

## 金融证券业 (440301)

报告原因：股改完成复牌交易

2007年08月27日

市场数据：2007年08月24日

|             |             |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元)      | 16.34       |
| 一年内最高/最低(元) | 16.34/8.83  |
| 上证指数/深证成指   | 5108/17865  |
| 市净率         | 5.52        |
| 息率%(分红/股价)  | -           |
| 流通市值(万元)    | 112622.9353 |

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2006年12月31日

|             |            |
|-------------|------------|
| 每股净资产(元)    | 2.96       |
| 资产负债率%      | 15.24      |
| 总股本/流通A股(万) | 16213/6892 |
| 流通B股/H股(万)  | 0/0        |

## 相关研究

### 分析师

孙健，励雅敏

[sunjian@sw108.com](mailto:sunjian@sw108.com) [liyamin@sw108.com](mailto:liyamin@sw108.com)

### 联系人

胡浩平

(8621)63295888×450

[huhaoping@sw108.com](mailto:huhaoping@sw108.com)

地址：上海市南京东路99号

电话：(8621) 63295888

上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.sw108.com>

# 东北证券 (000686)

增持

合理价值位于 48.79 元，建议积极增持

首次覆盖

公司研究/深度研究

### 盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

|       | 主营收入 | 增长率   | 净利润  | 增长率 | 每股收益  | 主营利润率 | 净资产收益率 | 市盈率 |
|-------|------|-------|------|-----|-------|-------|--------|-----|
| 2005  | 251  | -14.0 | -59  | Na  | -0.06 | -20   | -15    | Na  |
| 2006  | 514  | 105   | 123  | Na  | 0.12  | 24    | 24     | 136 |
| 2007E | 2406 | 368   | 1074 | 775 | 1.85  | 62    | 72     | 9   |
| 2008E | 2961 | 23    | 1331 | 24  | 2.29  | 60    | 52     | 7   |
| 2009E | 3317 | 12    | 1509 | 14  | 2.60  | 61    | 40     | 6   |

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

### 投资要点：

●S 锦六陆股改方案为将东北证券资产置入、将石化类资产置出、并由非流通股东向流通股东定向转增。公司 8 月 27 日复牌交易并正式改名“东北证券”，成为市场上又一家通过借壳实现上市的证券公司。

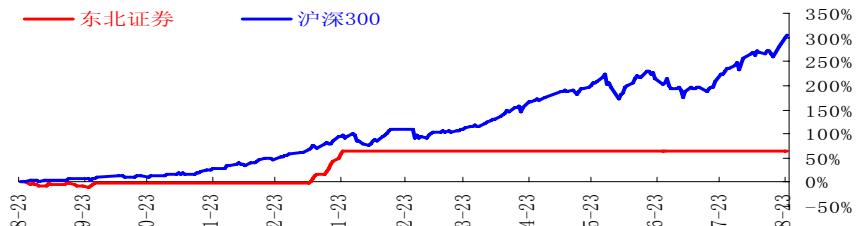
●东北证券规模和盈利能力在证券行业内处于中游位置，但在规范类券商中居于领先地位。公司短期内仍难以摆脱地方型券商的定位，我们预期公司上市后将进行再融资以扩充资本实力并择机进行业务扩张。

●目前东北证券仍以经纪和自营业务为主要盈利模式，07 年中期上述两项业务贡献了公司总收入的 93%。但公司各项业务竞争力一般，受制于规范类公司定位，公司在创新业务上无法进行实质性拓展。

●我们预期 07 到 09 年公司净利润将分别达到 10.73 亿元、13.30 亿元和 15.10 亿元，在不考虑股本扩张（定向增发）的前提下，折合 07-09 年 EPS1.85 元、2.29 元和 2.60 元。

●公司合理价值位于 48.79 元，我们认为复牌后市场价格可能略高于我们估计。由于长期停牌，前期收盘价格仅为 16.34 元，低于我们的目标价格，建议积极增持。

### 一年内股价与大盘对比走势：



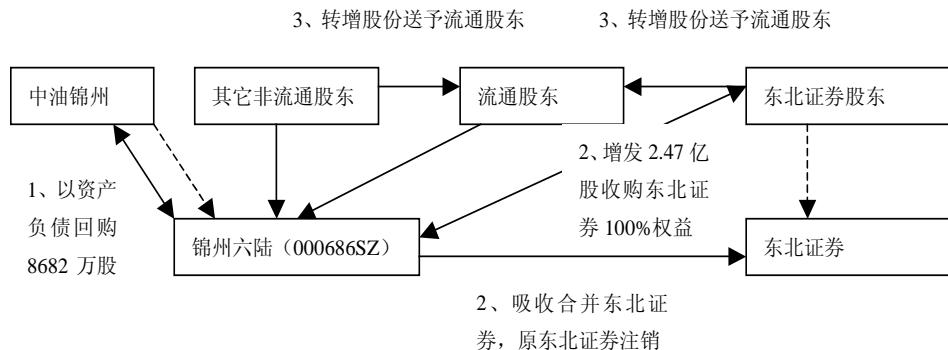
# 目 录

|                                   |           |
|-----------------------------------|-----------|
| <b>1、本次股改概况</b>                   | <b>3</b>  |
| <b>2、规模及盈利能力一般，定位为区域经纪商</b>       | <b>3</b>  |
| <b>3、业务竞争力有待进一步提高</b>             | <b>5</b>  |
| 3.1 经纪、自营是主要盈利来源，但竞争力一般           | 5         |
| 3.2 投行短期难有起色，基金公司贡献投资收益           | 7         |
| <b>4、盈利预测</b>                     | <b>8</b>  |
| <b>5、合理价值 <b>48.79</b> 元，建议增持</b> | <b>9</b>  |
| <b>6、附表</b>                       | <b>10</b> |
| 附表 1、公司 <b>2007-2009</b> 年盈利预测    | 10        |
| 附表 2、 <b>2007-2009</b> 年公司资产负债表预测 | 11        |
| 附表 3、券商股估值比较表                     | 12        |

## 1、本次股改概况

S 锦六陆 8 月 22 日公告实施股权分置改革方案，8 月 27 日股票恢复交易并改名为东北证券，东北证券也成为第 2 家通过借壳方式实现 A 股上市的券商。

**图 1、S 锦六陆股权分置改革流程图**



资料来源：公司股权分置改革说明书、申银万国证券研究所

**表 1、股改完成后，公司的股东结构和大小非可流通时间：**

| 股东名称       | 持股数量    | 持股比例   | 可流通时间      |
|------------|---------|--------|------------|
| 亚泰集团       | 1.78 亿股 | 30.71% | 2010 年 8 月 |
| 吉林信托       | 1.34 亿股 | 23.04% | 2010 年 8 月 |
| 长泰热力       | 0.59 亿股 | 10.23% | 2010 年 8 月 |
| 长春房地       | 0.33 亿股 | 5.63%  | 2010 年 8 月 |
| 4 家外的原东证股东 | 0.14 亿股 | 2.41%  | 2008 年 8 月 |
| 锦六陆非流通股东   | 0.11 亿股 | 1.85%  | 2008 年 8 月 |
| 原锦六陆流通股东   | 1.52 亿股 | 26.09% | 无流通限制      |

资料来源：公司股权分置改革说明书、申银万国证券研究所

## 2、规模及盈利能力一般，定位为区域经纪商

东北证券属于规范类券商。根据中国货币网公布的 2007 年中报显示：公司营业收入、净利润、总资产、净资产、净资本分别排名全行业 25、24、23、31、和 37。2007 年 1-7 月份累计完成代理交易额 5128 亿元，排名行业 36，可见公司在规模方面处于行业中游水平，不过在规范类券商中处于领先地位。

**表 2、07 年中期东北证券与部分创新类券商财务数据对比**

| 公司名称 | 营业收入   | 费用/收入  | 净利润    | 总资产     | 负债合计    | 资产负债率  | 所有者权益  | 净资本    | ROA   | ROE    |
|------|--------|--------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|-------|--------|
| 申银万国 | 582617 | 17.78% | 297539 | 7490513 | 6885842 | 91.93% | 604671 | 520958 | 3.97% | 49.21% |
| 国泰君安 | 665236 | 14.91% | 392120 | 8369690 | 7568207 | 90.42% | 801483 | 732837 | 4.69% | 48.92% |
| 国信证券 | 558781 | 23.63% | 290742 | 4102484 | 3484093 | 84.93% | 618391 | 427652 | 7.09% | 47.02% |
| 广发证券 | 596646 | 26.02% | 313515 | 6629625 | 5951082 | 89.76% | 678544 | 587292 | 4.73% | 46.20% |

|      |        |        |        |         |         |        |        |        |       |        |
|------|--------|--------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|-------|--------|
| 招商证券 | 441305 | 25.06% | 241478 | 5477718 | 4856307 | 88.66% | 621411 | 539117 | 4.41% | 38.86% |
| 华泰证券 | 373936 | 17.62% | 173364 | 4688128 | 4174566 | 89.05% | 513563 | 398185 | 3.70% | 33.76% |
| 光大证券 | 313014 | 22.65% | 210449 | 3097027 | 2426378 | 78.35% | 670649 | 583652 | 6.80% | 31.38% |
| 海通证券 | 475326 | 21.24% | 204083 | 5743331 | 5059382 | 88.09% | 683949 | 519570 | 3.55% | 29.84% |
| 中银国际 | 145277 | 21.01% | 57124  | 1388582 | 1169168 | 84.20% | 216813 | 184672 | 4.11% | 26.35% |
| 中金公司 | 203139 | 59.42% | 46136  | 2119509 | 1812470 | 85.51% | 307039 | 330131 | 2.18% | 15.03% |
| 东北证券 | 130141 | 16.42% | 63108  | 1304787 | 1166713 | 89.42% | 138073 | 101238 | 4.84% | 45.71% |

资料来源：中国货币网、申银万国证券研究所。单位：万元

表3、2007年中期收入10亿元以上的规范类券商情况

| 公司名称 | 营业收入   | 营业费用  | 利润总额   | 净利润    | 总资产     | ROA   | 所有者权益  | ROE    | 净资本    |
|------|--------|-------|--------|--------|---------|-------|--------|--------|--------|
| 国联证券 | 143714 | 11557 | 115084 | 102832 | 1522527 | 6.75% | 217541 | 47.27% | 207423 |
| 兴业证券 | 188454 | 30927 | 146298 | 99315  | 1881653 | 5.28% | 177100 | 56.08% | 155163 |
| 东北证券 | 130141 | 21368 | 88002  | 63108  | 1304787 | 4.84% | 138073 | 45.71% | 101238 |
| 长城证券 | 116528 | 23917 | 72502  | 50960  | 1038236 | 4.91% | 155469 | 32.78% | 133696 |
| 东吴证券 | 106149 | 30800 | 65777  | 61326  | 1393176 | 4.40% | 106374 | 57.65% | 94535  |
| 中原证券 | 126954 | na    | 84876  | 57165  | 1049453 | 5.45% | 161708 | 35.35% | 129966 |

资料来源：中国货币网、申银万国证券研究所。单位：万元

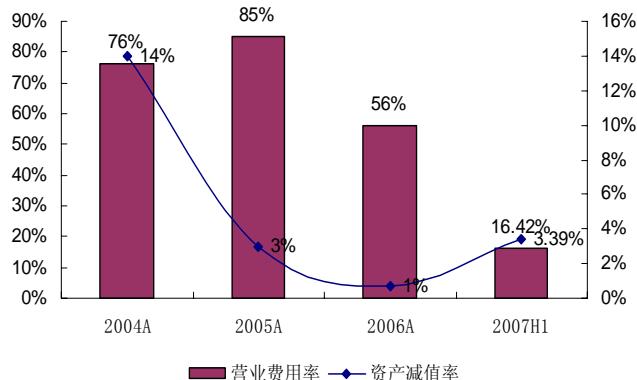
从盈利能力来看，2007年中期公司的ROA和ROE分别为4.84%和45.71%，分别列行业的29名和14名。经过Dupont分解，我们可以看到ROE的提高主要是依靠高杠杆比例来实现的，公司税收管理、营业利润率以及资产周转方面的表现都一般。公司费用控制能力较强，以（营业费用/收入）衡量的费用控制能力自2005年开始不断下降，目前位于行业第16。不过，较高的资产减值损失率在一定程度上抵消了低费用率的影响，在行业中位居第7。

表4、6家规范类券商的Dupont分析及收入结构

| 券商名称 | 税收管理   | 利润边际   | 资产周转 | 杠杆比例  | ROE    | 经纪收入   | 自营收入   | 承销收入  |
|------|--------|--------|------|-------|--------|--------|--------|-------|
| 国联证券 | 89.35% | 80.08% | 0.09 | 7.00  | 47.27% | 56.29% | 36.68% | 0.46% |
| 兴业证券 | 67.89% | 77.63% | 0.10 | 10.62 | 56.08% | 67.64% | 23.59% | 1.59% |
| 东北证券 | 71.71% | 67.62% | 0.10 | 9.45  | 45.71% | 74.16% | 19.14% | 0.01% |
| 长城证券 | 70.29% | 62.22% | 0.11 | 6.68  | 32.78% | 60.00% | 34.07% | 0.46% |
| 东吴证券 | 93.23% | 61.97% | 0.08 | 13.10 | 57.65% | 79.77% | 11.19% | 0.61% |
| 中原证券 | 67.35% | 66.86% | 0.12 | 6.49  | 35.35% | na     | 0.00%  | 0.00% |

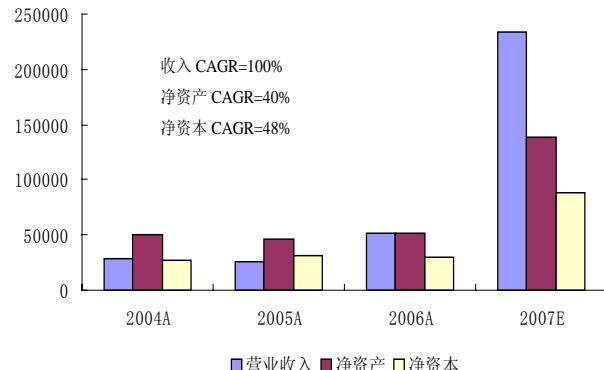
资料来源：中国货币网、申银万国证券研究所

图2：公司营业费用率和减值损失率的变化（单位：万元）



资料来源：公司定期报告、申银万国证券研究所

图3：公司04-07年收入CAGR将达100%（单位：万元）



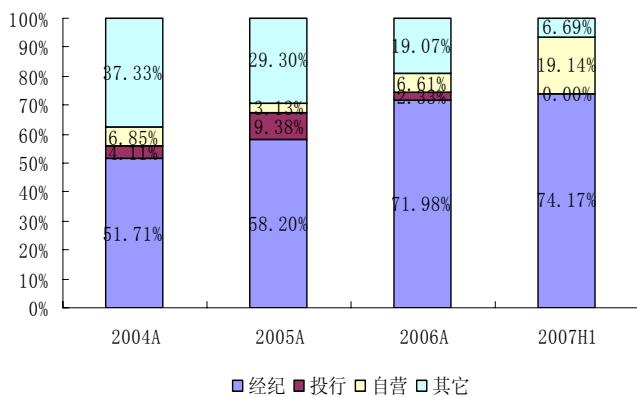
资料来源：公司定期报告、申银万国证券研究所

2006年底公司共有46家营业部（其中23家分布在吉林省内），公司影响力也主要集中于省内，可见公司的区域经纪商定位在短期内仍难以扭转。我们预期，公司成功借壳上市只是第一步，后续很有可能通过定向增发的方式集资。同时，公司也将充分利用上市公司的市值优势进行收购或其它形式的战略扩张。

### 3、业务竞争力有待进一步提高

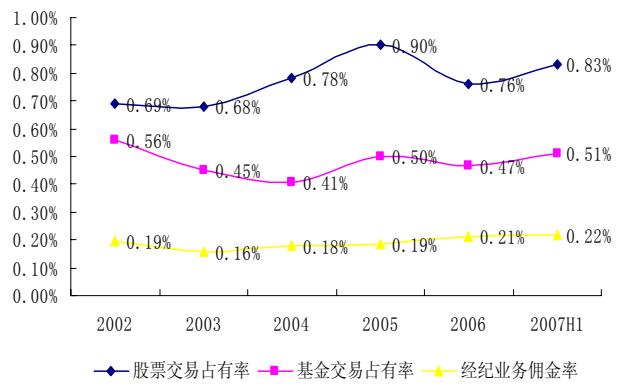
#### 3.1 经纪、自营是主要盈利来源，但竞争力一般

图4：公司2004年到2007年上半年收入结构变化情况



资料来源：申银万国证券研究所

图5：公司经纪业务占有率和佣金率数据



资料来源：公司中报、申银万国证券研究所

2002年开始，公司经纪业务市场占有率小幅提高，目前维持在0.83%。综合佣金率0.22%，高于大多数券商的平均水平。我们认为公司偏高的佣金率主要是由于在吉林省外市场的高佣金率造成的，公司2006年部分贡献佣金收入中，只有吉林和江苏省接近1000万元，显示公司在外地市场的影响力仍然偏弱。不过，与之

形成对比的是，公司在外地市场的佣金率却显著高于省内市场。我们预期，未来公司必将加大在外地市场拓展经纪业务的力度，在经纪业务同质化以及公司佣金率高于同业的大背景下，通过降低佣金率吸引客户可能是一种方法，我们预期公司的总体佣金水平将呈现小幅回落的趋势。

**表 5、公司 2006 年经纪业务的区域分布情况（单位：万元）**

| 比较项目    | 吉林       | 上海      | 江苏      | 北京     | 重庆     | 其它地区    |
|---------|----------|---------|---------|--------|--------|---------|
| 营业部数量   | 24       | 8       | 3       | 2      | 4      | 5       |
| 部均佣金    | 999      | 570     | 997     | 608    | 264    | 660     |
| 区域佣金收入额 | 23969    | 4558    | 2991    | 1215   | 1056   | 3300    |
| 区域代理交易额 | 12425843 | 1621123 | 1374420 | 441300 | 353093 | 1193903 |
| 区域交易佣金率 | 0.19%    | 0.28%   | 0.22%   | 0.28%  | 0.29%  | 0.28%   |

资料来源：公司 2006 年报附注、申银万国证券研究所

此外，公司目前通过丰源投资持有渤海期货 92% 的股权，渤海期货注册资本 3000 万元，我们预期东北证券在上市后必将选择机会对渤海期货进行增资并申请金融期货经纪业务资格。由于目前东北证券将渤海期货纳入合并报表范围，我们预期一旦获得开展股指期货的业务资格，将进一步增加公司的手续费收入。我们对渤海期货的股指期货手续费收入进行了估算，主要假设如下：

1、假设渤海期货在股指期货业务上的市场份额为 0.83%

2、08-09 年期货成交/现货成交的比例分别维持在 300% 和 250%（尽管香港、日本和 Eurex 的算术平均值为 205%，不过我们估计期指在推出初期会经历一段时间的炒作以及成交量放大，最终逐步回复到正常水平上）

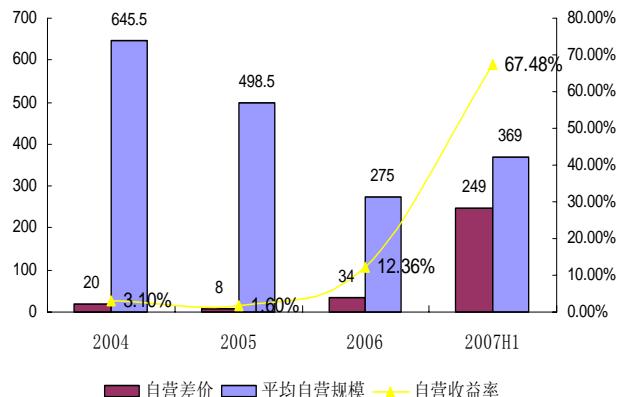
3、按照万分之 0.5 的手续费计算手续费收入。

表 5 是我们预计的期指手续费收入。

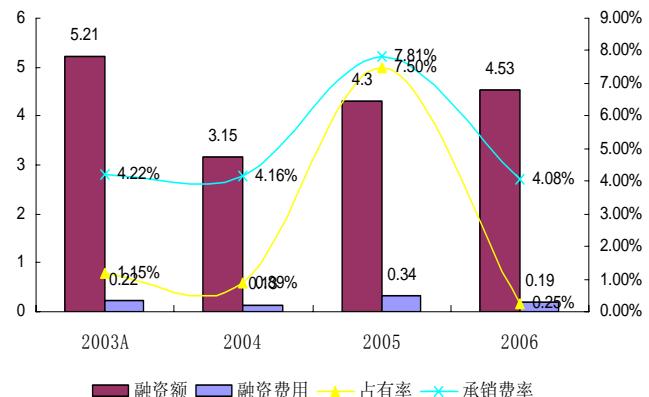
**表 6、渤海期货手续费收入估算**

| 单位：亿元       | 2007E   | 2008E   | 2009E   | 数据依据        |
|-------------|---------|---------|---------|-------------|
| 现货双边成交      | 907171  | 954027  | 981922  | 申万研究所预测     |
| 期货/现货成交     | 0%      | 300%    | 270%    | WFE、申万研究所预测 |
| 期货成交        | 0       | 2862080 | 2454805 |             |
| 手续费收入       | 0.0050% | 0.0050% | 0.0050% | 《金交所交易细则》   |
| 市场手续费总量     | 0       | 143     | 123     |             |
| 渤海期货占有率     | 0.00%   | 0.83%   | 0.83%   | 交易所、申万研究所预测 |
| 渤海期货收入（百万元） | 0.00    | 118.78  | 110.02  |             |

资料来源：WFE、《中金所交易细则》、申银万国证券研究所

**图 6：公司自营收益率水平有所提高（单位：百万元）**

资料来源：公司定期报告、WIND、申银万国证券研究所

**图 7：公司 IPO 项目占有率和承销费率的变化趋势**

资料来源：公司定期报告、WIND、申银万国证券研究所

公司自 2004 年开始大规模压缩自营规模。我们认为，公司 06 年自营收益率偏低一方面与消化历史遗留问题（包括具有保底承诺的委托理财业务，该部分证券被划入自营证券处理）有关，另一方面公司可能借行情好转将一些浮亏品种进行了变现。随着上述问题的清理完毕，自营业务在今年上半年出现了规模和收益率的双增长。从 2007 年中期公司自营持仓结构看，以限售流通股和沪深 300 指数股，投资风格相对仍比较稳健。

### 3.2 投行短期难有起色，基金公司贡献投资收益

截止目前，公司 07 年尚未有 IPO、增发或配股项目完成，仅完成了苏宁环球的非公开发行项目。8 月 21 日，发审委已经通过了梅花企业的 IPO 申请，我们估计该项目将为东北证券带来 600 万元左右的承销收入。

历史上公司每年的 IPO 承做家数均维持在 1-2 家，市场占有率在 0.25% 到 7.5% 之间波动。公司承做中小项目为主，单个项目融资金额大致在 2-4 亿元之间。我们估计未来公司仍将以此为主要方向。尽管公司已经将投行业务确立为重点发展方向，不过面临着海通、国信、招商、宏源等公司在中小板业务上的激烈竞争，同时受制于公司地方型券商的定位和东北资本市场的相对不发达的现状，我们预计公司的投行业务在短期内仍难有起色，占有率将维持在一个较低的水平上。

公司同时参股银华基金和东方基金，并分别采用成本法和权益法核算。两家基金整体规模及业绩表现与行业平均水平相当，我们预期两家基金资产规模均分别以 30% 的速度增长，在 1% 基金管理费的假设以及 06 年两家基金公司净利润/管理费收入指标（银华基金去年亏损，我们假设今年在规模扩大的情况下，能够实现 15% 的净利水平）的假设下，进行盈利预测如表 8。

**表 7、参股基金公司 2007 上半年基本情况**

| 基金公司 | 持股比例 | 基金数量 | 份额合计(亿份) | 资产合计(亿元) | 合并方法 |
|------|------|------|----------|----------|------|
| 银华基金 | 21%  | 9    | 541      | 670      | 成本法  |
| 东方基金 | 46%  | 3    | 114      | 109      | 权益法  |
| 行业平均 |      | 6    | 236      | 326      |      |

资料来源：相关基金 2007 年中报、申银万国证券研究所

**表 8、2007 年上半年两家基金的投资情况**

|      | Alpha | Sharpe | Jensen | 平均风险收益率(%) | 几何平均收益率(%) |
|------|-------|--------|--------|------------|------------|
| 银华基金 | 0.05  | 0.97   | 0.05   | 6.78       | 6.56       |
| 东方基金 | 0.04  | 0.54   | 0.04   | 6.99       | 6.30       |
| 行业平均 | 0.04  | 0.76   | 0.04   | 6.76       | 6.23       |
|      | 投资风格  | 持股市盈率  | 持股市净率  | 股票集中度(%)   | 行业集中度(%)   |
| 东方基金 | 混合型   | 61.39  | 4.84   | 29.45      | 82.20      |
| 银华基金 | 成长型   | 63.19  | 10.73  | 34.33      | 87.24      |
| 行业平均 |       | 54.81  | 8.03   | 35.51      | 88.21      |

资料来源：WIND、申银万国证券研究所

**表 9、基金公司贡献投资收益预测（投资收益单位为百万元，其余为亿元）**

| 银华基金   | 2007E | 2008E | 2009E | 东方基金   | 2007E | 2008E | 2009E |
|--------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 基金资产规模 | 700   | 910   | 1200  | 基金资产规模 | 120   | 156   | 216   |
| 管理费收入  | 7.00  | 9.10  | 12.00 | 管理费收入  | 1.20  | 1.56  | 2.16  |
| 净利润    | 1.40  | 1.82  | 2.40  | 净利润    | 0.18  | 0.23  | 0.32  |
| 分红比率   | 25%   | 25%   | 25%   | 分红比率   | Na    | Na    | Na    |
| 确认投资收益 | 7.35  | 9.56  | 12.60 | 确认投资收益 | 8.28  | 10.76 | 14.90 |

资料来源：WIND、申银万国证券研究所

## 4、盈利预测

盈利预测基本假定如下：

1、07、08、09 三年的股票基金交易额（双边）分别为 907171 亿元、954027 亿元、981922 亿元（折合单日成交额分别为 1698 亿元、1780 亿元和 1832 亿元）。公司经纪业务市场份额为 0.83%、0.88% 和 0.93%，佣金率为 0.22%

2、07、08、09 年的（股票融资/GDP）为 2%、2.3% 和 2.5%，公司的市场份额为 0.25%，承销费率为 5%

3、07、08、09 年的净资本规模分别为 8.88 亿元、14.48 亿元和 22.13 亿元，08、09 年资产管理费收入为 434 万元和 1328 万元

4、07、08、09 三年公司自营投资的收益率（以平均自营证券余额计算）为 90%、40%和 30%

5、金融往来收入为平均（存款+备付金+保证金）余额的 1.76%

6、手续费支出、金融往来支出、利息支出和其它支出分别为手续费收入、金融往来收入、利息收入和其它收入的 10%、20%、0.92%和 3.14%。营业税率 5%。

7、（营业费用/收入）在 3 年内将由 20%下降到 18%，（资产减值损失/收入）维持 1%不变。

8、投资收益只考虑银华基金和东方基金的贡献。

9、暂不考虑创新业务贡献，07、08、09 年的所得税率分别为 28%、25%和 25%

基于上述假设，我们预期公司 07 年到 09 年将分别实现营业收入 24.05 亿元、29.61 亿元和 33.17 亿元，实现净利润 10.73 亿元、13.30 亿元和 15.10 亿元，在不考虑股本扩张（定向增发）的前提下，折合 07-09 年 EPS1.85 元、2.29 元和 2.60 元（详见附表 1）。

## 5、合理价值 48.79 元，建议增持

运用三阶段 DDM 模型得出东北证券合理价值在 48.79 元左右，具体假设和计算过程参见表 10 到表 13。以 48.79 元计算，公司的总市值约相当于中信证券的 10%，我们觉得这一估值水平相对比较合理。需要说明的是，由于 A 股市场整体环境偏暖、投资者的乐观情绪以及对公司 07 年业绩的良好预期，我们预计复牌后交易价格可能会超出 48.79 元，如 8 月 27 日公司上市定位低于目标价格，建议增持。

**表 10：证券行业无杠杆 BETA 的推算**

| 代码     | 证券简称 | 负债合计    | 股东权益   | 有息债务  | D/E    | 有效税率   | 杠杆 BETA | 无杠杆 BETA      |
|--------|------|---------|--------|-------|--------|--------|---------|---------------|
| 600109 | 成都建投 | 60.09   | 9.86   | 0.50  | 5.07%  | 33.16% | 1.09    | 1.05          |
| 600030 | 中信证券 | 1453.61 | 169.16 | 32.34 | 19.12% | 27.40% | 1.55    | 1.36          |
| 000562 | 宏源证券 | 161.26  | 47.14  | 1.80  | 3.82%  | 32.71% | 1.32    | 1.29          |
|        |      |         |        |       |        |        |         | 无杠杆 BETA=1.20 |

资料来源：申银万国证券研究所。注：(D/E) 为有息债务比权益

**表 11：东北证券 COE 估算**

| 指标名称    | 取值   | 数据来源       |
|---------|------|------------|
| 无风险收益率  | 4%   | 申万研究所      |
| ERP     | 5%   | 申万研究所      |
| 有效税率    | 28%  | 公司 2007 中报 |
| 有息债务/权益 | 15%  | 公司 2007 中报 |
| 杠杆 BETA | 1.33 | 申万研究所      |

|      |        |         |
|------|--------|---------|
| 股权成本 | 10.65% | CAPM 模型 |
|------|--------|---------|

资料来源：申银万国证券研究所

表 12：DDM 模型主要参数假设

| 阶段     | 时间区间      | 分红率假设       | 利润增速   |
|--------|-----------|-------------|--------|
| 精确预测期  | 2007-2009 | 10%、20%、30% | 盈利预测确定 |
| 半显性预测期 | 2010-2015 | 30%上升到60%   | 25%    |
| 终期     | 2016 及以后  | 维持在 60%     | 3%     |

资料来源：申银万国证券研究所

表 13、三阶段 DDM 模型估值过程

| 预测项目       | 精确期   |      |      |      |      | 半显性期 |      |      |       |      | 终期 |
|------------|-------|------|------|------|------|------|------|------|-------|------|----|
|            | 2007  | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015  | 2016 |    |
| EPS        | 1.85  | 2.29 | 2.60 | 3.28 | 4.13 | 5.20 | 6.55 | 8.26 | 10.40 |      |    |
| 股利支付率      | 10%   | 20%  | 30%  | 35%  | 40%  | 45%  | 50%  | 55%  | 60%   | 60%  |    |
| DPS        | 0.18  | 0.46 | 0.78 | 1.15 | 1.65 | 2.34 | 3.28 | 4.54 | 6.24  | 0.00 |    |
| DPS 现值     | 0.18  | 0.41 | 0.64 | 0.85 | 1.10 | 1.41 | 1.79 | 2.24 | 2.78  |      |    |
| 07-15 股利现值 | 11.39 |      |      |      |      |      |      |      |       |      |    |
| 永续增长价值     | 37.40 |      |      |      |      |      |      |      |       |      |    |
| 理论价值       | 48.79 |      |      |      |      |      |      |      |       |      |    |

资料来源：申银万国证券研究所

表 14、估值结果敏感性分析

| COE/g  | 2%    | 3%    | 4%    |
|--------|-------|-------|-------|
| 8.65%  | 61.94 | 71.23 | 84.52 |
| 9.65%  | 51.82 | 58.26 | 66.97 |
| 10.65% | 44.15 | 48.79 | 54.83 |
| 11.65% | 38.15 | 41.61 | 45.97 |
| 12.65% | 33.36 | 35.99 | 39.24 |

资料来源：申银万国证券研究所

## 6、附表

附表 1、公司 2007-2009 年盈利预测

| 单位：百万元 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007E | 2008E | 2009E |
|--------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
|--------|------|------|------|------|-------|-------|-------|

|           |         |         |         |         |        |        |        |
|-----------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入      | 142.0   | 292.0   | 251.0   | 514.0   | 2405.7 | 2961.5 | 3317.1 |
| 手续费       | 97.0    | 151.0   | 149.0   | 370.0   | 1668.5 | 2028.3 | 2305.5 |
| 自营价差      | (39.0)  | 20.0    | 8.0     | 34.0    | 321.94 | 268.36 | 235.45 |
| 承销        | 19.0    | 12.0    | 24.0    | 12.0    | 57.8   | 76.5   | 95.0   |
| 金融往来      | 41.0    | 36.0    | 35.0    | 52.0    | 242.9  | 447.3  | 523.2  |
| 其它业务      | 24.0    | 73.0    | 35.0    | 35.0    | 114.6  | 141.0  | 158.0  |
| 营业支出      | 308.0   | 324.0   | 304.0   | 387.0   | 931.5  | 1209.7 | 1334.4 |
| 手续费       | 10.0    | 15.0    | 17.0    | 37.0    | 166.8  | 202.8  | 230.5  |
| 利息支出      | 69.0    | 61.0    | 40.0    | 27.0    | 111.1  | 206.7  | 241.8  |
| 金融往来      | 12.0    | 15.0    | 14.0    | 12.0    | 48.6   | 85.0   | 94.2   |
| 其它支出      | 2.0     | 1.0     | 2.0     | (1.0)   | 3.6    | 4.4    | 5.0    |
| 营业费用      | 202.0   | 217.0   | 220.0   | 290.0   | 481.1  | 562.7  | 597.1  |
| 营业税金      | 13.0    | 15.0    | 11.0    | 22.0    | 120.3  | 148.1  | 165.9  |
| 投资收益      | 2.0     | (15.0)  | 2.0     | (4.0)   | 17.1   | 22.2   | 30.0   |
| 营业利润      | (164.0) | (47.0)  | (51.0)  | 123.0   | 1491.2 | 1774.0 | 2012.7 |
| 营业外收支净额   | (0.7)   | 0.9     | 0.4     | 3.5     | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 利润总额      | (164.7) | (46.1)  | (50.6)  | 126.5   | 1491.2 | 1774.0 | 2012.7 |
| 资产减值损失    | 35.0    | 41.0    | 8.0     | 3.0     | 24.1   | 29.6   | 33.2   |
| 扣除减值后的总利润 | (199.7) | (87.1)  | (58.6)  | 123.5   | 1467.2 | 1744.4 | 1979.5 |
| 所得税       | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.9     | 417.5  | 443.5  | 503.2  |
| 净利润       | (199.7) | (87.1)  | (58.6)  | 122.6   | 1073.7 | 1330.5 | 1509.5 |
| 总股本       | 1010.22 | 1010.22 | 1010.22 | 1010.22 | 581.2  | 581.2  | 581.2  |
| EPS(全面摊薄) | (0.197) | (0.089) | (0.058) | 0.12    | 1.85   | 2.29   | 2.60   |

资料来源：公司定期报告、申银万国证券研究所

## 附表 2、2007-2009 年公司资产负债表预测

| 单位：百万元  | 2003   | 2004   | 2005   | 2006   | 2007E   | 2008E   | 2009E   |
|---------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 现金      | 0.1    | 0.5    | 0.0    | 0.0    | 1.7     | 2.1     | 2.3     |
| 银行存款    | 1806.0 | 1808.0 | 1890.0 | 4071.0 | 20688.7 | 25468.6 | 28527.0 |
| 客户存款    | 1718.0 | 1761.0 | 1861.0 | 4007.0 | 20140.4 | 24793.7 | 27771.1 |
| 备付结算金   | 45.0   | 48.0   | 245.0  | 600.0  | 1587.7  | 1954.6  | 2189.3  |
| 客户备付结算  | 45.0   | 48.0   | 242.0  | 575.0  | 1566.3  | 1928.2  | 2159.7  |
| 交易保证金   | 21.0   | 29.0   | 74.0   | 147.0  | 505.2   | 621.9   | 696.6   |
| 自营证券    | 730.0  | 561.0  | 436.0  | 114.0  | 601.4   | 740.4   | 829.3   |
| 其它流动资产  | 494.9  | 1133.5 | 490.0  | 291.0  | 481.1   | 592.3   | 663.4   |
| 流动资产合计  | 3097.0 | 3580.0 | 3135.0 | 5223.0 | 23865.8 | 29379.8 | 32907.9 |
| 长期投资合计  | 68.0   | 96.0   | 78.0   | 76.0   | 100.0   | 120.0   | 150.0   |
| 固定资产合计  | 300.0  | 237.0  | 331.0  | 356.0  | 392.0   | 431.0   | 474.0   |
| 无形及其他资产 | 32.0   | 26.0   | 47.0   | 45.0   | 54.0    | 65.0    | 78.0    |
| 总资产     | 3497.0 | 3939.0 | 3591.0 | 5713.0 | 24411.8 | 29995.8 | 33609.9 |
| 短期借款    | 140.0  | 68.0   | 203.0  | 50.0   | 240.6   | 296.1   | 331.7   |
| 其它流动负债  | 2791.0 | 3395.0 | 2985.0 | 4941.0 | 22250.9 | 26614.9 | 28921.8 |
| 流动负债合计  | 2931.0 | 3463.0 | 3188.0 | 4991.0 | 22491.5 | 26911.0 | 29253.5 |

|           |        |        |        |        |         |         |         |
|-----------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 长期负债合计    | 25.0   | 22.0   | 19.0   | 201.0  | 433.0   | 533.1   | 597.1   |
| 负债合计      | 2956.0 | 3485.0 | 3207.0 | 5192.0 | 22924.5 | 27444.1 | 29850.6 |
| 股东权益(含少数) | 541.0  | 454.0  | 384.0  | 521.0  | 1487.3  | 2551.7  | 3759.4  |
| 负债及股东权益合计 | 3497.0 | 3939.0 | 3591.0 | 5713.0 | 24411.8 | 29995.8 | 33609.9 |

资料来源：公司定期报告、申银万国证券研究所

### 附表3、券商股估值比较表

| 公司名称 | 代码     | 目前股价   | 07年EPS | 07年BVPS | 07PE  | 07PB  | 总股本   | 总市值(亿元) |
|------|--------|--------|--------|---------|-------|-------|-------|---------|
| 中信证券 | 600030 | 94.27  | 3.09   | 12.57   | 30.51 | 7.50  | 29.81 | 2810.19 |
| 宏源证券 | 000562 | 43.21  | 1.04   | 3.29    | 41.55 | 13.13 | 14.61 | 631.30  |
| 成都建投 | 600109 | 154.32 | 3.05   | 10.42   | 50.60 | 14.81 | 1.42  | 219.13  |
| 海通证券 | 600837 | 52.98  | 0.99   | 4.68    | 53.52 | 11.32 | 33.89 | 1795.49 |
| 平均水平 |        |        |        |         | 40.88 | 11.81 |       |         |

资料来源：申银万国证券研究所，注：成都建投为复权价格。

## 信息披露

### 分析师承诺

励雅敏 孙健：金融房地产。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 [compliance@sw108.com](mailto:compliance@sw108.com)。

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- |                  |                      |
|------------------|----------------------|
| 买入(Buy)          | ：相对强于市场表现20%以上；      |
| 增持(outperform)   | ：相对强于市场表现5%~20%；     |
| 中性(Neutral)      | ：相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| 减持(underperform) | ：相对弱于市场表现5%以下。       |

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- |                 |                 |
|-----------------|-----------------|
| 看好(overweight)  | ：行业超越整体市场表现；    |
| 中性(Neutral)     | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡(underweight) | ：行业弱于整体市场表现。    |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.sw108.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投資目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未

经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。