



攻守兼备的大券商

推荐

事件

2016年年初，证券市场历经4天熔断制度试验后，投资者信心严重受挫，证券市场交易极度低迷。1月8日，证监会紧急暂停A股指数熔断制度。我们认为申万宏源(000166)受此轮暴跌行情影响股价大幅下行，然而，公司基本面优良，未来存在明显差异化竞争优势，在证券板块中具有较好投资价值。

点评

一、 投行：新三板与债券发行优势明显

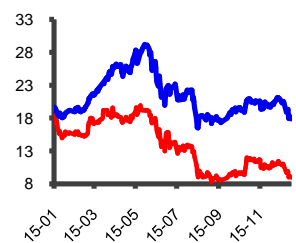
2000年前后，受制于“大庆联谊”与“东方锅炉”的财务舞弊案，申银万国的IPO投行业务发展一蹶不振。申银万国随即扎根三板业务，树立了场外市场的竞争优势，其业绩可追溯至老三板创立时期。截止目前，公司挂牌新三板数量达450家，市场份额8.41%，排名第一，规模上基本是第二名中泰证券的两倍。公司可交易股份数量为104.60亿股，市场份额8.70%，排名第一。公司做市转让股票个数147家，排名第八，未来随着新三板做市转让制度的完善，公司做市股票个数排名有望快速攀升。

宏源证券投行的传统优势在于债券承销与发行。2015年（与申万证券重组后）申万宏源债券发行金额为1065.82亿元，市场份额0.88%，排名第10位。2014年公司债券发行金额加总为502.67亿元，市场份额0.77%，排名第11位。因此，从结果来看，申万与宏源重组后，公司的债券发行业务发展更好。

二、 经纪：重组后网点布局优势互补

申银万国经纪业务网点布局重点在东部地区，宏源证券的网点布局主要集中在西部，其中新疆有40家营业网点。二者重组后，经纪业务有效协同、空间互补，将更有利于规模效应发挥。不过，从目前券商股基交易量排名来看，效果还未出现，排名略有滑落。

市场表现 截至 2016.1.11



市场数据	2016-1-11
A股收盘价(元)	8.63
一年内最高价(元)	19.90
一年内最低价(元)	8.13
上证指数	3017
市净率	2.76
总股本(亿股)	149
实际流通A股(亿股)	33
限售流通A股(亿股)	116
流通A股市值(亿元)	281

分析师：赵莎莎

执业证书号：S1490514030002

电话：010-85556192

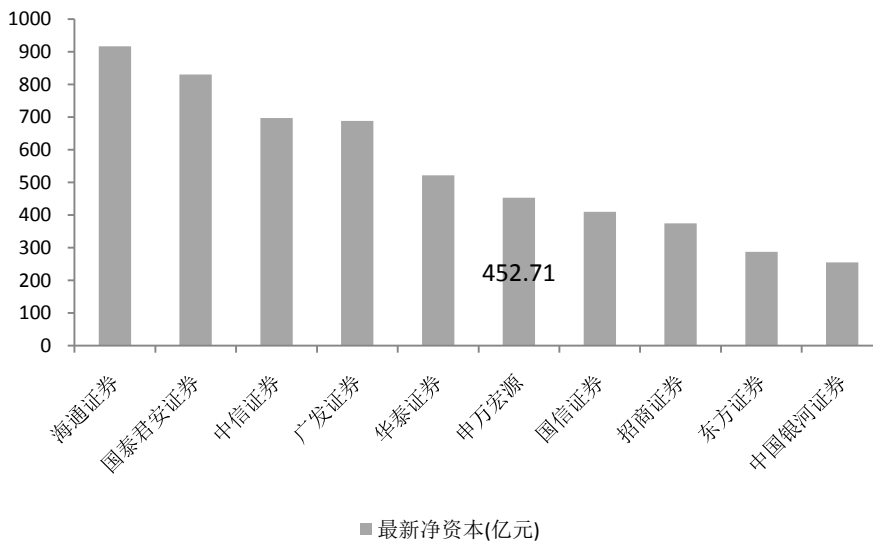
邮箱：zhaoshasha@hrsec.com.cn

证券研究报告

三、 投资：权益类证券占比较低

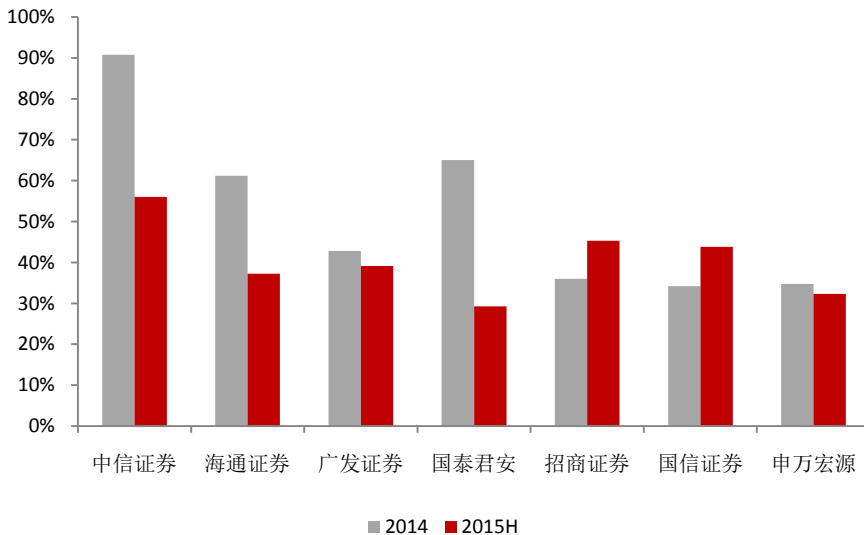
从最新总资产、营收规模和净资本的行业排名来看，申万宏源均位于行业第 6 名。排名较 2014 年年末的第 10 名显著提升。然而，申万宏源的自营权益类证券占比在大型券商中并不高。2015 年上半年权益类投资占比仅有 32%，较 2014 年末微降。在近期证券二级市场脆弱动荡之际，我们认为公司权益类投资维持低仓位和继续发挥固定收益类投资优势更有利于现阶段业绩的稳定和风险控制。2015 年中期，公司自营业务收益率为 12.06%，中信证券仅为 6.82%。

图表 1：最新券商净资本排名（前十名）



数据来源：WIND，华融证券

图表 2: 申万宏源自营权益类证券占比较低



数据来源: WIND, 华融证券

四、 投资建议

当前,申万宏源在投行(债券和新三板)和自营方面(固定收益类投资)的业务优势与特点鲜明。未来资本市场回暖后,公司存在再融资预期,资本中介业务和更多创新业务有望快速推进。另外,公司重组后形成了综合金融集团式股权架构,有利于未来混业经营及综合化管理。我们预计公司 2015 年和 2016 年公司每股净资产分别为 3.29 元和 3.75 元,每股收益分别为 0.72 元和 0.54 元,给与“推荐”评级。

五、 风险提示

市场风险、

政策风险、

投资风险

附录

图表 3: 资产负债表预测

单位: 万元	2013	2014	2015E	2016E
资产合计	7,082,691.14	13,945,249.95	35,142,029.87	42,170,435.85
货币资金	3,122,837.73	5,970,506.22	15,813,913.44	18,976,696.13
交易性金融资产	441,255.48	839,666.97	7,028,405.97	8,855,791.53
买入返售金融资产	212,199.45	121,219.51	221,394.79	265,673.75
可供出售金融资产	859,342.14	881,195.99	2,284,231.94	2,741,078.33
长期股权投资	37,100.64	42,093.19	84,340.87	126,511.31
负债合计	5,144,661.62	11,679,306.31	30,249,403.34	36,601,778.04
代理买卖证券款	3,309,910.20	6,088,776.16	13,612,231.50	15,738,764.56
应付职工薪酬	77,264.09	81,723.29	514,239.86	629,550.58
归属于母公司所有者权益合计	1,844,488.65	2,152,563.52	4,892,626.53	5,568,657.80
股本	671,576.00	671,576.00	1,485,674.50	1,485,674.50
每股净资产(元)	2.75	3.21	3.29	3.75

图表 4: 利润表预测

单位: 万元	2013	2014	2015E	2016E
营业收入	597,334.14	865,679.69	2,423,903.13	2,060,317.66
手续费及佣金净收入	416,198.20	552,546.28	1,551,298.00	1,256,793.77
利息净收入	146,019.27	182,734.01	290,868.38	350,254.00
投资净收益	39,762.31	109,338.75	557,497.72	453,269.89
营业支出	348,816.15	429,714.42	996,937.45	986,968.08
营业税金及附加	33,286.22	48,479.50	147,546.74	138,175.53
管理费用	308,827.11	386,092.05	857,366.21	848,792.55
利润总额	253,726.78	439,990.63	1,426,965.68	1,073,349.58
减: 所得税	62,182.72	89,547.22	356,741.42	273,704.14
归属于母公司所有者的净利润	187,024.16	342,767.75	1,070,224.26	799,645.44
股本	671,576.00	671,576.00	1,485,674.50	1,485,674.50
每股收益	0.28	0.51	0.72	0.54

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

免责声明

赵莎莎，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰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等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方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投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市朝阳区朝阳门北大街 18 号 15 层(100020)

传真：010-85556173 网址：www.hrsec.com.cn