

非银行金融行业

宏源证券 (000562.SZ)

公司点评报告

评级: 增持 首次评级

收盘价(元)	15.94
目标价(元)	18.30

承销、自营收入增长, 管理费率提升

——2012年1季报点评

市场数据 2012年4月20日

52周最高/最低(元)	16.25/9.91
总股本(百万)	1461.20
流通B股/H股(百万)	-/-
总市值(百万元)	23291.59
流通A股市值(百万元)	23291.01

基本数据 2012年3月31日

每股收益(元)	0.1890
每股净资产(元)	5.09
资产负债率(%)	68.09%

相对股价表现



相关研究

非银行金融研究小组

李项峰

证书编号 S0120511030002

联系人: 张蕾

8621-68761616-8516

zhanglei@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路500号城建国际
中心26楼<http://www.tebon.com.cn>

事件: 公司2012年4月20日发布2012年1季度业绩报告, 报告期内实现营业收入9.01亿元, 同比增长10.87%; 归属于上市公司股东净利润2.76亿元, 同比下降18.44%; 每股收益0.189元, 同比减少18.46%; 平均净资产收益率3.79%, 同比减少0.74个百分点; 净资产规模74.43亿元, 较年初增长9.56%; 每股净资产5.09元, 同比增加4.52%。

投资要点:

- 1季度营业收入同比增长, 但净利润下滑。受益于二级市场回暖和债券市场的迅速发展, 宏源证券报告期内承销、自营业务大幅提高是营业收入增长的主要来源, 但业务及管理费率提高造成1季度净利润有所下滑。
- 平均佣金率、经纪业务市场份额环比上升。1季度市场回暖, 成交额环比增加, 1-3月市场成交额8.84万亿元, 较去年4季度增长21.58%, 日均成交额1523.88亿元, 日均换手率0.65%。宏源证券报告期内实现代理买卖证券业务净收入2.36亿元, 同比下滑38.88%。1季度股基成交市场份额1.3470%, 平均佣金率0.097%, 市场份额和平均佣金率均环比上升, 但由于市场成交量较去年1季度有所降低, 导致1季度经纪业务收入仍旧同比下滑。
- 承销业务增长显著, 企业债承销表现突出。1季度公司实现证券承销业务净收入2.14亿元, 同比增长73.22%。股债主承销金额191.15亿元, 同比增长87.89%, 市场占有率4.70%, 排名行业第7位。其中, IPO承销金额3.01亿, 同比下降69.53%; 但债券承销金额167.50亿, 同比增加91.43%, 市场占有率5.51%, 排名行业第5位。并且, 1季度债券承销全部为企业债, 共承销11家、联席保荐8家, 位列行业第2位。债券承销、尤其是企业债承销增长迅猛是造成1季度承销业务大幅增加的主要原因。
- 自营业务收入增长迅猛。截止3月31日母公司自营业务规模(交易性金融资产+可供出售金融资产)为73.25亿元, 较年初增加28.19%, 占净资产比例大幅提升至约98.43%, 主要原因系二级市场回暖、公司加大了交易性金融资产的投资规模, 导致交易性金融资产增长58.06%。报告期内公司实现自营业务收入(投资收益+公允价值变动收益)3.18亿元, 较去年同期增长103.28%, 平均

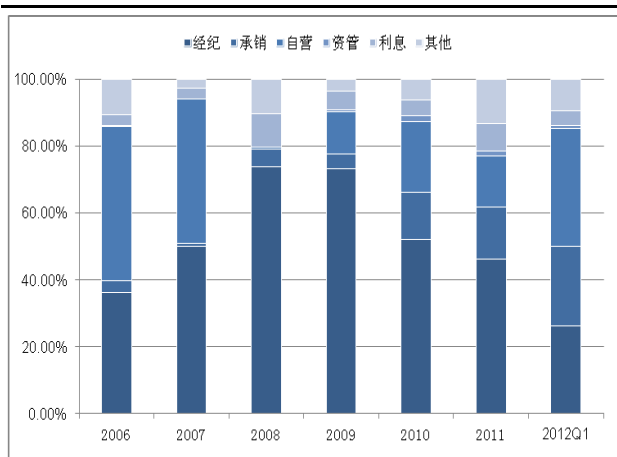
收益率提高2.23个百分点。除此之外，公司可能确认了部分可供出售金融资产浮盈，从而导致投资收益大幅上升。

- **资产管理业务收入下降，理财规模和收益有待提高。**截止报告期末，公司共发行了4支集合理财产品，管理规模34.95亿元，市场占有率约为2.51%，规模及市场份额均略有下降。1季度，公司集合理财产品平均收益0.77%，在所有发行集合理财产品的券商中排名中等偏上。报告期实现受托资产管理业务净收入927.09万元，相比去年同期减少35.44%。
- **管理费率大幅上升。**今年1季度公司管理费率为54.18%，去年同期水平为39.72%。除了经纪业务、资产管理业务收入下滑以外，管理费率的大幅提高是造成1季度净利润下滑的重要原因。
- **风险提示：**外围市场波动仍可能给A股市场带来不利，公司业绩可能受此影响。
- **盈利预测与投资建议：**综合考虑公司非公开增发情况，预计公司2012-2013年EPS分别为0.42元、0.48元，对应动态市盈率为38.0倍、33.2倍；BVPS分别为7.29元、7.86元，对应PB分别为2.19倍、2.03倍。随着平均佣金率下滑趋缓、市场回暖提升成交量，经纪业务收入有望见底回升；同时2012年作为券商业务转型年，债券、期货、新三板市场发展，以及两融业务、直投等创新业务业绩逐步释放，公司盈利能力和盈利模式将得到提升和优化，券商行业整体估值水平有望继续得到改善。给予公司“增持”评级。

单位：百万元

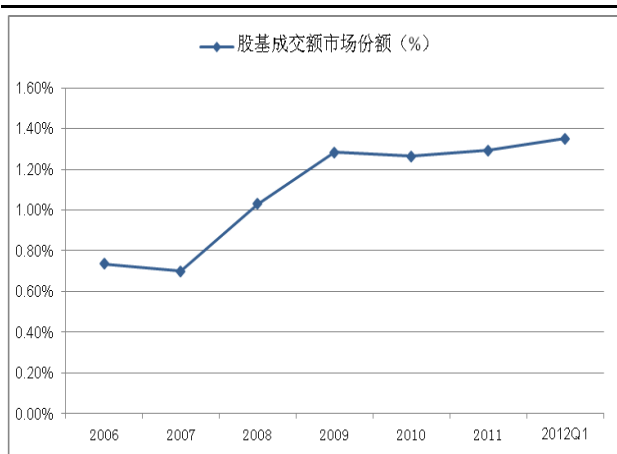
重要财务指标	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入	2,920	3,305	2,354	2,969	3,406
(+/-) %	82.7%	13.2%	-28.8%	26.1%	14.7%
经营利润	1565	1740	879	1,104	1,267
(+/-) %	112.6%	11.2%	-49.5%	25.5%	14.8%
归属于母公司所有者的净利润	1152	1306	646	827	949
(+/-) %	112.6%	13.4%	-50.6%	28.1%	14.8%
每股净收益(元)	0.79	0.89	0.44	0.42	0.48
净利润率(%)	39.4%	39.5%	27.4%	27.9%	27.9%
市盈率	20.2	17.9	36.2	38.0	33.2
每股净资产(元)	4.48	5.00	4.87	7.29	7.86
市净率	3.56	3.19	3.27	2.19	2.03

图 1 2006 年以来公司收入结构 (%)



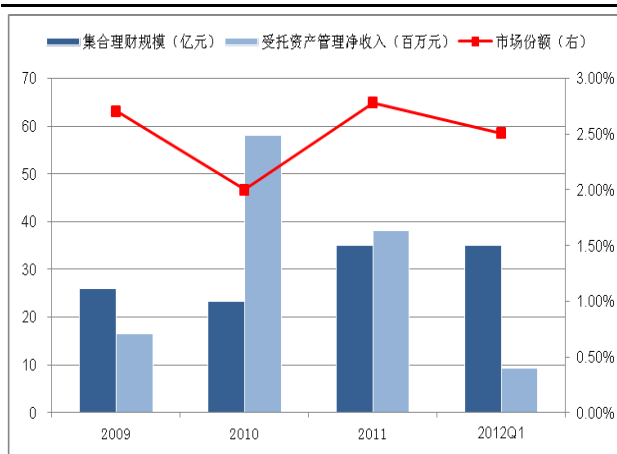
资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 3 公司股基成交额市场份额 (%)



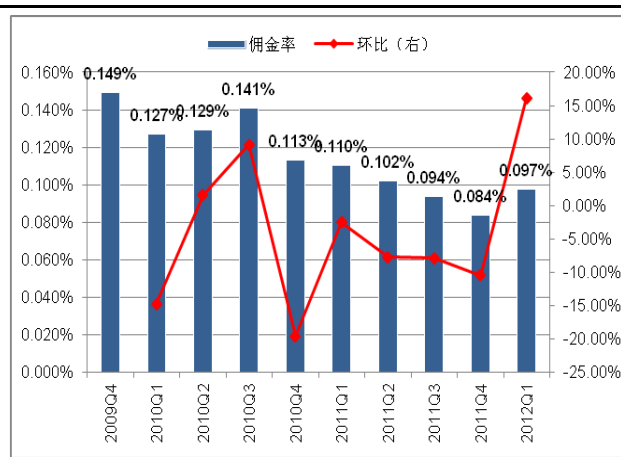
资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 5 公司集合理财规模与收入状况



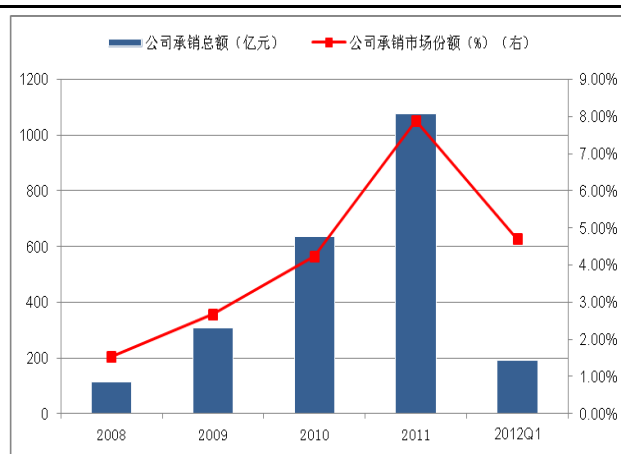
资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 2 公司季度平均佣金率变化估算 (%)



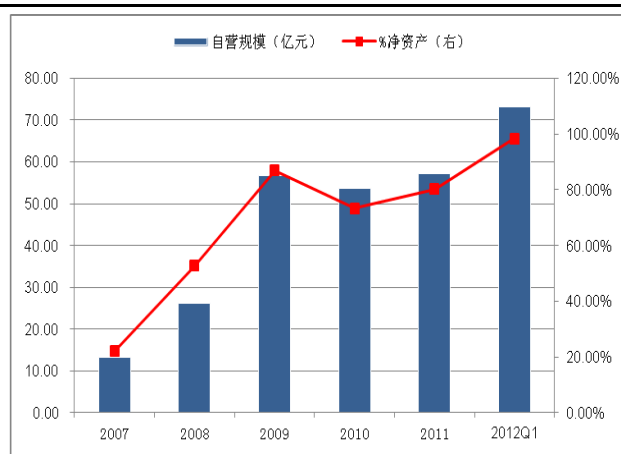
资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 4 公司证券承销总额及市场份额 (亿元, %)



资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 6 公司自营规模及占净资产比例 (亿元, %)



资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

分析师承诺

本人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,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级

一、行业评级

- 推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
- 中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
- 回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
- 增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
- 中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
- 减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料,我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证,不保证该信息未经任何更新,也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下,我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发,需注明出处为“德邦证券有限责任公司”,且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。