

宏源证券(000562)中报点评

谨慎推荐

经纪业务受冲击较小, 可供出售金融资产隐藏了亏损

维持评级

金融/资本市场

发布时间: 2010 年 8 月 16 日

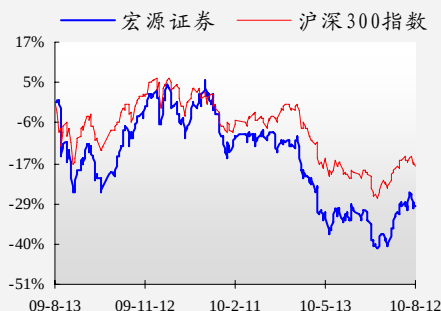
投资要点:

- 2010 年上半年, 经纪业务、承销业务和自营业务收入构成公司营业收入的主要成分, 其中, 经纪业务收入占比为 47.7%, 投资收益占比为 22%, 是支撑营业收入上涨的主要力量。承销业务、投资收益、利息净收入及资产管理业务收入的大幅度增长, 是支撑公司业绩增长的主要动力。
- 2010 年上半年, 宏源证券佣金率为 0.14%, 与 2008 年及 2009 年上半年相比有所降低。营业部新设和佣金价格战也影响到公司的经纪业务收入, 但幅度较小。由于在省外的业务拓展, 大部分省份的交易额同比都出现增长趋势。交易额和佣金率下降幅度较小, 因此, 宏源证券的经纪业务收入同比仅下降 13.6%, 与其他券商相比, 下降幅度最小。
- 记账方式的改变, 隐藏了公司的亏损。2010 年上半年, 公司可供出售金融资产中股票的公允价值为 7.5 亿元, 与去年末相比减少 3.6 亿元。致使资本公积减少 90% 多。大部分亏损都隐藏在可供出售金融资产项下, 使投资收益表面上产生了盈利。
- 2010 年上半年公司共承销股票金额 136.05 亿元, 承销 12 家, 承销业务收入 3.22 亿元, 业务收入同比增长 1045.7%。承销业务收入对公司的业务收入贡献比为 18.9%。
- 预测 2010 年宏源证券的每股收益为 0.97 元。对应市盈率为 17.5 倍, 给予谨慎推荐投资评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2009	291,990		115,165		0.79		21.4	
2010E	318,652	9.1%	141,105	22.5%	0.97		17.4	
2011E	323,096	1.4%	139,314	-1.3%	0.95		17.8	
2012E	362,776	12.3%	164,394	18.0%	1.13		14.9	

走势图



市场数据

2010-8-13

收盘价:	16.89 元
52 周最高价:	26.23 元
52 周最低价:	13.53 元
平均持仓成本:	20.97 元

基本数据

2010Q2

总股本 (万股):	146,120
流通 A 股 (万股):	146,120
每股收益 (元):	0.97
每股净资产 (元):	4.21
每股经营现金流 (元):	-2.3
市净率:	4.01

分析师: 赵新安

执业证书编号: S0550209030096

TEL: (8621)6336 7000--258

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhaoxinan@sina.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

一、经营状况分析

2010 年上半年，宏源证券归属于母公司所有者的净利润为 5.21 亿元，较去年同期增长 40.1%，每股收益 0.36 元。从各项业务来看，承销业务收入、资产管理业务和投资收益同比出现增长。从业务收入结构上看经纪业务、承销业务和自营业务收入构成营业收入的主要成分，其中，经纪业务收入占比为 47.7%，投资收益占比为 22%，是支撑营业收入上涨的主要力量。承销业务、投资收益、利息净收入及资产管理业务收入的大幅度增长，是支撑公司业绩增长的主要动力。

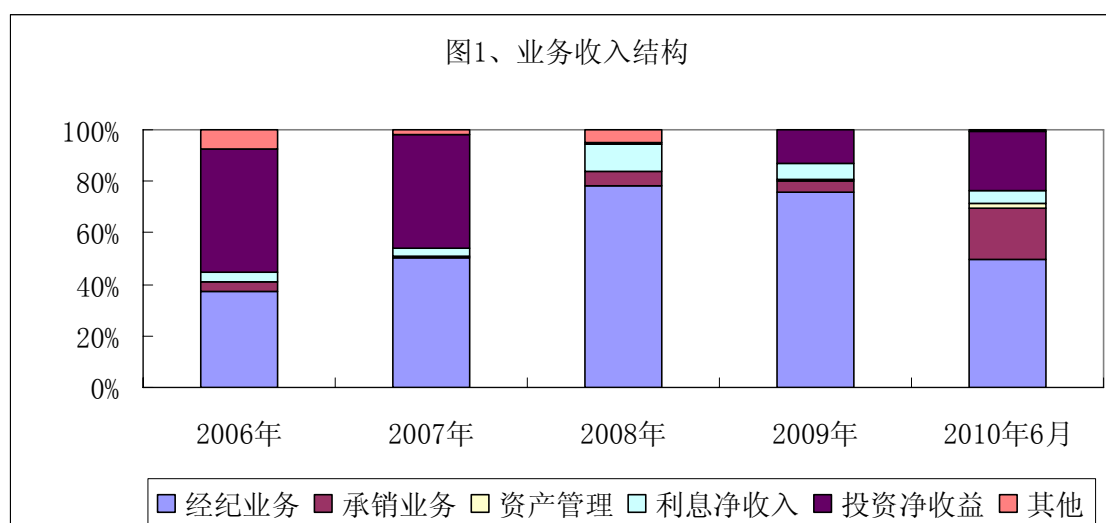
表 1、经营状况对比

单位：元

	2009-06-30	2010-06-30	同比
一、营业收入	1,311,065,022	1,708,537,770	30.3%
经纪业务	943,264,767	815,136,636	-13.6%
承销业务	28,183,000	322,896,259	1045.7%
资产管理	0	39,028,253	
利息净收入	73,320,478	80,210,572	9.4%
投资净收益	200,399,669	378,396,037	88.8%
公允价值变动净收益	22,468,317	-2,646,574	-111.8%
其他业务收入	5,021,209	8,261,150	64.5%
二、营业支出	601,091,236	743,278,864	23.7%
三、营业利润	709,973,786	965,258,906	36.0%
四、利润总额	706,508,697	966,141,470	36.7%
减：所得税	184,991,357	235,327,440	27.2%
五、净利润	521,517,340	730,814,031	40.1%
归属母公司所有者净利润	521,517,340	730,814,031	40.1%
六、每股收益：	0.36	0.50	38.9%

资料来源：公司公告

图1、业务收入结构



资料来源：公司公告

二、各项业务分析

1、经纪业务

从交易额上来看，2010 年上半年宏源证券股基权交易额为 5792.7 亿元，同比增长 3.7%，市场份额为 1.32%，同比上升 0.4 个百分点。2010 年上半年，宏源证券佣金率为 0.14%，与 2008 年及 2009 年上半年相比有所降低。营业部新设和佣金价格战也影响到公司的经纪业务收入，但幅度较小。由于在省外的业务拓展，大部分省份的交易额同比都出现增长趋势。交易额和佣金率下降幅度较小，因此，宏源证券的经纪业务收入同比仅下降 13.6%，与其他券商相比，下降幅度最小。

表 2、股基交易额及市场份额

单位：百万元

	股基交易额	市场份额
2009 年上半年	579273.19	1.28%
2010 年上半年	600707.14	1.32%

资料来源：东北证券研究所

表 3、宏源证券历年佣金率

单位：元

	佣金收入	交易额	佣金率
2006 年	269,569,089	243,753,500,000	0.11%
2007 年	2,212,106,143	1,195,466,460,000	0.19%
2008 年	1,178,108,978	738,161,640,000	0.16%
2009 年 6 月	943,264,767	659,677,720,000	0.16%
2009 年 12 月	2,138,380,016	1,547,627,000,000	0.14%
2010 年 6 月	819,910,159.53	579,273,190,000	0.14%

资料来源：东北证券研究所

表 4、分地区交易额同比

单位：百万元

排序	省份	2010 年 6 月		2009 年 6 月		同比
		营业部数量	股基交易	营业部数量	股基交易	
1	新疆	22	196,524	19	195,603	0.50%
2	上海市	5	65,314	5	78,178	-16.50%
3	浙江省	4	61,744	5	54,731	12.80%
4	北京市	3	55,053	2	60,762	-9.40%
5	江苏省	4	50,865	5	46,495	9.40%
6	广东省	4	42,117	4	41,220	2.20%
7	辽宁省	3	42,036	4	38,609	8.90%
8	广西	3	21,569	3	21,607	-0.20%
9	福建省	1	11,354	1	7,171	58.30%
10	湖南省	1	9,703	1	8,077	20.10%
11	湖北省	1	7,370	1	6,543	12.60%

12	海南省	2	7,157	1	6,066	18.00%
13	云南	1	6,337	1	6,016	5.30%
14	天津市	1	4,017	1	1,496	168.50%
15	山东省	1	3,156	1	620	409.00%

资料来源：公司公告

表 5、佣金及手续费收入同比

单位：元

地区	2010 年 1-6 月	2009 年 1-6 月	同比
新疆地区	469,547,956	507,464,525	-7.5%
上海地区	67,539,262	90,309,824	-25.2%
浙江地区	49,321,624	62,086,667	-20.6%
北京地区	457,099,296	108,838,692	320.0%
江苏地区	54,402,742	72,547,994	-25.0%
广东地区	21,485,378	28,289,938	-24.1%
辽宁地区	46,863,415	54,531,558	-14.1%
广西地区	34,959,265	44,736,206	-21.9%
福建地区	5,926,936	5,386,224	10.0%
湖南地区	5,945,225	6,147,716	-3.3%
湖北地区	8,116,900	10,627,346	-23.6%
海南地区	10,063,403	10,836,262	-7.1%
云南地区	9,508,794	10,077,579	-5.6%
天津地区	1,669,441	804,261	107.6%
山东地区	1,807,806	432,699	317.8%

资料来源：公司公告

2、投资业务

2010 年上半年，宏源证券投资净收益加公允价值变动净收益为 3.75 亿元，同比增长 68.6%，占业务收入的比重为 22%。在市场震荡下跌的趋势下，投资收益为业务收入提供了较大的贡献，是公司业绩同比增长的主要原因。到 2010 年上半年底，权益投资占净资本的比重为 29.5%，比年初提高了将近 15.6 个百分点。自营仓位大幅度降低。

另外，记账方式的改变，隐藏了公司的亏损。2010 年上半年，公司可供出售金融资产中股票的公允价值为 7.5 亿元，与去年末相比减少 3.6 亿元。致使资本公积减少 90% 多。大部分亏损都隐藏在可供出售金融资产项下，使投资收益表面上产生了盈利。

表 6、投资状况对比

单位：元

		公允价值		初始成本	
		2010 年 6 月	2009 年 12 月	2010 年 6 月	2009 年 12 月
交易性金融资产	债券	3,057,798,876	2,176,346,126	3,039,265,834	2,174,473,580
	股票	305,411,731	130,900,870	318,842,948	128,989,573
	基金	-	1,051,230,605	0	1,050,997,103
	集合理财产品	8,541,548	11,157,103	10,000,000	10,000,000

	短期融资券	409,949,900	890,891,480	409,938,185	889,764,267
	合计	3,781,702,055	4,260,526,184	3,778,046,967	4,254,224,523
可供出售金融资产	债券	392,586,570	-	393,570,448	-
	股票	751,679,481	1,114,573,560	784,079,936	790,904,545
	基金	78,129,191	143,986,536	89,004,500	145,004,000
	集合理财产品	121,526,231	159,550,299	142,252,406	142,252,406
	合计	1,343,921,472	1,418,110,394	1,408,907,291	1,078,160,951
	权益合计	1,344,179,791			
	净资本	4,553,000,000			
	净资产	6,564,338,086			
	权益投资/净资本	29.5%			
	权益投资/净资产	20.5%			

资料来源：公司公告

表 7、资本公积变动幅度

单位：元

	2009 年 12 月	2010 年 6 月	同比
股本溢价	1,754,080,501		
其他资本公积*	337,288,288	33,586,842	-90.0%
其中：可供出售金融资产公允价值变动	449,717,717	44,782,455	-90.0%
与计入股东权益相关的所得税	-112,429,429	-11,195,614	-90.0%
合计	2,091,368,789	1,787,667,343	-14.5%

资料来源：公司公告

3、承销业务

2010 年上半年公司共承销股票金额 136.05 亿元，承销 12 家，承销业务收入 3.22 亿元，业务收入同比增长 1045.7%。承销业务收入对公司的业务收入贡献比为 18.9%。

表 8、债券承销市场份额

单位：百万元

	承销金额	市场份额	承销家数
2009 年上半年	2300	0.78%	2
2010 年上半年	13656.4	3.02%	12

资料来源：东北证券研究所

4、资产管理业务

截至 2010 年 6 月底，公司的资产管理业务收入为 0.39 亿元，管理的资产净值规模为 14 亿元。市场份额为 1.4%。由于 2009 年上半年公司没有集合理财产品，因此，2010 年上半年的资产管理收入对公司业绩增长起了贡献作用。

表 9、资产管理业务收入

单位：亿元

项目	2010 年 1-6 月
受托客户资产管理业务收入	40,399,774.56
其中：	
定向资产管理业务	43,227.30
专项资产管理业务	
集合资产管理业务	40,356,547.26
受托客户资产管理业务净收入	39,028,252.53

资料来源：东北证券研究所

表 10、资产管理业务市场份额

管理人	产品数量	份额合计(亿份)	资产净值合计(亿元)	市场份额
华泰证券	11	60.22	61.8448	6.1%
中金公司	10	57.37	55.4700	5.5%
东方证券	9	52.61	55.4609	5.5%
光大证券	8	100.65	97.7247	9.6%
长江证券	8	43.53	42.6313	4.2%
国信证券	7	65.67	61.0693	6.0%
国泰君安	7	94.19	93.8862	9.2%
中信证券	7	116.09	114.8834	11.3%
招商证券	6	63.18	58.6498	5.8%
东海证券	5	61.68	58.3507	5.7%
海通证券	4	16.03	15.6342	1.5%
安信证券	3	19.95	18.6859	1.8%
申银万国	3	12.14	10.9559	1.1%
中银国际	3	22.29	21.6319	2.1%
兴业证券	3	16.21	15.2129	1.5%
齐鲁证券	2	16.52	13.4169	1.3%
宏源证券	2	17.22	14.7134	1.4%
华西证券	2	21.08	20.8107	2.0%
浙商证券	2	22.93	22.6727	2.2%
广发证券	2	17.55	24.3079	2.4%

资料来源：东北证券研究所

三、业绩预测

预测 2010 年宏源证券的每股收益为 0.97 元。对应市盈率为 17.5 倍，给予谨慎推荐投资评级。

表 11、业绩预测

单位：元

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
一、营业收入	2,919,903,999	3186520434	3230963524	3627759732
经纪业务	2,138,380,016	2352218018	2352218018	2705050720
承销业务	131,577,665	138156548.3	145064375.7	152317594
资产管理	16,573,508	17402183.4	18272292.6	19185907.2
利息净收入	167,141,976	192213272.4	201823936	211915132.8
投资净收益	371,430,013	482859016.9	507001967.7	532352066
公允价值变动净收益	-6,557,618	-2623047.2	-26230.5	-1311.5
汇兑净收益	-101,901	-106996.1	-112345.9	-117963.1
其他业务收入	6,096,608	6401438.4	6721510.3	7057585.8
二、营业支出	1,355,046,322	1362826514	1430967840	1502516232
营业税金及附加	154,288,550	162002977.5	170103126.4	178608282.7
管理费用	1,199,442,495	1199442495	1259414620	1322385351
资产减值损失	-298,642	-313574.1	-329252.8	-345715.4
其他业务成本	1,613,920	1694616	1779346.8	1868314.1
三、营业利润	1,564,857,676	1823693919	1799995683	2125243500
加：营业外收入	384,424	403645.2	423827.46	445018.8
减：营业外支出	8,032,527	8434153.4	8855861.018	9298654.1
四、利润总额	1,557,209,573	1832531718	1809275372	2134987173
减：所得税	405,558,647	421482295	416133335.5	491047049.7
五、净利润	1,151,650,926	1411049423	1393142036	1643940123
六、每股收益：	0.79	0.97	0.95	1.13

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。