

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

宏源证券调研报告：佣金费率降幅趋缓，估值优势持续提升

事件描述

近期我们调研了宏源证券（000562），与公司主要业务部门领导就经纪、投行等方面业务进行了交流。主要结论有：

- 2009 年公司经纪业务市场份额增长达 25.53%，2010 年一季度市场份额增长 4.40%，我们预计公司今年市场份额将保持稳定增长态势；
- 截至 2009 年底公司证券营业部牌照达 69 家，服务部 9 家，随着服务部升级工作的展开，公司营业网点有望实现进一步扩充与优化；
- 公司 10 年一季度佣金 0.1405%，同比下降 17.05%，环比下降 8.51%，降幅低于行业平均水平，其中新疆地区环比降幅达 6 个点，低于公司整体降幅；
- 一季度投行与自营实现高增长，4 月份公司 IPO 项目募集资金 18.48 亿元，保持了良好增长态势；
- 公司全年业绩有望达到每股收益 0.85 元，净利润同比增长 7.8%，具有较好的估值优势，维持谨慎推荐评级，投行收入的持续增长和自营业绩的稳定性是未来的关注重点。

事件评论

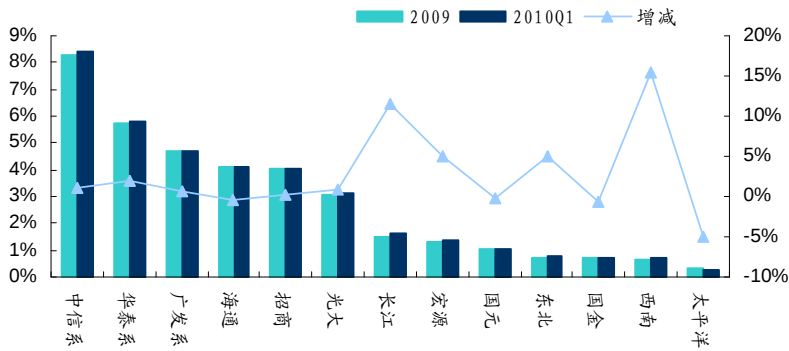
第一，公司经纪市场份额保持较快的上升趋势

09 年公司经纪市场份额达 1.274%，较 08 年增长 25.53%，一季度市场份额达 1.34%，同比增长 4.4%，环比增长 4.89%，保持了较快增长态势；公司行业排名由 08 年第 21 位上升至 09 年 18 位；一季度实现代理买卖业务净收入达 4.44 亿元，同比增长 8.4%。

我们调研了解到，公司 09 年以来经纪业务的快速发展得益于两方面的因素：一是公司自 08 年起完善了员工激励机制，内部薪酬与考核制度发生了较大变化；二是加了人员招聘力度，特别是营销人员增长迅速，公司经纪业务条线员工由 08 年底的 870 人增长至 09 年底 2142 人，增幅高达 146%。

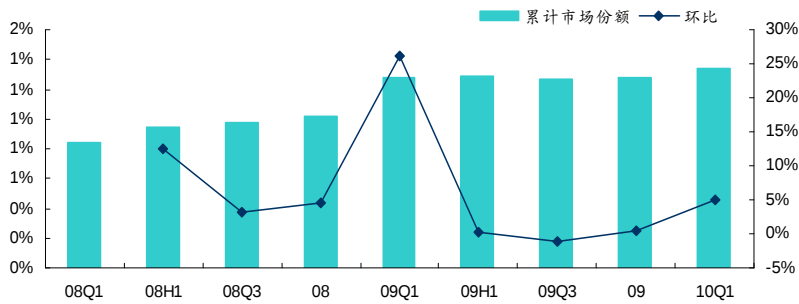
2010 年，公司计划从外延式和内涵式发展两方面加快提升经纪业务市场份额。外延方面，公司设立了网点规划小组，计划进一步扩充网点数量，优化现有网点布局；内涵方面，逐步加大同银行等渠道的合作，进一步推广手机证券，拓宽交易通道。

图 1: 10 年一季度上市券商市场份额



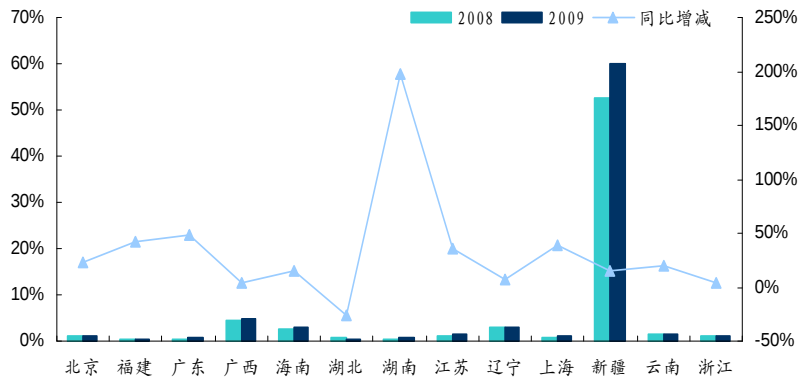
资料来源：长江证券研究部

图 2: 08 年至今公司市场份额变动情况



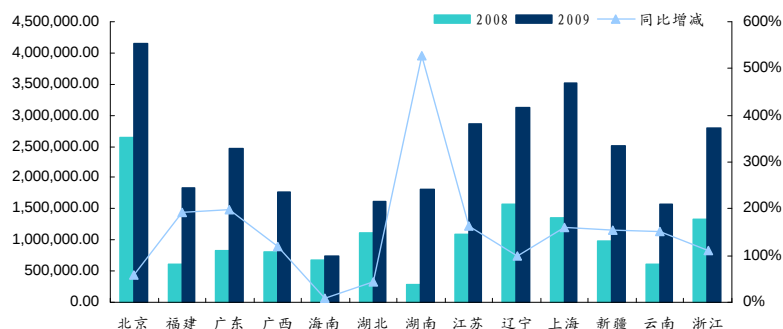
资料来源：长江证券研究部

图 3: 公司主要地区市场份额变动情况



资料来源：长江证券研究部

图 4: 公司主要地区部均交易额变动情况



资料来源: 长江证券研究部

表 1: 09 年公司部均交易额居行业第 34 位

行业排名	会员	部均交易额	行业排名	会员	部均交易额
4	招商证券	606.69	34	宏源证券	262.72
6	国金证券	503.41	38	广发系	249.11
11	中信系	427.76	40	国元证券	233.14
15	光大证券	390.70	53	西南证券	200.37
20	华泰系	351.03	71	太平洋	156.58
33	海通证券	262.79	76	东北证券	151.77

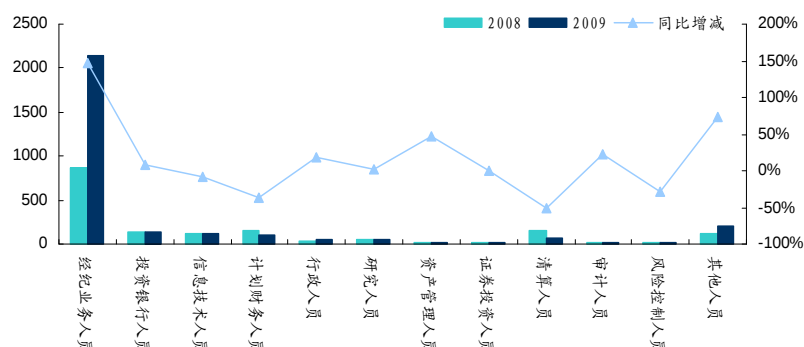
资料来源: 长江证券研究部

表 2: 10 年一季度公司部均交易额居行业第 27 位

行业排名	会员	部均交易额	行业排名	会员	部均交易额
4	招商证券	125.48	32	海通证券	52.11
8	国金证券	89.35	36	广发系	50.04
12	中信系	77.85	44	国元证券	45.34
14	华泰系	73.24	48	西南证券	42.68
18	光大证券	70.62	68	东北证券	32.56
27	宏源证券	55.91	73	太平洋	30.11

资料来源: 长江证券研究部

图 5: 公司各业务条线人员变动情况



资料: 长江证券研究部

第二，2010 年网点建设加速

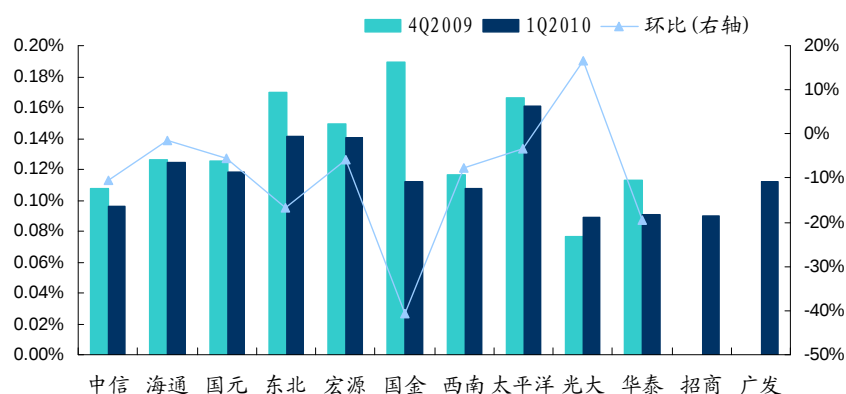
截至 09 年底，公司证券营业部牌照数达 69 家，服务部 9 家，其中新疆地区营业部 21 家。我们调研了解到，公司成立了网点规划小组，计划通过异地搬迁、新设等方式优化全国网点布局。

第三，2010 年公司佣金降幅趋缓

公司 2010 年一季度佣金 0.1405%，同比下降 17.05%，环比下降 8.51%，降幅低于行业平均水平，其中新疆地区环比降幅达 6 个点，低于公司整体降幅；公司佣金降幅趋缓，有逐步企稳态势。

我们调研了解到，09 年以来公司在广东、浙江、江苏等地佣金降幅较大；而在北京、湖南、云南等地降幅较小。

图 6：上市券商佣金费率环比比较



资料来源：长江证券研究部

第四，投行业务定位明确

一季度公司实现承销业务净收入达 1.07 亿元，同比增长高达 794.24%，环比增长高达 82.03%。投行业务收入实现高速增长得益于：一方面，一季度 IPO 业务表现优异，共募集资金达 47.48 亿，居行业第 8 位；另一方面，企业债承销同比增长，一季度企业债主承销金额达 22.17 亿，居行业第 18 位。4 月份公司 IPO 项目募集资金 18.48 亿元，保持了良好增长态势。

我们调研了解到，公司投行定位为先巩固中小板承销优势，再努力发展主板承销业务，公司投行项目储备较为充分。

表 3：2010 年 1-4 月 IPO 承销情况

公司名称	上市日期	实际募集资金(亿元)	主承销商
爱仕达	2010-5-11	10.83	宏源证券
三聚环保	2010-4-27	7.65	宏源证券
天原集团	2010-4-9	14.55	宏源证券
丽鹏股份	2010-3-18	2.97	宏源证券
二重重装	2010-2-2	24.92	宏源证券
华力创通	2010-1-20	5.46	宏源证券
爱仕达	2010-5-11	10.83	宏源证券

资料来源：长江证券研究部

表 4: 2010 年 1-4 月上市券商 IPO 承销情况

券商间排名	承销商	承销家数	实际募集资金 (亿元)	其中: 联席保荐家数
1	海通证券	3	164.61	0
6	招商证券	12	80.17	0
8	宏源证券	6	65.96	0
10	中信证券	3	54.64	0
11	广发证券	6	50.22	0
13	华泰联合证券	6	36.76	0
18	国元证券	3	24.67	0
20	光大证券	2	18.95	0
21	东北证券	3	18.84	0
23	华泰证券	3	14.79	0
24	西南证券	3	11.48	0
26	国金证券	1	8.55	0
30	长江证券	1	7.04	0

资料来源: 长江证券研究部

表 5: 2010 年 1-4 月公司债项目承销情况

债券名称	上市日期	实际募集资金 (亿元)	主承销商
10 南昌城投债	2010-4-30	3	宏源证券
10 淮开控债	2010-3-24	6	宏源证券
10 天保投资债	2010-3-15	6.67	宏源证券
10 中盐债	2010-2-3	5.5	宏源证券
10 萍乡城头债	2010-1-27	4	宏源证券
10 南昌城投债	2010-4-30	3	宏源证券

资料来源: 长江证券研究部

表 6: 2010 年 1-4 月上市券商企业债项目承销情况

券商间排名	承销商	承销家数	发行额 (亿元)	其中: 联席保荐家数
1	中信建投证券	12	85.54	11
4	中信证券	9	57.60	9
5	招商证券	9	53.77	9
11	西南证券	5	34.52	5
17	宏源证券	5	25.17	5
24	长江证券	3	16.67	3
32	广发证券	2	10.75	2
35	华泰证券	2	8.33	2
40	光大证券	2	7.69	2
41	太平洋证券	3	7.33	3
47	华泰联合证券	1	6.00	0
57	国金证券	1	3.33	1
63	海通证券	1	1.00	1

资料来源: 长江证券研究部

第六，2010 创新业务紧锣密鼓

公司各项创新业务正紧锣密鼓地展开，在资产管理业务发面，公司第二只集合理财产品已获批并将于近日发行；截至目前，公司已有 12 家营业部 IB 资格获批。

我们调研了解到，在第二只集合理财产品的发行上，公司将汲取第一只产品成功发行的经验，进一步加大银行渠道的营销力度。

第六，投资评级与风险提示

通过调研我们了解到，目前公司综合佣金水平在上市券商中较高，且 2010 年以来佣金降幅趋缓；与此同时，公司营业部增速较快，网点布局进一步优化，有望带动 2010 年经纪业务市场份额持续增长；但鉴于自营收入的不稳定性，我们维持为“谨慎推荐”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 EPS0.85 元，同比略增 7.8%。

财务报表及指标预测

利润表（百万）					资产负债表（百万）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
代买卖证券收入	2,138	2,130	2,640	2,841	现金及银行存款	17966	14406	13621	14948
承销业务净收入	132	230	158	174	结算备付金	1748	6437	5058	5563
资产管理净收入	17	105	90	180	交易性金融资产	4261	5027	5782	6649
利息净收入	167	192	148	164	存出保证金	542	1437	5782	6649
投资净收益	371	343	249	284	买入返售金融资产	1701	2041	2245	2469
公允价值变动	(7)	69	133	153	可供出售金融资产	1418	1962	1923	1658
营业收入合计	2,920	3065	3,553	3,960	长期股权投资	6	6	7	8
营业税金及附加	154	153	181	199	固定资产	1018	980	939	895
业务及管理费	1,199	1,257	1,285	1,349	资产总额	28971	32612	35680	39173
营业成本合计	1,355	1,410	1,467	1,550	交易性金融负债	0	0	0	0
利润总额	1,557	1,655	2,110	2,439	卖出回购金融款	3348	4017	4419	4861
所得税	406	414	528	610	代理买卖证券款	18391	20230	22253	24479
少数股东损益	0	0	0	0	应付款项	489	488	513	528
净利润	1,152	1,242	1,583	1,829	负债总额	22432	24921	27392	30094
EPS	0.79	0.85	1.08	1.25	少数股东权益	0	0	0	0
ROAA	3.74%	3.85%	4.23%	4.45%	普通股东权益合计	6539	7691	8288	9080
ROAE	16.2%	17.9%	18.2%	19.2%	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	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@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。