



海通证券理论估值与市场价格接近

(2009-02-20)

股价回顾：

2008年11月开始的为期两个月的限售上市，一度压垮了海通的股价。不过解禁潮过后，近一周的走势和近一月的走势表明，海通强于中信；当然，这里面包含了一定的超跌反弹情愫。

本月观点：

◇近一月以来的走势，海通强于中信；可能与海通前期的超跌反弹及大盘相关系数较高有关。近一月以来海通股价上涨18.61%，中信上涨16.29；同期行业上涨18.12%，上证指数上涨13.95%。

◇市场普遍认为的海通股价相对于中信被高估，可能与简单依托市盈率和业绩全部划归营业部有关。市场的估值在9.00元左右，我们在对当前市场的估值方法改进后，认为估值在15.74元左右。

◇全面考虑两家公司的主营构成后，我们测算后认为：相对于中信，海通的理论股价与实际市场价格差距很小，处在合理区间。如果我们把代理买卖证券业务全部划归营业部所得，那么前面所得出的中信的每股盈利将有1.52元修正为1.93元；相应的，海通理论股价也应修正为12.39元；与实际收盘价12.87元比起来，相差无几。

故此我们认为：相对与中信当前的市场价格，海通的股价并没有被高估，目前处于合理的理论估值区间。

我们维持海通证券推荐评级。

行业评级

中性（维持）

09 年行业每股收益（元）：0.74

08 年行业每股收益（元）：0.60

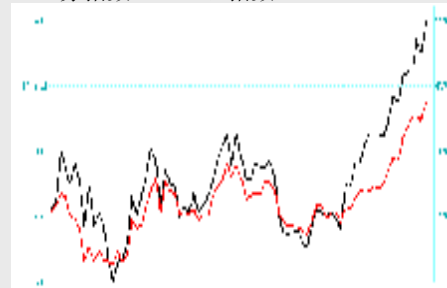
行业表现

行业表现	1 周	1 月	3 月
海通证券	-3.29	18.61	-13.62
中信证券	-4.15	16.29	16.23
证券行业	-3.32	18.12	17.28

资料来源：天相投顾

16 周指数走势

— 证券指数 — 上证指数



资料来源：天相投顾

孙亚超

行业研究员

电话

021-32229888*3505

邮箱

sunyachao@ajzq.com

相关报告

海通证券业绩快报点评

2009-01-15

中信证券业绩快报点评

2009-01-21

券商板块近期走势评论

2009-02-16

请务必阅读正文之后的重要声明

内容提要

- ◇近一月以来的走势，海通强于中信；可能与海通前期的超跌反弹及大盘相关系数较高有关。
- ◇市场普遍认为的海通股价相对于中信被高估，可能与简单依托市盈率和业绩全部划归营业部有关。
- ◇全面考虑两家公司的主营构成后，我们测算后认为：相对于中信，海通的理论股价与实际市场价格差距很小，处在合理区间。

股价回顾

从股价走势来看，海通的波动幅度要远强于中信。2008年11月开始的为期两个月的限售上市，一度压垮了海通的股价。之所以后来国金证券没有重蹈海通覆辙，也许与市场面临的环境有很大关系。海通的解禁期刚好处在08年股市单边下跌末期、美国次贷危机的蔓延期和政策调控的起始期，而国金证券的解禁期则处在国家大兴宏观调控之际。故此，风波消停之后，价值回归总是常态。近一周的走势和近一月的走势表明，海通强于中信；当然，这里面包含了一定的超跌反弹情愫。

表1：阶段性股价走势

	最新收盘价	阶段涨幅(%)				市盈率 (动)	市净率	平均 Beta值
	2009-2-19	近一周	近一月	近三月	近六月			
中信证券	23.92					20.23	3.02	1.04
股价		-4.15	16.29	16.23	31.50			
换手率		12.96	36.89	114.62	240.24			
海通证券	12.87					30.41	2.84	1.38
股价		-3.29	18.61	-13.62	-23.34			
换手率		33.27	100.34	445.81	1191.41			
行业股价		-3.32	18.12	17.28	29.60	22.00	3.70	
上证指数		-1.03	13.95	9.68	-5.01	12.94	1.99	

资料来源：wind资讯、大智慧行情，爱建证券研究发展总部

基本面分析

◇营业部的贡献

就海通证券和中信证券这家公司而言，2006年可谓转折的一年。之前，海通的每股收益要强于中信，而此后，中信则把海通甩在了后面。同年，作为国内资本市场的转折点，股权分置改革和券商综合治理亦宣告完成。尽管海通自己宣称，其在业务、管理、风控、制度和流程建设等方面都上了一个新台阶，然而用“与时俱进”来形容，似乎又不太确切。毕竟，与中信相比，它落后了，而且差距似乎有放大趋势。

从这两家公司各自网站上的可得数据，我们发现中信证券目前有165家营业部，海通证券有118家；中信的流通股数为65.7亿股，海通为37.53亿股；2008年的快报显示，中信的每股收益为1.10元，海通为0.40元。结合当前股价直接来看，如果参照中信，那么海通的股价似乎被高估了，那么这也是市场的普遍观点；而且，市盈率的表现似乎也支持这一看法。为了验证这一市场看法，我们将上述数据做了相应了标准化处理，见表2。

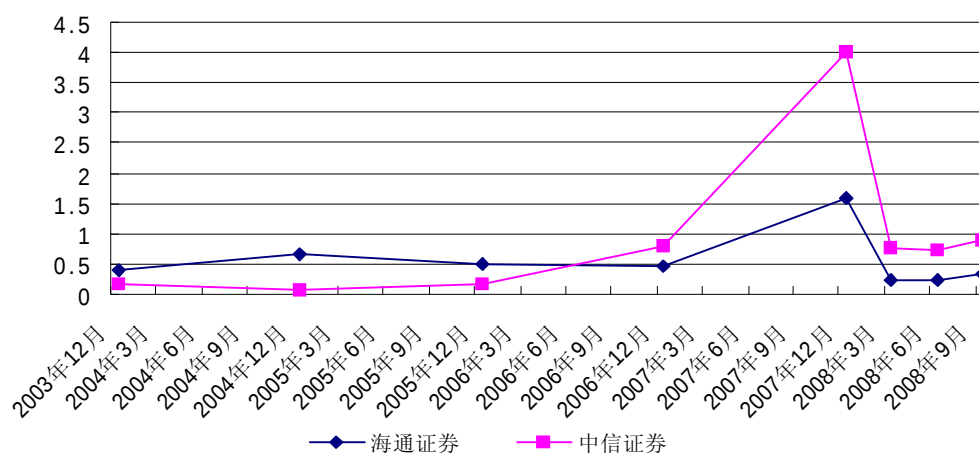
如果我们把海通的有关数据单位化为1，那么中信的表现将是：营业部总数为1.4家，每家营业部支撑的流通股数为1.25股，每股盈利为1.52元。照此推算，中信昨天的收盘价为23.92元，那么海通的理论收盘价应为15.74元，而海通的实际收盘价为12.87元，反而有被低估的嫌疑。

表2：相关数据的处理结果

	营业部数（家）	流通股数（股）	摊薄每股收益（元）
中信证券	1.4	1.75	2.66
海通证券	1	1	1
中信收盘价 (2009-02-19)	23.92元	23.92元	23.92元
对应的 海通理论股价	17.09元	13.67元	8.99元

资料来源：爱建证券研究发展总部

图 1：每股收益表现



资料来源：公司财报，爱建证券研究发展总部

◇主营构成不可小觑

当然，公司的盈利不全是营业部的功劳，因此主营构成因素也必须考虑进去。从主营构成上看，如果我们把代理买卖证券业务全部划归营业部所得，那么前面所得出的中信的每股盈利将有1.52元修正为1.93元（ $1.52 \times 54.12 / 42.65 = 1.93$ ）。至此，我们认为，海通的相应理论股价也应修正为12.39元；与实际收盘价12.87元比起来，相差无几。

表3：公司的主营构成

券商	主营收入构成（%）			
	代理买卖 证券	证券承销	投资收益	受托资产 管理
中信证券	42.65	8.98	43.25	0.94
海通证券	54.12	3.14	33.94	7.99

资料来源：公司三季报，爱建证券研究发展总部

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性: 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避: 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上;

中性: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间;

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上;

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。