

直投和海外业务发展迅速

买入维持

投资要点:

- 2011年上半年业绩增长21%
- 2011年上半年经纪业务受市场影响同比下降9%
- 直投业务和海外业务发展迅速

报告摘要:

- 2011年上半年业绩增长21%。**2011年上半年实现营业收入52亿元,同比增长20%,归属母公司净利润实现23亿元,同比增长21%,EPS0.27元,同比增长23%。公司收入结构进一步优化。
- 2011年上半年经纪业务市场份额增长8%。**上半年经纪业务佣金收入为18亿元,同比下降9%,综合佣金率0.094%,同比下降5%,佣金率高于行业平均水平的0.086%,公司综合实力较强,佣金率下降空间有限。市场份额同比上升8%达4.1%。
- 直投与海外业务发展迅速。**2011年上半年自营规模240亿元较年初增长14%,自营收入10亿元,同比增长209%,34%来自金融衍生工具投资。公司债券投资规模占比由年初的46%升至55%。自营风格较稳健。上半年利息收入10亿元同比增长68%,其中香港业务客户借款利息收入同比增长83%,占利息收入11%,利息收入占营业收入从去年同期的14%升至19%;境外业务实现1.71亿元利润,同比增长148%,利润贡献8%,公司拟于香港上市发行H股,国际战略已露端倪。公司增资直投子公司10亿元,在投项目27个,较年初增加9个项目。投资规模达15亿元,较年初增加88%。未来净利润可期。非经纪业务占比由去年同期的48%,上升为65%,在经纪业务收入下降的情况下,业绩稳步提升,得益于公司业务收入结构的持续优化。
- 估值:**假设2011年,市场日均股票成交额2500亿元,综合佣金率0.086%,自营收益率为9%,公司11年EPS为0.76元,对应13倍PE,估值较低,又因公司资本规模位于行业前列,海外业务拓展迅速,未来成长空间大,维持买入评级。(其他进一步点评见第2页)

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	9,940	9,768	10,804	12,114	13,888
Growth (%)	41.86%	-1.73%	10.61%	12.13%	14.65%
净利润	4,662	3,868	5,267	5,906	6,771
Growth (%)	37.72%	-17.02%	36.16%	12.13%	14.65%
每股收益(元)	0.6	0.4	0.6	0.7	0.8
每股净资产	5.3	5.8	6.3	6.9	7.6

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

20110630 13975

20110331 14065

20101231 13401

数据来源: 港澳资讯

相关研究

- 《国金证券:公司业务拓展受制于资本规模》8.25。
- 《光大证券:非经纪业务发力》8.24
- 《兴业证券:创新业务有待进一步拓展》8.23。
- 《中信证券:自营改善 海外布局》8.21。
- 《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

一、自营业务

2011年上半年自营规模240亿元较年初增长14%，自营收入10亿元，同比增长209%，34%来自金融衍生工具投资收益。公司债券类投资规模占比由年初的46%升至55%，自营中31%的债券投资作为质押式回购交易债券，放大了公司固定收益类的投资的杠杆，且交易性金融资产中3%是被套期保值的。伴随着一定风险，提高了收益能力，自营风格较为稳健。其收入占比从去年同期8%升至20%，浮亏3亿元。另外公司将设立专业子公司进行金融产品等投资业务，注册资本和经营规模均为30亿元，将扩大其自营的投资范围。另外公司下属子公司收益共3亿，占收入6%。

二、其他业务

（一）承销业务

上半年承销业务净收入5亿元，同比增长8%；公司融资258亿同比下降37%，目前行业排名10位较去年同期下降6位。

（二）资管业务

上半年资管业务收入实现4亿元，同比增长40%，目前资产净值24亿行业排名第18位。还有改善空间。而7月29日公司审议通过设立资产管理子公司注册资本增至10亿元，将会在未来推动资管业务的收入增长。

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	9,768	10,804	12,114	13,888	货币资金	58,318	64,150	70,565	77,621
手续费净收入	7,208	7,469	8,854	10,447	结算备付与保证金	22,882	22,132	24,294	26,672
代理买卖证券业务净收入	4,864	5,355	6,426	7,712	交易性金融资产	15,018	16,520	18,172	19,989
证券承销业务净收入	920	1,012	1,012	911	买入返售金融资产	2,120	13,609	13,609	13,609
资产管理业务净收入	1,457	2,068	2,672	3,458	可供出售金融资产	6,033	6,637	7,301	8,031
利息净收入	1,366	1,319	1,401	1,408	其他资产	11,041	13,251	13,279	13,310
投资收益及公允价值变动	1,160	2,016	1,860	2,033	资产总计	115,413	136,299	147,219	159,232
其他业务收入	34	0	0	0	短期借款	2,922	0	0	0
营业支出	-4,935	3,781	4,240	4,861	交易性金融负债	0	0	0	0
营业税金及附加	-422	540	606	694	衍生金融负债	0	0	0	0
业务及管理费	-4,512	3,241	3,634	4,167	卖出回购金融资产款	0	0	0	0
营业利润	4,833	7,022	7,874	9,028	代理买卖证券款	63,682	73,361	80,697	88,767
营业外收支	157	0	0	0	其他负债	3,192	10,655	9,219	7,407
利润总额	4,990	7,022	7,874	9,028	负债合计	69,796	84,015	89,916	96,174
所得税	-1,122	1,756	1,969	2,257	股本	8,228	8,228	8,228	8,228
净利润	3,868	5,267	5,906	6,771	归属母公司所有者权益	47,481	51,927	56,913	62,629
归属母公司所有者净利润	3,686	5,137	5,760	6,604	少数股东权益	326	356	390	430
少数股东损益	182	130	145	167	所有者权益合计	47,807	52,283	57,303	63,058
经营指标	2010A	2011E	2012E	2013E	风险指标	2010A	2011E	2012E	2013E
平均总资产收益率	3.12%	4.08%	4.06%	4.31%	净资本	44,946	48,758	53,514	58,977
平均净资产收益率	8.11%	10.34%	10.58%	11.05%	扣除代买卖证券款负债率	11.82%	16.93%	13.86%	10.51%
管理费用率	-46.19%	30.00%	30.00%	30.00%	自营规模/净资本	46.91%	47.57%	47.67%	47.58%
营业收入/总资产	8.27%	8.58%	8.55%	9.06%	权益自营规模/净资本	18.76%	23.78%	23.84%	23.79%
每股数据(元)	2010A	2011E	2012E	2013E	估值	2010A	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.45	0.62	0.70	0.80	市盈率	18.5	13.3	11.9	10.3
每股净资产	5.8	6.3	6.9	7.6	市净率	1.4	1.3	1.2	1.1

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 cuixiahong@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。