

分析师：
曾素芬
zengsf@xyzq.com.cn
S0190512070006

增持 (维持)

宏源证券 (000562)

申万宏源市值探讨

2015年01月22日

投资要点

事件：

宏源证券股票即将于2015年1月26日起终止上市并摘牌，申万宏源将于2015年1月26日在上交所上市及挂牌交易。

点评：

● 申万宏源主要财务及业务数据简析

主要财务数据：根据合并交易报告书披露的备考财务报告，截至2014年一季度末，申万宏源总资产为1119.7亿，约为中信的三分之一，与广发、华泰等券商规模相当。2013年申万宏源收入和净利润分别为100.66亿和31亿，收入规模与海通相当，利润规模与广发相当。2014年一季度，申万宏源收入和净利润分别为26亿和8.1亿，与广发证券规模较为相当。截至2014年一季度末，备考资产负债表显示净资产约为350亿，考虑到合并案中申万增发股票，预计合并完成后净资产规模有望超过600亿，仅次于中信、海通，高于广发、华泰H股IPO之后的净资产规模。

经纪业务：2014年，申万和宏源经纪业务市场份额分别为4%和1.38%，合并后，申万宏源经纪业务市场份额约为5.38%，市场排名第三位，在上市公司中低于中信证券6.88%的水平，略高于海通证券4.83%的水平。

两融业务：截至2014年底，申万和宏源两融业务余额分别为426亿和153亿，市场份额分别为4.15%和1.49%，两个公司合计市场份额为5.64%，市场排名第6位，上市公司中低于中信、华泰、广发，略高于海通证券5.57%，与招商证券市场份额相当。

投行业务：从主承销来看，2014年申万完成IPO项目1个，定增10个，债券14个；宏源完成IPO项目1个，定增1个，债券30个，从市场份额来看，申万、宏源IPO市占率分别为0.93%和0.64%，增发市占率分别为0.1%和2.78%，债券主承销市场份额分别为1.37%和1.21%。

自营业务：根据备考财务报表，2013年申万宏源自营业务规模约为22亿，显著低于中信、海通、广发等上市券商，与华泰、招商等券商自营业务规模较为接近。

- **申万宏源合理估值测算**

申万与宏源合并的换股比例为 1:2.049, 即一股宏源证券的股票换取 2.049 股申万的股票, 换股完成之后, 存续公司申万宏源总股本为 148.56 亿。

市值对比法: 从前文关于申万宏源主要财务指标和各项业务分析的情况来看, 申万宏源的合理市值在海通证券之下、广发、招商之上, 合理估值在 1500-1900 亿左右, 对应上市每股股价为 10.1-12.8 元。

PB 估值法: 按照申万宏源 2015 年净资产 650 亿进行计算, 同时参考上市券商平均 2015 年 PB 在 3 倍左右, 那么申万宏源合理的市值为 2000 亿左右, 对应上市每股股价为 13.5 元。

宏源股价倒推法: 宏源证券于 2014 年 12 月 10 日终止交易, 当日收盘价为 30.5 元, 自该日以来证券行业指数宽幅震荡, 但区间涨跌幅接近 0%。假设若宏源不终止上市, 当前股价依然维持 30.5 元左右, 按照宏源和申万的换股比例为 1:2.049, 对申万宏源股价进行倒推, 那么每股股价约为 14.9 元, 对应市值在 2200 亿左右。

- **投资建议:** 总体来看, 申万和宏源证券的整合属于强强联合, 有利于发挥双方的优势, 从而推动新公司各项业务的发展, 依托汇金公司的强势股东背景, 公司立足业务齐全 (包含证券、银行、信托、保险、租赁等) 的投资控股公司, 我们看好公司未来发展, 给予公司增持投资评级。
- **风险因素:** 业务、人员、资源整合风险

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
 中 性: 相对表现与市场持平
 回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
 增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
 中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
 减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
徐 瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

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。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。