

宏源证券 (000562)

## 新疆振兴提升长期成长空间

|                                                                                   |                     |                  |
|-----------------------------------------------------------------------------------|---------------------|------------------|
|  | <b>梁静</b>           | <b>董乐</b>        |
|  | 021-38676850        | 021-38676650     |
|  | liangjing@gjtas.com | dongle@gjtas.com |
|  | S0880200010278      | S0880108063472   |

## 本报告导读:

新疆振兴提升公司长期成长空间,但短期面临业绩下滑风险,谨慎增持

## 投资要点:

- 新疆发展战略的实施,将使未来5年新疆GDP增速达到12%以上,人均可支配收入增速到10%以上。经济发展水平与居民收入的快速增长将催生新疆地区巨大的投融资需求。我们测算,在新疆振兴推动下,未来5年内,新疆地区的经纪业务和承销业务规模的复合增速将分别达到16%和40%,远高于全国平均的9%和10%。
- 宏源证券作为唯一注册地在上海的上市券商,将是新疆振兴的最大受益者之一,所谓赚钱的是卖水者、而非淘金者。其经纪、投行、资产管理以及直接投资等多项业务将直接受益于新疆振兴。
- 经纪业务区域垄断优势继续增强,疆内规模提升和份额增长双重驱动增长。公司在疆内的经纪份额超过60%,垄断优势十分明显,未来公司仍将在疆内扩张网点,并有望在主要地区实现全覆盖,由此将推动整体经纪份额提升10%-15%。严格的监管及垄断竞争格局,使得疆内佣金率相对稳定,公司在疆内佣金率仍维持0.2%以上,在佣金率长期下滑的大趋势下,公司佣金率虽将下滑,但降幅及降速将缓于行业。
- 投行业务将受益于新疆振兴所创造的融资需求。今年公司投行规模快速增长,份额达3.9%。但由于新疆企业融资规模明显小于全国平均,公司的投行业务以疆外为主。新疆振兴将显著刺激当地企业融资需求,依托于地缘优势,公司可望在疆内获得50%的份额,由此每年可获得1亿元的增量承销收入。
- 长期受益于新疆振兴计划的推出。但由于市场重心的下滑以及成交额的萎缩,公司短期业绩仍面临下滑压力,预计2010-2011年EPS0.77元以及0.90元,维持谨慎增持评级,调整目标价至20元。

| 财务摘要 (百万元)  | 2008A  | 2009A  | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入        | 1,598  | 2,920  | 2,827 | 3,500 | 4,157 |
| (+/-)%      | -69.8% | 76.7%  | 28.8% | 28.5% | 18.8% |
| 经营利润 (EBIT) | 736    | 1,565  | 1,510 | 1,869 | 2,220 |
| (+/-)%      | -77.2% | 112.6% | -3.5% | 23.8% | 18.8% |
| 净利润         | 542    | 1,152  | 1,132 | 1,402 | 1,665 |
| (+/-)%      | -73.4% | 112.6% | -1.7% | 23.8% | 18.8% |
| 每股净收益 (元)   | 0.37   | 0.79   | 0.77  | 0.96  | 1.14  |
| 每股股利 (元)    | 0.10   | 0.50   | 0.50  | 0.50  | 0.50  |

| 利润率和估值指标  | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营利润率(%)  | 46.1% | 53.6% | 53.4% | 53.4% | 53.4% |
| 净资产收益率(%) | 10.9% | 17.6% | 15.9% | 18.0% | 19.3% |
| 总资产收益率(%) | 3.5%  | 4.0%  | 4.0%  | 4.2%  | 4.2%  |
| 市净率       | 4.7   | 3.6   | 3.3   | 3.0   | 2.7   |
| 市盈率       | 43.0  | 20.2  | 20.6  | 16.6  | 14.0  |
| 股息率(%)    | 0.6%  | 3.1%  | 3.1%  | 3.1%  | 3.1%  |

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: 谨慎增持

目标价格: 20.00

上次预测: 22.00

当前价格: 15.95

2010.06.08

## 交易数据

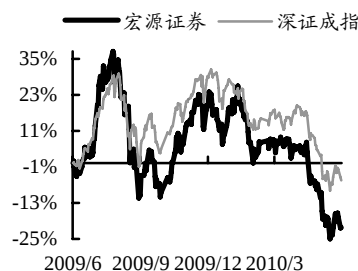
|               |             |
|---------------|-------------|
| 52周内股价区间(元)   | 14.58-27.98 |
| 总市值(百万元)      | 23,058      |
| 总股本/流通A股(百万股) | 1,461/1,461 |
| 流通B股/H股(百万股)  | 0/0         |
| 流通股比例         | 100%        |
| 日均成交量(百万股)    | 7           |
| 日均成交值(百万元)    | 127         |

## 资产负债表摘要 (12/09)

|           |          |
|-----------|----------|
| 股东权益(百万元) | 6,539.06 |
| 每股净资产     | 4.48     |
| 市净率       | 3.6      |
| 净负债率      | 38.2%    |

不

## 52周内股价走势图



| 升幅(%) | 1M   | 3M   | 12M  |
|-------|------|------|------|
| 绝对升幅  | -16% | -27% | -19% |
| 相对指数  | -6%  | -7%  | -15% |

## 相关报告

|                      |            |
|----------------------|------------|
| 《投行业务进步显著,佣金率降幅趋缓》   | 2010.04.26 |
| 《主营业务亮点多,创新业务有突破》    | 2010.03.19 |
| 《业绩好于预期,浮盈仍可观》       | 2009.10.27 |
| 《浮盈可观、绩效奖金计提较多,业绩弹性》 | 2009.08.11 |
| 《2季度业绩难如人意》          | 2009.07.14 |

模型更新时间: 2010.06.08

## 股票研究

金融

综合金融

## 宏源证券 (000562)

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 20.00

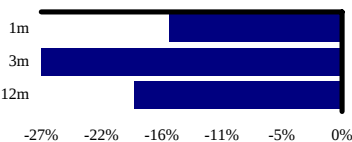
上次预测: 22.00

当前价格: 15.95

公司网址

www.hysec.com

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

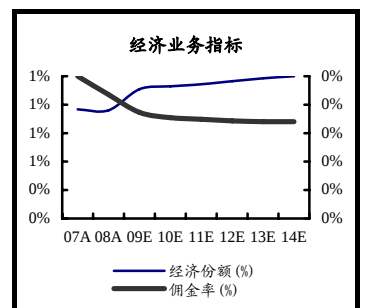
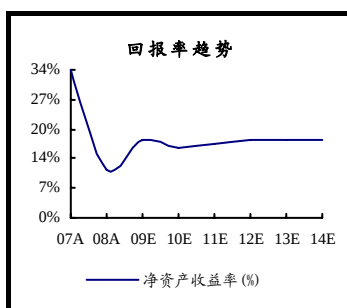
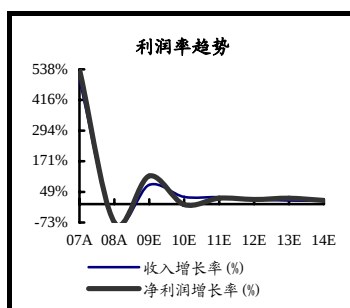
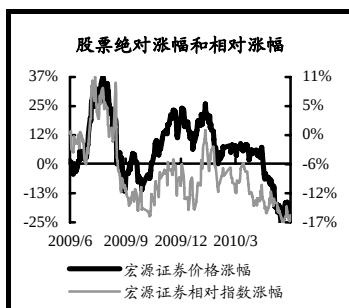
14.58-27.98

市值 (百万)

23,058

财务预测 (单位: 百万元)

| 损益表              | 2007A  | 2008A  | 2009A  | 2010E  | 2011E  | 2012E  | 2013E  | 2014E  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入             | 4,435  | 1,598  | 2,920  | 2,827  | 3,500  | 4,157  | 4,612  | 5,289  |
| 代理买卖证券业务净收入      | 2,212  | 1,178  | 2,138  | 1,851  | 2,035  | 2,261  | 2,397  | 2,567  |
| 市场日均股票基金成交额 (亿元) | 1,939  | 1,110  | 2,239  | 2,000  | 2,200  | 2,420  | 2,541  | 2,668  |
| 公司经纪份额           | 1.09%  | 1.08%  | 1.29%  | 1.32%  | 1.34%  | 1.37%  | 1.40%  | 1.42%  |
| 公司股票基金权证成交额 (亿元) | 11,955 | 7,381  | 15,476 | 14,100 | 15,821 | 17,751 | 19,011 | 20,361 |
| 公司股票基金权证净佣金率     | 0.185% | 0.161% | 0.138% | 0.131% | 0.129% | 0.127% | 0.126% | 0.126% |
| 证券承销业务净收入        | 41     | 88     | 132    | 423    | 507    | 604    | 657    | 710    |
| 公司股票承销额 (亿元)     | 16     | 16     | 8      | 94     | 112    | 133    | 146    | 157    |
| 公司债券承销额 (亿元)     | 8      | 19     | 106    | 130    | 157    | 187    | 202    | 218    |
| 受托资产管理业务净收入      | 0      | 0      | 17     | 24     | 33     | 45     | 61     | 82     |
| 公司资产管理规模 (亿元)    | 0      | 0      | 26     | 35     | 48     | 65     | 88     | 116    |
| 投资收益+公允价值变动      | 1,925  | 9      | 365    | 220    | 430    | 593    | 671    | 817    |
| 上证指数涨幅           | 97%    | -65%   | 80%    | -21%   | 10%    | 19%    | 18%    | 17%    |
| 股票投资规模 (亿元)      | 1,293  | 556    | 3,291  | 691    | 760    | 903    | 1,064  | 1,270  |
| 其中: 交易性金融资产      | 504    | 60     | 2,176  | 126    | 138    | 164    | 194    | 252    |
| 可供出售金融资产         | 789    | 496    | 1,115  | 565    | 622    | 739    | 870    | 1,018  |
| 基金投资规模 (亿元)      | 0      | 409    | 1,195  | 1,083  | 1,160  | 1,415  | 1,667  | 2,153  |
| 债券投资规模 (亿元)      | 20     | 1,657  | #REF!  | 2,109  | 2,319  | 2,756  | 3,247  | 4,219  |
| 利息收入             | 134    | 158    | 167    | 193    | 229    | 270    | 315    | 367    |
| 营业支出             | 1,203  | 862    | 1,355  | 1,317  | 1,631  | 1,937  | 1,868  | 2,143  |
| 税金及附加            | 213    | 81     | 154    | 156    | 193    | 229    | 254    | 292    |
| 业务及管理费用          | 849    | 750    | 1,199  | 1,161  | 1,438  | 1,708  | 1,614  | 1,851  |
| 营业利润             | 3,232  | 736    | 1,565  | 1,510  | 1,869  | 2,220  | 2,743  | 3,146  |
| 所得税              | 1,187  | 193    | 406    | 377    | 467    | 555    | 686    | 787    |
| 少数股东损益           | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 净利润              | 2,038  | 542    | 1,152  | 1,132  | 1,402  | 1,665  | 2,057  | 2,360  |
| 资产负债表            |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 货币资金             | 12,269 | 8,983  | 17,966 | 22,818 | 27,249 | 32,137 | 37,349 | 43,364 |
| 交易性金融资产          | 524    | 2,087  | 3,370  | 3,237  | 3,561  | 4,230  | 4,984  | 6,479  |
| 可供出售金融资产         | 789    | 535    | 1,418  | 719    | 791    | 940    | 1,107  | 1,296  |
| 长期股权投资           | 7      | 6      | 6      | 6      | 6      | 6      | 6      | 6      |
| 资产合计             | 22,800 | 15,305 | 28,971 | 28,620 | 33,560 | 39,396 | 45,676 | 53,544 |
| 代理买卖证券款          | 14,828 | 9,313  | 18,391 | 19,990 | 23,749 | 27,980 | 32,737 | 38,075 |
| 应付职工薪酬           | 197    | 94     | 299    | 188    | 300    | 290    | 359    | 427    |
| 负债总计             | 16,801 | 10,326 | 22,432 | 23,526 | 27,396 | 31,618 | 36,444 | 41,850 |
| 股东权益合计           | 5,999  | 4,979  | 6,539  | 7,105  | 7,806  | 8,639  | 9,668  | 10,847 |
| 每股净资产            | 4.11   | 3.41   | 4.48   | 4.86   | 5.34   | 5.91   | 6.62   | 7.42   |
| 收入构成             |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 经纪佣金             | 50%    | 74%    | 73%    | 65%    | 58%    | 54%    | 52%    | 49%    |
| 承销               | 1%     | 6%     | 5%     | 15%    | 14%    | 15%    | 14%    | 13%    |
| 资产管理             | 0%     | 0%     | 1%     | 1%     | 1%     | 1%     | 1%     | 2%     |
| 自营收入             | 43%    | 1%     | 12%    | 8%     | 12%    | 14%    | 15%    | 15%    |
| 利息收入             | 3%     | 10%    | 6%     | 7%     | 7%     | 6%     | 7%     | 7%     |
| 其它               | 3%     | 10%    | 3%     | 4%     | 8%     | 9%     | 11%    | 14%    |
| 财务指标             |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 成长性              |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 经纪份额增长率          | 58%    | -1%    | 20%    | 2%     | 2%     | 2%     | 2%     | 2%     |
| 收入增长率            | 496.5% | -69.8% | 76.7%  | 28.8%  | 28.5%  | 18.8%  | 14.1%  | 13.3%  |
| 营业利润增长率          | 791.7% | -77.2% | 112.6% | -3.5%  | 23.8%  | 18.8%  | 23.6%  | 14.7%  |
| 净利润增长率           | 538.3% | -73.4% | 112.6% | -1.7%  | 23.8%  | 18.8%  | 23.6%  | 14.7%  |
| 盈利能力及风险指标        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 净资产收益率 (ROE)     | 34%    | 11%    | 18%    | 16%    | 18%    | 19%    | 21%    | 22%    |
| 总资产收益率 (ROA)     | 9%     | 4%     | 4%     | 4%     | 4%     | 4%     | 5%     | 4%     |
| 营业费用率            | 19%    | 47%    | 41%    | 41%    | 41%    | 41%    | 35%    | 35%    |
| 所得税率             | 30%    | 11%    | 21%    | 21%    | 25%    | 25%    | 25%    | 25%    |
| 自营资产/净资产         | 22%    | 53%    | 73%    | 56%    | 56%    | 60%    | 63%    | 72%    |
| 股票投资/净资产         | 22%    | 11%    | 50%    | 10%    | 10%    | 10%    | 11%    | 12%    |
| 净资本              |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 估值比率             |        |        |        |        |        |        |        |        |
| PE               | 11.4   | 43.0   | 20.2   | 20.6   | 16.6   | 14.0   | 11.3   | 9.9    |
| PB               | 3.9    | 4.7    | 3.6    | 3.3    | 3.0    | 2.7    | 2.4    | 2.1    |
| 股息率              | 3.6%   | 0.6%   | 3.1%   | 3.1%   | 3.1%   | 3.1%   | 3.1%   | 3.1%   |



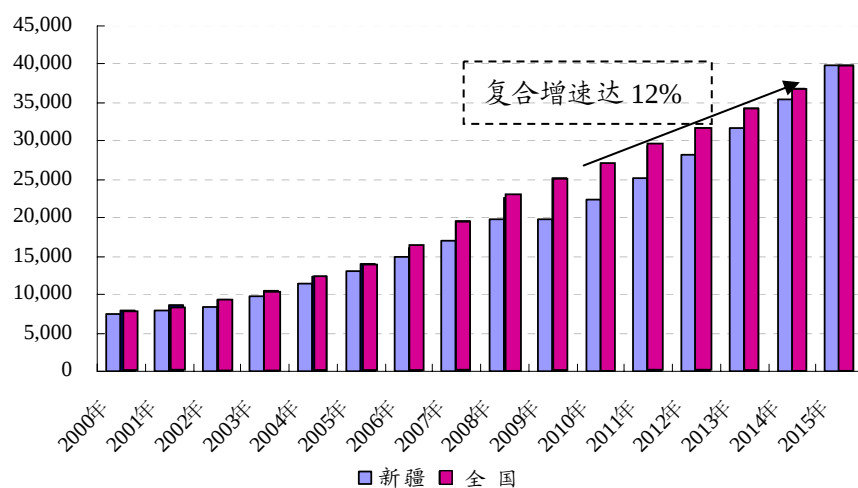
## 1. 新疆振兴将推动当地资本市场快速发展

### 1.1. 振兴政策重在提升区域经济增长速度与居民收入

发展战略重在“兴疆”和“富民”。近期已正式明确的新疆发展战略将战略重点定位为“兴疆”和“富民”。目标任务包括：到 2015 年新疆地区人均生产总值要达到全国平均水平，城乡居民收入和人均基本公共服务能力要到达西部地区平均水平，基础设施条件明显改善，自我发展能力明显提高等。

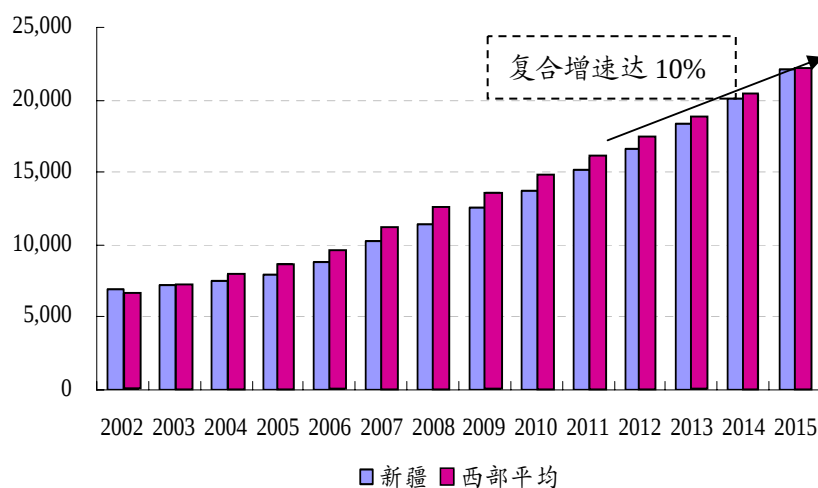
**新疆 GDP 与居民收入将实现快速增长。**近年来，新疆发展速度相对滞缓，人均 GDP 同全国平均水平的差距由 2000 年的 6.2% 扩大到 2009 年的 20.7%，人均可支配收入差距由 2002 年的 10.4% 扩大到 2009 年的 25% 左右。按照新疆区域振兴计划所制定的目标，若 2015 年人均 GDP 达到全国平均水平，在全国人均 GDP 维持 8% 增速的假设下，**新疆地区 GDP 增速将达到 12%**；若要在 2015 年居民收入水平达到西部平均水平，以西部评价增长 8% 测算，则未来 5 年新疆地区人均可支配收入有望达到 2.2 万元、增速为 10%。

图 1 新疆地区未来 5 年人均 GDP 复合增速将达 12%



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 2 新疆地区未来 5 年人均可支配收入复合增速达 10%

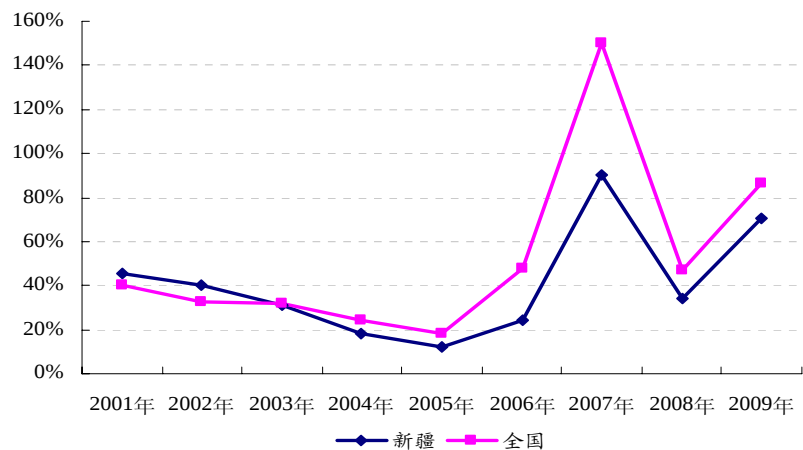


数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

## 1.2. 经济提速扩充资本市场空间

**证券化率提升带动资本市场扩容。**截至 2009 年末, 新疆地区证券化率达 70.7%, 高于周边西北地区 44% 与西南地区 46% 的水平, 但同全国 86.7% 的水平仍有一定差距 (这里全国的证券化率考虑到 H 股, 不考虑 H 股为 72.7%)。而快速发展的经济水平将进一步推动新疆当地证券市场的快速扩张。假设新疆地区未来 5 年证券化率赶上全国水平, 则新疆证券市场规模的复合增速将达到 16%, 远高于全国平均 9% 的增速。

图 3 新疆证券化率仍低于全国平均水平



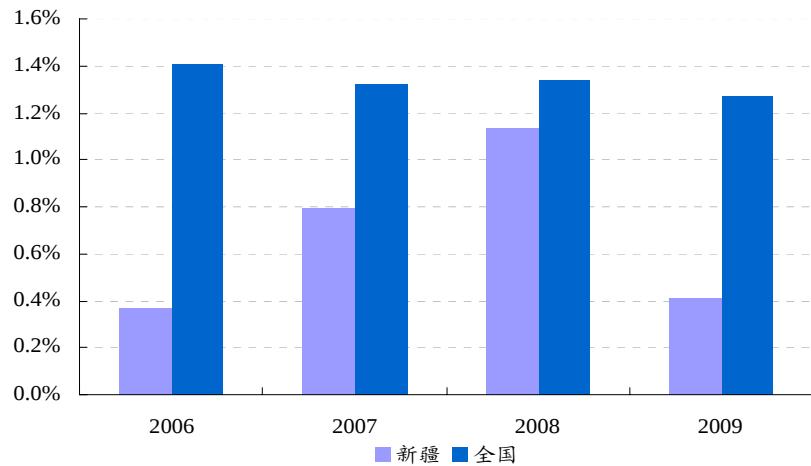
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

注: 证券化率中总市值包括 H 股

**投融资需求将迎来快速增长机遇。**从融资需求来看, 区域振兴势必会加大本地企业资金需求, 全国人大代表、新疆自治区主席努尔·白克力表示对新疆地区未来三年投资将有巨增。从投资与理财需求来看, 此次区域振兴计划的目标之一便是提升居民收入水平, 而居民财富的累积将进一步催生居民的金融投资和财富管理需求。2010 年 1-4 月, 新疆地区人均股票基金交易额 1.06 万元, 较全国 1.28 万元的人均交易水平低 21%, 尽管人均交易量相对较低有当地少数民族占比较高的因素, 但在人均收入快速增长必将带动投资规模的快速增长。

近年来新疆本地企业融资规模较全国平均水平差距显著, 2009 年疆内融资额与 GDP 比例仅 0.41%, 远低于全国 1.27% 的水平, 我们预计, 新疆振兴计划出台后, 本地企业融资需求将明显提升, 在 5 年内融资规模/GDP 达全国平均水平的假设下, 融资规模复合增速将达 40%。

图 4 新疆地区股票公开发行额/GDP 比例明显低于全国平均



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

## 2. 地区垄断优势明显, 分享新疆经济快速增长

### 2.1. 唯一新疆本地注册券商, 地缘优势明显

作为唯一注册地在新疆的券商, 宏源证券在新疆地区享有得天独厚的政策支持和资源优势, 新疆振兴计划推出后, 公司也将成为发展新疆的最大受益者, 公司将在经纪、投行、资产管理以及直接投资等多个业务上迎来前所未有的发展机遇。而为迎接区域振兴所带来的机遇, 公司已提前做好相关业务考察以及准备。

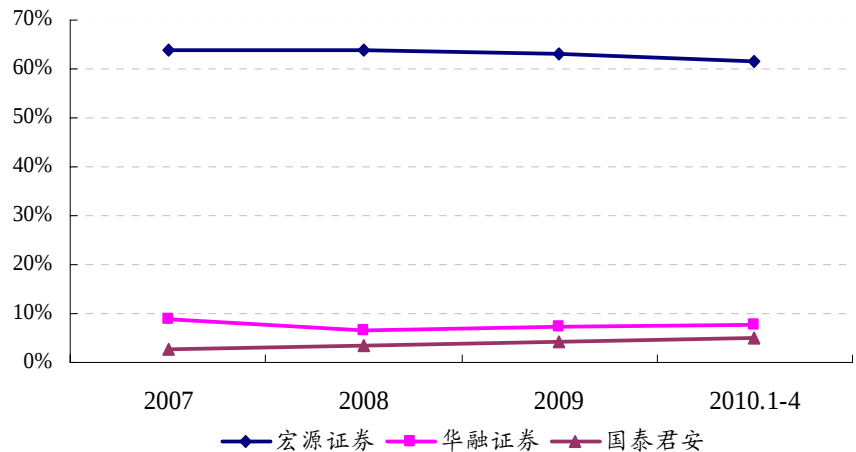
### 2.2. 经纪业务: 垄断优势将继续扩大, 振兴计划加速发展

得益于强大的垄断优势, 经纪业务将最大限度的受益于新疆振兴计划。在换手率维持稳定的假设下, 市值的增长将带动新疆未来 5 年交易水平维持 16% 的增速, 远高于全国 9% 的水平。而宏源证券的经纪业务依托于疆内营业网点扩张和市场份额提升, 将获得更快的增速。

**区域垄断优势明显, 垄断优势将进一步提升。**截至 2009 年底, 公司共有 55 家营业部与 11 家服务部, 其中新疆地区营业部 21 家, 服务部 11 家, 占公司营业网点总数的 41%; 占当地网点总数的 57%, 从疆内网点布局看, 公司尽管在乌鲁木齐等少数经济相对发达地区面临着异地券商的竞争, 但在二、三线城市仍具备绝对垄断地位。今年 1-4 月, 公司在新疆地区股票基金交易份额占比为 61.5%, 处于绝对领先地位。

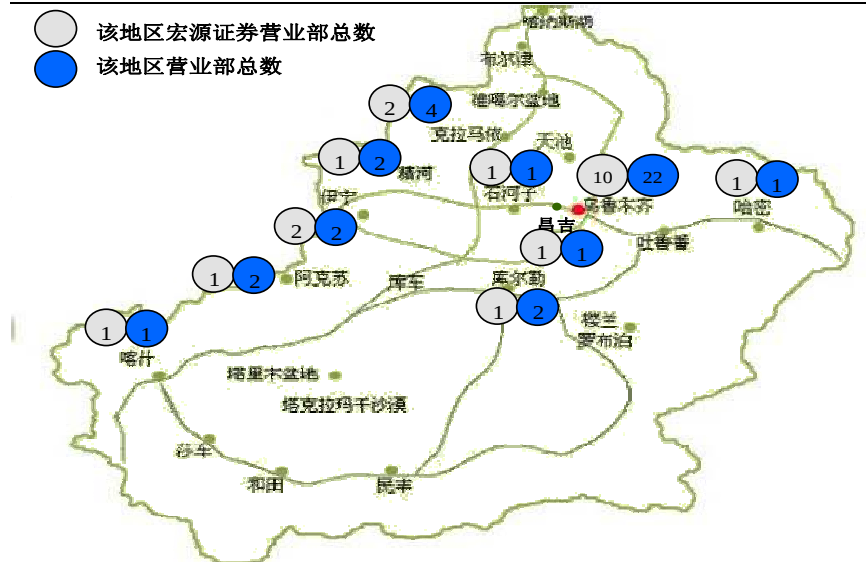
新设营业部开闸后, 异地券商开始在乌鲁木齐新设营业部, 但我们判断这不足以影响宏源证券的垄断地位。一方面, 乌鲁木齐的主要市区、以及库尔勒、昌吉等 6 个主要城市都被列为营业网点相对饱和地区, 新设网点难度较大; 另一方面, 立足新疆和巩固新疆仍是宏源证券的一个战略重心, 自 2009 年以来, 公司已公告在疆内新设 22 家营业部、升级昌吉等 6 疆内服务部。我们预期, 在新疆振兴计划落实后, 公司将抓住机遇继续加大疆内营业网点的建设, 网点将进一步覆盖疆内主要县市, 区内垄断优势将继续增强。

图 5 宏源证券经纪业务在新疆市场份额基本稳定



数据来源：交易所，国泰君安证券研究

图 6 宏源证券在新疆地区垄断优势明显

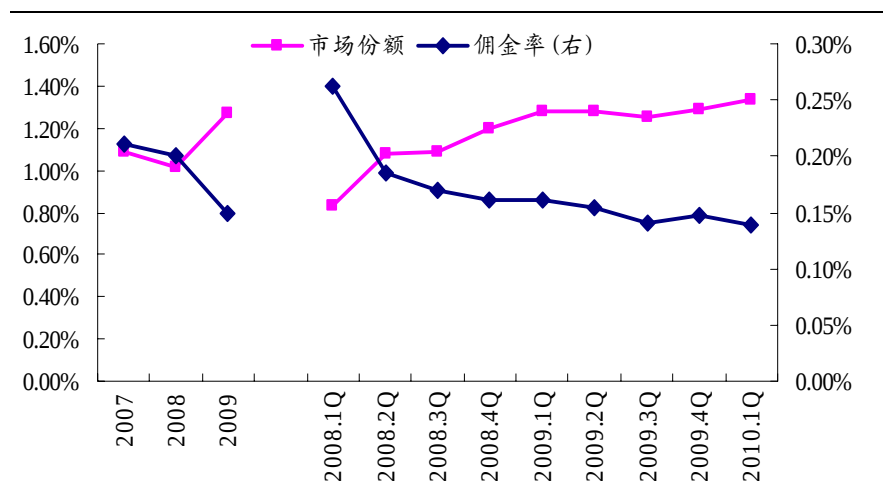


数据来源：交易所，国泰君安证券研究

**市场份额仍有较大提升空间。**宏源证券 2009 年股票基金市场份额达到 1.27%、同比增加 25.5%，在上市券商中增幅居首，而今年 1-4 月公司股票基金市场份额进一步提升至 1.33%，较 2009 年增加 5%。今年 1-4 月公司在新疆地区交易量占公司总量的 30% 以上。若实现新疆地区主要地区网点覆盖，我们推测公司仍将增加 10 家以上营业部，以 1-4 月公司在区内二、三线城市部均交易 6 亿元测算，公司市场份额仍有 10-15% 左右的提升空间。

**佣金率将保持相对稳定。**新疆当地区的佣金管制措施较为严格，最低佣金率标准为 0.1%-0.12%；异地券商在疆内新设营业部的步伐相对较缓，“7·5 事件”后仅 2 家券商在乌鲁木齐新设营业部。有效的行业自律以及一家独大的竞争格局使得新疆当地的竞争秩序明显好于其它地区。近期公司在份额快速提升的同时，佣金率基本维持稳定，今年 1 季度在多数上市券商佣金率大幅下滑的背景下，公司平均佣金率仍达 0.138%，较 2009 年下滑 7.1%，而公司在新疆当地的佣金率仍达 0.2% 以上的水平。我们预计随着行业整体佣金率水平的下滑以及公司在疆外设点的增加，公司整体佣金率也将随之下滑，但无论是降幅及降速应缓于行业。

图 7 宏源证券市场份额快速提升，佣金率基本稳定

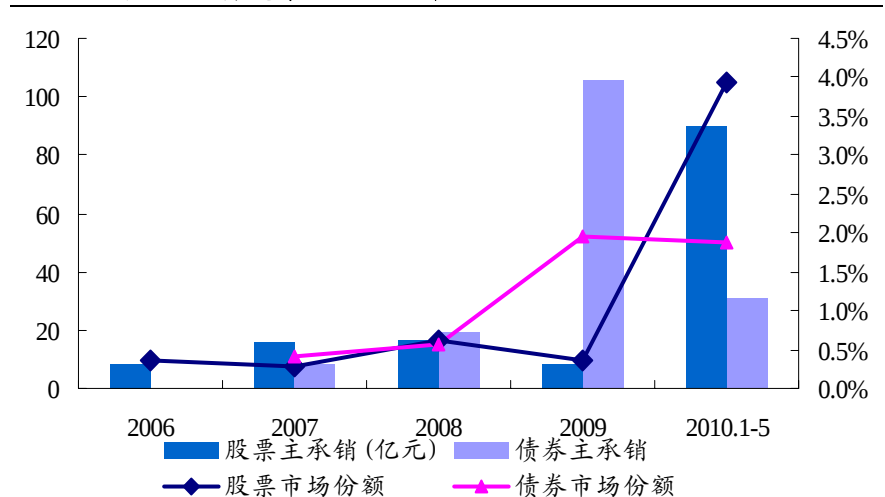


数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

### 2.3. 投行业务：市场地位快速提升，新疆振兴提升市场空间

**公司投行实力快速提升。**2010 年 1-5 月，公司共完成 8 单股票公开发行项目，募集资金 90.1 亿元，市场份额 3.94%，市场排名第 10 位，仅次于华泰（4.69%）与中信（4.36%）。由于今年并无新疆公司进行公开发行，公司完成的 8 单项目均为疆外项目。公司同时完成 3 单企业债发行，募集资金 31 亿元，市场份额 1.88%。

图 8 公司投行业务竞争力快速提升



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

**疆内业务空间较大。**公司凭借明显的地缘优势以及迅速提升的竞争实力，将成为本地融资市场的最大受益者，我们预计公司疆内市场份额有望超过 50%，由此每年新增承销收入可达 1 亿元左右。

### 2.4. 创新业务：振兴计划加速创新步伐

**直投业务：**公司已于今年 4 月成立直投子公司，注册资本 2 亿元。在新疆经济的快速发展过程中，将涌现出较多业绩优良且有上市预期的企

业，为公司直投业务提供充足的投资标的。

**期货业务：**宏源期货近期同样实现快速成长，2009 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%；期货业务实现收入 5507 万元，同比增长 148%，收入占比达 1.9%。宏源期货在新疆设有 1 家营业部，新疆作为资源大省，将有更多的资本投入到当地能源、矿业等相关领域，而该类产业资本同时也为期货交易主要需求者，为宏源期货的持续快速增长提供空间。

### 3. 短期业绩面临下滑压力、但新疆振兴提升估值中枢，谨慎增持

短期来看，由于市场重心不断下移、交易量持续萎缩，以及佣金率快速下滑，公司业绩将面临下滑压力。在今年(日均交易额/上证指数点位)为(2000/2600)的基本假设下，我们预期公司净利润将为 11.1 亿元，同比减少 3%，对应 EPS 为 0.76 元。

但基于新疆振兴计划实施以及证券市场长期发展的判断，我们更看好宏源证券的长期发展。在新疆未来 5 年内 GDP 和人均居民收入复合增速达到 12%和 10%的假设下，新疆区内市值、交易额以及筹资额的复合增速可望分别达到 16%、16%和 40%。宏源证券立足于地缘优势，将继续在疆内扩展疆土，市场份额将持续提升，因此，我们判断，未来 5 年，宏源证券经纪和承销的复合增速将分别达到 8.5%和 13.8%。这也将推动宏源证券未来 5 年的业绩增速将达到 20%，持续快速增长可期。

**表 1 2009-2013 年宏源证券主要业务份额及费率假设**

|             | 2010E  | 2011E  | 2012E  | 2013E  | 2014E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>经纪业务</b> |        |        |        |        |        |
| 市场份额        | 1.32%  | 1.34%  | 1.37%  | 1.40%  | 1.42%  |
| 变化          | 2%     | 2%     | 2%     | 2%     | 2%     |
| 佣金率         | 0.137% | 0.134% | 0.133% | 0.132% | 0.130% |
| 变化          | -8.0%  | -2.0%  | -1.0%  | -1.0%  | -1.0%  |
| <b>投行业务</b> |        |        |        |        |        |
| <b>承销份额</b> |        |        |        |        |        |
| 股票公开发行      | 2.00%  | 2.20%  | 2.42%  | 2.66%  | 2.66%  |
| 企业主体债       | 1.95%  | 1.95%  | 1.95%  | 1.95%  | 1.95%  |
| <b>承销费率</b> |        |        |        |        |        |
| 股票公开发行      | 2.50%  | 2.50%  | 2.50%  | 2.50%  | 2.50%  |
| 企业主体债       | 1.45%  | 1.45%  | 1.45%  | 1.45%  | 1.45%  |
| <b>资产管理</b> |        |        |        |        |        |
| 市场份额        | 2.10%  | 2.10%  | 2.10%  | 2.10%  | 2.10%  |
| 费率          | 0.80%  | 0.80%  | 0.80%  | 0.80%  | 0.80%  |
| <b>创新业务</b> |        |        |        |        |        |
| 直接股权投资收益率   |        | 10%    | 20%    | 20%    | 20%    |
| 股指期货市场份额    | 0.5%   | 1.34%  | 1.37%  | 1.40%  | 1.42%  |

公司目前股价对应动态 PE 21 倍，同行业平均估值水平相当，低于中小券商的平均估值水平。新疆振兴计划将提供公司长期成长空间、也将提升公司的长期估值水平。我们继续维持谨慎增持评级，调整目标价至 20

元，对应 2010 年 25 倍 PE 和 2011 年 21 倍 PE。目前，市场预期不明朗是公司最大的风险所在，但随着新疆振兴计划的推进，公司的投资价值也将逐步显现。

**表 2 宏源证券盈利预测表 (百万元)**

|                  | 2009A        | 2010E        | 2011E        | 2012E        | 2013E        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>2,920</b> | <b>2,827</b> | <b>3,500</b> | <b>4,157</b> | <b>4,612</b> |
| 手续费及佣金净收入        | 2,382        | 2,394        | 2,680        | 3,034        | 3,262        |
| 其中：代理买卖证券        | 2,138        | 1,851        | 2,035        | 2,261        | 2,397        |
| 证券承销             | 132          | 423          | 507          | 604          | 657          |
| 受托客户资产管理         | 17           | 24           | 33           | 45           | 61           |
| 利息净收入            | 167          | 193          | 229          | 270          | 315          |
| 投资收益+公允价值        | 365          | 220          | 430          | 593          | 671          |
| 其他业务收入           | 6            | 21           | 161          | 260          | 363          |
| <b>营业支出</b>      | <b>1,355</b> | <b>1,317</b> | <b>1,631</b> | <b>1,937</b> | <b>1,868</b> |
| 营业税金及附加          | 154          | 156          | 193          | 229          | 254          |
| 业务及管理费           | 1,199        | 1,161        | 1,438        | 1,708        | 1,614        |
| <b>营业利润</b>      | <b>1,565</b> | <b>1,510</b> | <b>1,869</b> | <b>2,220</b> | <b>2,743</b> |
| <b>利润总额</b>      | <b>1,557</b> | <b>1,510</b> | <b>1,869</b> | <b>2,220</b> | <b>2,743</b> |
| 所得税费用            | 406          | 377          | 467          | 555          | 686          |
| 净利润              | 1,152        | 1,132        | 1,402        | 1,665        | 2,057        |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>1,152</b> | <b>1,132</b> | <b>1,402</b> | <b>1,665</b> | <b>2,057</b> |

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 评级说明

### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

|        | 评级   | 说明                       |
|--------|------|--------------------------|
| 股票投资评级 | 增持   | 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上      |
|        | 谨慎增持 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间 |
|        | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%    |
|        | 减持   | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上       |
| 行业投资评级 | 增持   | 明显强于沪深 300 指数            |
|        | 中性   | 基本与沪深 300 指数持平           |
|        | 减持   | 明显弱于沪深 300 指数            |

## 国泰君安证券研究

|         | 上海                           | 深圳                           | 北京                            |
|---------|------------------------------|------------------------------|-------------------------------|
| 地址      | 上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层 | 深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层 | 北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层 |
| 邮编      | 200120                       | 518026                       | 100140                        |
| 电话      | (021) 38676666               | (0755) 23976888              | (010) 59312799                |
| E-mail: | gtjaresearch@gtjas.com       |                              |                               |