

## 强烈推荐-A (维持)

宏源证券 000562.SZ

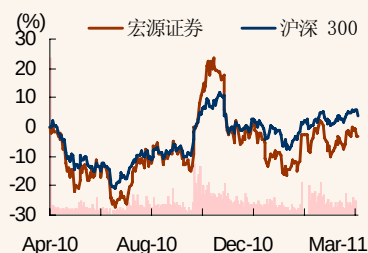
目标估值: 25 元  
当前股价: 18.32 元  
2011 年 4 月 20 日

### 基础数据

|            |           |
|------------|-----------|
| 上证综指       | 2999      |
| 总股本(万股)    | 146120    |
| 已上市流通股(万股) | 146117    |
| 总市值(亿元)    | 268       |
| 流通市值(亿元)   | 268       |
| 每股净资产(MRQ) | 5.0       |
| ROE(TTM)   | 18.8      |
| 资产负债率      | 72.8%     |
| 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 | 8  | -10 | -13 |
| 相对表现 | 3  | -12 | -14 |



### 相关报告

- 1、《根正苗红的新疆蓝筹股》2010/5/25
- 2、《宏源证券-经纪好于预期, 投行崭露头角》2010/8/16
- 3、《步入稳步快速发展期》2010/10/22

### 洪锦屏

0755-82960071  
hongjinping@cmschina.com.cn  
S1090511030012

### 罗毅, CFA

0755-82940797  
luoyi@cmschina.com.cn  
S1090511030006

## 佣金率基本企稳, 债券承销异军突起

公司业绩符合预期, 佣金率环比降幅收窄, 投行和资管优势逐步形成, 维持强烈推荐评级。

- **业绩符合预期, 收入结构稳健优化。**宏源证券一季度实现归属母公司的净利润 3.39 亿元, 同比下降 19%, 每股收益 0.23 元, 每股净资产 5.23 元, 较去年底增长 4.6%, 一季度公司实现其他综合收益 0.05 亿元。代理买卖证券业务净收入同比下降 13% 是营业收入下降 14% 的主要原因, 费用略显刚性同比下降 7%, 佣金率环比降幅企稳, 投行收入占比稳定在 15%, 资管业务发展迅速, 基本面得到稳健支撑。
- **佣金率降幅大幅收窄, 市场份额明显上升。**公司一季度实现代理买卖证券业务收入 3.9 亿元, 同比下降 14%, 市场份额环比上升 10BP 至 1.4%, 主要是佣金费率同比下降 22% 所导致, 但从环比来看, 降幅明显趋缓, 一季度较去年四季度仅下降 0.3 个基点, 降幅 2.5%。今年以来费率竞争情况明显好转, 我们认为费率可以企稳但短期难以逆转和反弹, 因此基数的原因会持续影响同比业绩, 但应更关注向好的迹象。
- **债券承销能力卓越, 投行收入同比仍增长。**一季度公司实现承销收入 1.24 亿元, 占收入的 15%, 在去年高基数的基础上仍然实现了 15% 的增长, 投行业务的持续盈利能力再被验证。公司一季度主承销一单 IPO, 9 单债券发行, 债券类项目中和瑞银并列第一, 显示了卓越的债券承销能力。公司在自身投行业务的定位上也突出债券优势, 取得了良好效果。
- **资管业务发展迅速, 发行能力不容小觑。**公司 09 年下半年发行第一支产品, 截至目前发行 3 支产品的规模达到 55 亿元, 业内排名第 10, 单支募集规模位居行业前列, 强大的发行能力将为资管业务打开更大想象空间。自营平淡稳健, 一季度实现投资收益 1.56 亿元, 同比下降 43%, 公司的交易性金融资产较去年底增加 11 亿元。
- **增发将夯实资本实力。**公司目前启动定向增发, 发行价格不低于 15.1 元, 公司 2011 年的估值在 17 倍左右, 增发摊薄后 23 倍左右, 在板块中处于较低, 且公司业务发展势头良好, 募集资金后公司的净资本将达到 120 亿元, 迈入大中型券商行列, 增强公司在创新业务方面的竞争力, 维持强烈推荐评级。
- **风险提示: 交易量萎缩, 创新业务进程不如预期。**

### 财务数据与估值

| 会计年度      | 2009  | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 29.20 | 33.05 | 37.84 | 45.78 | 47.80 |
| 同比增长      | 83%   | 13%   | 14%   | 21%   | 4%    |
| 营业利润(百万元) | 15.65 | 17.40 | 20.79 | 25.16 | 26.27 |
| 同比增长      | 113%  | 11%   | 20%   | 21%   | 4%    |
| 净利润(百万元)  | 11.52 | 12.81 | 15.52 | 18.79 | 19.62 |
| 同比增长      |       | 11%   | 21%   | 21%   | 4%    |
| 每股收益(元)   | 0.79  | 0.89  | 1.06  | 1.29  | 1.34  |
| PE        | 23.19 | 20.89 | 17.24 | 14.25 | 13.65 |
| PB        | 4.09  | 3.50  | 1.77  | 1.75  | 1.70  |

资料来源: 招商证券

表 1: 中期业绩回顾

| (百万元)    | 09H1  | 09H2  | 10H1  | 10H2  | 同比   | 环比   |
|----------|-------|-------|-------|-------|------|------|
| 营业收入     | 1,311 | 1,609 | 1,709 | 1,596 | 30%  | -7%  |
| 营业税金及附加  | 81    | 86    | 88    | 88    | 9%   | -1%  |
| 管理费用     | 750   | 667   | 655   | 707   | -13% | 8%   |
| 投资收益     | 223   | 142   | 376   | 692   | 69%  | 84%  |
| 营业利润     | 710   | 855   | 965   | 1,739 | 36%  | 80%  |
| 所得税      | 185   | 221   | 235   | 443   | 27%  | 88%  |
| 归属母公司净利润 | 522   | 630   | 731   | 576   | 40%  | -21% |
| EPS (元)  | 0.36  | 0.43  | 0.50  | 0.77  | 39%  | 54%  |

资料来源: 公司报表, 招商证券整理

表 2: 各季度业绩回顾

| 单位: 亿       | 10Q1  | 10Q2  | 10Q3  | 10Q4  | 10Q5  |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入        | 9.43  | 7.65  | 8.88  | 7.08  | 8.13  |
| 手续费及佣金净收入   | 6.21  | 6.24  | 5.58  | 6.39  | 6.04  |
| 利息净收入       | 0.43  | 0.37  | 0.39  | 0.41  | 0.46  |
| 投资净收益       | 2.23  | 1.56  | 1.96  | 1.43  | 1.42  |
| 公允价值变动净收益   | 0.50  | -0.53 | 0.93  | -1.16 | 0.15  |
| 营业支出        | 3.93  | 3.50  | 3.63  | 4.58  | 3.64  |
| 营业税金及附加     | 0.45  | 0.44  | 0.42  | 0.46  | 0.42  |
| 业务及管理费用     | 3.48  | 3.07  | 3.20  | 3.86  | 3.23  |
| 资产减值损失      | -0.00 | -0.01 | -0.00 | 0.25  | -0.02 |
| 利润总额        | 5.52  | 4.14  | 5.23  | 2.61  | 4.49  |
| 净利润         | 4.20  | 3.11  | 3.95  | 1.81  | 3.39  |
| 归属母公司的净利润   | 4.20  | 3.11  | 3.95  | 1.81  | 3.39  |
| 全面摊薄 EPS(元) | 0.29  | 0.00  | 0.27  | 0.12  | 0.23  |
| 主要比率        |       |       |       |       |       |
| 管理费         | 37%   | 40%   | 36%   | 55%   | 40%   |
| 营业利润率       | 58%   | 54%   | 59%   | 35%   | 55%   |
| 净利率         | 45%   | 41%   | 44%   | 26%   | 42%   |
| YOY         |       |       |       |       |       |
| 收入          | 52%   | 11%   | 9%    | -11%  | -14%  |
| 归属母公司净利润    | 33%   | 51%   | 2%    | -26%  | -19%  |

资料来源: 招商证券

表 3: 盈利预测简表

| 单位: 亿元            | 2010         | 2011E        | 2012E        |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>一、营业收入</b>     | <b>33.05</b> | <b>37.84</b> | <b>45.78</b> |
| 手续费及佣金净收入         | 24.41        | 27.05        | 32.98        |
| 其中: 代理买卖证券业务净收入   | 17.25        | 20.43        | 25.53        |
| 证券承销业务净收入         | 4.67         | 5.14         | 5.65         |
| 受托客户资产管理业务净收入     | 0.58         | 0.70         | 0.84         |
| 利息净收入             | 1.60         | 1.73         | 1.90         |
| 投资净收益             | 7.18         | 9.33         | 11.20        |
| 公允价值变动净收益         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 其他业务收入            | -0.25        | -0.27        | -0.30        |
| <b>二、营业支出</b>     | <b>15.65</b> | <b>17.05</b> | <b>20.62</b> |
| 营业税金及附加           | 1.75         | 1.89         | 2.29         |
| 管理费用              | 13.88        | 15.14        | 18.31        |
| 其他业务成本            | 0.02         | 0.02         | 0.02         |
| <b>三、营业利润</b>     | <b>17.40</b> | <b>20.79</b> | <b>25.16</b> |
| 加: 营业外收入          | 0.00         | 0.00         | 0.01         |
| 减: 营业外支出          | 0.09         | 0.10         | 0.11         |
| <b>四、利润总额</b>     | <b>17.31</b> | <b>20.70</b> | <b>25.05</b> |
| 减: 所得税            | 4.50         | 5.17         | 6.26         |
| <b>五、净利润</b>      | <b>12.81</b> | <b>15.52</b> | <b>18.79</b> |
| 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     | 12.81        | 15.52        | 18.79        |
| <b>六、每股收益 (元)</b> | <b>0.89</b>  | <b>1.06</b>  | <b>1.29</b>  |

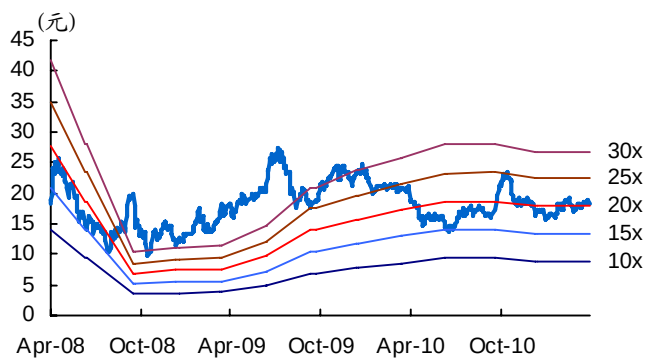
资料来源: 招商证券研发中心

表 4: 估值对比表

| 公司   | 代码     | EPS  |      |      | 盈利增长率 |      |      | PE    |       |       | PB (MRQ) | ROE (TTM) | 市值 (亿元) |
|------|--------|------|------|------|-------|------|------|-------|-------|-------|----------|-----------|---------|
|      |        | 08   | 09E  | 10E  | 08    | 09E  | 10E  | 08    | 09E   | 10E   |          |           |         |
| 中信证券 | 600030 | 0.90 | 1.14 | 0.72 | 23%   | 27%  | -37% | 15.8  | 12.5  | 19.7  | 2.0      | 16.1%     | 1413    |
| 海通证券 | 600837 | 0.55 | 0.49 | 0.58 | 38%   | -11% | 18%  | 18.5  | 20.8  | 17.6  | 1.9      | 11.1%     | 838     |
| 广发证券 | 000776 | 1.87 | 1.62 | 1.68 | 52%   | -13% | 4%   | 20.3  | 23.4  | 22.6  | 4.9      | 20.8%     | 951     |
| 光大证券 | 601788 | 0.83 | 0.68 | 0.84 | 77%   | -18% | 24%  | 18.6  | 22.6  | 18.3  | 2.4      | 13.6%     | 526     |
| 长江证券 | 000783 | 0.80 | 0.62 | 0.71 | 90%   | -23% | 15%  | 15.1  | 19.5  | 17.1  | 3.1      | 18.1%     | 287     |
| 国元证券 | 000728 | 0.53 | 0.50 | 0.68 | 47%   | -5%  | 36%  | 24.2  | 25.5  | 18.8  | 1.7      | 6.2%      | 252     |
| 西南证券 | 600369 | 0.51 | 0.39 | 0.45 | 629%  | -24% | 15%  | 23.3  | 30.4  | 26.4  | 2.5      | 7.2%      | 276     |
| 宏源证券 | 000562 | 0.77 | 0.89 | 1.06 | 157%  | 16%  | 19%  | 23.8  | 20.6  | 17.3  | 3.7      | 17.9%     | 268     |
| 太平洋  | 601099 | 0.28 | 0.23 | 0.30 | -165% | -18% | 30%  | 40.9  | 49.8  | 38.2  | 9.0      | 18.3%     | 172     |
| 东北证券 | 000686 | 1.41 | 0.98 | 1.54 | 104%  | -30% | 57%  | 15.8  | 22.7  | 14.4  | 4.1      | 22.1%     | 142     |
| 国金证券 | 600109 | 0.52 | 0.42 | 0.68 | -31%  | -19% | 62%  | 30.5  | 37.7  | 23.3  | 5.2      | 21.4%     | 158     |
| 华泰证券 | 601688 | 0.82 | 0.61 | 0.66 | 193%  | -26% | 8%   | 17.1  | 23.0  | 21.3  | 2.3      | 10.2%     | 786     |
| 兴业证券 | 601377 | 0.60 | 0.40 | 0.57 | 333%  | -33% | 43%  | 30.7  | 46.1  | 32.3  | 4.8      | 9.4%      | 405     |
| 山西证券 | 002500 | 0.31 | 0.22 | 0.26 | 124%  | -29% | 18%  | 33.2  | 46.8  | 39.6  | 4.5      | 7.1%      | 247     |
| 合计   |        | 0.82 | 0.71 | 0.83 | 81%   | -12% | 15%  | 21.98 | 25.72 | 21.24 | 2.71     | 19.3%     | 506     |

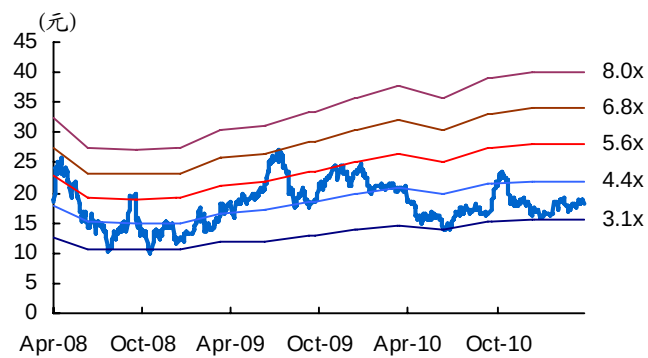
资料来源: 招商证券

图 1: 宏源证券历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 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2010年度第二名，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2010年度第二名，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。中国证券报社和中央电视台财经频道金牛奖金融服务业务2010年第二名。目前为招商证券金融行业研究董事

**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，2010年获得新财富非银行金融第二（团队）

## 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

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。