

宏源证券：鲜见的增长

宏源证券 2010 年年报点评

报告关键点：

- 行业中鲜见的利润同比增长
- 佣金费率降幅低于行业平均
- 自营贡献两成收入

报告摘要：

- **鲜见的利润同比增长。**宏源证券2010年实现营业收入33亿元，实现净利润13亿元，均同比增长13%，每股收益为0.89元。公司期末的净资产为73亿元，同比增长12%，每股净资产为5.00元。公司净利润同比增幅在已公布年报的券商中最高（国元下降11%、西南下降20%、兴业下降32%），也是行业中少见的利润实现同比增长的券商，主要是受益于自营业务和投行业务收入的大幅度提升。
- **佣金费率降幅低于行业平均。**公司2010年共实现经纪业务收入17亿元，同比下降19%，经纪业务收入的下降主要源自佣金率的下滑。2010年公司的股票交易额佣金率为1.25%，较2009年下降了19%；而公司2010年的股票交易额市场份额为1.27%，与2009年持平。虽然佣金率下降是公司经纪业务收入下降的主要原因，但和行业平均水平（下降25%）及已公布年报的券商相比，公司的佣金费率降幅尚可。
- **自营贡献两成收入。**公司2010年实现自营业务收入7亿元（投资收益+公允价值变动），同比增长90%，自营业务收入在营业收入中的占比达到21%。期末，公司的权益类资产占净资本的比重为28%，该占比处于相对较高的水平；权益类资产的绝对规模与2009年持平。
- **投行业务收入大幅增长。**2010年，公司的投行业务实现业务收入4.7亿元，同比增长了255%。公司对应的股票主承销金额的市场份额有大幅的提升，从2009年0.48%的份额增长一倍至2010年的0.96%（据Wind统计）。
- **维持公司中性-A的投资评级，目标价24元。**我们此前对宏源证券的评级为中性的原因是其P/B较高，在行业ROE下降这一趋势下没有足够的安全边际。公司目前的非公开发行正在进行中，募集资金规模不超过70亿元，在公司发行完毕后我们有可能将公司评级从中性上调至增持，以反映各项业务的优质增长和净资产率的下降。
- **风险提示：**股票成交量出现萎缩；公司的佣金率继续下滑。

财务和估值数据摘要

百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,920	3,305	2,429	2,566	2,611
Growth(%)		13.18%	-26.49%	5.61%	1.75%
净利润	1,152	1,306	1,093	1,155	1,175
Growth(%)		13.44%	-16.32%	5.61%	1.75%
每股收益(元)	0.8	0.9	0.7	0.8	0.8
每股净资产(元)	4.5	5.0	5.6	6.3	7.0
市盈率	23	20	24	23	23
市净率	4.1	3.6	3.2	2.9	2.6
净资产收益率(%)	20.00%	18.88%	14.08%	13.24%	12.10%

敬请阅读本报告正文后各项声明

评级：

中性-A

上次评级： 中性-A

目标价格：

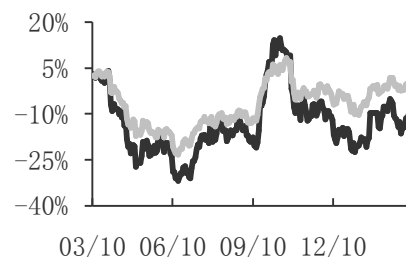
24.00 元

期限： 6 个月 上次预测： 24.00 元
 现价（2011 年 03 月 28 日）： 18.22 元

报告日期： 2011-03-29

总市值(百万元)	26,623.14
流通市值(百万元)	26,622.47
总股本(百万股)	1,461.20
流通股本(百万股)	1,461.17
12 个月最低/最高	13.80/23.90 元
十大流通股(%)	71.55%
股东户数	

12 个月股价表现



— 宏源证券 — 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(4.66)	(0.32)	(10.80)
绝对收益	(3.09)	7.75	(10.32)

杨建海

021-68765375
 执业证书编号

首席行业分析师

yangjh@essence.com.cn
 S1450511020022

报告联系人

贺立

021-68767803
 heli@essence.com.cn

前期研究成果

- 宏源证券：佣金率环比下降一成
2010-10-22
- 宏源证券：佣金率环比下降明显
2010-08-16
- 宏源证券：自营推动业绩超预期
2010-04-26

财务报表预测和估值数据汇总

模型更新时间

2011-03-28

利润表(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E	资产负债表(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,920	3,305	2,429	2,566	2,611	货币资金	17,966	13,724	15,097	16,606	34,873
手续费净收入	2,382	2,441	2,107	2,174	2,175	结算备付与保证金	2,289	5,279	5,997	6,845	13,086
代理买卖证券业务净收入	2,138	1,725	1,471	1,537	1,537	交易性金融资产	4,261	3,206	3,527	3,880	4,268
证券承销业务净收入	132	467	636	636	636	买入返售金融资产	1,701	1,055	628	628	629
资产管理业务净收入	17	58	0	1	2	可供出售金融资产	1,418	2,149	2,364	2,601	2,861
利息净收入	167	160	176	194	213	其他资产	1,336	1,421	1,318	1,265	1,201
投资收益及公允价值变动	365	693	146	197	222	资产总计	28,971	26,834	28,931	31,825	56,917
其他业务收入	6	10	0	0	0	短期借款	0	0	0	0	0
营业支出	-1,355	-1,565	972	1,026	1,044	交易性金融负债	0	0	0	0	1
营业税金及附加	-154	-176	121	128	131	衍生金融负债	0	0	0	0	1
业务及管理费	-1,199	-1,361	850	898	914	卖出回购金融资产款	3,348	2,376	0	0	1
营业利润	1,565	1,740	1,458	1,539	1,566	代理买卖证券款	18,391	16,462	18,771	20,648	82,778
营业外收支	-8	11	0	0	0	其他负债	693	697	1,932	1,968	-36,072
利润总额	1,557	1,750	1,458	1,539	1,566	负债合计	22,432	19,535	20,703	22,616	46,709
所得税	-40	-44	364	38	39	股本	1,461	1,461	1,461	1,461	1,461
净利润	1,152	1,306	1,093	1,155	1,175	归属母公司所有者权益	6,539	7,299	8,228	9,209	10,208
归属母公司所有者净利润	1,152	1,306	1,093	1,155	1,175	少数股东权益	0	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	0	所有者权益合计	6,539	7,299	8,228	9,209	10,208
经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	风险指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
平均总资产收益率	5.20%	4.68%	3.92%	3.80%	2.65%	净资本	4,719				
平均净资产收益率	20.00%	18.88%	14.08%	13.24%	12.10%	扣除代买卖证券款负债率					
管理费用率	-41.08%	-41.20%	35.00%	35.00%	35.00%	自营规模/净资本	89.00%				
营业收入/总资产	13.19%	11.84%	8.71%	8.45%	5.88%	权益自营规模/净资本	31.00%				
每股数据 (元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E	估值	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.8	0.9	0.7	0.8	0.8	市盈率	23	20	24	23	23
每股净资产	4.5	5.0	5.6	6.3	7.0	市净率	4.1	3.6	3.2	2.9	2.6

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

杨建海，CFA，非银行金融行业首席分析师，毕业于北京大学，经济学硕士。2007.4 加盟安信证券研究中心。2008 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第三名。2009 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第四名。

分析师声明

杨建海声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券评级体系

公司收益评级:

买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上;
增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%;
中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%;
减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%;
卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上;

行业收益评级:

领先大市 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数10%以上;
同步大市 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-10%至10%;
落后大市 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动;
B — 较高风险, 未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动;

销售联系人

黄方禅	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层
邮编: 100034