民银行研究生院金融硕士, 2009 年加盟宏源证券研究所。2008 年新财富非银行金融行业最佳分析师第三名。

主要研究覆盖公司: 中国人寿、中国太保、中国平安、中信证券、海通证券、招商证券、光大证券、东北证券、长江证券等。

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	张珺 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。