

自营经纪拉动增长 持续性待观察

增持 下调

目标价格：暂无

投资要点：

- 公司业绩大幅提升，净利润同比增长 2.2 倍
- 多渠道融资，信用交易业务发力
- 经纪业务占比及佣金率较高，易受互金低佣影响

报告摘要：

- 公司业绩大幅提升，净利润同比增长 2.2 倍。**2013 年公司实现营业收入 17.7 亿，同比增 47%，净利润 4.8 亿，同比增 2.2 倍。公司自营与经纪业务的快速增长是业绩提升的主要原因。
- 经纪自营双轮驱动，业绩大幅提升。**全年代理买卖证券业务净收入达 7.8 亿，同比增长 59%，主要系公司交易量和佣金率双升所致，全年公司交易量达 6758 亿，同比增 46%，佣金率 0.116%，同比增 9%，主要系交易量中融资融券占比的提升；自营业务实现收入 3.0 亿，同比增长 66%；受 IPO 暂停影响，投行业务收入有所下滑，全年承销保荐业务净收入达 1.2 亿，同比减少 39%。资管业务实现收入 5417 万，同比增 57%，但收入占比小（3%），对总体业绩提升影响不大。
- 多渠道融资，信用交易业务发力。**公司实现多渠道融资：2013 年公司成功发行公司债，募集资金 19 亿；两期短融累计融资 29 亿；实现转融资借款 8.83 亿元。公司较强的融资能力推动信用业务快速发展，2013 年底，公司两融规模达 23.4 亿，同比增 5.6 倍，实现利息收入 1.2 亿，约定式购回和股票质押式回购业务也迅速推进，全年分别实现息费收入 2051 万和 3283 万。
- 投资建议。**公司融资能力强，信用交易业务仍有一定的发展空间；公司以会员方式深度参与安徽、山东两地区域股交市场，或在今年的多层次资本市场创新改革中获得先发优势和政策红利。预计公司 14 年-15 年 EPS 为 0.52 元、0.57 元，考虑到公司经纪业务占比及佣金率均较高，易受互金低佣的影响，未来增长存不确定性，下调至增持评级。

主要经营指标	2011	2012	2013	2014E	2015E
营业收入(百万)	809.64	1,200.27	1,731.58	1,824.15	2,009.74
增长率 (%)	-52.37%	48.25%	44.27%	5.35%	10.17%
归母净利润(百万)	-151.00	151.23	483.16	504.73	555.21
增长率 (%)	-128.65%	-200.15%	219.49%	4.46%	10.00%
每股收益	-0.24	0.20	0.49	0.52	0.57
市盈率	-60	76	31	29	27

非银行金融研究组

分析师：

孙羽薇(S1180513020001)

电话：010-88013557

Email: sunyuwei@hysec.com

研究助理：

胡翔

电话：010-88085227

Email: huxiang@hysec.com

市场表现



相关研究

- 《互金低佣尚未改变经纪业务格局》
2014/3/12
- 《西南证券：深耕西南 前景广阔》
2014/3/10
- 《券商降佣，你不可不知的那些事》
2014/2/24
- 《方正证券：构建具全局意义的战略新高地》
2014/1/13
- 《股改促投行分化 短期迎业绩释放》
2013/12/2
- 《方正证券：业绩进入上升通道，并购伏虎添翼》
2013/10/23
- 《重申交易性机会已现，持续看好券商板块》
2013/9/2

一、公司业绩大幅提升，净利润同比增长 2.2 倍

2013 年公司实现营业收入 17.7 亿，同比增 47%，净利润 4.8 亿，同比增 2.2 倍。公司连续两年实现收入和净利润的正增长。经纪、自营和两融业务的快速增长是公司业绩增长的主要因素。从收入结构来看，经纪、自营、净利息收入、投行和资管收入占比分别为 45%，29%、10%、7%和 3%，对市场的波动性较为敏感经纪和自营的占比较高，增长的持续性有待进一步观察。

二、经纪自营双轮驱动，带动业绩整体上行

全年公司代理买卖证券业务净收入达 7.8 亿，同比增长 59%，主要系公司交易量和佣金率双升所致，受益于市场交易活跃度的提高，全年公司股基交易额达 6758 亿，同比增 46%，交易量中融资融券交易比重的提升推动了公司佣金率水平的上升，全年公司平均佣金率 0.116%，同比增 9%，我们认为互金低佣短期可能不会对佣金率水平造成太大冲击，因此估计 2014 年综合佣金率将下滑 5%，全年经纪业务收入达 7.5 亿，同比下滑 5%。

自营业务实现收入 3.0 亿，同比增长 66%，预计 2014 年自营规模将增长 8%左右，在收益率假设不变的前提下，自营收入有望达到 6.5 亿，同比增 8%。

三、多渠道融资，信用交易业务发力

公司实现多渠道融资：2013 年公司成功发行公司债，募集资金 19 亿；两期短融累计融资 29 亿；实现转融资借款 8.83 亿元。公司较强的融资能力推动信用业务快速发展，2013 年底，公司两融规模达 23.4 亿，同比增 5.6 倍，实现利息收入 1.2 亿，约定式购回和股票质押式回购业务也迅速推进，全年分别实现息费收入 2051 万和 3283 万。根据前两个月两融规模的平均增速，保守估计 2014 年公司年平均两融规模将达到 30 亿，因为存在市场竞争加剧及资金成本上升的可能，净利差由 4%下调至 3%，预计 2014 年公司将实现净利息收入 2.2 亿，同比增 32%。

四、其他业务收入增长仅可平抑佣金率 16% 的下滑。

根据我们之前的报告《互金低佣尚未改变经纪业务格局》和《券商降佣，你不可不知的那些事》对佣金率的判断：互金低佣对经纪业务市场格局和佣金率短期不会形成较大的冲击，但长期来看，券商佣金率水平仍然存在着较大的压力，经纪业务收入占比较高，地域型高佣金率的券商可能存在一定的压力。

估计 2014 年，投行、资管、自营和净利息的收入净增加值可能为 1.24 亿左右，这部分收入增长可以平滑掉佣金率 16% 的降幅。假设公司佣金率水平下滑至行业平均水平 0.082%，佣金率同比下降 29%，其他业务收入增长将无法平抑经纪业务收入下滑。

五、投资建议

基于以上判断，假设其他条件不变的前提下，公司佣金率下滑至行业平均水平，2014 年经纪业务的收入水平有可能减少 2.3 亿，而投行、资管和利息收入的增加额可能在 1 亿左右，同时剔除自营收益波动较大的影响，其他业务线收入的增长可能不足以弥补经纪业务收入的减少额，因此受互金低佣影响，公司业绩的持续增长仍存在一定的不确定性。

公司融资能力较强，信用交易业务仍有一定的发展空间；公司以会员方式深度参与了

安徽和山东两地的区域股交市场,或在今年的多层次资本市场创新改革中获得先发优势和政策红利。预计公司 14 年-15 年 EPS 为 0.52 元、0.57 元,考虑到公司经纪业务占比及佣金率均较高,易受互金低佣的影响,未来增长存在一定不确定性,下调至增持评级。

1、利润表

利润表(百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E
营业收入	810	1,200	1,732	1,824	2,010
手续费净收入	845	808	1,054	1,068	1,182
代理买卖证券业务净收入	688	493	783	751	785
证券承销业务净收入	42	198	121	139	167
资产管理业务净收入	47	35	54	81	1
利息净收入	99	135	167	221	260
投资收益及公允价值变动	-148	239	500	523	555
其他业务收入	13	19	11	12	13
营业支出	988	1,045	1,200	1,231	1,357
营业税金及附加	48	51	106	111	122
业务及管理费	932	993	1,063	1,120	1,234
营业利润	-178	155	567	593	653
营业外收支	10	24	11	11	11
利润总额	-168	180	578	604	664
所得税	17	-28	-95	99	109
净利润	-151	151	483	505	555
归属母公司所有者净利润	-152	151	480	505	555
少数股东损益	1	1	3	0	0

经营指标	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E
平均总资产收益率	0	1.04%	2.64%	2.43%	2.44%
平均净资产收益率	-4.63%	2.93%	6.56%	6.60%	6.86%
管理费用率	115.16%	82.75%	61.38%	61.38%	61.38%
营业收入/总资产	5.04%	8.27%	9.51%	8.78%	8.82%
每股数据(元)	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E
每股收益	-0.24	0.20	0.49	0.52	0.57
每股净资产	4.8	7.36	7.60	8.04	8.52

2、资产负债表

资产负债表(百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E
货币资金	8,778	6,926	6,128	6,740	7,751
结算备付与保证金	1,013	1,184	1,052	1,157	1,298
交易性金融资产	919	3,276	3,725	4,098	4,303
买入返售金融资产	0	0	1,718	1,718	1,718
可供出售金融资产	256	2,916	2,720	2,856	3,141
其他资产	1,568	2,175	4,590	5,038	5,752
资产总计	12,534	16,478	19,933	21,607	23,962
短期借款	0	0	0	0	0

交易性金融负债	0	0	0	0	0
衍生金融负债	0	0	0	0	0
卖出回购金融资产款	0	2,378	3,103	0	0
代理买卖证券款	7,155	6,584	6,162	6,761	7,776
其他负债	2,286	303	3,126	6,875	7,744
负债合计	9,441	9,265	12,391	13,636	15,520
股本	639	979	979	979	979
归属母公司所有者权益	3,086	7,206	7,434	7,863	8,335
少数股东权益	7	7	107	107	7
所有者权益合计	3,093	7,213	7,542	7,971	8,442

风险指标	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E
净资本	2,512	6,410	6621	7,018	7,459
扣除代买卖证券款负债率	42.50%	27.10%	45.23%	46.31%	47.84%
自营规模/净资本	46.77%	96.60%	97.35%	99.08%	99.80%
权益自营规模/净资本	46.77%	16.80%	12.06%	12.28%	12.36%

估值	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E
市盈率	-59.67	75.95	30.96	29.45	26.77
市净率	3.0	1.9	1.88	1.9	1.8

作者简介:

孙羽薇: 宏源证券研究所金融行业组长, 工商管理金融专业硕士。曾服务于瑞银证券机构销售。2011、2012 年连续两年新财富分析师排名随组入围, 2012 年排名第六。

机构销售团队

机构销售团队					
公 募	北京片区	李 倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗 云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com
	上海片区	李冠英		13918666009	liguanying@hysec.com
		奚 曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴 蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵 越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周 迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机 构	上海保险/私募	李 岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张 瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。