



宏源证券 (000562.SZ)

中性 (首次评级)

所属行业: 证券行业
行业评级: 谨慎推荐

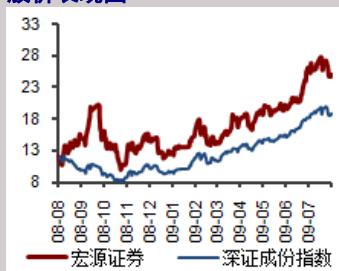
股价数据

12 个月区间 (元)	9.93—27.58
收益率	96.41%

股本结构

总市值 (亿元)	362.38
流通市值 (亿元)	362.37
总股本 (亿股)	14.61
流通 A 股 (亿股)	14.61
流通 B 股 (亿股)	0

股价表现图



齐鲁证券有限公司
研究所
行业公司部

分析师
程彬彬

Tel: (021) 5830-3470
Fax: (021) 5831-8543
Email: chengbb@qlzq.com.cn

经纪业务持续增长，佣金率保持稳定

——宏源证券半年报点评

报告起因:

宏源证券 (000562) 今日发布半年度报告, 上半年实现净利润 5.22 亿元人民币, 同比增长 48.46%, 每股收益 0.36 元, 每股净资产 3.88 元, 全面摊薄净资产收益率 9.21%。

投资要点:

◇公司 09 年上半年净利润 5.22 亿元, 盈利模式仍以经纪、自营业务为主。宏源证券 09 年上半年营业收入 13.11 亿元, 净利润 5.22 亿元, 同比分别增长 35.09%、48.46%。09 年上半年有效所得税率为 26.18%, 较 08 年同期的 38.36% 大幅下降, 从而导致净利润同比增速显著快于营业收入同比增速。公司依然高度依赖经纪和自营业务, 09 年中期两者占营业收入 71.95%、17.00%。

◇经纪业务市场份额稳步提高, 佣金率保持稳定。公司 09 年上半年股票基金权证交易额 6596.78 亿元, 同比增长 63.4%, 市场份额达 1.32%, 较 08 年的 1.16% 提高了 13.79%。宏源证券 09 年上半年佣金率为 0.144%, 较 08 年年末的 0.150% 仅下滑 4%, 而较 09 年一季度的 0.141% 还略有提高。

◇自营业务较为稳健, 权益类投资占比有所提高, 投资收益环比下降。宏源证券 09 年上半年自营业务收入 2.23 亿元, 较 08 年同期的 0.28 亿元大幅增加。从证券投资资产配置上看, 尽管债券类投资仍然占比较大, 但公司在 09 年明显增加了股票资产的配置, 截至 09 年 6 月底公司股票类资产占自营业务比重达 32.77%, 较 08 年底的 21.19% 提高了 54.65%。然而, 值得注意的是公司 09 年 2 季度自营业务收益较 1 季度环比下降 52.96%, 主要是由于投资收益和公允价值变动都出现大幅下降所致, 从而反映了自营业务收益较大的波动性。

◇资产管理业务有所突破。09 年 5 月 18 日公司第一支集合理财产品“宏源内需成长集合资产管理计划”开始发售, 实现募集资金 27.02 亿元, 加上自有资金参与 1.42 亿元, 成立规模达 28.45 亿元, 管理费率 0.8%, 预计 09 年贡献约 1000 万的管理费收入。

◇管理费用大幅增加, 成本控制能力有待提高。宏源证券 09 年上半年业务及管理费 5.33 亿元, 同比大增 77.24%, 占营业收入比重为 40.64%。由于证券公司通常在第四季度计提年度奖金, 我们预计管理费用率还将呈环比上升趋势, 公司成本控制能力有待提高。

◇给予公司中性评级。由于 2009 年 1-7 月日均股票基金权证交易额达 2268 亿元, 我们上调 09 年全年日均股基权成交额至 1900 亿元。基于



此假设，我们预计宏源证券 2009、2010 年每股收益分别为 0.57 元、0.63 元，每股净资产分别为 3.88 元、4.32 元。对应 2009、2010 年 PE 分别为 43.49 倍、39.30 倍；PB 分别为 6.40 倍、5.74 倍，估值大幅超过行业平均水平，因此给予公司“中性”评级。

公司财务数据摘要	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入（百万元）	4435	1598	2413	2726
y/y % change	496.53%	-63.96%	51.00%	12.97%
净利润（百万元）	2038	542	832	920
y/y % change	538.28%	-73.43%	53.51%	10.58%
EPS（元）	1.39	0.37	0.57	0.63
BVPS（元）	4.11	3.41	3.88	4.32

表 1： 宏源证券 1H08~1H09 业绩比较

（单位：百万元）	1H08	1H09	同比	1Q09	2Q09	环比
营业收入	970.52	1,311.07	35.09%	620.11	690.96	11.43%
手续费净收入	809.19	1,009.91	24.81%	434.18	575.73	32.60%
代理买卖证券净收入	758.75	943.26	24.32%	409.67	533.59	30.25%
承销业务净收入	20.85	28.18		12.01	16.17	
净利息收入	83.81	73.32	-12.52%	32.49	40.83	25.67%
自营投资收益	27.57	222.87	708.38%	151.57	71.30	-52.96%
投资收益	609.75	200.4		117.08	83.32	
公允价值变动	-582.18	22.47		34.49	-12.02	
其他业务收入	55.56	5.02	-90.96%	1.87	3.15	68.45%
营业支出	397.76	601.09	51.12%	200.43	400.66	99.90%
营业税金及附加	57.75	68.11	17.94%	29.56	38.55	30.41%
业务及管理费	300.66	532.88	77.24%	170.90	361.98	111.81%
营业利润	572.76	709.97	23.96%	419.68	290.29	-30.83%
营业外收入	0.31	0.11	-64.52%	0.05	0.06	
营业外支出	3.17	3.58	12.93%	0.06	3.52	
利润总额	569.90	706.51	23.97%	419.67	286.84	-31.65%
所得税	218.62	184.99	-15.38%	104.47	80.52	-22.93%
净利润	351.28	521.52	48.46%	315.20	206.32	-34.54%

资料来源：公司定期报告，齐鲁证券研究所



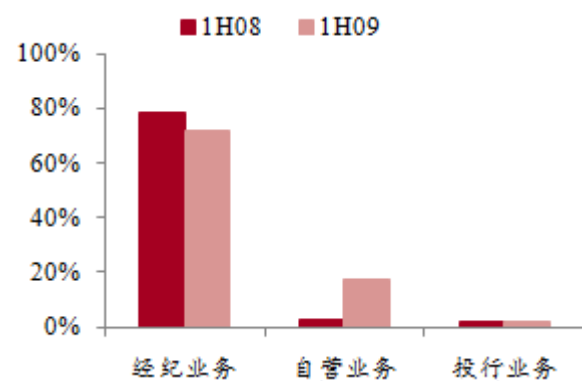
一、经纪和自营业务是公司最重要的收入来源

宏源证券 09 年上半年营业收入 13.11 亿元，净利润 5.22 亿元，同比分别增长 35.09%、48.46%。09 年上半年有效所得税率为 26.18%，较 08 年同期的 38.36% 大幅下降，从而导致净利润同比增速显著快于营业收入同比增速。

09 年 2 季度净利润 2.06 亿元，环比下降 34.54%，主要由于公司自营业务收益环比下降 52.96% 以及业务及管理费用环比大幅增长 111.81% 所致。

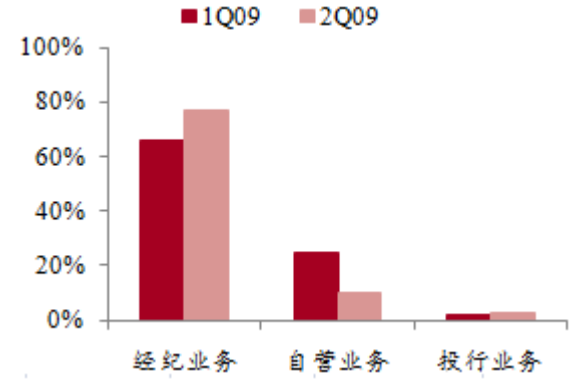
从收入结构上看，公司依然高度依赖经纪和自营业务，09 年中期两者占营业收入 71.95%、17.00%。我们认为，未来公司仍将以传统的经纪和自营业务为主。

图 1：宏源证券收入结构比较



资料来源：公司定期报告，齐鲁证券研究所

图 2：宏源证券收入结构比较（单季度）

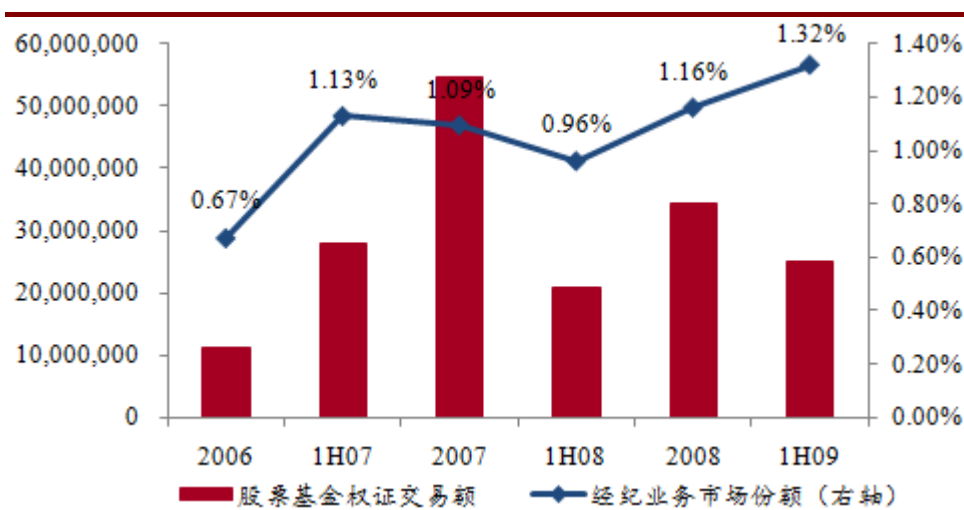


资料来源：公司定期报告，齐鲁证券研究所

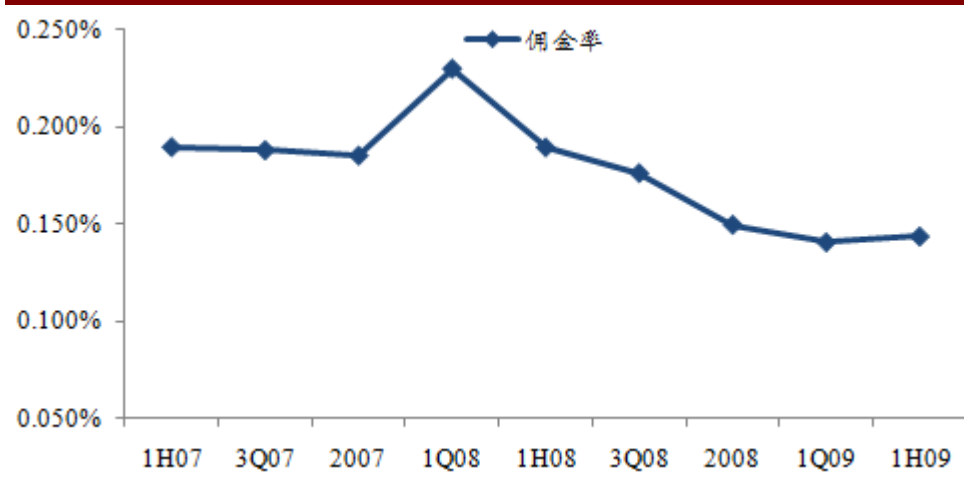
二、经纪业务市场份额稳步提高，佣金率保持稳定

公司 09 年上半年股票基金权证交易额 6596.78 亿元，同比增长 63.4%，市场份额达 1.32%，较 08 年的 1.16% 提高了 13.79%。

可喜的是，尽管公司市场份额稳步提高，但其佣金率水平仍然保持稳定。宏源证券 09 年上半年佣金率为 0.144%，较 08 年年末的 0.150% 仅下滑了 4%，而较 09 年一季度的 0.141% 还略有提高。这主要是由于公司在新疆地区较强的竞争优势，区域垄断性明显，使其在该地区佣金率水平很高。未来，在证券公司竞争日益激烈的环境下，行业佣金率水平仍将呈下降趋势，但降幅有限，因此我们预计宏源证券佣金率水平也将随着行业水平的下调而有所下降，但幅度十分有限。


图3：宏源证券经纪业务市场份额稳步提高


资料来源：公司定期报告，齐鲁证券研究所

图4：宏源证券佣金率保持稳定


资料来源：公司定期报告，齐鲁证券研究所

表 2： 宏源证券 2009 年上半年经纪业务主要指标

(单位：百万元)	1H08	2008	1H09
公司股基权交易金额	403,613.17	794,990.00	659,677.72
y/y % change	-35.6%	-33.6%	63.4%
其中：股票交易金额	320,671.69	600,146.00	575,305.92
y/y % change	-39.5%	-40.3%	79.4%
市场份额	0.96%	1.16%	1.32%
净佣金率	0.189%	0.150%	0.144%
y/y % change	-5.29%	-4.41%	-13.00%
经纪业务净收入	758.75	1,178.11	943.26
y/y % change	-36.08%	-46.74%	24.32%

资料来源：公司定期报告，齐鲁证券研究所



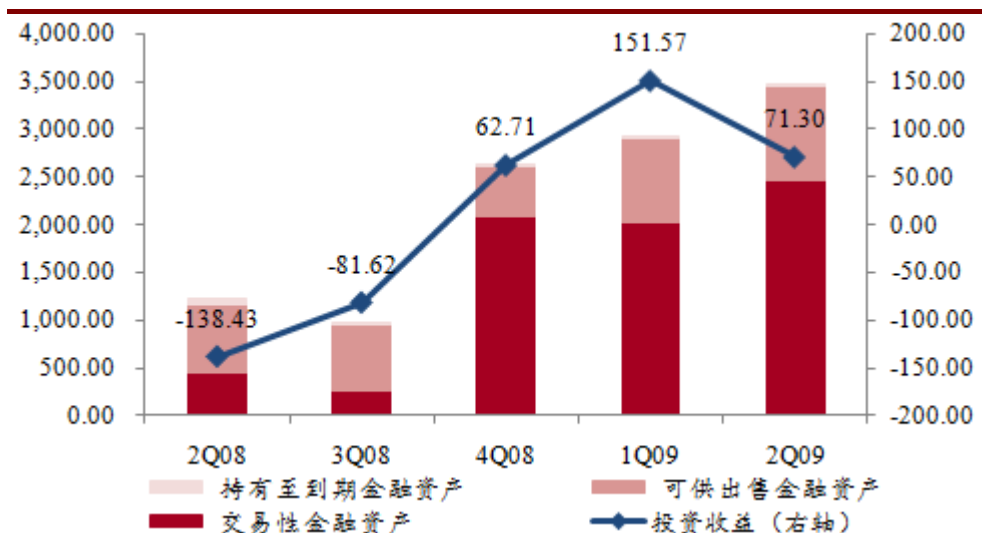
三、自营业务较为稳健，投资收益环比下降

宏源证券 09 年上半年自营业务收入 2.23 亿元，较 08 年同期的 0.28 亿元大幅增加。从自营规模上看，公司交易性金融资产较 08 年末增加了 3.87 亿元，增幅为 18.54%，主要是由于公司顺应市场环境提高了自营投资规模；可供出售金融资产增加 4.33 亿元，增长 81.02%，主要是该类资产市值上升所致。

从证券投资资产配置上看，尽管债券类投资仍然占比较大，但公司在 09 年明显增加了股票资产的配置，截至 09 年 6 月底公司股票类资产占自营业务比重达 32.77%，较 08 年底的 21.19% 提高了 54.65%。这说明了公司自营业务力求稳健的同时也积极把握市场机会。

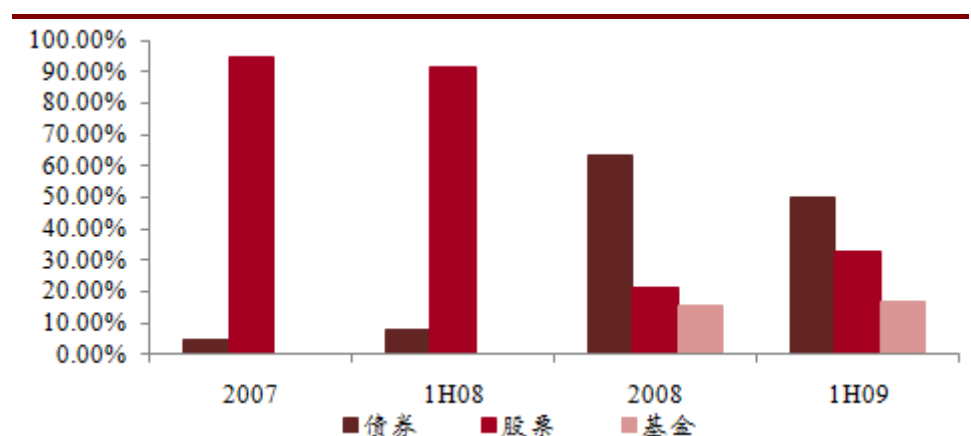
然而，值得注意的是公司 09 年 2 季度自营业务收益较 1 季度环比下降 52.96%，主要是由于投资收益和公允价值变动都出现大幅下降所致，从而反映了自营业务收益较大的波动性。09 年下半年，投资风险随着 A 股市场大幅上涨而不断积聚，使得公司自营业务存在较大的不确定性。

图5：宏源证券自营业务规模和投资收益



资料来源：公司定期报告，齐鲁证券研究所

图6：宏源证券自营业务资产配置结构



资料来源：公司定期报告，齐鲁证券研究所



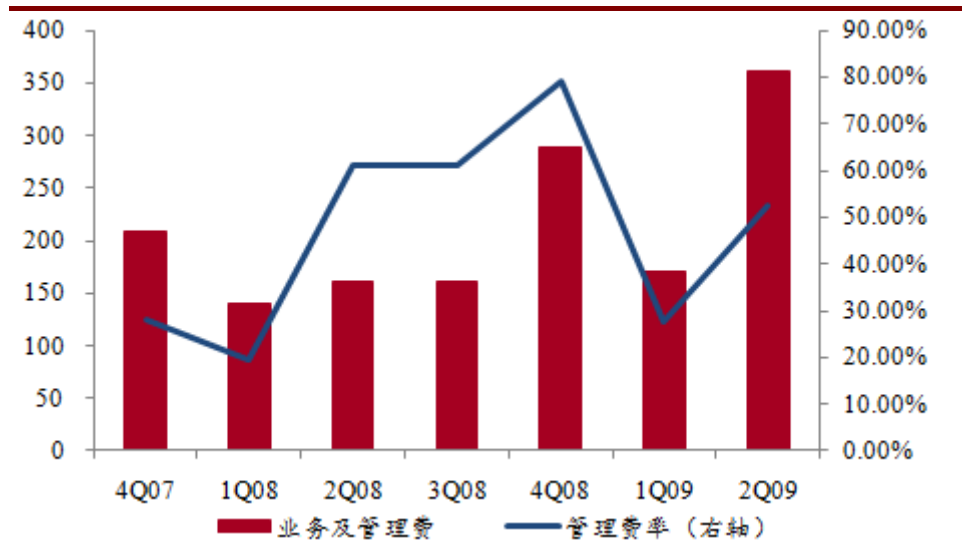
四、资产管理业务有所突破

09年5月18日公司第一支集合理财产品“宏源内需成长集合资产管理计划”开始发售，实现募集资金27.02亿元，加上自有资金参与1.42亿元，成立规模达28.45亿元，管理费率0.8%，预计09年贡献约1000万的管理费收入。

五、管理费用大幅增加，成本控制能力有待提高

宏源证券09年上半年业务及管理费5.33亿元，同比大增77.24%，占营业收入比重为40.64%。公司管理费的大增主要是由于证券市场持续活跃导致公司业绩快速增长，而根据考核办法计提的绩效工资大幅提高所致，09年上半年职工工资较08年同期大幅增加了54.14%。由于证券公司通常在第四季度计提年度奖金，我们预计管理费用率还将呈环比上升趋势，公司成本控制能力有待提高。

图7：宏源证券业务及管理费用



资料来源：公司定期报告，齐鲁证券研究所

六、盈利预测与投资建议

主要盈利预测假设

经纪业务：由于2009年1-7月日均股票基金权证交易额达2268亿元，我们上调09年全年日均股基权成交额至1900亿元。公司经纪业务市场份额2009年与上半年基本持平，为1.32%，2010年较2009年略有提高至1.35%。公司佣金率水平假设2009年为0.143%，2010年为0.140%。

自营业务：我们假设2009、2010年证券投资占可运用资金比例分别为60%和55%，自营收益率分别为8%和10%。


表 3：自营业务关键假设

(单位：RMB 百万元)	2006	2007	1H08	2008	1H09	2009E	2010E
自有资产总额	4,102.80	7,971.52	5,617.38	5,992.09	7,936.62	7,930.66	8,201.37
净资产	3,670.41	5,998.52	5,015.72	4,978.55	5,663.01	5,664.76	6,308.75
自有资产/净资产	1.12	1.33	1.12	1.20	1.40	1.40	1.30
可运用资金	3,541.27	7,148.20	4,133.38	4,896.05	7,017.86	6,978.98	6,971.17
可运用资金/自有资产比	86.31%	89.67%	73.58%	81.71%	88.42%	88.00%	85.00%
证券投资/可运用资金比	15.92%	19.20%	29.50%	53.62%	49.09%	60.00%	55.00%
自营收益率	60.75%	140.26%	2.26%	0.33%	6.47%	8.00%	10.00%

资料来源：齐鲁证券研究所

管理费用：我们认为公司成本控制能力有待提高，给予 2009、2010 年业务及管理费用率 48% 的假设。

基于以上假设，我们预计宏源证券 2009、2010 年营业收入分别为 24.13 亿元、27.26 亿元；净利润分别为 8.32 亿元、9.20 亿元；每股收益分别为 0.57 元、0.63 元；每股净资产分别为 3.88 元、4.32 元。对应 2009、2010 年 PE 分别为 43.49 倍、39.30 倍；PB 分别为 6.40 倍、5.74 倍，估值大幅超过行业平均水平，因此给予公司“中性”评级。

表 4：宏源证券盈利预测

(单位：RMB 百万元)	1H08	2008	1H09	2009E	2010E
营业收入	970.52	1,598.47	1,311.07	2,412.55	2,725.88
手续费净收入	809.19	1,364.48	1,009.91	1,922.71	2,168.97
代理买卖证券净收入	758.75	1,178.11	943.26	1,764.53	1,952.75
承销业务净收入	20.85	87.94	28.18	70.46	105.69
净利息收入	83.81	158.07	73.32	146.64	161.31
自营投资收益	27.57	8.66	222.87	333.16	383.56
其他业务收入	55.56	73.17	5.02	10.04	12.05
营业支出	397.76	862.33	601.09	1,302.78	1,499.23
营业税金及附加	57.75	80.88	68.11	120.63	136.29
业务及管理费	300.66	750.19	532.88	1,158.02	1,308.42
资产减值损失	0.00	-8.32	-0.15	0.00	0.00
其他业务支出	39.35	39.58	0.25	24.13	54.52
营业利润	572.76	736.14	709.97	1,109.77	1,226.65
营业外收入	0.31	4.45	0.11	0.00	0.00
营业外支出	3.17	5.55	3.58	0.00	0.00
利润总额	569.90	735.04	706.51	1,109.77	1,226.65
所得税	218.62	193.39	184.99	277.44	306.66
净利润	351.28	541.65	521.52	832.33	919.98
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司所有者	351.28	541.65	521.52	832.33	919.98
EPS	0.24	0.37	0.36	0.57	0.63
BVPS	3.43	3.41	3.88	3.88	4.32

资料来源：齐鲁证券研究所


投资评级说明

类别	级别	定义
公司	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20% 以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10%—20% 之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度为 -10%—10% 之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅为 10% 以上
行业	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数将跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

齐鲁证券有限公司研究所（上海）

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F（济南）

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791