

宏源证券(000562)

弹性充分，估值优势显现

梁静 董乐
021-38676850 021-38676650
liangjing@gtjas.com dongle@gtjas.com

本报告导读:

- 业绩对交易额及指数具备高度弹性
- 目前具备估值优势

投资要点:

- 在新疆地区居绝对垄断地位。截至 2008 年末，公司在新疆拥有 17 家营业部及 16 家服务部，营业部数量占当地总数的 53%，2009 年上半年，公司占新疆经纪业务市场份额 63%，处于绝对垄断地位。尽管近期新疆地区发生暴乱事件，但公司日常经营、网络交易正常，公司并未受到影响。
- 今年以来市场份额快速提升，佣金率仍维系较高水平。上半年公司股票基金市场份额 1.28%，较去年同期大幅上涨 36%，受此推动，公司上半年完成股票基金交易额 5,793 亿元，同比增长 77.9%，远高于市场 30.6% 的增幅。受益于新疆地区的垄断优势，公司佣金率维持较高水平，但疆外竞争激烈，佣金也出现明显下滑。公司 1 季度股票基金佣金率约 0.16%、较上年下降 24.2%。预期公司上半年实现佣金净收入 9.22 亿元，同比增长 21.5%。
- 坚持积极进取的投资风格。公司 1 季度实现投资收益 1.5 亿元，在上市中小券商中处于较高水平，体现出公司较高的投资能力，而 1 季度末，公司期末持有 12 亿元以上的股票资产（其中交易类 4.5 亿元左右，可供出售类 7.8 亿元左右），我们推测公司上半年投资收益将达 2.9 亿元，仍是推动中期业绩超出预期的主要催化剂。
- 上市券商中最具弹性的公司之一。1 季度，公司经纪、投资业务收入占比分别为 66.1% 与 24.4%，两者合计 90.5%，仅次于东北证券的 91.6%，体现出公司对市场交易额与市场指数的高度敏感性。
- 估值优势逐步显现，提升至谨慎增持评级。在我们（1800/2800）的假设下，公司 2009-2011 年业绩分别为 0.96 元、1.03 元以及 1.22 元，动态 PE 26 倍，在中小券商中已经具备明显的估值优势。而在目前（2300/3200）的市场条件下，公司业绩有望达到 1.22 元、动态 PE 为 21 倍。基于对市场继续向好的预期，我们提升公司评级至谨慎增持，目标价 30 元、对应于 2300 亿元交易额 25 倍 PE。

财务摘要（百万元）	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	4,435	1,598	3,028	3,136	3,679
(+/-)%	497%	-64%	89%	4%	17%
经营利润（EBIT）	3,232	736	1,862	2,022	2,373
(+/-)%	1099%	-67%	58%	0%	7%
净利润	2,038	542	1,396	1,517	1,779
(+/-)%	538%	-73%	158%	9%	17%
每股净收益（元）	1.39	0.37	0.96	1.04	1.22
每股股利（元）	0	0.1	0.12	0.15	0.15

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率（%）	73%	46%	61%	64%	64%
市盈率	17	64	25	23	20
股息率（%）	0.0%	0.2%	0.5%	0.7%	0.8%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 谨慎增持
上次评级: 中性
目标价格: ¥ 30.00
上次预测: ¥ 19.30
当前价格: ¥ 25.30
2009.07.09

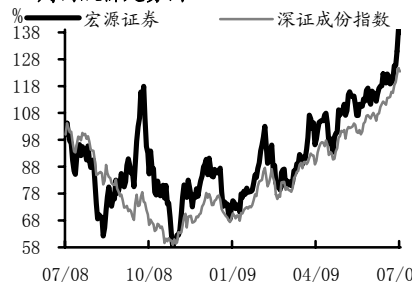
交易数据

52 周内股价区间（元）	9.80 ~ 24.80
总市值（百万元）	34,777
总股本/流通 A 股（百万股）	1,461/1,461
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	1.00
日均成交量（百万股）	24.3
日均成交值（百万元）	393.8

资产负债表摘要（03/09）

股东权益（百万元）	5539
每股净资产	3.79
市净率	4.41
资产负债率	14%

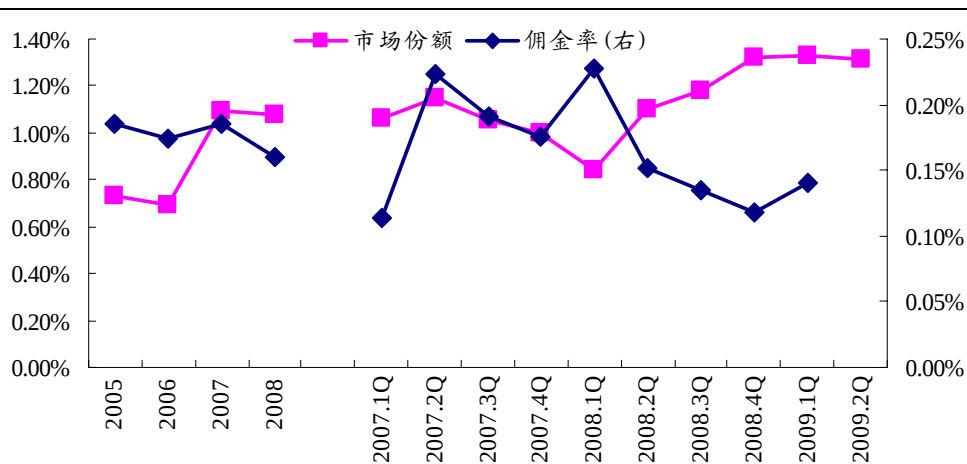
52 周内股价走势图



相关报告

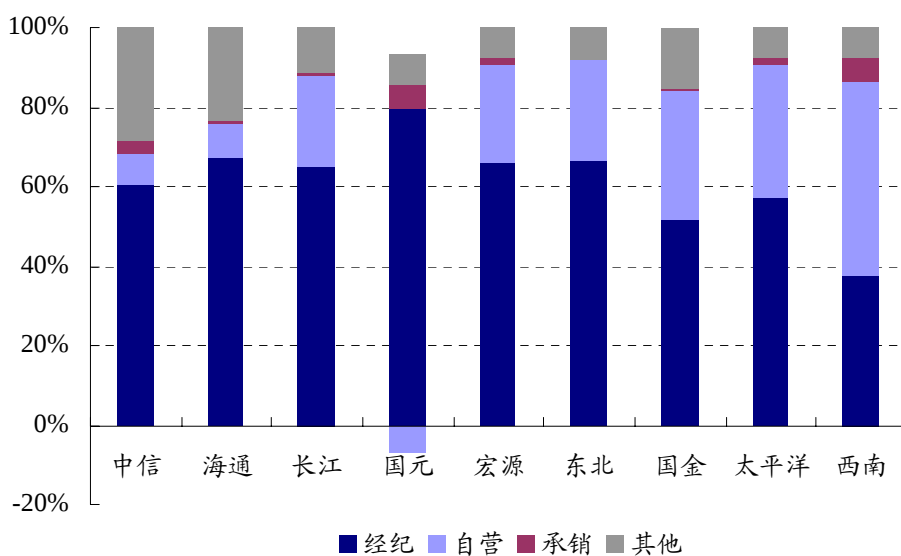
- 预料之中的投资业务超预期 (09.04.27)
经纪份额提升较快，投资业务风格转变 (09.04.19)
4 季度业绩低于预期 (09.01.20)

图 1：宏远证券市场份额快速提升，佣金率维持较高水平



数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 2：宏远证券经纪、投资收入占比达 91%



数据来源：公司公告，国泰君安证券

表 1 宏源证券业绩对交易额以及市场趋势的敏感性分析

日均交易额 市场点位	1200	1600	1800	2000	2300
2200	0.63	0.77	0.84	0.92	1.02
2400	0.67	0.81	0.88	0.95	1.06
2800	0.74	0.88	0.96	1.03	1.13
3000	0.79	0.93	1.00	1.07	1.17
3200	0.83	0.97	1.04	1.11	1.22

表 2 宏源证券盈利预测 (单位: 百万元)

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E
营业收入	743	4,435	1,598	3,028	3,136	3,679
手续费及佣金净收入	324	2,289	1,364	2,254	2,483	2,734
其中: 代理买卖证券业务	270	2,212	1,178	2,018	2,219	2,440
证券承销业务	27	41	88	100	108	115
受托客户资产管理业务	1	0	0	11	13	15
利息净收入	25	134	158	181	18	219
投资收益+公允价值	343	1,925	9	552	409	431
其他业务收入	55	93	73	48	232	301
营业支出	381	1,203	862	1,166	1,114	1,307
营业税金及附加	30	213	81	167	173	203
业务及管理费	252	849	750	999	941	1,104
营业利润	362	3,232	736	1,862	2,022	2,373
利润总额	353	3,226	735	1,862	2,022	2,373
所得税费用	34	1,187	193	465	506	593
净利润	319	2,038	542	1,396	1,517	1,779
归属于母公司所有者的净利润	319	2,038	542	1,396	1,517	1,779

表 2: 公司估值水平同东北相当

	月涨幅	EPS			PE			PB	总市值	投资建议
		2008	2009	2010	2008	2009	2010			
中信证券	23.60	1.1	1.39	1.61	30	23	20	3.8	2,166	增持
宏源证券	30.13	0.3	0.96	1.04	84	26	24	6.7	370	谨慎增持
海通证券	20.03	0.38	0.61	0.66	48	30	28	3.8	1,472	谨慎增持
东北证券	51.55	0.71	1.4	1.74	59	30	24	10.8	269	增持
国元证券	31.74	0.36	0.59	0.66	64	39	35	7.0	340	中性
长江证券	29.62	0.42	0.72	0.86	53	31	26	7.6	371	中性
国金证券	31.32	1.51	0.67	0.7	17	39	38	11.8	263	中性
辽宁成大	26.20	1.04	1.63	1.84	37	24	21	6.5	348	增持
吉林敖东	34.14	1.53	2.31	2.52	33	22	20	5.6	292	增持

作者简介:

梁静: 复旦大学管理学博士, 非银行金融(证券信托)研究员, 6 年从业经历。

董乐: 武汉大学经济学硕士, 金融工程专业, 现从事非银行金融业研究, 2 年从业经验。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 报告中的信息或意见并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。

我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。

本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券销售交易总部网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com