

宏源证券(000562)

研究员: 贾津生 执业证书编号: S0570511080003

☎ 025-83290953 ✉ jason1884@gmail.com

Ⓜ http://t.zhangle.com/4045

享有政策红利, 估值具备优势——公司深度研究报告

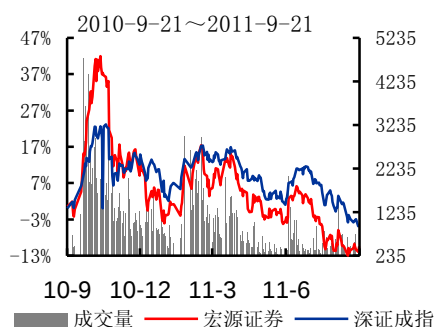
投资评级: 推荐(维持)

证券 II

当前价格(元): 14.50

目标价格(元): 17

股价走势图



相关研究

1 《宏源证券(000562):10 年业绩逆市上涨》2011.3

投资要点:

- ◆ **受益于区域振兴。**资本市场是新疆经济的跨越式发展重要的支撑体系之一。公司作为新疆本土券商, 充分享有新疆区域振兴带来的政策红利。目前, 公司投行业务在新疆已经储备了一些项目, 财务顾问和承销保荐业务将会较好的受益于新疆区域振兴。
- ◆ **佣金率下降趋缓。**公司股基市场份额 1.29%, 市场份额基本稳定。上半年佣金率 0.106%, 下降趋势已经明显减缓。公司在新疆地区拥有较高的市占率, 由于地域和成本等原因, 竞争相对缓和。考虑到不少券商已经加大了对新疆地区的投入, 公司佣金率未来仍有一定的下降空间。
- ◆ **自营业务稳健为主。**公司秉承稳健的经营风格, 截止到上半年, 自营资产(可供出售金融资产+交易性金融资产) 70 亿元左右, 配置上以债券及其他固定收益类证券为主, 上半年投资收益率 4.22%。
- ◆ **资管起步晚, 空间大。**公司于 2009 年成立了第一只集合理财产品, 目前资管规模达到了 45.71 亿元, 在上市券商中排名第 7。随着政策的放宽, 公司将加大在资管业务方面的投入, 增加理财产品的种类和数量, 提高资产规模水平。
- ◆ **估值与评级。**预计公司 11、12、和 13 年 EPS 分别为 0.77、0.93 和 1.01 元。综合按照市盈率估值法、分部估值法和总市值/经纪业务市场份额估值法, 我们认为公司合理估值为 17 元, 给予“推荐”评级。

公司基本资料

总股本(万)	146120.42
流通 A 股(万)	146116.73
52 周内股价区间(元)	13.92-23.9
总市值(亿)	211.87
总资产(亿)	238.08
每股净资产(元)	5.10

主要经营指标预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	33.05	29.30	35.23	8.4
+/-%	0.00	-11.35%	20.24%	9.20%
净利润(百万)	1306.38	1,130.11	1,357.61	1,482.95
+/-%	13.44	-13.15%	20.13%	9.23%
EPS(元)	0.89	0.77	0.93	1.01
P/E	16.29	18.83	15.59	14.36

目 录

一、主要观点	4
二、优化网点布局，市场份额稳定	4
1. 市场份额保持稳定	4
2. 植根新疆，放眼全国	5
3. 佣金率下滑趋势减缓，但仍有下降空间	7
三、一级市场景气，投行水涨船高	8
1. 投行业务水涨船高	8
2. 债券承销走在券商前列	10
3. 有望受益于新疆经济跨越式发展	11
四、自营业务稳健为主	11
五、资管业务起步晚，业绩贡献较小	13
六、融资融券业务快速成长	14

图表目录

图表 1: 股基市场份保持稳定.....	5
图表 2: 股基市场份额位居上市券商中游.....	5
图表 3: 新疆地区市场交易份额.....	6
图表 4: 公司疆内交易额及市场份额.....	6
图表 5: 公司疆外交易额及市场份额.....	6
图表 6: 公司在疆外各地区市场份额.....	6
图表 7: 公司疆内外营业网点数量.....	7
图表 8: 公司营业网点地区分布.....	7
图表 9: 公司季度及累计佣金率.....	7
图表 10: 上市券商一季度及半年佣金率.....	7
图表 11: 公司投行业务净收入及占比.....	8
图表 12: 上市券商股票承销规模(亿元).....	9
图表 13: 11 年 7 月上市券商保荐人数量.....	9
图表 14: 公司 IPO 承销家数.....	10
图表 15: 公司 IPO 承销规模.....	10
图表 16: 公司债券承销规模及市场份额.....	10
图表 17: 2011 上半年债券承销排名.....	10
图表 18: 公司债募集规模及市场份额.....	11
图表 19: 企业债募集规模及市场份额.....	11
图表 20: 公司自营收益及收入占比.....	12
图表 21: 公司自营资产规模及占净资本比重.....	12
图表 22: 公司交易性金融资产配置.....	13
图表 23: 权益类及固定收益类资产比重.....	13
图表 24: 公司集合理财产品.....	13
图表 25: 上市券商资管业务规模及产品数量.....	14
图表 26: 融资融券余额.....	14
图表 27: 融资融券余额占 A 股流通市值比重.....	14
图表 28: 公司融资融券市场份额.....	15
图表 29: 2010 上市券商两融利息收入.....	15
图表 30: 11 年上半年上市券商两融利息收入.....	15
图表 31: 盈利预测关键假设.....	16
图表 32: 公司盈利预测.....	16

一、主要观点

我们给予宏源证券推荐评级，认为如果市场企稳转暖，公司股价有望超越市场 5-20%，其主要理由如下：

1. 估值具有优势。我们认为公司当前股价对应的 11 年市场日均成交量仅为 1200 亿元。在不考虑再融资的情况下，预计公司 11 年 EPS 为 0.79 元，目前股价对应的 PE 为 18x，PB 为 2.6x，而券商板块整体估值为 23x，其中可比中型券商的估值在 25x 左右，目前公司的估值水平具有较好的优势。

2. 收入结构逐步优化。在整个券商行业寻求转型突破的环境下，公司收入结构逐步优化。传统经纪业务收入占比由 09 年的 73.24% 降至今年上半年的 43.58%。与此同时，投行业务收入占比由 09 年的 4.51% 增至今年上半年的 17.95%；自营业务比重由 09 年的 12.49% 上升至今年上半年的 16.63%。

3. 受益于新疆区域振兴。资本市场是新疆经济的跨越式发展重要的支撑体系之一。公司作为新疆本土券商，充分享有新疆区域振兴带来的政策红利。包括通过投资银行在新疆培育优质上市资源，支持新疆优质企业 IPO 和再融资；推动新疆上市公司并购重组、鼓励大股东注入优质资产；监管部门对新疆优质企业上市在土地、环评、项目审核中开辟绿色通道等。公司投行业务在新疆已经储备了一些项目，财务顾问和承销保荐业务将会较好的受益于新疆区域振兴。

4. 积极拓展疆外市场。公司经纪业务在疆内一直处于垄断优势地位，10 年公司在疆内市场份额达 59.76%，目前疆内佣金保护主义还较强，但是财富水平和投资意识仍然偏低。因此，公司控制了疆内设点速度，转而积极拓展疆外市场。近年来疆外股基交易额占比一直处于稳步上升的态势，10 年公司疆外市场交易量占公司总交易量的 68.3%。

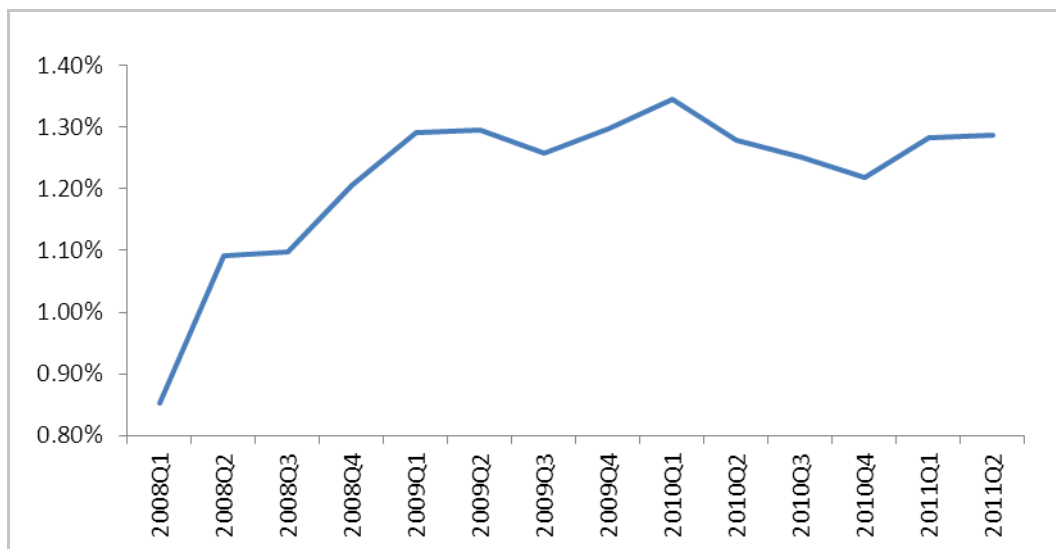
可能的风险：上半年公司佣金率 0.106%，下降趋势已经明显减缓。公司目前在新疆地区拥有较高的市占率，由于地域和成本等原因，竞争环境相对缓和，目前公司佣金率水平在上市券商中排名第 4。然而，我们对这种保护性地方佣金仍持观望态度，特别是在新疆大发展的背景下，不少券商已经加大了对新疆地区的投入，这对公司维持目前的市场份额和佣金水平带来了一定的威胁。

二、优化网点布局，市场份额稳定

1. 市场份额保持稳定

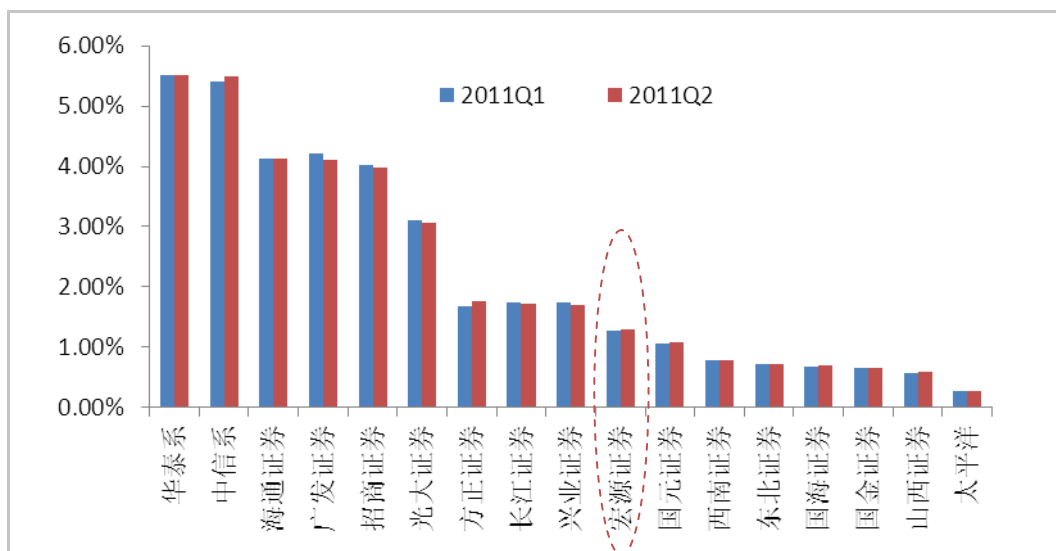
证券行业在过去三年出现了深幅调整，同质化竞争的结果是惨痛的价格战。我们看到，无论是降低佣金还是地方政策壁垒，保住市场份额是各家券商的一致诉求。在激烈竞争的洗礼下，公司市场份额近两年来已经稳定在 1.3% 左右的水平，在上市券商中与长江证券、兴业证券、国元证券同属于中型券商。2011 年二季度，公司股基市场份额 1.29%，拥有营销人员 2000 余人。

图表 1: 股基市场份保持稳定



资料来源: Wind, 华泰证券

图表 2: 股基市场份额位居上市券商中游

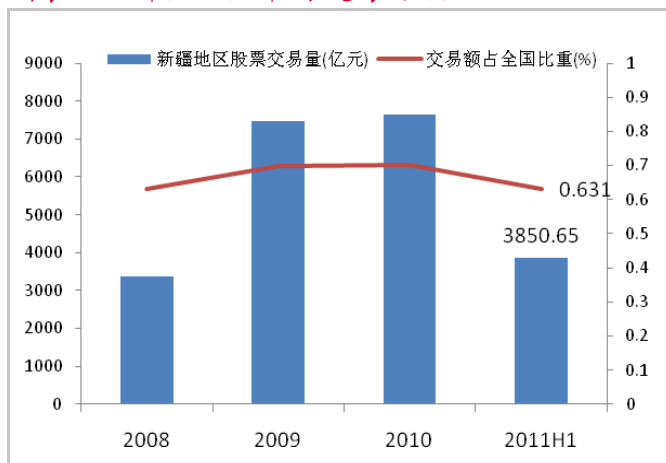


资料来源: Wind, 华泰证券

2.植根新疆，放眼全国

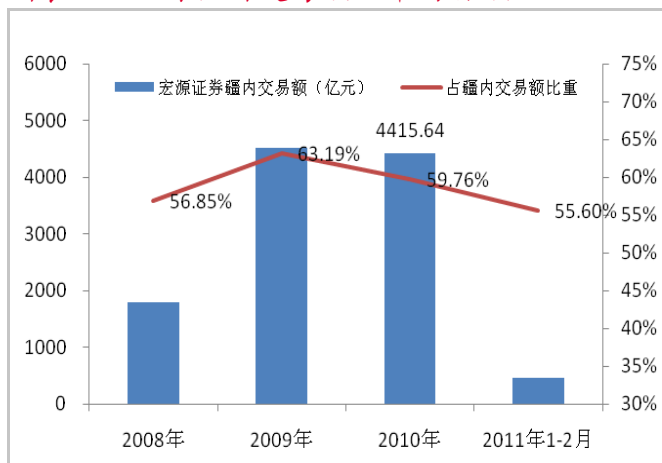
公司是国内首家上市券商，也是新疆第一家上市企业，前身为新疆宏源信托，2000年9月整体改组为证券公司。长期以来，公司在新疆地区的市场份额始终保持在60%左右，2009年公司疆内的市场份额一度达到了63.19%。2011年上半年新疆地区交易量占市场成交量的0.631%，由于疆内财富水平和投资意识仍然偏低，公司对经纪业务布局逐步进行优化，适当控制了疆内设点速度，通过新设或搬迁营业网点，积极拓展疆外市场。我们看到随着部分营业部迁至疆外，以及部分券商加大对新疆地区的投入，目前公司的疆内市场份额有所下滑，但仍保持较强的垄断优势。

图表 3: 新疆地区市场交易份额



资料来源: Wind, 华泰证券

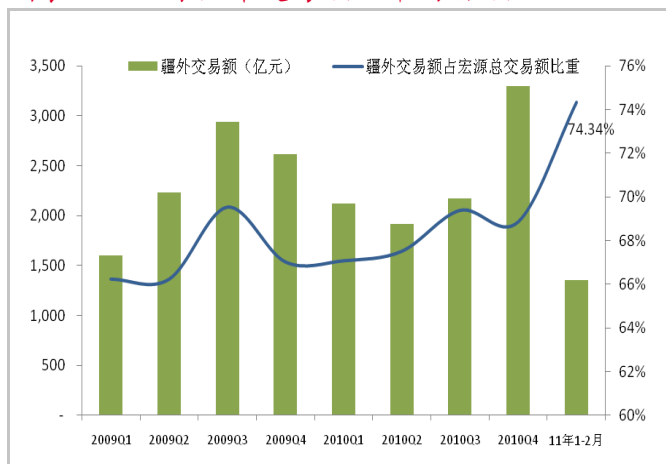
图表 4: 公司疆内交易额及市场份额



资料来源: Wind, 华泰证券

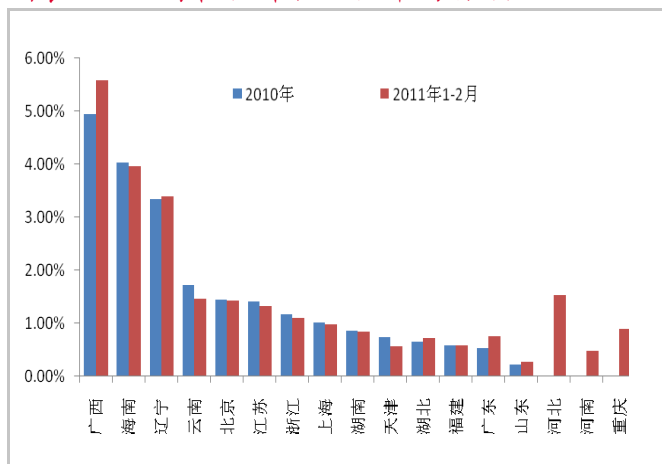
近年来疆外股基交易额占公司总交易额比例一直处于稳步上升的态势,由09年一季度的66.24%,上升至10年四季度的68.87%,今年1-2月疆外交易额占比达到了74.34%。截至今年2月,公司在广东、广西、辽宁等地市场份额分别为0.75%、5.58%、3.4%,较去年年底都有一定程度的增长;在江苏、上海、北京等相对饱和地区,市场份额保持稳定;而在新设营业部的河南、河北、重庆等市场份额也分别达到了0.47%、1.52%、0.88%。

图表 5: 公司疆外交易额及市场份额



资料来源: Wind, 华泰证券

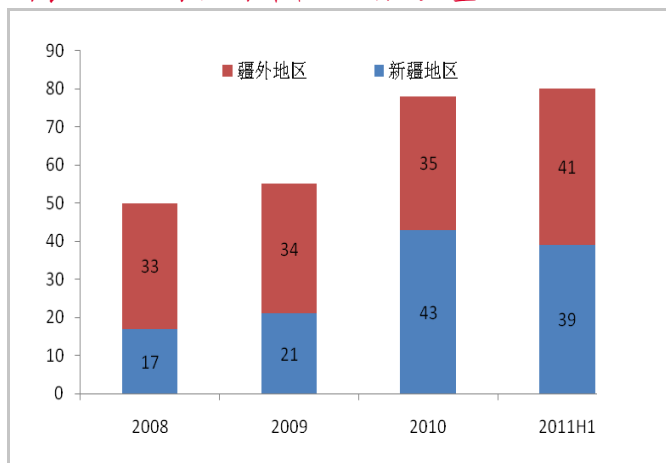
图表 6: 公司在疆外各地区市场份额



资料来源: Wind, 华泰证券

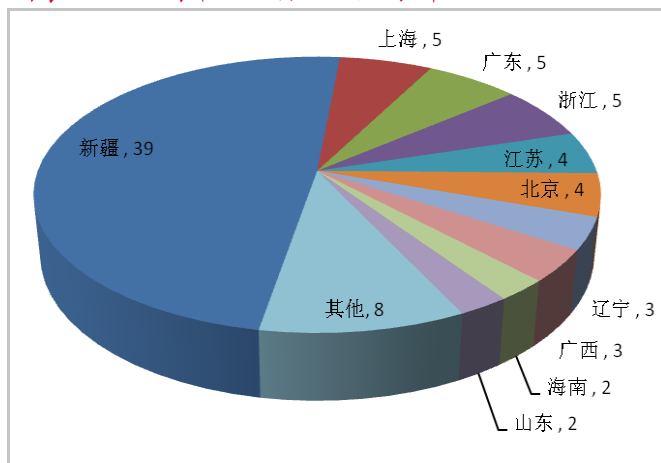
08年以来,公司持续进行营业网点新设和优化布局。08年公司拥有50家营业部以及17家服务部,10年公司新设及升级营业部25家,截至2011年上半年,公司累计网点数量达到了80家,另有4家已获批准筹建。通过营业网点新设和搬迁,以及完成服务部升级,逐步提高营业网点覆盖率,保持经纪业务市场份额及竞争力。

图表 7: 公司疆内外营业网点数量



资料来源: Wind, 华泰证券

图表 8: 公司营业网点地区分布



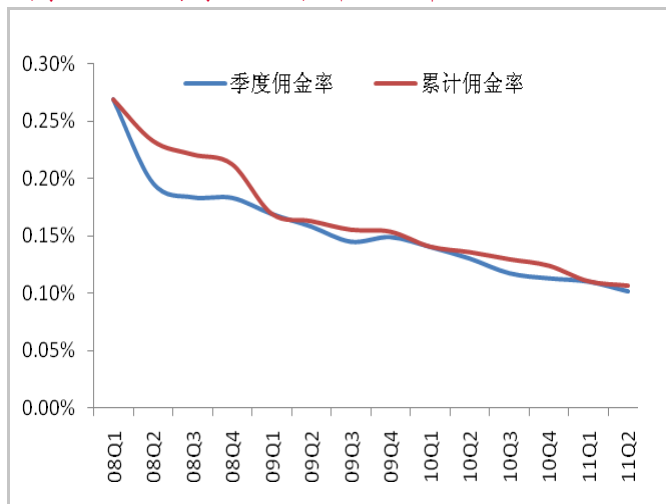
资料来源: Wind, 华泰证券

3. 佣金率下滑趋势减缓, 但仍有下降空间

在激烈的市场竞争环境下, 过去三年券商的经纪业务佣金率水平都一直处于下降趋势。公司今年一季度佣金率为 0.11%, 而上半年的佣金率水平为 0.106%, 下降趋势已经明显减缓。公司在新疆地区拥有较高的市占率, 由于地域和成本等原因, 竞争相对缓和, 目前公司佣金率水平在上市券商中排名第 4。

随着各地方相继出台佣金政策, 以及各大券商积极探索投顾体系以改变传统经纪业务收入模式, 佣金率下滑趋势在二季度逐渐放缓。然而, 我们对这种保护性地方佣金政策仍持观望态度, 特别是在新疆大发展的背景下, 不少券商已经加大了对新疆地区的投入, 这对公司维持目前的佣金水平带来了一定的威胁。因此, 我们认为在经纪业务转型没有突破性进展的背景下, 虽然公司佣金率下滑趋势减缓, 但未来仍有一定的下降空间。

图表 9: 公司季度及累计佣金率



资料来源: Wind, 华泰证券

图表 10: 上市券商一季度及半年佣金率



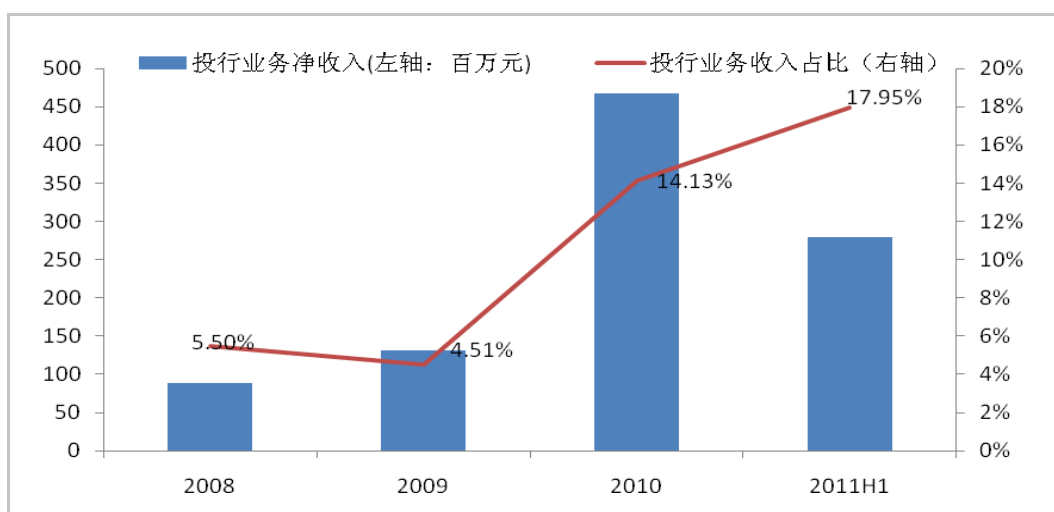
资料来源: Wind, 华泰证券

三、一级市场景气，投行水涨船高

1. 投行业务水涨船高

一级市场景气，公司的投行业务近年来水涨船高。08年公司投行收入为8793万元，占当年总营业收入的5.5%；09年投行业务收入为1.32亿元，同比增长了49.6%，占当年营业收入的4.51%；10年在一级市场发行高景气度的背景下，公司投行收入达到了4.67亿元，同比翻了近三番，占当年公司营业收入比重达到14.13%。11年上半年投行收入为2.79亿元，同比小幅下滑8.9%，占营业收入比重上升至17.95%。

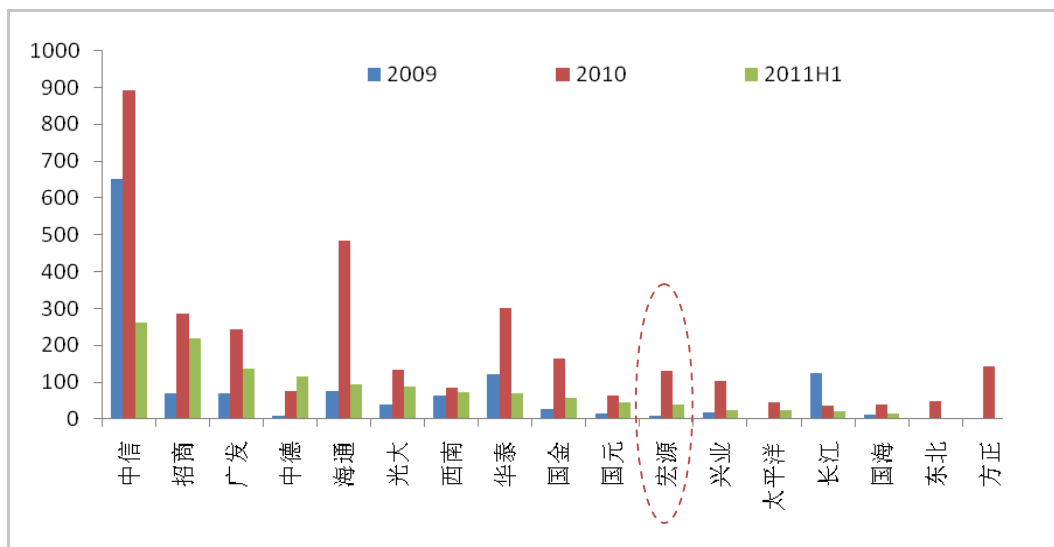
图表 11：公司投行业务净收入及占比



资料来源：Wind，华泰证券

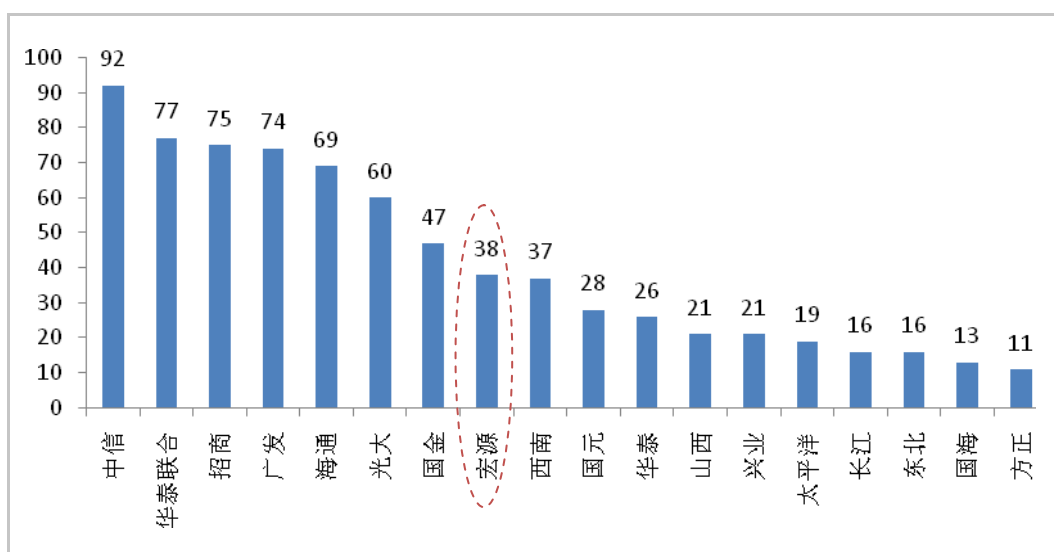
10年公司完成股票承销项目11家，承销规模131.15亿元，在上市券商中排名第9；11年上半年公司完成股票承销项目6家，承销规模37.94亿元，在上市券商中排名第11。10年年底公司的投行人员171人，占全部员工数量的5.1%，同比增长了18.75%。截止11年7月投行业务保荐人38名，在上市券商中排名第8，充足的人才资源为了公司投行业务的扩张提供了良好的基础。

图表 12: 上市券商股票承销规模 (亿元)



资料来源: Wind, 华泰证券

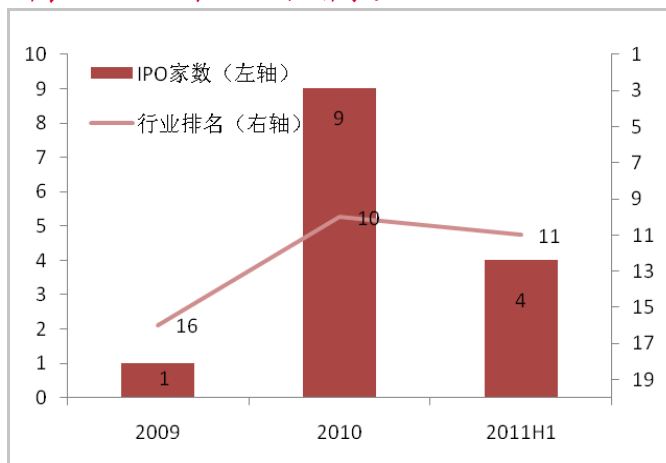
图表 13: 11 年 7 月上市券商保荐人数量



资料来源: 证监会, 华泰证券

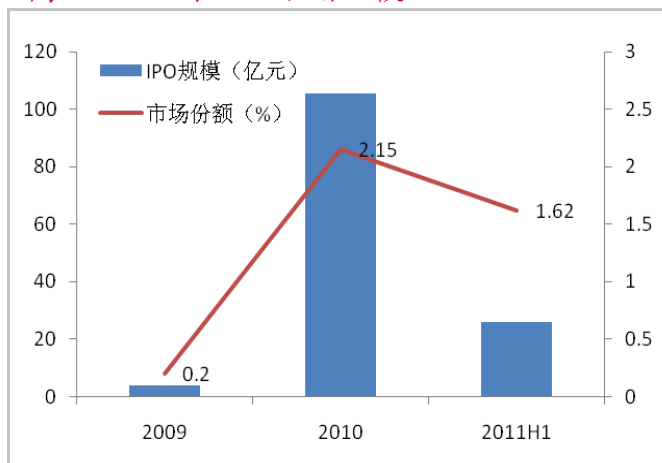
10 年公司完成 IPO 承销项目 9 家, 在所有券商投行中排名第 10; 11 年上半年共完成 IPO 项目 4 家, 排名第 11。10 年公司 IPO 承销规模达到了 105.37 亿元, 市场份额为 2.15%; 11 年上半年承销规模达 25.99 亿元, 市场份额为 1.62%, 比去年略有下降。公司主要的 IPO 项目以中小板以及创业板为主, 项目集中于石油化工、生物医药以及有色金属等。

图表 14: 公司 IPO 承销家数



资料来源: Wind, 华泰证券

图表 15: 公司 IPO 承销规模

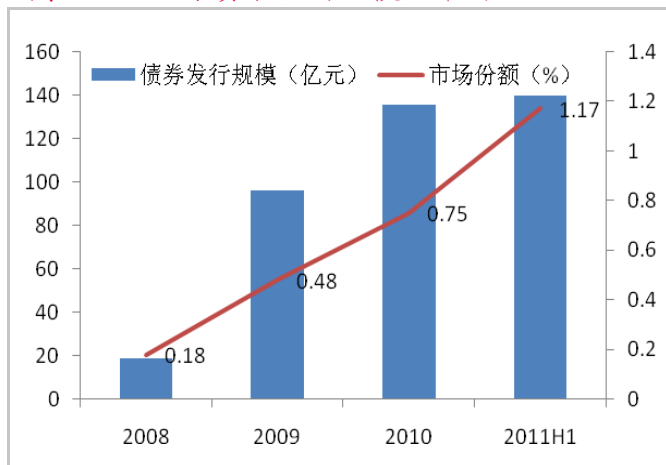


资料来源: Wind, 华泰证券

2. 债券承销走在券商前列

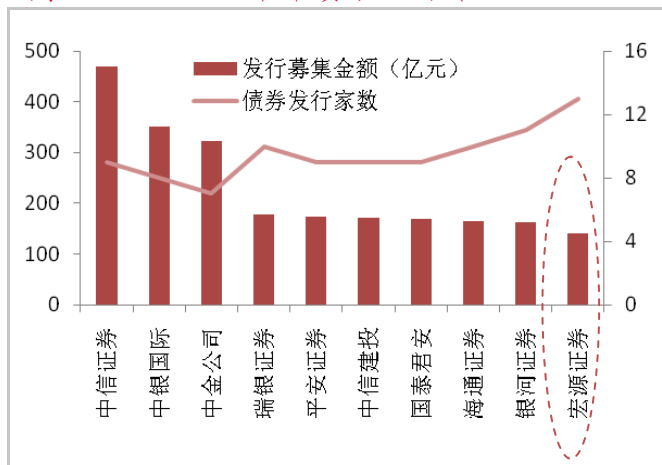
2008 年以来,公司在债券承销方面一直保持这迅速扩张的势头。10 年公司的债券承销规模达到了 135.63 亿元,市场份额达到了 0.75%,同比增长了 41.28%。今年上半年公司完成债券承销 139.5 亿元,超过去年全年的承销规模,市场份额达到了 1.17%,在所有券商中排名第 10,在上市券商中排名第三。

图表 16: 公司债券承销规模及市场份额



资料来源: Wind, 华泰证券

图表 17: 2011 上半年债券承销排名

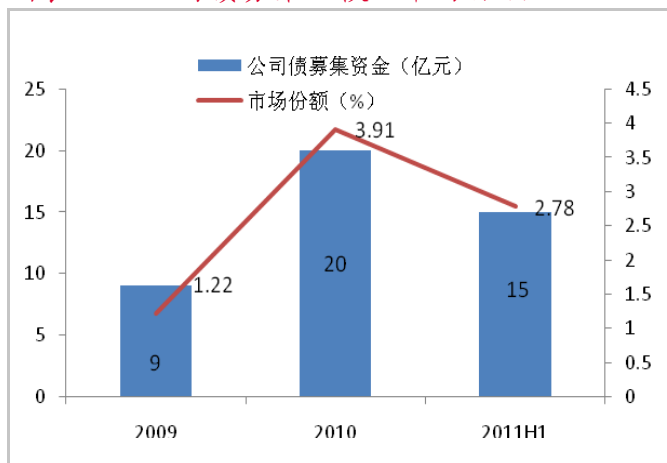


资料来源: Wind, 华泰证券

10 年公司完成公司债承销 2 家,承销规模达 20 亿元,市场份额 3.91%,券商中排名第 6;今年上半年已完成公司债承销 2 家,承销规模达 15 亿元,市场份额 2.78%,上市券商中排名略降 2 位。

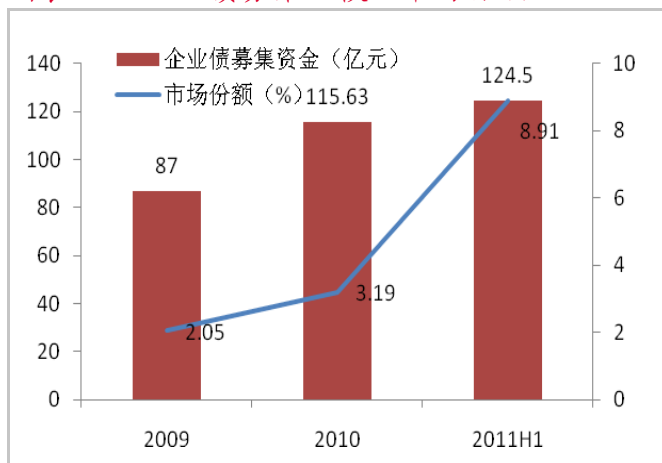
公司在企业债承销能力方面超过了部分大型券商,名列前茅。在 08 年公司企业债承销规模仅有 8 亿元,市场份额仅占 0.34%。而从 09 年开始,公司在企业债承销方面取得了突破性的发展,承销规模达到了 87 亿元,市场份额为 2.05%;今年上半年企业债承销规模已经达到了 124.5 亿元,超过了去年全年的 115.63 亿元,市场份额增至 8.91%,从承销规模来看公司仅次于银河证券位居第 2。

图表 18: 公司债募集规模及市场份额



资料来源: Wind, 华泰证券

图表 19: 企业债募集规模及市场份额



资料来源: Wind, 华泰证券

3.有望受益于新疆经济跨越式发展

新疆区域振兴需要解决与之配套的生产要素问题，资本市场是新疆经济的跨越式发展重要的支撑体系之一。包括通过投资银行在新疆培育优质上市资源，支持新疆优质企业 IPO 和再融资；推动新疆上市公司并购重组、鼓励大股东注入优质资产；监管部门对新疆优质企业上市在土地、环评、项目审核中开辟绿色通道等。

在政策倾斜的同时，新疆维吾尔自治区于 10 年启动了“百家成长性企业政府培育工程”，经过筛选和评级的 100 多家非上市公司将享受地区政府在税收、土地、资源以及环保等方面的优惠与支持。同时针对国家和地方的产业发展规划，进一步优化产业结构，加大资源整合，区政府支持上市公司进行并购、重组和集团整体上市，以扩大经营规模，实现产业整合。

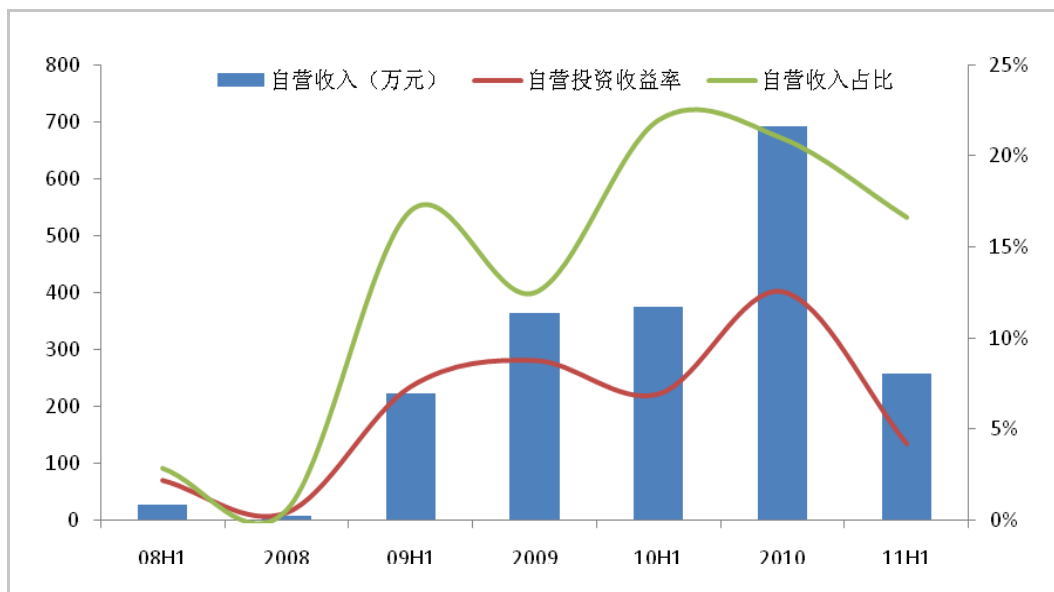
截止今年上半年，新疆地区已有 1 家公司成功上市，另有 4 家企业 IPO 申请获证监会受理，此外还有 12 家企业筹划向证监会上报 IPO 申请材料。

当然，我们还没有从财报中看到公司新疆地区投行业务对公司业绩的贡献。在调研中，我们了解到公司已经成立了相关小组，积极参与到新疆地区的企业的顾问及融资工作中，并且在新疆已经储备了一些项目。预计公司投行的财务顾问和承销保荐业务将会较好的受益于新疆区域振兴。

四、自营业务稳健为主

公司秉承稳健的经营风格，特别实在 10 年，在整体市场不景气和部分券商出现亏损的背景下，公司的自营业务收入为 6.93 亿元，同比增长 89%，年化收益率为 12.56%。与此同时，自营收入在公司总营业收入的比重也在不断增加，由 08 年的 0.54% 上升至 09 年末的 12.5%，而 10 年占公司营业收入 20.97%。今年上半年实现收入 2.59 亿元比重为 16.63%，投资回报率 4.22%。

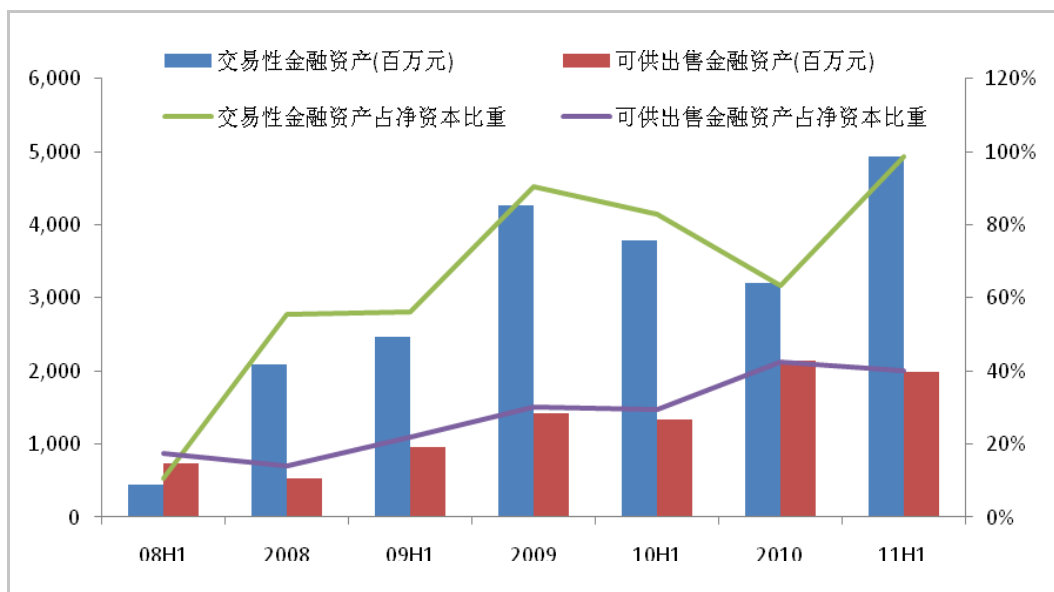
图表 20: 公司自营收益及收入占比



资料来源: Wind, 华泰证券

近年来，在保持相对谨慎的前提下，公司自营资产逐年增加。09年公司交易性金融资产达到了42.61亿元，同比增加了104.1%；可供出售金融资产规模达到了14.18亿元，同比增长了165.31%。10年公司交易性金融资产为32.06亿元，规模略有下降，但可供出售金融资产规模同比增长了50%；而今年上半年交易性金融资产规模49.24亿元，超过了09年末的资产规模，可供出售金融资产较去年年末有小幅下滑。从整体来看，在公司自营规模处于增长趋势。

图表 21: 公司自营资产规模及占净资本比重

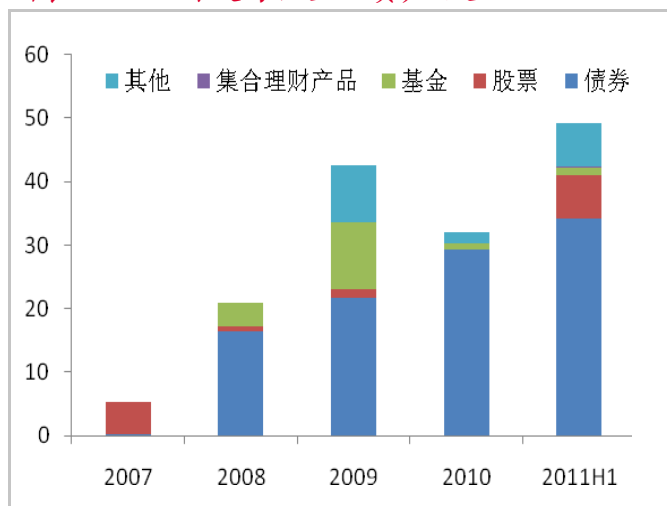


资料来源: Wind, 华泰证券

从交易性金融资产的构成来看，基金以及固定收益类证券的投资是近年来资产规模增长的主要原因；

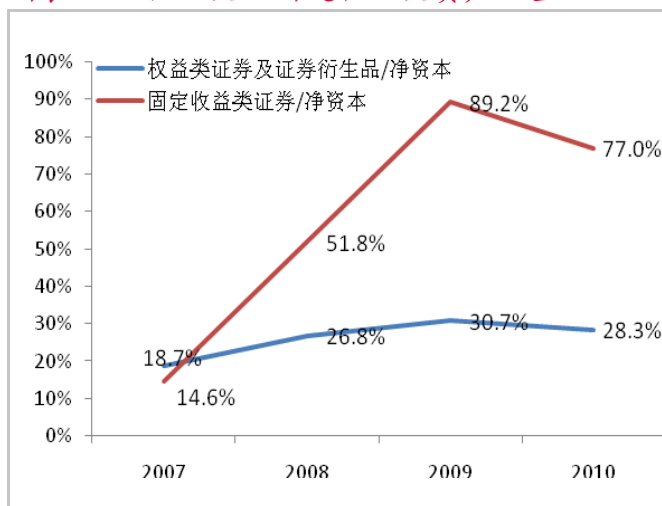
而今年上半年公司增加了一些股票的投资,适当提高了自营资产的规模。从近几年的公司资产配置来看,相对偏于谨慎,主要资产配置于债券及其他固定收益类证券。

图表 22: 公司交易性金融资产配置



资料来源: Wind, 华泰证券

图表 23: 权益类及固定收益类资产比重



资料来源: Wind, 华泰证券

五、资管业务起步晚, 业绩贡献较小

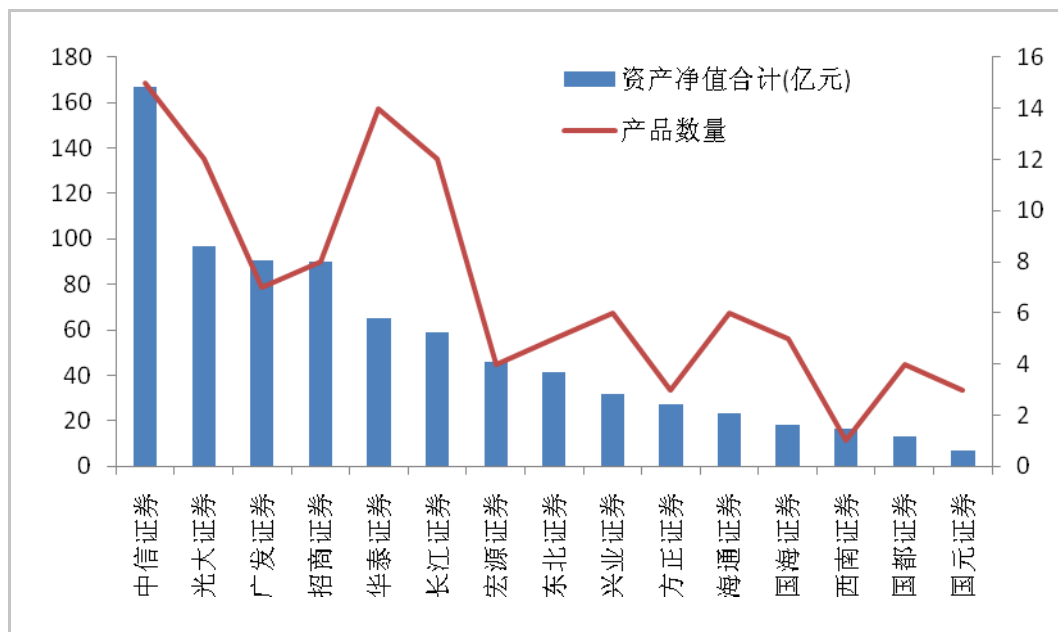
公司于 2009 年成立了第一只集合理财产品——“宏源一号”(宏源内需成长集合资产管理计划), 成立规模为 28.45 亿份, 在当年同期发行产品中规模排名第 2。截止最新日期, 公司资管规模达到了 45.71 亿元, 在上市券商中排名第 7, 平均资产规模达到了 11.43 亿元。

图表 24: 公司集合理财产品

产品简称	成立日期	成立规模(亿份)	最新净值		最新份额(亿份)		最新资产净值(亿元)	
			截至日期	份额净值	截至日期	份额	截至日期	资产净值
宏源内需成长	2009-7-6	28.45	2011-9-1	0.9767	2011-6-30	10.12	2011-6-30	10.1388
宏源金之宝	2010-8-23	14.83	2011-8-31	0.9329	2011-6-30	5.07	2011-6-30	4.7539
宏源 3 号	2011-3-21	31.85	2011-9-1	0.8979	2011-6-30	29.28	2011-6-30	27.2609
宏源新兴成长	2011-7-1	3.56	2011-9-1	0.9823	2011-7-1	3.56	2011-7-1	3.5637

资料来源: Wind, 华泰证券

图表 25: 上市券商资管业务规模及产品数量



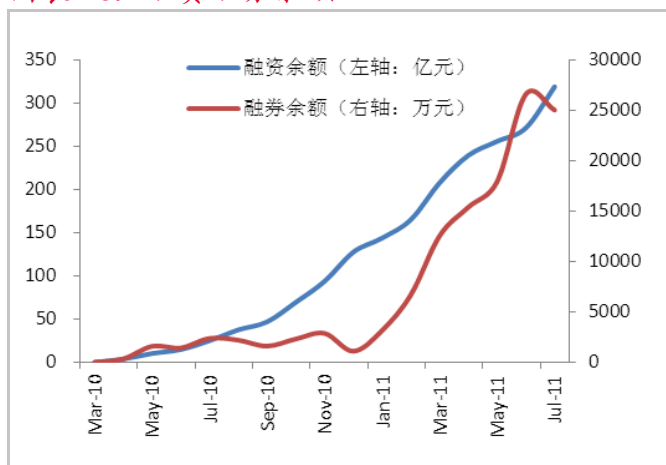
资料来源: Wind, 华泰证券

公司在资产管理业务方面处于起步阶段，而整个券商资产管理业务也正处于一个转折点。随着政策的放宽，预计公司将加大在资管业务方面的投入，增加理财产品的种类和数量，提高资产规模水平，进而逐步提高资管业务收入在营业收入中的比重。

六、融资融券业务快速成长

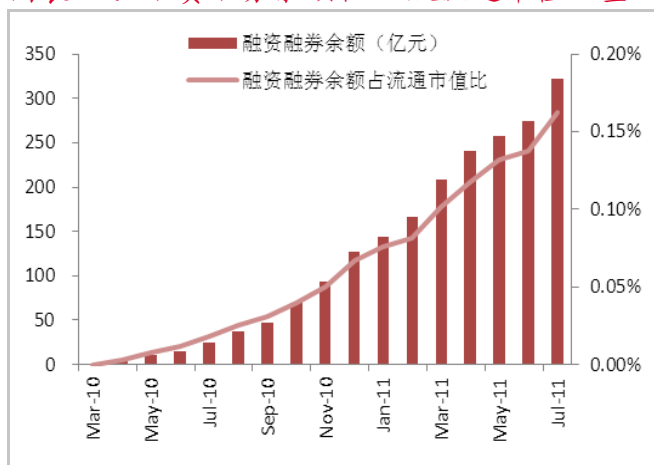
公司于 10 年 12 月取得融资融券业务资格，成为第三批融资融券业务的试点券商之一。目前整个市场的融资融券余额总量达到了 343.57 亿元。随着融资融券业务的转常规化，以及转融通的推出预期，预计未来两市融资融券余额有望突破 600 亿元。

图表 26: 融资融券余额



资料来源: Wind, 华泰证券

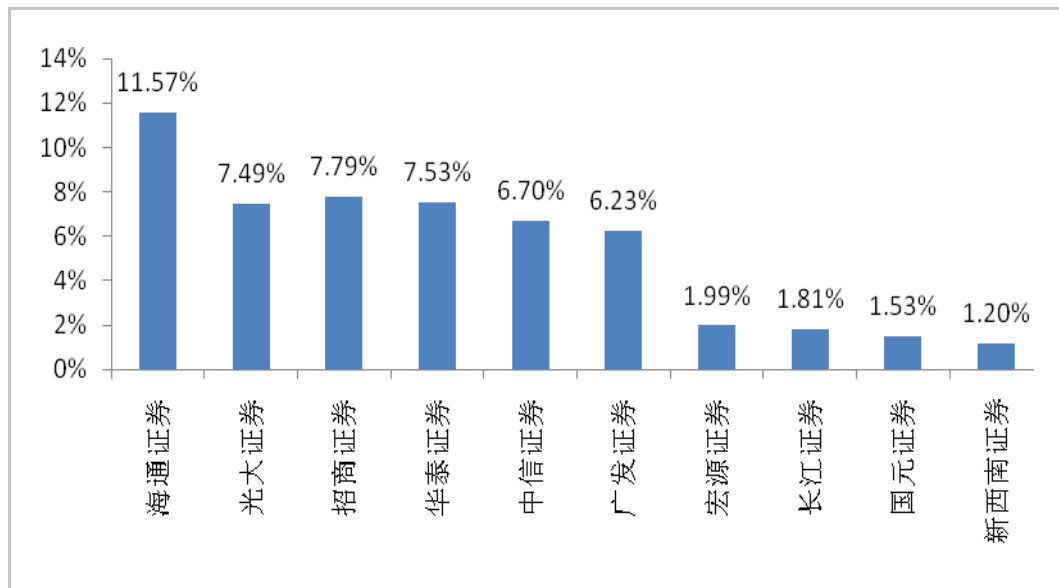
图表 27: 融资融券余额占 A 股流通市值比重



资料来源: Wind, 华泰证券

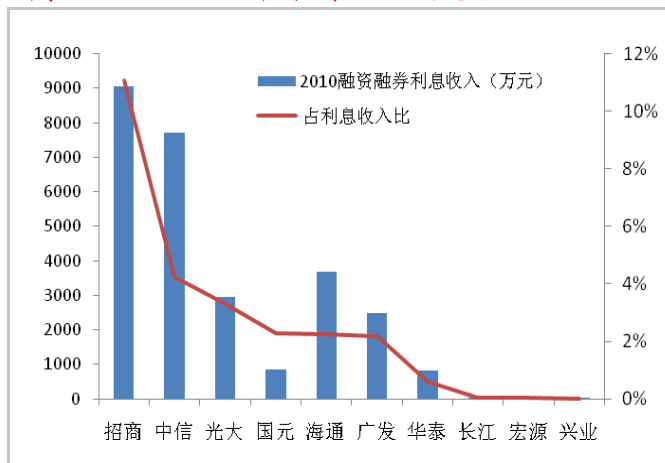
而随着融资融券业务的逐步推广，公司在市场中的份额也逐步提高。截止今年7月，公司的融资融券余额占市场总量的1.99%，环比上涨0.02个百分点，而融资融券余额的增长直接带来了利息收入的增长。公司10年12月开展融资融券业务，一个月来实现利息收入6.27万元，占利息收入的0.025%；而今年上半年实现融资融券利息收入1027.2万元，占利息收入的11.66%，在上市券商利息收入占比中排名第6。

图表 28：公司融资融券市场份额



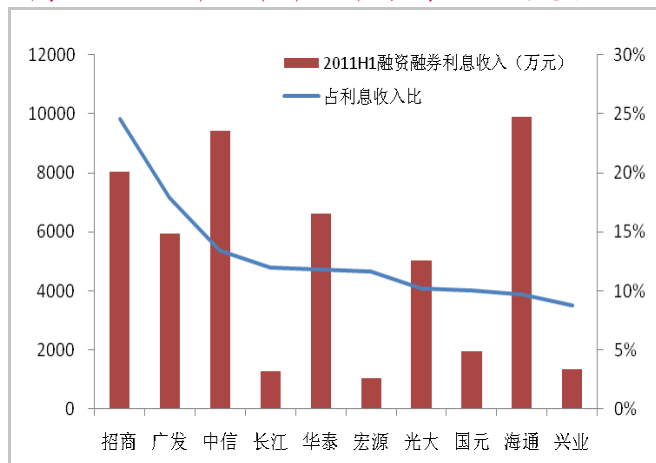
资料来源：Wind，华泰证券

图表 29：2010 上市券商两融利息收入



资料来源：Wind，华泰证券

图表 30：11 年上半年上市券商两融利息收入



资料来源：Wind，华泰证券

图表 31: 盈利预测关键假设

假设	2010	2011H1	2011E	2012E	2013E
日均市场交易量(亿元)	2,315.22	2,063.00	1,950	2,350	2,750
市场单边交易量(亿元)	564,913	245,501.38	475,800	573,400	671,000
公司股基交易额(亿元)	13,930.4	63,72.2	12,228.1	14,376.4	17,244.7
市场份额(%)	1.265	1.285	1.285%	1.285%	1.285%
佣金水平	0.124%	0.106%	0.100%	0.090%	0.080%
利息/营业收入	9.29%	12.99%	13.00%	13.50%	14.00%
投资收益/自营资产	10.05%	3.72%	6.50%	8.00%	9.00%
营业税金/营业收入	5.34%	5.42%	5.42%	5.42%	5.42%
费用/营业收入比	41.20%	42.08%	43.00%	43.00%	43.00%
实际所得税率	0.2536	0.2462	0.25	0.25	0.25
平均资产管理规模(万)	232,900	456,200	400,000	500,000	600,000
资产管理费用率	2.49%	0.38%	1.2%	1.2%	1.2%

资料来源: 华泰证券

图表 32: 公司盈利预测

(百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	3,304.72	2,930.72	3,522.69	3,846.67
手续费及佣金净收入	2,441.36	2,299.67	2,667.64	2,823.53
代理买卖证券业务净收入	1,724.92	1,222.81	1,326.27	1,379.58
证券承销业务净收入	467.11	798.90	1,014.60	1,089.60
受托客户资产管理业务净收入	58.09	48.00	60.00	72.00
利息净收入	160.2	158.96	179.05	193.14
自营收入	692.85	452.08	656.00	810.00
投资净收益	717.81			
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益				
公允价值变动净收益	-24.96			
汇兑净收益	-2.71	-	-	-
其他业务收入	13.01	20.00	20.00	20.00
二、营业支出	1,565.08	1,422.06	1,708.68	1,865.56
营业税金及附加	176.42	158.85	190.93	208.49
管理费用	1,361.41	1,260.21	1,514.75	1,654.07
资产减值损失	24.69	0	0	0
其他业务成本	2.56	3	3	3
三、营业利润	1,739.64	1,508.67	1,814.00	1,981.11
加: 营业外收入	13.54	0.15	0.15	0.15
减: 营业外支出	3.02	2.00	4.00	4.00
四、利润总额	1,750.15	1,506.82	1,810.15	1,977.26
减: 所得税	443.77	376.70	452.54	494.32

五、净利润	1,306.38	1,130.11	1,357.61	1,482.95
减：少数股东损益		-	-	-
归属于母公司所有者的净利润	1,306.38	1,130.11	1,357.61	1,482.95
六、每股收益：				
(一) 基本每股收益(元)	0.89	0.77	0.93	1.01

资料来源：华泰证券

假设 11 年、12 年、13 年市场日均成交量 1950、2350 和 2750 亿元；佣金率水平分别为 0.1%、0.09% 和 0.08%；自营收益率分别为 6.5%、8%、9%。预计公司 11 年、12 年、和 13 年 EPS 分别为 0.77、0.93 和 1.01 元。

根据市盈率估值法，按照行业平均，给予公司 11 年 23 倍 PE，合理估值为 17.71 元；采用分部估值法，除去自营业务的收益后，11 年 EPS 为 0.59 元，给予 20 倍 PE，非自营业务估值为 11.8 元；自营部分预计资产规模将达到 75 亿元，对应每股自营资产为 5.1 元，给予 1.05 倍 PB，自营业务估值为 5.36 元，合理估值为 17.16 元；采用总市值/经纪业务市场份额法，选取可比国元、方正、兴业、长江作为基准，合理估值为 16.35 元。综上所述，我们认为公司合理估值为 17 元，给予“推荐”评级。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现 20% 以上；

推荐：相对强于市场表现 5% ~ 20%；

观望：市场表现在 -5% ~ +5% 之间波动；

卖出：相对弱于市场表现 5% 以下。

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。