



# 未来观察点：业务整合及再融资计划

2015 年 1 月 26 日

## 投资要点

- ❖ **上市定价合理区间为 12.69 元~15.51 元。**与国信证券相似，申万宏源存在“流通市值少、指数配置价值高和净资产回报率高”溢价，再考虑到申万宏源上市首日不设涨跌幅限制，与国信相似预期将迅速体现在股价上，故我们采用与国信一致的估值水平（2015 年 PE21.43 倍、PB4.69 倍）给申万宏源上市定价，定价区间为 12.69~15.51 元/股。
- ❖ **吸收合并：汇金主导下的巨头联姻。**申万与宏源共同的实际控制人为汇金公司，汇金主导申银万国吸收合并宏源证券并在深交所挂牌上市，原宏源证券退市。公司上市首日开盘价格 14.88 元/股，不限涨跌幅，但当盘中成交价涨跌幅超过 10%和 20%，或者换手率超过 50%，会触发股票临时停牌。
- ❖ **证券行业：长期受益资本市场改革，短期受制于估值和政策压力。**长期来看，经济增长和转型压力倒逼资本市场改革，直接融资崛起重新划分金融利益格局，券商作为资本市场的组织者是最大的受益者，逻辑未变。短期来看，监管对于市场风险的警示以及 11 月以来行业累计涨幅超过 127%将加剧行业的波动，我们维持行业“中性”评级，并持续观察市场和政策趋势。
- ❖ **合并最大效果是强化了经纪业务存量优势。**合并后公司财务指标在上市券商中排名前五位，经纪业务上具备存量优势（行业第三），但合并未显著改善投行业务能力。新公司与可比券商比较，网点分布偏向西部，未来面临较大佣金率下行压力。整合后，宏源证券历史上优异的自营能力是否能够持续，有待观察。
- ❖ **未来观察点：业务整合和再融计划。**“强强联合”比起“一大一小”的重组，整合难度大。如何在保证二者优势的基础上，提升管理效率实现融合，避免整合期间的人员和业务流失，是管理层面临的艰巨考验。由于本次重组并无配套融资，在证券行业类信贷业务快速发展，上市券商股权融资提速的背景下，我们预计申万宏源挂牌后会逐步启动股权融资计划。
- ❖ **风险因素：**1. 股票市场大跌。2. 佣金率加速下行。3. 交易量萎缩。
- ❖ **盈利预测和估值：**基于 2015 年日均股票交易额 5000 亿元，两融平均余额 12000 亿元等假设，我们预计 2014/15/16 年公司分别实现净利润 54.36/92.83/110.36 亿元，2015 年净利润同比增长 70.76%，EPS 分别为 0.37/0.62/0.74 元，期末净资产规模为 380.30/473.13/583.49 亿元，BVPS 为 2.56/3.18/3.93 元。参照国信证券目前 2015 年动态 PE（21.43 倍）与 PB（4.69 倍）估值水平，申万宏源上市定价合理区间为 12.69 元~15.51 元。

| 项目/年度       | 2013E  | 2014E  | 2015E  | 2016E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）   | 10,066 | 13,408 | 18,933 | 21,622 |
| 增长率 YoY %   | -      | 33.20% | 41.20% | 14.21% |
| 净利润（百万元）    | 3,105  | 5,436  | 9,283  | 11,036 |
| 增长率 YoY%    | -      | 75.11% | 70.76% | 18.88% |
| 每股收益（元）全面摊薄 | 0.21   | 0.37   | 0.62   | 0.74   |
| 净资产收益率 ROE% | 9.34%  | 14.30% | 19.62% | 18.91% |
| 每股净资产（元）    | 2.24   | 2.56   | 3.18   | 3.93   |

资料来源：中信量化投资分析系统

## 首次报告

合理估值：12.69~15.51 元

## 中信证券研究部

### 邵子钦

电话：0755-23835408  
邮件：shaoziquin@citics.com  
执业证书编号：S1010513110004

### 田良

电话：0755-23835415  
邮件：tianliang@citics.com  
执业证书编号：S1010513110005

### 童成墩

电话：0755-23835416  
邮件：tongchengdun@citics.com  
执业证书编号：S1010513110006

## 主要数据

|        |               |
|--------|---------------|
| 公司名称   | 申万宏源          |
| 股票代码   | 000166        |
| 公司所在地  | 新疆维吾尔自治区乌鲁木齐市 |
| 发行前股本  | 百万股           |
| 本次发行数量 | 0.81 百万股      |
| 募投项目总额 | 亿元            |

## 主要股东（发行后）

|                  |       |
|------------------|-------|
| 赣州壹申投资合伙企业（有限合伙） | .67%  |
| 东方明珠             | .42%  |
| 上海久事             | 6.05% |
| 陆家嘴              | .41%  |
| 凯迪投资             | .94%  |
| 小商品城             | .63%  |

## 主营产品收入占比（2013 年）

|      |        |
|------|--------|
| 经纪业务 | 47.36% |
| 投行业务 | 7.13%  |
| 资管业务 | 7.13%  |
| 利息收入 | 18.87% |
| 自营收益 | 15.88% |
| 其他收入 | 3.62%  |

资料来源：中信量化投资分析系统

## 目录

|                                  |          |
|----------------------------------|----------|
| <b>上市定价区间：12.69 元~15.51 元</b>    | <b>1</b> |
| <b>吸收合并：汇金主导下的巨头联姻</b>           | <b>2</b> |
| 汇金主导下的巨头联姻                       | 2        |
| 宏源证券退市，申万宏源登场                    | 2        |
| 上市首日开盘价格 14.88 元/股，不限涨跌幅         | 2        |
| <b>证券行业：长期受益资本市场改革，短期受制于估值压力</b> | <b>2</b> |
| 长期来看：金融利益格局重塑，大券商迎来大机遇           | 2        |
| 短期来看：综合考虑估值水平和政策态度，维持“中性”评级      | 3        |
| <b>申万宏源：业务和人员整合是重要观察点</b>        | <b>4</b> |
| 财务指标上市券商排名前五位                    | 4        |
| 合并造就经纪业务存量优势                     | 4        |
| 网点分布偏向西部，面临较大佣金率下行压力             | 4        |
| 自营能力带来超越同行的 ROA，未来有待观察           | 5        |
| 公开上市后有望启动再融资补充资本                 | 6        |
| 业务和人员整合是重要观察点                    | 6        |
| <b>风险因素</b>                      | <b>6</b> |
| <b>盈利预测</b>                      | <b>6</b> |

## 插图目录

|                              |   |
|------------------------------|---|
| 图 1：美国四大投行利润、收入、资产占比行业 ..... | 3 |
| 图 2：中国证券公司集中度 .....          | 3 |

## 表格目录

|                                |   |
|--------------------------------|---|
| 表 1：可比上市公司财务及业务规模 .....        | 1 |
| 表 2：可比上市公司估值 .....             | 1 |
| 表 3：申万宏源上市首日触发临时停牌情况 .....     | 2 |
| 表 4：融资结构国际比较 .....             | 3 |
| 表 5：证券行业盈利预测 .....             | 3 |
| 表 6：上市券商财务指标比较 .....           | 4 |
| 表 7：申万宏源各项业务排名 .....           | 4 |
| 表 8：申万宏源及可比券商营业部分布 .....       | 5 |
| 表 9：申万宏源及可比券商财务指标 .....        | 5 |
| 表 10：申万宏源自营业务同行比较 .....        | 5 |
| 表 11：申万宏源收入同行比较 .....          | 5 |
| 表 12：申万宏源 2014-2016 业务假设 ..... | 6 |
| 表 13：申万宏源财务预测 .....            | 7 |

## 上市定价区间：12.69 元~15.51 元

我们预计申万宏源 2015 年归属于母公司股东的净利润为 92.83 亿元，年末净资产为 473.13 亿元，对应的 EPS 为 0.62 元，BVPS 为 3.18 元，ROE 为 19.62%。

从资产规模、盈利规模和业务份额上看，与申万宏源可比的上市券商是招商证券、广发证券、华泰证券和国信证券。在上市定价的估值方法上，可以参照可比券商平均水平，也可单独参照新上市的国信证券估值水平。在此，我们建议单独参照国信的定价，原因如下：

- **因为流通市值少，而产生溢价。**申万宏源上市后流通股本占比为 21.91%，国信 IPO 上市后流通股份比例为 14.64%，而其他三家可比券商目前平均流通股本比例为 93.52%；
- **因指数配置价值高，而产生溢价。**目前国信证券为 1935 亿元，为深交所第一大市值股票，按照资产盈利体量来看，申万宏源与国信不相上下，与国信一样存在指数配置价值；
- **因净资产回报率高，而产生溢价。**预计申万宏源 2015 年净资产回报率 19.62%，国信证券为 21.87%，其他三家可比券商平均为 14.84%。

再考虑到申万宏源上市首日不设涨跌幅限制，与国信相似的预期预计将迅速体现在申万宏源股价上，故我们参照国信估值水平给申万宏源上市定价。

国信证券 2015 年动态 PE 为 21.43 倍，据此计算申万宏源上市价格为 13.29 元/股，国信 2015 年动态 PB 为 4.69 倍，据此计算申万宏源的上市价格为 14.91 元/股，取平均水平并上下浮动 10%，申万宏源 12.69~15.51 元/股，对应市值 1885~2304 亿元。

表 1：可比上市公司财务及业务规模

| 公司   | 2014    |         | 2014       | 净利润（亿元） |       | 年末净资产（亿元） |        |
|------|---------|---------|------------|---------|-------|-----------|--------|
|      | 经纪业务份额% | 股票承销份额% | 融资融券余额（亿元） | 2014E   | 2015E | 2014E     | 2015E  |
| 华泰证券 | 7.95    | 4.33    | 655        | 4,084   | 8,634 | 38,942    | 67,610 |
| 招商证券 | 4.22    | 3.04    | 578        | 4,153   | 8,806 | 41,800    | 50,606 |
| 广发证券 | 4.25    | 5.84    | 644        | 5,065   | 9,803 | 38,531    | 68,334 |
| 国信证券 | 3.76    | 4.91    | 498        | 4,672   | 9,029 | 32,265    | 41,294 |
| 申万宏源 | 5.14    | 2.60    | 579        | 5,436   | 9,283 | 38,030    | 47,313 |

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：假设广发、华泰在 2015 年 1 季度分别在港股融资 200 亿元人民币

表 2：可比上市公司估值

| 简称   | 总市值<br>(亿元) | EPS (元) |      |      |      | PE (x) |       |       |       | 2015E    |        | 2015E<br>ROE |
|------|-------------|---------|------|------|------|--------|-------|-------|-------|----------|--------|--------------|
|      |             | 13      | 14E  | 15E  | 16E  | 13     | 14E   | 15E   | 16E   | BVPS (元) | PB (x) |              |
| 华泰证券 | 1,277       | 0.40    | 0.73 | 1.33 | 1.60 | 57.72  | 31.26 | 17.14 | 14.26 | 10.42    | 2.19   | 12.77%       |
| 招商证券 | 1,458       | 0.38    | 0.72 | 1.52 | 1.82 | 65.40  | 35.12 | 16.56 | 13.80 | 8.71     | 2.88   | 17.40%       |
| 广发证券 | 1,419       | 0.48    | 0.86 | 1.46 | 1.81 | 50.42  | 28.01 | 16.43 | 13.21 | 10.17    | 2.36   | 14.35%       |
| 国信证券 | 1,935       | 0.30    | 0.57 | 1.10 | 1.35 | 78.33  | 41.42 | 21.43 | 17.54 | 5.04     | 4.69   | 21.87%       |
| 平均   | 1,522       | -       | -    | -    | -    | 62.97  | 33.95 | 17.89 | 14.70 | -        | 3.03   | 16.60%       |

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2015 年 1 月 23 日收盘价，假设广发、华泰在 2015 年 1 季度分别在港股融资 200 亿元人民币

## 吸收合并：汇金主导下的巨头联姻

### 汇金主导下的巨头联姻

中央汇金直接持有申银万国 55.38% 的股份，并通过其全资子公司中国建投间接持有宏源证券 60.02% 的股份。此次申银万国吸收合并宏源证券方案由中央汇金主导，并担任双方对于合并方案存在异议股东现金选择权的提供方。目前中央汇金还实际控制中投证券、银河证券和中金公司。

### 宏源证券退市，申万宏源登场

本次整合方案为：申万宏源向宏源证券全体股东发行 A 股股票，以取得该等股东持有的宏源证券全部股票；此后，申万宏源作为存续公司承继及承接宏源证券的全部资产、负债、业务、人员及其他一切权利与义务，宏源证券终止上市并注销法人资格。申万宏源的股票 2015 年 1 月 26 日在深交所上市流通。

### 上市首日开盘价格 14.88 元/股，不限涨跌幅

由于本次重组属于吸收合并后的上市，虽然申万宏源新申请了交易代码，但并无新股发行。根据深交所交易规则，申万宏源上市首日不限涨跌幅限制。但是，当盘中成交价较当日开盘价首次上涨或下跌超过 10% 和 20%，或者换手率超过 50%，会触发深交所对股票的临时停牌。

表 3：申万宏源上市首日触发临时停牌情况

| 停牌                    | 条件                     |
|-----------------------|------------------------|
| 出现任一情况<br>临时停牌 1 小时   | 盘中成交价 $\geq 16.37$ 元/股 |
|                       | 盘中成交价 $\leq 13.39$ 元/股 |
|                       | 换手率达到或超过 50%           |
| 出现任一情况<br>临时停牌至 14:57 | 盘中成交价 $\geq 17.86$ 元/股 |
|                       | 盘中成交价 $\leq 11.90$ 元/股 |

资料来源：Wind，中信证券研究部

## 证券行业：长期受益资本市场改革，短期受制于估值压力

### 长期来看：金融利益格局重塑，大券商迎来大机遇

疲弱的经济倒逼资本市场改革，银行、信托已经被“刚性兑付”困住，无以为继，包括国有资产、房地产资产和银行在内的巨额存量有待盘活，经济结构需要改善，而这一切的前提是要有活跃的二级市场和公开透明的价格形成机制。

资本市场的壮大将调整银行独大的金融利益分配格局，证券化率将显著提升，证券行业将迎来全新的金融生态。制度创新带动业务创新，业务创新带动盈利增长的逻辑有望呈现。券商业务创新机遇包括：注册制下的公司承销定价、并购重组和杠杆收购、类信贷业务（包括融资融券、股票质押式回购、约定式购回、收益权互换）、新三板做市、期权衍生品、沪港通跨境交易等。

大券商，大机遇。由于创新业务需要大平台，且具有显著规模经济性，加上客户分化，且大客户选择大券商，在这轮竞争中大券商明显受益。从草根调研情况看，融资 10 亿元以上的客户往往主动性选择大券商，10% 的大客户贡献约 90% 收益。由于大券商具有银行间市

场发债资格和较优信用评级，可以获得较低融资成本，从而获得高于同行的利差空间。从美国经验来看，垄断竞争格局明显，1995-2007 年美国四大投行利润占比 90%。

## 短期来看：综合考虑估值水平和政策态度，维持“中性”评级

短期来看，11 月以来证券行业指数上涨 127%，在 2015 年日均股票交易额 5000 亿元，日均两融余额 1.2 万亿元的假设下，证券行业平均 PE 为 23.01 倍，平均 PB 为 3.27 倍，ROE 为 14.43%。相对于公司的净资产盈利能力，估值并不低。监管对于市场风险的警示以及较大的累计涨幅将加剧行业的波动，我们维持行业“中性”评级，并持续观察市场和政策趋势。

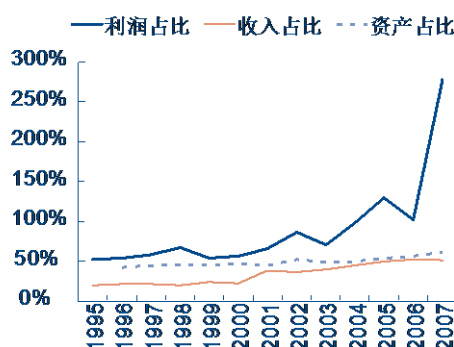
表 4：融资结构国际比较

|              | 美国   | 日本   | 中国   |
|--------------|------|------|------|
| 间接信用余额/GDP   | 246% | 368% | 200% |
| 直接信用余额/GDP   | 363% | 411% | 95%  |
| 其中：债券未偿还/GDP | 219% | 298% | 53%  |
| 股票市值/GDP     | 143% | 112% | 42%  |
| 间接信用/直接信用（倍） | 0.68 | 0.90 | 2.11 |

资料来源：Wind，中信证券研究部

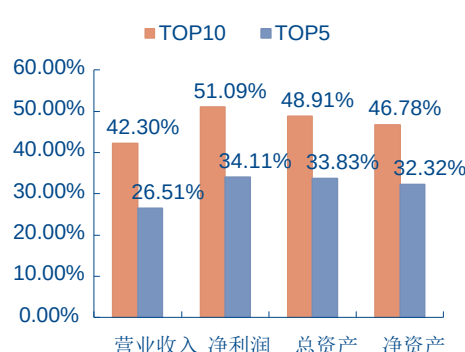
注：2013 年末，中国间接信用余额包含银行贷款、银行理财和信托资产

图 1：美国四大投行利润、收入、资产占比行业



资料来源：SIFMA，四大投行指：美林、高盛、摩根、雷曼

图 2：中国证券公司集中度



资料来源：Wind，中信证券研究部整理（2013 年度）

表 5：证券行业盈利预测

| 亿元      | 2012   | 2013   | 2014E  | 2015E  | 2016E  |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入    | 1,295  | 1,592  | 2,597  | 3,598  | 4,096  |
| 其中：经纪收入 | 504    | 759    | 977    | 1,442  | 1,471  |
| 承销保荐收入  | 177    | 129    | 320    | 416    | 541    |
| 投资业务收入  | 290    | 306    | 650    | 700    | 750    |
| 资产管理收入  | 27     | 70     | 90     | 117    | 152    |
| 类信贷利息   | 53     | 185    | 380    | 722    | 954    |
| 财务顾问    | 36     | 45     | 70     | 91     | 118    |
| 投资咨询    | 11     | 26     | 30     | 30     | 30     |
| 其他收入    | 197    | 74     | 80     | 80     | 80     |
| 营业成本    | 856    | 1,005  | 1,532  | 1,762  | 1,939  |
| 营业利润    | 439    | 587    | 1,065  | 1,836  | 2,157  |
| 营业利润率   | 33.91% | 36.86% | 41.00% | 51.02% | 52.67% |
| 净利润     | 329    | 440    | 798    | 1,376  | 1,617  |
| 净资产     | 6,943  | 7,539  | 9,000  | 11,876 | 13,893 |
| ROE     | 4.74%  | 5.84%  | 8.87%  | 11.59% | 11.64% |
| 净利润增速   |        | 33.80% | 81.42% | 72.36% | 17.53% |
| 净资产增速   |        | 8.58%  | 19.38% | 31.95% | 16.99% |

资料来源：Wind，中信证券研究部预测



## 申万宏源：业务和人员整合是重要观察点

### 财务指标上市券商排名前五位

最新的申万宏源备考合并报表为 2014 年 1 季度报表，从 1 季末规模看，合并后总资产 710 亿元，排名上市券商第 5 位；净资产 341 亿元，排名上市券商第 5 位；1 季度申万宏源实现营业收入 26.04 亿元，排名上市券商第 3 位；净利润 8.14 亿元，排名仅次于中信、海通、国信、广发，位列上市券商第 5 位。

表 6：上市券商财务指标比较

| 亿元   | 净利润   | 营业收入  | 总资产      | 净资产    |
|------|-------|-------|----------|--------|
| 中信证券 | 13.10 | 47.41 | 2,740.35 | 882.97 |
| 海通证券 | 12.10 | 30.36 | 1,508.86 | 627.52 |
| 国信证券 | 9.37  | 23.49 | 538.10   | 213.59 |
| 广发证券 | 8.26  | 24.65 | 862.84   | 353.37 |
| 申万宏源 | 8.14  | 26.04 | 709.53   | 341.18 |
| 华泰证券 | 7.81  | 21.41 | 751.24   | 364.31 |
| 招商证券 | 7.11  | 17.80 | 614.63   | 279.65 |
| 方正证券 | 4.35  | 9.28  | 303.58   | 158.79 |
| 国元证券 | 3.67  | 7.84  | 248.83   | 158.64 |
| 长江证券 | 3.12  | 8.88  | 217.76   | 130.48 |

资料来源：Wind 注：2014 年 1 季报

### 合并造就经纪业务存量优势

合并后的申万宏源，2014 年经纪份额 5.14%，行业排名第 3 位；股票承销份额 2.60%，排名第 14 位；年末两融余额份额 5.64%，排名第 6 位。由此可见，合并后的新公司在经纪业务上具备存量优势，并未显著改善投行业务能力。

表 7：申万宏源各项业务排名

| 排名 | 公司   | 经纪份额 (%) | 排名 | 公司   | 股票承销份额 (%) | 排名 | 公司   | 融资融券份额 (%) |
|----|------|----------|----|------|------------|----|------|------------|
| 1  | 华泰证券 | 7.95     | 1  | 中信建投 | 8.25       | 1  | 中信证券 | 7.03       |
| 2  | 中信证券 | 6.56     | 2  | 海通证券 | 7.31       | 2  | 华泰证券 | 6.38       |
| 3  | 申万宏源 | 5.14     | 3  | 广发证券 | 5.84       | 3  | 国泰君安 | 6.28       |
| 4  | 银河证券 | 5.03     | 4  | 中信证券 | 5.78       | 4  | 广发证券 | 6.27       |
| 5  | 国泰君安 | 4.94     | 5  | 国泰君安 | 5.53       | 5  | 银河证券 | 5.88       |
| 6  | 海通证券 | 4.79     | 6  | 西南证券 | 4.96       | 6  | 申万宏源 | 5.64       |
| 7  | 广发证券 | 4.25     | 7  | 国信证券 | 4.91       | 7  | 招商证券 | 5.64       |
| 8  | 招商证券 | 4.22     | 8  | 华泰联合 | 4.33       | 8  | 海通证券 | 5.57       |
| 9  | 国信证券 | 3.76     | 9  | 银河证券 | 3.96       | 9  | 国信证券 | 4.86       |
| 10 | 中信建投 | 3.46     | 14 | 申万宏源 | 2.60       | 10 | 光大证券 | 3.65       |

资料来源：Wind

### 网点分布偏向西部，面临较大佣金率下行压力

合并后的申万宏源拥有 311 家营业部，高于可比券商平均水平（190 家）。其中 48.2% 的网点位于东部沿海城市，低于可比券商平均水平（59.4%）；中部城市 26.7%，低于可比券商平均（32.1%）；西部城市 25.1%，高于可比券商平均（8.5%）。网络经纪商的兴起将打破佣金的区域壁垒，佣金率偏高的中西部城市首当其冲，申万宏源也面临着较同行更大的佣金率下行压力。

表 8：申万宏源及可比券商营业部分布

| 营业部数量 | 申万宏源  | 华泰证券  | 广发证券  | 招商证券  | 国信证券  |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 东部沿海  | 150   | 142   | 151   | 94    | 70    |
| 中部城市  | 83    | 77    | 76    | 49    | 42    |
| 西部城市  | 78    | 17    | 11    | 13    | 18    |
| 合计    | 311   | 236   | 238   | 156   | 130   |
| 营业部占比 |       |       |       |       |       |
| 东部沿海  | 48.2% | 60.2% | 63.4% | 60.3% | 53.8% |
| 中部城市  | 26.7% | 32.6% | 31.9% | 31.4% | 32.3% |
| 西部城市  | 25.1% | 7.2%  | 4.6%  | 8.3%  | 13.8% |

资料来源：Wind，中信证券研究部

注：东部指-京沪苏浙粤闽，中部指-皖琼冀豫黑鄂湘吉赣辽鲁晋陕津渝，西部指-甘桂贵蒙宁青川藏新滇

## 自营能力带来超越同行的 ROA，未来有待观察

从合并后的追溯数据来看，2013 年合并后的申万宏源 ROA 达到 4.79%，为同期国信、广发、招商和华泰 4 家可比公司中最高（可比公司平均 ROA 为 3.63%）。2013 年宏源证券投资资产回报率为 13.99%，带动合并后的申万宏源投资资产回报率达到 7.16%，远超过 4 家可比公司平均 4.78% 的投资回报率。由于证券行业总资产中约 50% 的资产为投资资产（剔除客户保证金之后），在投资资产上的优异回报，造就了申万宏源超越同行的 ROA。未来优异的自营能力是否能够持续有待观察。

表 9：申万宏源及可比券商财务指标

| 百万元   | 广发证券   | 国信证券   | 招商证券   | 华泰证券   | 申万宏源   |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润   | 2,813  | 2,108  | 2,230  | 2,212  | 3,105  |
| 主动性资产 | 86,947 | 51,323 | 55,909 | 69,118 | 64,801 |
| 净资产   | 34,650 | 20,597 | 27,159 | 35,699 | 33,243 |
| ROA   | 3.23%  | 4.11%  | 3.99%  | 3.20%  | 4.79%  |
| 杠杆率   | 2.51   | 2.49   | 2.06   | 1.94   | 1.95   |
| ROE   | 8.12%  | 10.23% | 8.21%  | 6.20%  | 9.34%  |

资料来源：Wind，中信证券研究部

注：2013 年报

表 10：申万宏源自营业务同行比较

| 百万元  | 广发证券   | 国信证券   | 招商证券   | 华泰证券   | 申万宏源   |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 自营收入 | 2,912  | 891    | 1,539  | 983    | 1,599  |
| 投资资产 | 47,621 | 22,173 | 26,831 | 30,381 | 22,339 |
| 投资回报 | 6.12%  | 4.02%  | 5.74%  | 3.23%  | 7.16%  |

资料来源：Wind，中信证券研究部

注：2013 年报

表 11：申万宏源收入同行比较

|       | 广发证券  | 国信证券  | 招商证券  | 华泰证券  | 申万宏源  |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 轻资产收入 | 52.3% | 72.6% | 60.5% | 67.3% | 65.0% |
| 其中：经纪 | 44.4% | 57.5% | 49.0% | 53.2% | 47.4% |
| 承销    | 4.9%  | 12.6% | 7.1%  | 8.1%  | 7.1%  |
| 资管    | 2.5%  | 1.7%  | 3.9%  | 4.4%  | 7.1%  |
| 其他    | 0.5%  | 0.9%  | 0.4%  | 1.6%  | 3.3%  |
| 重资产收入 | 47.3% | 26.8% | 39.0% | 32.2% | 34.8% |
| 其中：投资 | 35.5% | 13.1% | 25.3% | 13.7% | 15.9% |
| 净利息   | 11.8% | 13.6% | 13.7% | 18.5% | 18.9% |
| 其他收入  | 0.4%  | 0.6%  | 0.5%  | 0.5%  | 0.3%  |

资料来源：Wind，中信证券研究部

注：2013 年报



## 公开上市后有望启动再融资补充资本

本次重组并无配套融资，在证券行业类信贷业务快速发展，上市券商股权融资提速的背景下，我们预计申万宏源挂牌后会启动股权融资计划，利用上市平台补充资本推动业务发展。2014 年末，申万宏源融资融券余额 579 亿元，市场份额 5.64%。我们将融资融券业务份额与经纪业务份额相比，来表示两融业务的渗透情况，比例越低代表基于自身的经纪业务而言，两融上升空间越大。在可比券商中，申万宏源的比例为 1.10 倍，低于广发（1.48 倍）和招商（1.34 倍）和国信（1.29 倍），高于华泰（0.80 倍）。

## 业务和人员整合是重要观察点

由于宏源和申万都是行业前十的中大型券商，业务条线相对完整，“强强整合”比起“一大一小”的券商重组，整合难度大。宏源在新疆地区经纪、债券承销、债券交易、权益自营方面具备优势，申万在股票承销、卖方研究、网点数量和资产体量上具备优势，如何在保证二者优势的基础上，提升管理效率实现融合，避免整合期间的人员和业务流失，是管理层面临的艰巨考验。

## 风险因素

1. 股票市场大跌。
2. 佣金率加速下行。
3. 交易量萎缩。

## 盈利预测

2014-2016 公司主要假设如下表：

表 12：申万宏源 2014-2016 业务假设

| 百万元（除特殊说明外）  | 2013   | 2014E  | 2015E  | 2016E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 经纪业务         |        |        |        |        |
| 日均股票交易额（亿元）  | 2,013  | 2,886  | 5,154  | 6,185  |
| 市场份额         | 5.65%  | 5.14%  | 4.88%  | 4.64%  |
| 佣金率增幅        |        | -9.04% | -5.00% | -5.00% |
| 投行业务         |        |        |        |        |
| 股票承销金额       | 5,638  | 19,786 | 21,125 | 32,955 |
| 股票承销费率       | 4.27%  | 4.27%  | 5.40%  | 5.40%  |
| 债券承销金额       | 27,090 | 30,000 | 55,000 | 60,000 |
| 债券承销费率       | 0.80%  | 0.80%  | 1.10%  | 1.10%  |
| 自营业务         |        |        |        |        |
| 自营收益         | 1,599  | 2,294  | 2,574  | 3,524  |
| 自营收益率        | 6.65%  | 9.51%  | 8.99%  | 10.15% |
| 类信贷业务        |        |        |        |        |
| 融资融券平均余额     | 16,060 | 27,072 | 69,600 | 90,000 |
| 融资融券平均利率     | 8.60%  | 8.60%  | 8.60%  | 8.60%  |
| 股票质押融资平均余额   | 3,185  | 8,000  | 6,000  | 8,000  |
| 股票质押融资平均利率   |        | 9.00%  | 9.00%  | 9.00%  |
| 费用           |        |        |        |        |
| 职工薪酬增长       |        | 15.00% | 15.00% | 10.00% |
| 除薪酬以外的其他费用增长 |        | 5.00%  | 5.00%  | 5.00%  |

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

预计 2015 年净利润 92.83 亿元, 同比增长 70.76%。基于以上假设, 我们预计 2014/15/16 年申万宏源分别实现净利润 54.36/92.83/110.36 亿元, EPS 分别为 0.37/0.62/0.74 元, 期末净资产规模为 380.30/473.13/583.49 亿元, BVPS 为 2.56/3.18/3.93 元。参照国信证券目前 2015 年动态 PE (21.43 倍) 与 PB (4.69 倍) 估值水平, 我们预计申万宏源上市定价合理区间为 12.69 元~15.51 元。

表 13: 申万宏源财务预测

| 百万元<br>(除特殊说明)  | 2013   | 2014E  | 2015E  | 2016E  |                 | 2013   | 2014E  | 2015E  | 2016E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 利润表摘要           |        |        |        |        | 资产负债表摘要         |        |        |        |        |
| 手续费及佣金收入        | 6,540  | 8,263  | 11,049 | 11,968 | 主动性货币资金         | 5,908  | 6,108  | 6,108  | 6,108  |
| 其中: 经纪业务        | 4,767  | 5,541  | 7,834  | 7,628  | 交易性金融资产         | 11,322 | 12,022 | 15,022 | 18,022 |
| 投行业务            | 718    | 1,594  | 1,921  | 2,880  | 可供出售金融资产        | 10,463 | 12,463 | 15,463 | 18,463 |
| 资管业务            | 718    | 767    | 934    | 1,090  | 股本              | 14,857 | 14,857 | 14,857 | 14,857 |
| 利息净收入           | 1,900  | 2,771  | 5,231  | 6,050  | 归属母公司所有者<br>净资产 | 33,243 | 38,030 | 47,313 | 58,349 |
| 总投资收益           | 1,599  | 2,294  | 2,574  | 3,524  | 财务指标            |        |        |        |        |
| 营业收入            | 10,066 | 13,408 | 18,933 | 21,622 | 营业收入增长率         | -      | 33.20% | 41.20% | 14.21% |
| 归属母公司所有者<br>净利润 | 3,105  | 5,436  | 9,283  | 11,036 | 净利润增长率          | -      | 75.11% | 70.76% | 18.88% |
| 每股指标及估值         |        |        |        |        | 管理费用率           | 51.67% | 40.73% | 40.73% | 30.29% |
| EPS (元)         | 0.21   | 0.37   | 0.62   | 0.74   | ROE             | 9.34%  | 14.30% | 19.62% | 18.91% |
| BVPS (元)        | 2.24   | 2.56   | 3.18   | 3.93   | ROA             | 4.79%  | 7.30%  | 7.33%  | 7.00%  |

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

| 投资建议的评级标准 | 评级   | 说明                             |
|-----------|------|--------------------------------|
| 股票评级      | 买入   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；       |
|           | 增持   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间   |
|           | 持有   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间   |
|           | 卖出   | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；       |
| 行业评级      | 强于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；       |
|           | 中性   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间； |
|           | 弱于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上        |

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

**中国：**本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

**新加坡：**监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 [compliance\\_hk@clsa.com](mailto:compliance_hk@clsa.com)。

**美国：**本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。