

经纪业务随大市而丰收 自营博得了不错回报

宏源证券（000562）

评级：增持

跟踪报告

2009年10月27日 星期二

陶正傲

010-59707118

tza@longone.com.cn

非银行金融行业

联系人：顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

重要数据

总股本(亿股)	14.6
流通股本(亿股)	14.6
总市值(亿元)	304.26
流通市值(亿元)	304.26

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1个月	11.27	2.27
3个月	-22.79	-14.52
6个月	24.64	-8.64

个股相对上证综指走势图



投资要点

- 公司目前的PB约为4.99倍，2009年PB估计约为26倍。
- 公司前三个季度累计实现净利9.07亿元，同比增长了112.91%；前三个季度累计ROE为14.88%，同比增加了6.24个百分点；EPS为0.62元，每股净资产为4.17元。
- 公司主要收入来自于经纪业务与投资业务，公司经纪业务市场份额增长较快，经纪业务的佣金率水平处于业内中等水平。
- 公司自营投资风格较为激进。
- 我们认为当前估值有些相对偏低，加上考虑到公司经纪业务份额有显著上升，我们调增其评级为增持。

1. 公司 2009 年三季度总体经营情况

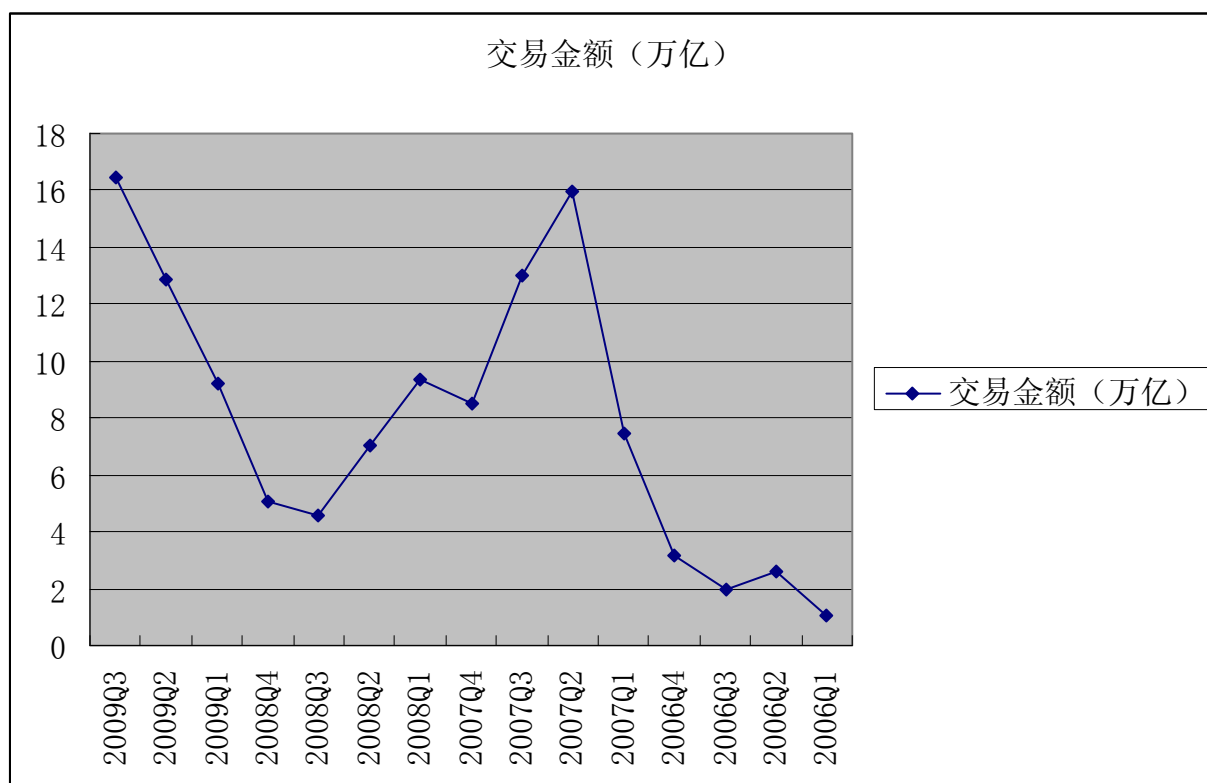
公司三季度实现净利润 3.8.6 亿，前三个季度累计实现净利 9.07 亿元，同比增长了 112.91%；前三个季度累计 ROE 为 14.88%，同比增加了 6.24 个百分点；EPS 为 0.62 元，每股净资产为 4.17 元。

公司目前净资产总计为 60.98 亿元，比去年底增长了 22.5%；总资产为 252.5 亿元，比去年底增长了 64.98%，总资产增长主要是客户存款增长所致。

2. 2009 年 3 季度经纪业务总体情况回顾

2.1 2006 年以来各季度的交易总金额情况

图 1：2006 年以来各季度全市场交易金额情况



数据来源：WIND，东海证券研究所

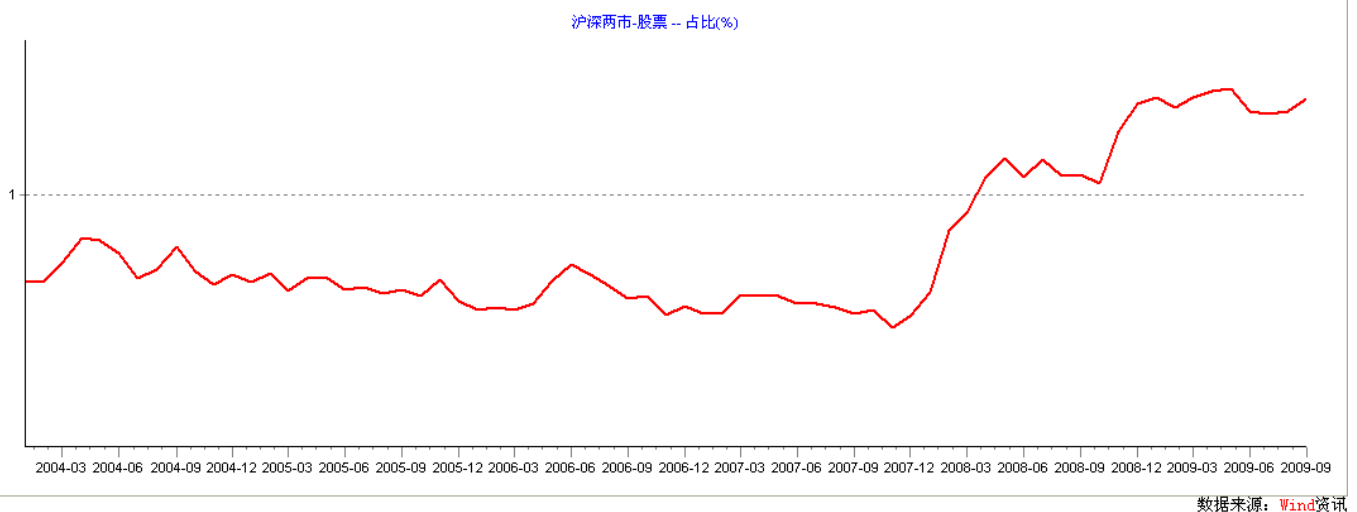
我们可以看到：2009 年 3 季度的总交易金额比去年同期上涨了 261%！，而比今年 2 季度的总交易金额也增长 28.42%。所以券商经纪业务的收入将有巨幅

的增长，同比也将有较大的增长。

2.2 宏源证券经纪业务市场份额变动情况

从图 1 我们可以看到，宏源证券自 2006 年以来股票经纪业务市场份额保持较快上升，2007 年 12 月以来上升较为明显。股票经纪的市场份额从 2007 年 12 月的 0.654%，上升到 2009 年 9 月份的 1.273%！

图 2：宏源证券 2006 年以来的股票经纪业务市场份额情况



2.3 宏源证券经纪业务佣金率变动情况

表1. 2006 年以来宏源证券佣金率水平估计

年份	2009Q3	2008	2007	2006
代理买卖证券业务净收入	15.56	11.78	22.12	2.70
总交易金额	11762.40	7428.57	7637.68	1602.88
股票交易金额	9944.50	5456.47	6406.22	1314.53
佣金率 1	0.13%	0.16%	0.29%	0.17%
佣金率 2	0.16%	0.22%	0.35%	0.21%

数据来源：WIND，东海证券研究所（单位：亿元）

上表中：佣金率 1 指代理买卖证券业务净收入/总交易金额

佣金率 2 指代理买卖证券业务净收入/股票交易金额

从上表可见宏源证券的佣金率水平自 2007 年以来呈不断下降的趋势，宏源证券 1-9 月经纪业务收入的增长主要来自市场交易金额增长所致。但宏源证券的目前的佣金率水平要比光大证券和国元证券要高一些，但比东北证券低一

些。

3. 宏源证券 2009 年 3 季度业绩情况回顾

3.1 2006 年以来公司各项收支情况

表2. 2006 年以来公司损益表情况

	2009Q3	2008	2007	2006
一、营业收入	21.24	15.98	44.35	7.43
手续费及佣金净收入	17.17	13.64	22.89	3.24
代理买卖证券业务净收入	15.56	11.78	22.12	2.7
证券承销业务净收入	0.73	0.88	0.41	0.27
受托客户资产管理业务净收入	0.25	0		0.01
利息净收入	1.17	1.58	1.34	0.25
投资净收益	3.13	4.43	15.32	2.24
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0			
公允价值变动净收益	-0.29	-4.34	3.94	1.19
汇兑净收益	0	-0.06	-0.06	-0.03
其他业务收入	0.06	0.73	0.93	0.55
二、营业支出	8.99	8.62	12.03	3.81
营业税金及附加	1.12	0.81	2.13	0.3
管理费用	7.87	7.5	8.49	2.52
资产减值损失	0	-0.08	0.82	0.73
其他业务成本	0	0.4	0.59	0.27
三、营业利润	12.24	7.36	32.32	3.62
加：营业外收入	0	0.04	0.01	0.01
减：营业外支出	0.06	0.06	0.07	0.1
四、利润总额	12.19	7.35	32.26	3.53
减：所得税	3.12	1.93	11.87	0.34
五、净利润	9.08	5.42	20.38	3.19
六、基本每股收益(元)	0.621	0.37	1.39	0.31

数据来源：WIND、公司定期报告

公司主要收入来自于经纪业务与投资业务。

表3. 2007 年以来公司主要收入构成

	2009Q3	2008	2007	2006
代理买卖证券业务净收入	73.26%	73.72%	49.88%	36.34%
证券承销业务净收入	3.44%	5.51%	0.92%	3.63%
受托客户资产管理业务净收入	1.18%	0.00%	0.00%	0.13%
利息净收入	5.51%	9.89%	3.02%	3.36%
投资净收益	14.74%	27.72%	34.54%	30.15%
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
公允价值变动净收益	-1.37%	-27.16%	8.88%	16.02%
汇兑净收益	0.00%	-0.38%	-0.14%	-0.40%
其他业务收入	0.28%	4.57%	2.10%	7.40%

数据来源：东海证券研究所

3.2 公司本年以来的投资业绩情况

公司期末交易性金融资产合计 23.89 亿元,可供出售金融资产 11.03 亿元。而年初这二项分别为 20.87 亿和 5.34 亿元。可见公司一直在自营上作积极主动投资活动。

从投资的明细项目来看,公司今年一季报时重仓介入西飞国际 2500 万股,介入成本价为 25.18 元左右,总投入成本为 6.295 亿元,而一季度时该股的股价在 12.33-24.40 之间,而此股票在今年 5 月 12 日作了 10 送 12 的资本公积转股本的分配方案!本期公司出售西飞国际计入当期净利的收益和 0.63 亿元。

公司计入可供出售的金融资产本期帐面价值变动为正的 3.61 亿元,有待未来可转入当期利润中,而其中有 2.68 亿是归功于对西飞国际的成功投资结果。

今年一季报时公司还持有目前已退市的 ST 圣方和 ST 龙科,显示公司自营风格是比较激进的。

从损益表看,公司本期投资收益与公允价值合计为 2.84 亿元,而去年同期此二项合计为-0.54 亿元。

4. 公司目前的估值水平

从目前估值来看,公司目前的 PB 约为 4.99 倍,2009 年 PE 估计约为 26

倍。(全年 EPS 估计为 0.8 元)我们注意到与宏源证券同样股本的国元证券,宏源证券的净资产、净利润、总资产等均高出国元证券不少,但股价宏源证券则比国元证券低 6.7%!

两者在经纪业务市场份额上,宏源证券比国元证券要高出 0.2%,而且佣金率水平宏源证券也比国元证券高出 0.03%左右。国元证券比宏源证券多出的主要是国元证券持有长盛基金 41%的股权等。

表4. 宏源证券 2004 年以来的历年的净利润与 ROE

	2009Q3	2008	2007	2006	2005	2004
归母公司股东 净利润	9.07	5.42	20.38	3.19	0.08	-5.82
ROE	14.88	9.87	42.16	14.63	1.19	-59.45

数据来源: WIND、公司定期报告

公司主要收入来自经纪与投资业务,我们认为:证券公司的经纪业务收入和自营收入均达到高点,而 2009 年前三季度公司经纪业务收入又达到一个高点,而证券公司的新业务收入的贡献在未来几年中将相当有限,我们很难想像证券公司的净利润还能保持高速增长。

基于对股市前景看法和公司的 PB、PE 估值水平,以及公司收入结构,我们认为当前估值有些相对偏低,加上考虑到公司经纪业务份额有显著上升,我们调增其评级为增持。

附注:

分析师简介及跟踪范围:

姓名, 陶正傲 非银行金融行业分析师

重点跟踪公司: 中国人寿, 中国平安, 中国太保, 中信证券, 海通证券, 安信信托

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本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多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122