

宏源证券 (000562)

投行和自营业务推动业绩快速增长

——2010 年中报点评

	梁静	董乐
	021-38676850	021-38676650
	liangjing@gjtas.com	dongle@gjtas.com
	S0880200010278	S0880108063472

本报告导读:

宏源证券自营与投行业务收入快速增长, 推动公司业绩快速增长。

投资要点:

- 宏源证券上半年实现营业收入 17.1 亿元、净利润 7.3 亿元, 分别同比增长 30.3%与 40.1%。每股收益 0.50 元, 承销与自营创佳绩推动业绩快速增长。其中, 2 季度营业收入 7.7 亿元、净利润 3.1 亿元, 分别环比下滑 18.9%与 26.1%。公司期末每股净资产 4.49 元, 较 1 季度末下降 4.8%。
- 承销进步显著。上半年股票公开发行额 90.1 亿元, 市场份额 2.72%、居行业 13 位, 是去年全年的 11 倍, 实现承销收入 3.2 亿元, 收入占比达 18.9%。
- 经纪业务上半年佣金净收入 8.2 亿元, 同比下降 13.6%, 市场份额 1.3%、较 2009 年增长 2.3%。上半年股票基金净佣金率 0.134%, 较 2009 年下降 10.2%, 明显低于行业平均降幅; 其中 2 季度佣金率 0.13%, 环比下滑 5%。公司上半年新增疆内营业部 17 家(含服务部升级), 在疆内的垄断优势愈发明显。
- 自营上半年投资收益 3.8 亿元、同比增长 159%; 但西飞国际等股价波动大导致可供出售金融资产市值损失 2.7 亿元。期末自营市值 51.3 亿元, 较上年末减少 9.7%, 主要是持有基金减少所致。股票投资 10.6 亿元、较期初减少 1.9 亿元, 主要是持股市值减少所致。期末自营股票和证券分别为净资产的 16%和 78%。目前前 10 大可供出售金融资产仍有约 1.7 亿元浮盈可兑现。
- 期货业务进步显著, 上半年期货经纪市场份额 0.82%、同比增长 53%; 其中股指期货市场份额 1.18%。实现佣金收入 0.3 亿元、同比增加 51%; 上半年实现资产管理收入 0.4 亿元; 直投业务完成 2 单投资, 投资额 0.65 亿元。
- 在市场 (1700/2400) 的假设下, 调高 2010-2012 年盈利预测至 0.80 元、0.90 元以及 1.11 元。目前股价对应动态 21 倍 PE, 在中小券商中处较低水平。上调公司目标价至 20 元, 对应 2010 年 25 倍 PE, 但仍维持谨慎增持评级。新疆地区振兴计划的推进将是股价的催化剂。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,598	2,920	2,854	3,225	3,970
(+/-)%	-69.8%	76.7%	28.8%	28.5%	18.8%
经营利润 (EBIT)	736	1,565	1,555	1,757	2,163
(+/-)%	-77.2%	112.6%	-0.6%	13.0%	23.1%
净利润	542	1,152	1,166	1,318	1,622
(+/-)%	-73.4%	112.6%	1.3%	13.0%	23.1%
每股净收益 (元)	0.37	0.79	0.80	0.90	1.11
每股股利 (元)	0.10	0.28	0.28	0.28	0.28

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率(%)	46.1%	53.6%	54.5%	54.5%	54.5%
净资产收益率(%)	10.9%	17.6%	16.4%	16.9%	18.9%
总资产收益率(%)	3.5%	4.0%	3.8%	3.7%	3.9%
市净率	5.0	3.8	3.5	3.2	2.9
市盈率	45.8	21.5	21.3	18.8	15.3
股息率(%)	0.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%

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: 18.00

当前价格: 16.57

2010.08.17

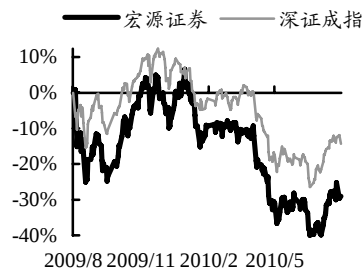
交易数据

52 周内股价区间 (元)	13.80-26.50
总市值 (百万元)	24,212
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)	116

资产负债表摘要 (12/09)

股东权益 (百万元)	6,564.34
每股净资产	4.49
市净率	3.8
净负债率	84.5%

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	12%	4%	-29%
相对指数	4%	-1%	-13%

相关报告

《业绩超预期, 自营拖累净资产》	2010.07.08
《新疆振兴提升长期成长空间》	2010.06.08
《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

模型更新时间: 2010.08.13

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

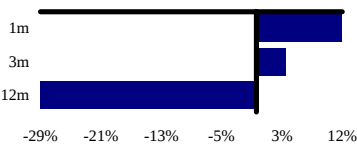
上次预测: 18.00

当前价格: 16.57

公司网址

www.hysec.com

绝对价格回报 (%)



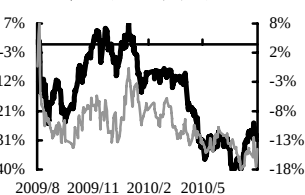
52 周价格范围 13.80-26.50

市值 (百万) 24,212

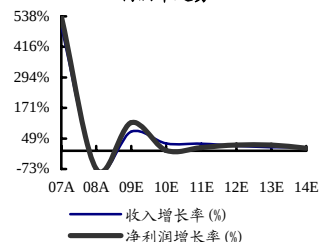
财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
营业收入	4,435	1,598	2,920	2,854	3,225	3,970	4,460	4,917
代理买卖证券业务净收入	2,212	1,178	2,138	1,524	1,675	1,861	1,973	2,113
市场日均股票基金成交额 (亿元)	1,939	1,110	2,239	1,700	1,870	2,057	2,160	2,268
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	11,985	13,448	15,088	16,160	17,307
公司股票基金权证净佣金率	0.185%	0.161%	0.138%	0.127%	0.125%	0.123%	0.122%	0.122%
证券承销业务净收入	41	88	132	472	394	468	512	553
公司股票承销额 (亿元)	16	16	8	141	112	133	146	157
公司债券承销额 (亿元)	8	19	106	33	40	48	52	56
受托资产管理业务净收入	0	0	17	31	50	68	92	122
公司资产管理规模 (亿元)	0	0	26	53	72	98	132	174
投资收益+公允价值变动	1,925	9	365	502	582	862	977	941
上证指数涨幅	97%	-65%	80%	-27%	10%	19%	18%	17%
股票投资规模 (亿元)	1,293	556	3,291	1,173	1,291	1,533	1,806	2,053
其中: 交易性金融资产	504	60	2,176	144	158	188	222	199
可供出售金融资产	789	496	1,115	1,029	1,132	1,345	1,585	1,854
基金投资规模 (亿元)	0	409	1,195	1,289	1,361	1,685	1,985	1,838
债券投资规模 (亿元)	20	1,657	2,176	3,386	3,739	4,425	5,214	4,681
利息收入	134	158	167	211	251	296	346	402
营业支出	1,203	862	1,355	1,299	1,468	1,807	1,807	1,992
税金及附加	213	81	154	157	178	219	246	271
业务及管理费用	849	750	1,199	1,142	1,290	1,588	1,561	1,721
营业利润	3,232	736	1,565	1,555	1,757	2,163	2,653	2,925
所得税	1,187	193	406	389	439	541	663	731
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0
净利润	2,038	542	1,152	1,166	1,318	1,622	1,990	2,194
资产负债表								
货币资金	12,269	8,983	17,966	22,845	26,974	31,950	37,197	42,993
交易性金融资产	524	2,087	4,261	4,687	5,155	6,124	7,216	6,479
可供出售金融资产	789	535	1,418	1,310	1,441	1,711	2,016	2,359
长期股权投资	7	6	6	6	6	6	6	6
资产合计	22,800	15,305	28,971	30,687	35,529	41,875	48,665	54,236
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	285	323	397
负债总计	16,801	10,326	22,432	23,526	27,396	31,613	36,407	41,820
股东权益合计	5,999	4,979	6,539	7,122	7,781	8,592	9,587	10,684
每股净资产	4.11	3.41	4.48	4.87	5.33	5.88	6.56	7.31
收入构成								
经纪佣金	50%	74%	73%	53%	52%	47%	44%	43%
承销	1%	6%	5%	17%	12%	12%	11%	11%
资产管理	0%	0%	1%	1%	2%	2%	2%	2%
自营收入	43%	1%	12%	18%	18%	22%	22%	19%
利息收入	3%	10%	6%	7%	8%	7%	8%	8%
其它	3%	10%	3%	4%	8%	10%	13%	16%
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%	-0.6%	13.0%	23.1%	22.6%	10.3%
净利润增长率	538.3%	-73.4%	112.6%	1.3%	13.0%	23.1%	22.6%	10.3%
盈利能力及风险指标								
净资产收益率 (ROE)	34%	11%	18%	16%	17%	19%	21%	21%
总资产收益率 (ROA)	9%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
营业费用率	19%	47%	41%	40%	40%	40%	35%	35%
所得税率	30%	11%	21%	21%	25%	25%	25%	25%
自营资产/净资产	22%	53%	87%	84%	85%	91%	96%	83%
股票投资/净资产	22%	11%	50%	16%	17%	18%	19%	19%
净资本								
估值比率								
PE	11.4	45.8	21.5	21.3	18.8	15.3	12.5	11.3
PB	3.9	5.0	3.8	3.5	3.2	2.9	2.6	2.3
股息率	3.6%	0.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%

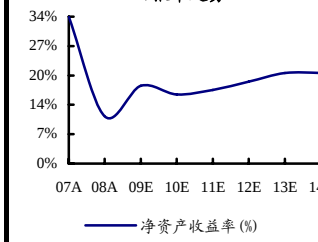
股票绝对涨幅和相对涨幅



利润率趋势



回报率趋势



经济业务指标

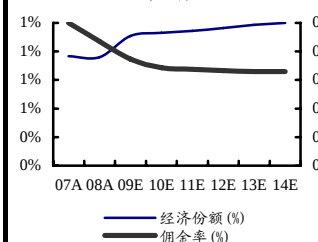
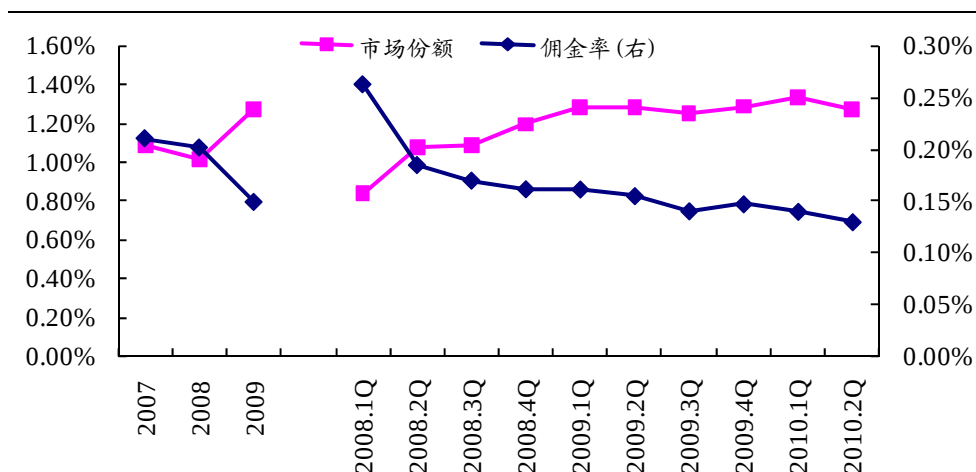
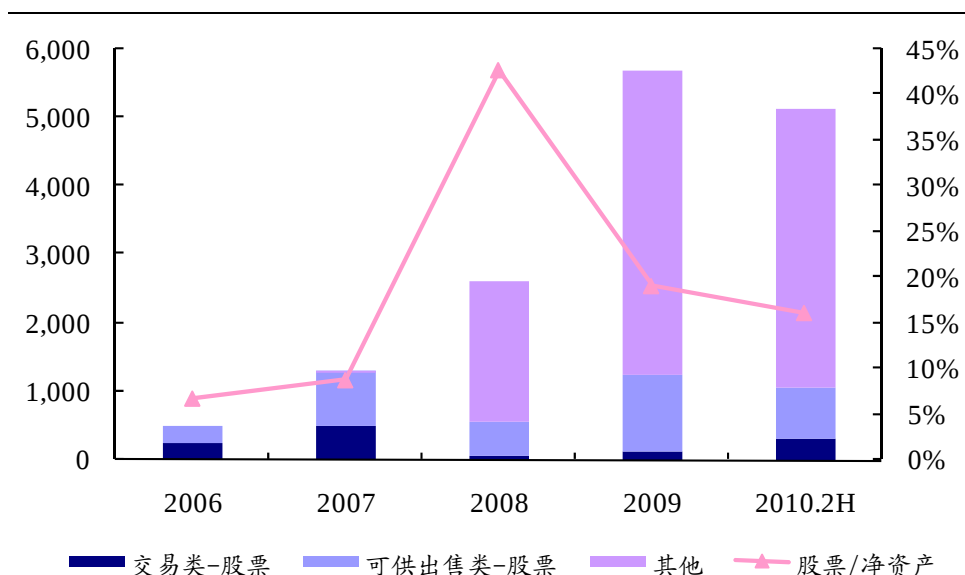


图 1 公司经纪份额及佣金率较为稳定



数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 2 公司自营规模有所减少



数据来源：公司公告，国泰君安证券

表 1 宏源证券盈利预测表 (百万元)

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,598	2,920	2,871	3,225	3,970
手续费及佣金净收入	1,364	2,382	2,122	2,224	2,522
其中：佣金净收入	1,178	2,138	1,524	1,675	1,861
承销净收入	88	132	472	394	468
资产管理业务净收入	0	17	31	50	68
利息净收入	158	167	211	251	296
投资收益+公允价值	9	365	518	582	862
营业支出	862	1,355	1,307	1,468	1,807
营业税金及附加	81	154	158	178	219
业务及管理费	750	1,199	1,148	1,290	1,588

营业利润	736	1,565	1,564	1,757	2,163
利润总额	735	1,557	1,564	1,757	2,163
所得税费用	193	406	391	439	541
净利润	542	1,152	1,173	1,318	1,622

表 2 宏源证券对交易额和市场指数的敏感性

上证综指 \ 日均交易额	1300	1500	1700	1900	2100
2000	0.66	0.71	0.76	0.81	0.86
2200	0.68	0.73	0.78	0.83	0.88
2400	0.70	0.75	0.80	0.85	0.90
2600	0.72	0.77	0.82	0.87	0.92
2800	0.74	0.79	0.84	0.89	0.94

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		