

杠杆率持续提升 信用业务发力

增持 维持

目标价格：暂无

投资要点：

- 📖 前三季度归母净利润同比大幅增长，且呈上升趋势
- 📖 自营、投行和信用业务是业绩高增长的主要驱动因素
- 📖 杠杆率进一步提升，打开公司盈利空间和估值空间

报告摘要：

- **前三季度归母净利润实现同比大幅增长，且呈上升势头。**前三季度公司实现营收 71.8 亿，同比增 32.3%，归属上市公司股东净利润 26.4 亿，同比增 42.1%，其中三季度实现归母净利润 11.5 亿，同比增 1 倍，环比增 65%，公司盈利增速呈上升势头。
- **自营、投行和信用业务是业绩高增长的主要驱动因素。**前三季度公司自营收入（投资收益+公允价值变动）17.71 亿，同比增 123.3%，是业绩增长的第一大驱动因素，主要是公司自营配置中的固定收益类产品取得了良好的投资业绩。公司投行业务收入 7.14 亿，同比增 81.6%，主要系公司抓住了 IPO 开闸的有利机遇，并在并购领域斩获颇多；公司利息收入 15.5 亿，同比增 27.7%，主要系信用业务的大幅增长，截止报告期末，公司两融规模已达 311 亿，同比增 86%。
- **杠杆率进一步提升，估值空间有望进一步打开。**公司不断拓展融资渠道，杠杆水平持续提升，三季度杠杆率达 4.4，同比增加 52%，并由此带动公司信用业务高速增长（三季度利息收入同比 69%，环比 86%）。随着证监会对净资本要求的逐步放松，公司的杠杆水平有望进一步获得提升。杠杆水平的提升将打开公司的 ROE 上涨空间，在提升公司盈利的同时，进一步提升公司的估值空间。
- **投资建议。**公司作为大型综合性券商，资质优，在融资渠道和融资成本上优势明显，在杠杆提升的过程中，将获得较大的比较优势。公司较早布局互联网证券，先发优势明显，预计公司 14/15 年 EPS 为 0.51/0.55 元，维持增持评级。

主要经营指标	2012	2013	2014	2015	2016
营业收入(百万)	5,883	7,167	8,528	8,840	9,404
增长率 (%)	-6%	22%	19%	4%	6%
归母净利润(百万)	1,661	2,269	2,930	3,166	3,358
增长率 (%)	-9%	37%	29%	8%	6%
每股收益	0.29	0.39	0.51	0.55	0.58
市盈率	28	21	17	16	15

非银行金融研究组

分析师：

易欢欢(S1180513040001)

电话：010-88085952

Email: yihuanhuan@hysec.com

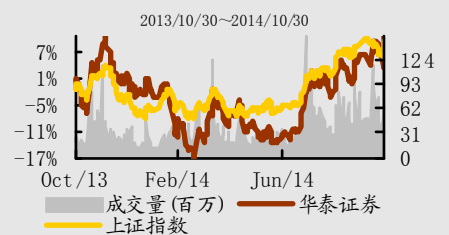
研究助理：

胡翔

电话：010-88085227

Email: huxiang@hysec.com

市场表现



相关研究

- 《软控股份：业绩持续向好，国际化战略稳步推进》
2014/10/29
- 《国元证券》
2014/10/29
- 《海格通信：军民融合，持续布局》
2014/10/29
- 《金证股份：业绩增长稳健，商业转型打开空间》
2014/10/29
- 《太极股份：主业稳健，打造智慧城市新模式》
2014/10/28
- 《东方财富：用户价值释放，业绩保持高速增长》
2014/10/26

表 1、业绩真呢过张驱动因素分析

业务条线	同比增幅	收入增长率贡献
经纪业务	-0.8%	-0.4%
投行业务	81.6%	5.9%
资管业务	98.7%	1.7%
自营业务	123.3%	18.0%
利息收入(融资融券)	27.7%	6.2%
其他业务	75.2%	0.9%
合计	32.3%	32.3%

资料来源：公司季报、宏源证券

表 2、利润表相关

利润表(百万元)	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	8,900	6,230	5,883	7,167	8,528	8,840	9,404
手续费净收入	7,119	4,533	3,262	4,707	4,811	4,777	4,961
代理买卖证券业务净收入	5,516	3,591	2,694	3,815	3,434	3,262	3,295
证券承销业务净收入	1,475	849	481	578	874	961	1,058
资产管理业务净收入	128	93	87	314	503	553	609
利息净收入	971	1,254	1,144	1,326	1,458	1,604	1,765
投资收益及公允价值变动	803	434	1,131	983	2,202	2,397	2,610
其他业务收入	7	9	83	33	57	63	69
营业支出	4,425	3,797	3,740	4,248	4,723	4,729	5,043
营业税金及附加	445	315	300	429	459	486	529
业务及管理费	3,980	3,482	3,439	3,818	4,264	4,243	4,514
营业利润	4,499	2,439	2,116	2,916	3,775	4,079	4,326
营业外收支	2	12	18	16	18	20	22

利润总额	3,480	1,821	1,661	2,269	2,930	3,166	3,358
所得税	1,022	630	462	668	863	933	989
净利润	3,480	1,821	1,661	2,269	2,930	3,166	3,358
归属母公司所有者净利润	3,425	1,784	1,616	2,212	2,856	3,086	3,274
少数股东损益	55	36	45	57	74	80	84
经营指标							
	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
平均总资产收益率	3%	2%	2%	2%	3%	3%	3%
平均净资产收益率	15%	5%	5%	6%	8%	8%	8%
管理费用率	-45%	-56%	-58%	-53%	-50%	-48%	-48%
营业收入/总资产	8%	6%	7%	8%	8%	7%	7%
每股数据 (元)							
	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
每股收益	0.63	0.32	0.29	0.39	0.51	0.55	0.58
每股净资产	5.87	5.93	6.10	6.37	6.69	7.12	7.59

表 3、资产负债表相关

资产负债表(百万 元)							
	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	59,465	41,546	33,088	26,395	36,953	38,800	40,740
结算备付与保证金	28,264	12,590	9,828	11,901	12,673	13,500	14,389
交易性金融资产	13,916	19,411	13,334	20,291	22,320	23,436	24,607
买入返售金融资产	251	1,033	587	4,736	5,209	5,730	6,303
可供出售金融资产	5,191	2,336	8,208	6,233	5,500	5,775	6,064

其他资产	6,376	8,827	14,225	28,693	33,097	35,936	38,953
资产总计	113,463	85,742	79,271	98,248	115,751	123,177	131,056
短期借款	0	0	0	0	0	0	0
交易性金融负债	0	0	0	0	0	0	0
衍生金融负债	0	0	0	0	0	0	0
卖出回购金融资产款	2,509	9,046	6,328	8,941	9,388	9,858	10,351
代理买卖证券款	69,107	36,057	29,787	26,374	38,071	39,975	41,974
其他负债	8,608	-39,025	8,518	26,608	30,250	32,809	35,552
负债合计	80,223	6,078	44,634	61,923	77,710	82,642	87,877
股本	5,600	5,600	5,600	5,600	5,600	5,600	5,600
归属母公司所有者	32,882	33,229	34,182	35,699	37,442	39,895	42,498
权益							
少数股东权益	358	387	546	573	600	639	681
所有者权益合计	33,240	33,615	34,638	36,325	38,042	40,535	43,179
风险指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
净资本	30686	32376	33341	34164	35772	38206	40850
扣除代买卖证券款	25%	-60%	30%	49%	51%	51%	52%
负债率							
自营规模/净资本	62%	67%	65%	78%	78%	76%	75%
权益自营规模/净资本	12%	30%	8%	9%	9%	9%	0%
本							

估值	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
市盈率	13.97	27.62	30.50	22.28	17.25	15.97	15.05
市净率	1.50	1.48	1.44	1.38	1.32	1.24	1.16

作者简介:

易欢欢: 宏源证券研究所副所长(机构客户部副总经理), 战略新兴产业 首席分析师, 聚焦计算机与互联网行业。

毕业于北京大学通信与信息系统硕士, 应用数学学士, 2011 年水晶球、新财富最佳分析师第一名, 2012 年水晶球最佳分析师非公募第一名, 新财富最佳分析师第二名, 2013 年新财富最佳分析师第二名。

代表作: 大数据时代系列报告、云计算系列报告、北斗地理信息、智能交通系列报告。

个股: 首度挖掘易华录、广联达、捷成股份、北信源、中海达、太极股份, 覆盖东软集团、用友软件。

机构销售团队

类别	姓名	电话	手机	邮箱	
公募	北京片区	李倩	010-88013561	13631508075	liqian@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@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	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@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。