

强烈推荐-A (维持)**宏源证券 000562.SZ**

目标估值: 22.00 元

当前股价: 16.98 元

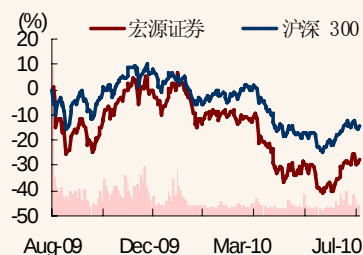
2010 年 8 月 16 日

经纪好于预期, 投行展露头角**基础数据**

上证综指	2607
总股本 (万股)	146120
已上市流通股 (万股)	146117
总市值 (亿元)	248
流通市值 (亿元)	248
每股净资产 (MRQ)	4.5
ROE (TTM)	20.7
资产负债率	72.4%
主要股东	中国建银投资有限责
主要股东持股比例	66.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	15	-19	-30
相对表现	10	-6	-13

**相关报告**

1、《根正苗红的新疆蓝筹股》
2010/5/25

洪锦屏

0755-82960071
hongjinping@cmschina.com.cn
S1090210070016

罗毅

0755-82940797
luoyi@cmschina.com.cn
S1090208070228

宏源证券中期业绩增长 40%，投行收入快速增长，承销家数跻身前 10，佣金费率下滑程度小于行业水平，新疆业务享受溢价费率，维持强烈推荐评级。

- **中期业绩逆势增长，均衡发展体现“大券商”风范。**宏源证券上半年实现归属母公司的净利润 7.3 亿元，同比增长 40%，每股收益 0.5 元，完全符合我们的预期。公司中期业绩能实现逆势增长的主要原因在于二季度投资收益对利润保持了正贡献，同时经纪业务的下滑程度较小，承销和资管收入也表现出良好的增长趋势。虽然宏源目前市值和收入规模在券商中处于中等水平，但业务结构的均衡之道已经颇具大券商风范。
- **佣金费率下滑程度好于行业平均，在疆业务有望“价稳量升”。**上半年代理买卖证券手续费收入 8 亿元，同比下降 14%，小于行业 20% 的平均降幅。公司的股基市场份额 1.31%，较去年的 1.28% 增长 2.34%，平均股基手续费率 0.136%，同比下降 17%，二季度股基费率 0.13% 较一季度 0.14% 环比下降 7%。新疆地区手续费率较去年的 0.2% 下降至 0.18%，降幅低于全国平均水平。宏源疆内市场份额 59%，在疆营业部 38 家，预计年底将达 43 家，营业部总数的 50%。随着新设营业部的步入正轨以及全国费率水平开始企稳的背景下，宏源证券的在疆经纪业务将有望迎来“价稳量升”的局面。
- **投行实力迅速蹿升，自营风险仍需谨慎。**上半年承销收入 3.2 亿元，同比增长 10 倍，主承销项目 12 家，主承销金额 105 亿元，其中股票主承销 9 家，包括二重重装、贵州百灵、天原集团等，股票债券主承销家数和主承销金额券商排名分别为第 7 和第 12 位。公司上半年实现自营投资收益 3.8 亿元，二季度亦实现正收益 1 亿元，考虑可供出售的浮亏 3 亿元，公司上半年自营保持 0.8 亿元的正收益。公司期末交易性和可供出售资产规模 51 亿元，较一季度末 48 略有增加，占净资本的比例 112%，规模偏大，权益类占比 21%，风险可控但仍需谨慎。
- **我们维持宏源证券 0.88 元的全年业绩预测，当前 PE 不到 20 倍，低于行业平均估值水平，且公司兼具基本面和区域金融双重投资主题，维持强烈推荐 A 的评级。**
- **风险因素：**佣金费率继续大幅下滑，交易量萎缩超过预期，股市大幅下跌。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	1,598	2,920	3,176	3,520	4,385
同比增长	-64%	83%	9%	11%	25%
营业利润(百万元)	736	1,565	1,720	1,864	2,497
同比增长	-77%	113%	10%	8%	34%
净利润(百万元)	542	1,152	1,283	1,391	1,865
同比增长	-73%	0%	11%	8%	34%
每股收益(元)	0.37	0.79	0.88	0.95	1.28
PE	43.84	20.53	18.47	17.04	12.71
PB	4.76	3.62	3.15	2.69	2.23

资料来源: 招商证券

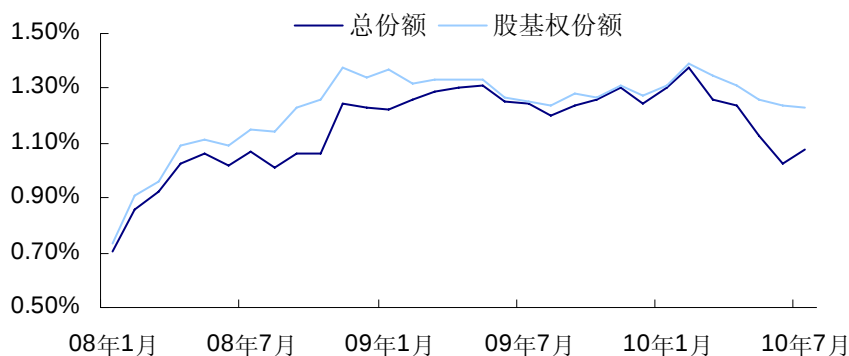
1. 中期业绩逆势增长，均衡发展体现“大券商”风范

宏源证券上半年实现归属母公司的净利润 7.3 亿元，同比增长 40%，每股收益 0.5 元，完全符合我们的预期。由于公司其他综合收益浮亏 3 亿元以及实施 09 年利润分配 4 亿元，净资产较上年末基本持平，环比下降 5%，每股 4.5 元。公司中期业绩能实现逆势增长的主要原因在于二季度投资收益对利润保持了正贡献，同时经纪业务的下滑程度较小，承销和资管收入也表现出良好的增长趋势。虽然宏源目前市值和收入规模在券商中处于中等水平，但业务结构的均衡之道已经颇具大券商风范。

2. 佣金费率下滑程度好于行业平均，在疆业务有望“价稳量升”

上半年代理买卖证券手续费收入 8 亿元，同比下降 14%，小于行业 20% 的平均降幅。公司的股基市场份额 1.31%，较去年的 1.28% 增长 2.34%，平均股基手续费率 0.136%，同比下降 17%，二季度股基费率 0.13% 较一季度 0.14% 环比下降 7%。

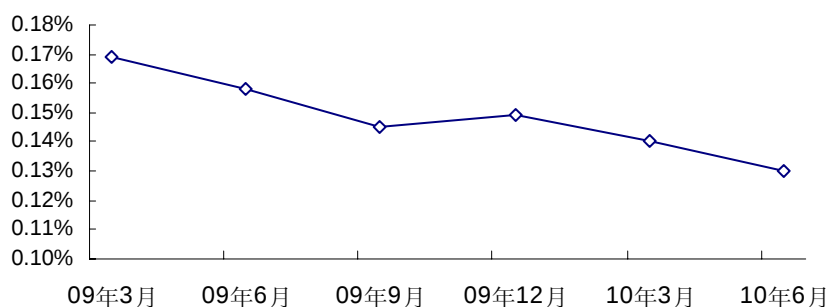
图 1：二季度市场份额环比有所回落，同比增长 2%



资料来源：WIND，招商证券研发中心

根据我们的测算，新疆地区手续费率较去年的 0.2% 下降至 0.18%，降幅低于全国平均水平。宏源疆内市场份额 59%，在疆营业部 38 家，包括 2010 年新设的 11 家和服务部翻牌的 6 家，预计年底将达 43 家，营业部总数的 50%。随着新设营业部的步入正轨以及全国费率水平开始企稳的背景下，宏源证券的在疆经纪业务将有望迎来“价稳量升”的局面。

图 2：二季度市场份额环比有所回落，同比增长 2%



资料来源：WIND，公司报告，招商证券研发中心

3. 投行实力迅速蹿升，自营风险仍需谨慎

上半年承销收入 3.2 亿元，同比增长 10 倍，主承销项目 12 家，主承销金额 105 亿元，其中股票主承销 9 家，包括二重重装、贵州百灵、天原集团等，股票债券主承销家数和主承销金额券商排名分别为第 7 和第 12 位。

宏源一直以来较为重视投行业务，其大股东建银的深厚背景对其承销能力亦大有裨益，公司承销排名的迅速上升证明了这一战略的有效性，也体现了公司全面发展、做大做强的战略目标。

表 1: 截至目前宏源承销项目及收入

单位: 亿元	发行类型	发行日期	募资金额	发行费用	承销及保荐收入	费率
10 中盐债	债券发行	2010-2-3	5.50			
10 天保投资债	债券发行	2010-3-15	6.67			
10 饶城投债	债券发行	2010-7-15	5.00			
10 萍乡城投债	债券发行	2010-1-27	4.00			
10 南通产控债	债券发行	2010-5-18	2.67			
10 南昌城投债	债券发行	2010-4-30	3.00			
10 苏交通债	债券发行	2010-6-1	6.25			
10 淮开控债	债券发行	2010-3-24	6.00			
天山股份	增发	2010-5-11	15.39	0.39		
贵州百灵	首发	2010-5-24	14.80	0.99	0.86	5.82%
汉森制药	首发	2010-5-11	6.80	0.32	0.15	2.21%
丽鹏股份	首发	2010-3-8	3.21	0.24	0.15	4.51%
二重重装	首发	2010-1-22	25.50	0.58	0.39	1.52%
华力创通	首发	2010-1-7	5.22	0.17	0.10	1.95%
爱仕达	首发	2010-4-28	11.28	0.45	0.28	2.50%
三聚环保	首发	2010-4-14	8.00	0.35	0.24	3.05%
天原集团	首发	2010-3-29	15.36	0.81	0.54	3.52%

资料来源: WIND, 招商证券研发中心

公司上半年实现自营投资收益 3.8 亿元，二季度亦实现正收益 1 亿元，考虑可供出售的浮亏 3 亿元，公司上半年自营保持 0.8 亿元的正收益。公司期末交易性和可供出售资产规模 51 亿元，较一季度末 48 略有增加，占净资产的比例 112%，规模偏大，权益类占比 21%，风险可控但仍需谨慎。

4. 维持强烈推荐评级

我们维持宏源证券 0.88 元的全年业绩预测，当前 PE 不到 20 倍，低于行业平均估值水平，且公司兼具基本面和区域金融双重投资主题，**维持强烈推荐 A 的评级。**

风险因素: 佣金费率继续大幅下滑，交易量萎缩超过预期，股市大幅下跌。

表 2: 2010 年中期业绩回顾

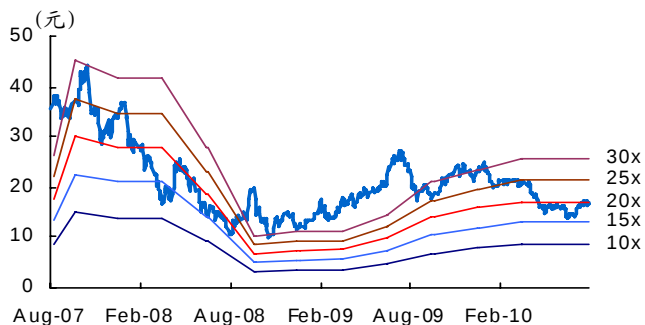
(百万元)	08H1	08H2	09H1	09H2	10H1	同比	环比
营业收入	971	628	1,311	1,609	1,709	30%	6%
营业税金及附加	58	23	81	86	88	9%	3%
管理费用	301	450	750	667	655	-13%	-2%
投资收益	28	-19	223	142	376	69%	165%
营业利润	573	163	710	855	965	36%	13%
所得税	219	-25	185	221	235	27%	7%
归属母公司净利润	351	190	522	630	731	40%	16%
EPS (元)	0.24	0.13	0.36	0.43	0.50	39%	16%

资料来源: 公司报表, 招商证券整理

表 3: 各季度业绩回顾

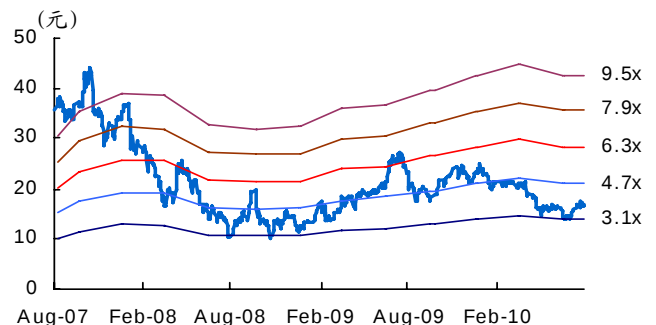
单位: 亿	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
营业收入	6.20	6.91	8.13	7.95	9.43	7.65
手续费及佣金净收入	4.34	5.76	7.08	6.64	6.21	6.24
利息净收入	0.32	0.41	0.44	0.50	0.43	0.37
投资净收益	1.17	0.83	1.13	0.58	2.23	1.56
公允价值变动净收益	0.34	-0.12	-0.52	0.23	0.50	-0.53
营业支出	2.00	4.01	2.98	4.56	3.93	3.50
营业税金及附加	0.30	0.39	0.44	0.42	0.45	0.44
业务及管理费用	1.71	3.62	2.54	4.13	3.48	3.07
资产减值损失	-0.00	-0.00	0.00	-0.00	-0.00	-0.01
利润总额	4.20	2.87	5.13	3.37	5.52	4.14
净利润	3.15	2.06	3.86	2.44	4.20	3.11
归属母公司的净利润	3.15	2.06	3.86	2.44	4.20	3.11
全面摊薄 EPS(元)	0.22	0.14	0.26	0.17	0.29	0.21
主要比率						
管理费	28%	52%	31%	52%	37%	40%
营业利润率	68%	42%	63%	43%	58%	54%
净利率	51%	30%	47%	31%	45%	41%
YOY						
收入	-12%	162%	210%	118%	52%	11%
归属母公司净利润	4%	335%	416%	111%	33%	51%

资料来源: 公司报表, 招商证券整理

图 2: 宏源证券历史 PE Band


资料来源: 招商证券研发中心

敬请阅读末页的重要说明

图 3: 宏源证券历史 PB Band


资料来源: 招商证券研发中心

表 4: 估值对比表

公司	代码	EPS			盈利增长率			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿)
		08	09	10E	08	09	10E	08	09	10E			
中信证券	600030	0.73	0.90	1.27	-41%	23%	41%	16.7	13.6	9.6	1.9	14.2%	1215
海通证券	600837	0.40	0.55	0.52	-75%	38%	-6%	24.3	17.7	18.8	1.8	10.2%	799
广发证券	000776	1.23	1.87	1.34	-76%	52%	-28%	24.8	16.3	22.9	4.7	5.3%	766
光大证券	601788	0.47	0.83	0.73	-71%	77%	-12%	33.9	19.2	21.8	2.4	13.4%	544
长江证券	000783	0.42	0.80	0.72	-70%	90%	-10%	27.7	14.5	16.1	2.6	17.1%	252
国元证券	000728	0.36	0.53	0.50	-77%	47%	-5%	34.9	23.7	25.0	1.7	8.1%	246
西南证券	600369	0.07	0.51	0.50	-85%	629%	-2%	195.7	26.9	27.4	5.3	18.7%	261
宏源证券	000562	0.30	0.77	0.88	-78%	157%	14%	56.6	22.1	19.3	3.6	22.7%	248
太平洋	601099	-0.43	0.28	0.23	-196%	-165%	-18%	-27.6	42.3	51.5	9.6	19.6%	178
东北证券	000686	0.69	1.41	0.85	-64%	104%	-40%	33.1	16.2	26.9	4.5	28.0%	146
国金证券	600109	0.755	0.52	0.54	-43%	-31%	4%	19.1	27.7	26.6	5.4	18.7%	144
华泰证券	601688	0.28	0.82	0.59	-78%	193%	-28%	50.4	17.2	23.9	2.6	14.7%	790
合计		0.44	0.82	0.72		86%	-11%	40.8	21.4	24.1	2.8	8.5%	466

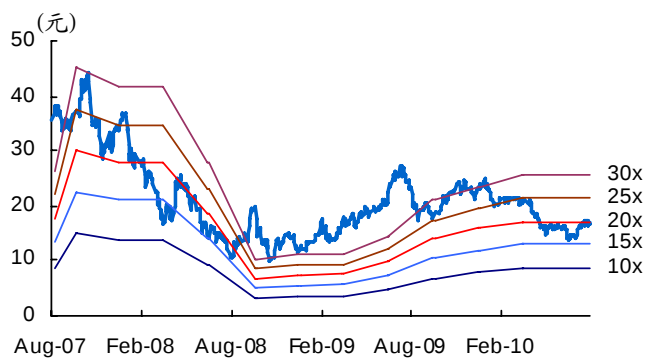
资料来源：招商证券

表格 5: 宏源证券未来 5 年盈利预测

单位：亿元	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	31.76	35.20	43.85
手续费及佣金净收入	26.20	28.76	36.32
其中：代理买卖证券业务净收入	16.05	17.45	23.13
证券承销业务净收入	7.89	8.68	9.99
受托客户资产管理业务净收入	1.49	1.79	2.15
利息净收入	1.75	1.90	2.08
投资净收益	3.34	4.01	4.81
公允价值变动净收益	0.34	0.40	0.48
其他业务收入	0.12	0.13	0.15
二、营业支出	14.56	16.56	18.87
营业税金及附加	1.68	1.76	2.19
管理费用	12.86	14.78	16.66
其他业务成本	0.02	0.02	0.02
三、营业利润	17.20	18.64	24.97
加：营业外收入	0.00	0.00	0.01
减：营业外支出	0.09	0.10	0.11
四、利润总额	17.11	18.54	24.87
减：所得税	4.28	4.64	6.22
五、净利润	12.83	13.91	18.65
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	12.83	13.91	18.65
六、每股收益：			
每股收益(元)	0.88	0.95	1.28

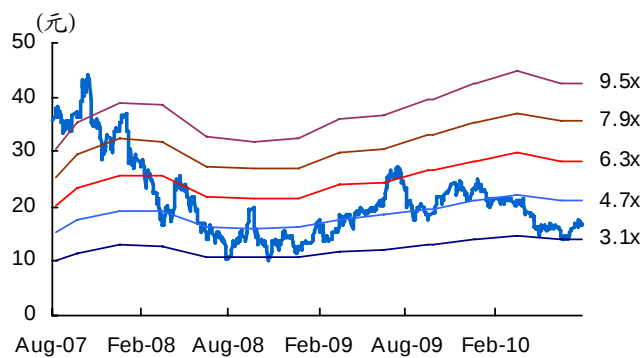
资料来源：招商证券研发中心

图 2: 宏源证券历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 3: 宏源证券历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

罗毅，CFA：毕业于英国诺丁汉大学 Sir Clive Granger（03年诺贝尔经济学奖获得者）经济学院，经济金融学硕士学位，华南理工大学金融学学士，于业内最先发现保险股潜在投资价值，建立保险行业的分析框架，对证券行业理解深刻。获得新财富非银行金融最佳分析师2008年度第二名，2007年度第三名，证券市场周刊水晶球奖非银行金融最佳分析师2008年第三名，2007年度第二名，金融时报 (FINANCIAL TIMES) 2007年度最佳分析师金融行业第二名，目前为招商证券金融行业研究副董事

洪锦屏：华南理工大学管理学硕士，2008年7月加入招商证券，从事金融行业研究

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。