

分析师： 刘俊 (8627)65799532 liujun@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490208090171

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

09 年报点评：佣金费率降幅收窄，经纪份额增长较快

事件描述

宏源证券（000562）今日发布 2009 年报，主要业绩看点有：

- 2009 年佣金费率达到 0.1536%，较 2008 年降幅为 17.35%，尤其是四季度环比仅下降 1.13 个百分点；佣金费率降幅较小虽然有基金分仓收入快速增长的因素，但阶段性企稳的迹象明显；经纪业务市场份额也增长达 9.86%。
- 2009 上半年自营业务获利较丰，下半年日趋稳健；债券承销和资产管理业务实现较大突破，但持续增幅有限。
- 预计公司 2010 年 EPS0.82 元，略增 3.75%，予以中性评级；佣金费率企稳和市场份额上升是股价触发点。

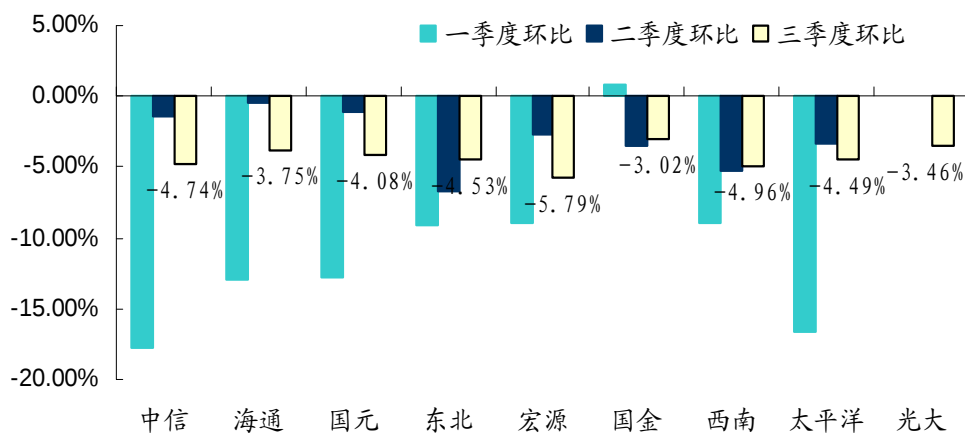
事件评论

第一，四季度佣金费率出现企稳迹象

公司 2009 年实现代理买卖证券业务净收入 21.38 亿元，较此前的预期多增加了 4%，即 0.78 亿元；全年佣金费率达到 0.1536%，好于此前 0.148% 的预期，尤其是四季度佣金费率环比仅下降 1.13 个百分点；佣金费率全年降幅为 17.35%，四季度佣金费率降幅好于同业平均水平，佣金费率有企稳迹象。

当然，佣金费率降幅相对较少，也与基金分仓收入剧增和代理买卖证券业务科目的内容调整有关。

图 1：上市券商 2009 前三季度佣金费率的环比变化



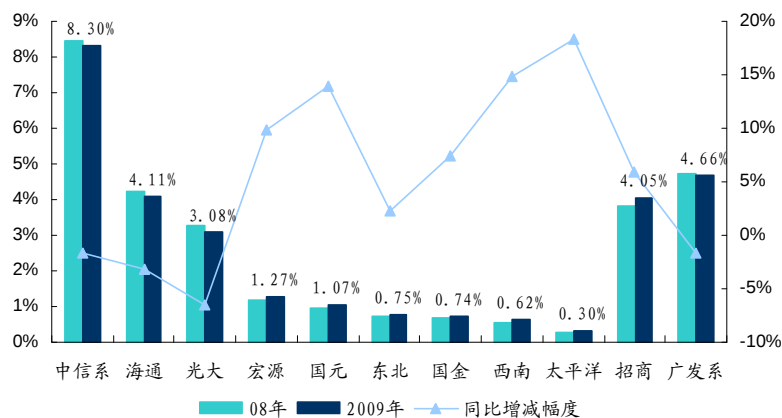
资料来源：长江证券研究部

第二，经纪业务市场份额恢复性增长速度减缓

公司经纪业务市场份额（股票、基金）2008 下半年开始出现恢复性快速增长的趋势，2009 年较 2008 年增长了 9.86%，增幅在上市公司中较突出。但由于竞争加剧，2009 下半年开始出现增速下降的趋势，目前较好的月份公司经纪业务市场份额能达到 1.3% 左右，不考虑营业网点外地扩张的情形下，预计进一步大幅提升的可能性较小。

截至 2009 年末，公司的 17 家证券服务部中有 8 家完成升级规范为证券营业部，11 家技术服务站获准原址新设营业部，使公司营业部牌照达到 69 家，目前实际营运的营业部为 55 家，营业部数量（尤其是新疆地区）明显增长。

图 2：上市券商 2009 年经纪业务市场份额的变化



资料来源：长江证券研究部

表 1：上市券商部均交易额的变化

部均交易量	2007	2008	2009 07-09 变动	08-09 变动	
中信系	452	263	428	-5%	63%
海通	287	183	263	-9%	44%
招商	454	286	607	34%	112%
光大	308	240	391	27%	63%
国元	169	107	162	-4%	52%
东北	175	87	152	-13%	74%
宏源	250	103	202	-19%	97%
西南	213	110	200	-6%	83%
国金	324	220	503	56%	128%
太平洋	184	87	157	-15%	80%
广发系	298	155	249	-16%	61%
上市券商	326	190	325	0%	70%
其他券商	251	148	272	8%	84%
行业平均	267	158	286	7%	80%

资料来源：长江证券研究部

第三，债券承销推动投行业务收入大幅增长

2009 年公司共实现承销收入 1.7 亿元，其中 1.5 亿元是债券承销收入；实现承销业务净收入 1.3 亿元，同比增长 50%，债券承销收入突飞猛进是投行业务收入大幅度增长的主要原因。

股票承销方面，公司担任吉峰农机创业板首发的主承销商和上市保荐人，担任华工科技配股保荐人，实现收入约 0.17 亿元。

第四，自营业务相对稳健，四季度自营收入略低于预期

2009 年一季度，公司自营业务较好的把握了市场行情，获取了 1.5 亿元的合计收益，但二季度有所保守，仅实现 0.7 亿元合计收益；三、四季度公司通过兑现一定的收益，使自营收入仍有所增长，但增幅较小；全年实现自营投资收益 3.65 亿元，其中出售可供出售金融资产的投资收益为 1.05 亿元。

表 2：公司近两年自营投资收入结构

单位：百万	2009 年	2008 年
证券投资收益	371.41	506.10
其中：出售交易性金融资产的投资收益	255.97	-300.47
出售交易性金融负债的投资收益	-1.72	
出售可供出售金融资产的投资收益	105.30	443.79
出售持有至到期金融资产的投资收益	-0.21	0.57
衍生金融工具的投资收益	-	354.23
金融资产持有期间取得的收益	12.07	7.98
公允价值变动收益	-6.56	-434.15
其中：交易性金融资产公允价值变动收益	-6.56	-182.57
衍生金融工具公允价值变动收益	-	-251.58
合计	364.85	71.95

资料来源：公司公告，长江证券研究部

2009 年末，公司股票类交易性金融资产仅 1 亿元，如果今年一季度保持适度的股票自营规模，有望避免 1 月份的自营行业性亏损情形，使 2010 年一季度业绩相对较好。

第五，资产管理与期货业务起步良好

2009 年上半年，公司发行了第一支集合理财产品“宏源一号”——宏源证券内需成长集合资产管理计划，募集资金 27.02 亿元，截至 2009 年末的保有量是 23.2 亿份，保有程度相对良好。但由于是第一支产品，相关费率返点较高，2009 年仅实现资产管理业务净收入 0.16 亿元。

公司期货业务快速增长，全年实现交易量 8148 亿元，同比增长 413%；市场份额上升为 0.62%，同比增长 183%；客户资产规模达到 5.8 亿元，同比增长 269%；业务规模的快速增长带来收入的大幅增长，实现收入 5507 万元，同比增长 148%，实现利润总额 681 万元。

第六，投资评级与风险提示

我们认为公司经纪业务佣金费率较高，如果今年一季度后仍保持较小的降幅，则有望实现佣金费率阶段性企稳，随着市场成交量的上升，有望实现代理买卖证券业务净收入降幅减少，甚至实现增长；2009 年公司自营业务相对稳健，预计今年股票自营规模不会大幅度增长，对业绩贡献幅度下降；投行和资产管理收入有望实现进一步增长，但增长幅度有限。

综合上述情况，我们予以公司的中性评级，在市场日均交易额较 2009 年增长 15% 的假设前提下，预计公司全年实现 EPS0.82 元，同比略增 3.75%，如果一季度后公司的市场份额在新营业部的带动下持续扩大、佣金费率降幅好于预期，则有望迎来较好的投资机遇。

财务报表及指标预测

利润表 (百万)				
	2009A	2010E	2011E	2012E
代买卖证券收入	2,138	2,280	2,640	2,841
承销业务净收入	132	143	158	174
资产管理净收入	17	45	90	180
利息净收入	167	191	148	164
投资净收益	371	231	249	284
公允价值变动	(7)	29	133	153
营业收入合计	2,920	2,998	3,553	3,960
营业税金及附加	154	201	181	199
业务及管理费	1,199	1,223	1,285	1,349
营业成本合计	1,355	1,426	1,467	1,550
利润总额	1,557	1,593	2,110	2,439
所得税	406	398	528	610
少数股东损益	0	0	0	0
净利润	1,152	1,195	1,583	1,829
EPS	0.79	0.82	1.08	1.25
ROAA	3.74%	3.50%	4.23%	4.45%
ROAE	16.2%	14.9%	18.2%	19.2%

资产负债表 (百万)				
	2009A	2010E	2011E	2012E
现金及银行存款	17966	14406	13621	14948
结算备付金	1748	6437	5058	5563
交易性金融资产	4261	5027	5782	6649
存出保证金	542	1437	5782	6649
买入返售金融资产	1701	2041	2245	2469
可供出售金融资产	1418	1962	1923	1658
长期股权投资	6	6	7	8
固定资产	1018	980	939	895
资产总额	28971	32612	35680	39173
交易性金融负债	0	0	0	0
卖出回购金融款	3348	4017	4419	4861
代理买卖证券款	18391	20230	22253	24479
应付款项	489	488	513	528
负债总额	22432	24921	27392	30094
少数股东权益	0	0	0	0
普通股东权益合计	6539	7691	8288	9080
负债及股东权益	28971	32612	35680	39173

分析师介绍

刘俊（武汉），武汉大学经济学硕士，现为长江证券研究部金融业分析师，具有金融领域 6 年的研究经历。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	（8621）68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	（8621）68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	（8621）68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	（8621）68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	（8621）68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	（8621）68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

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。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。

本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任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。