

海通证券(600837)年报点评

——稳健的经营思路保证了稳定的经营业绩

维持评级

金融/资本市场

投资要点:

- 2008 年,海通证券全年实现营业收入 70.06 亿元,较上年下降 37.80%,营业利润 36.6 亿元,较上年下降 49.9%,净利润 33.9 亿元,较上年下降 39.12%。从海通证券与全行业的对比上来看,不管是营业收入还是净利润都优于同行业,在熊市环境下,营业收入及净利润同比下降幅度比全行业少 10 个百分点。
- 2008 年公司经纪业务收入 40.2 亿元,同比减少 28.3%,对主营业务的贡献度为 60%。2008 年,公司股、基、权的交易量为 29848.65 亿元,同比减少 37.34%,而整个市场同比减少 37.87%,低于市场平均水平,市场份额为 4.4%,比 2007 年略有上升。
- 2008 年实现投资收益 18.61 亿元,公允价值变动收益-8.19 亿元,二者合计 10.41 亿元,同比减少 70.9%,对营业收入的贡献为 15%。投资收益的来源,主要来自于处置交易性金融资产取得的投资收益、处置衍生金融资产取得的投资收益、处置可供出售金融资产取得的投资收益和创设权证收益。在市场翻转之际,公司及时兑现了浮盈,保证了投资收益的最大化,体现了公司稳健经营的风格。
- 我们在 2009 年日均股票交易额 800 亿元、自营业务收益率 10% 的假设条件下,海通证券 2009 年每股收益大约为 0.32 元。如果乐观估计,假设 2009 年日均股票交易额 1500 亿元、自营业务收益率 20%,其它条件不变,则海通证券的每股收益大约为 0.54 元,对应的市盈率为 25.6 倍——43.3 倍,给予谨慎推荐的投资评级。

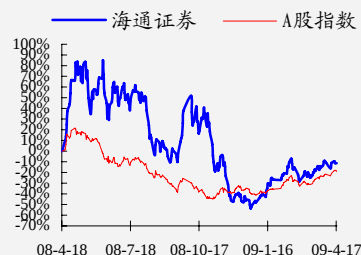
业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2007	1,126,485	320.69	545,672	1,159	0.79		10.53	
2008	700,652	(37.80)	330,165	(39.50)	0.40		20.80	
2009E	935,619	9.0%	447,169	8.4%	0.54			
2010E	1,072,854	14.7%	526,047	17.6%	0.64			

谨慎推荐

2009 年 4 月 17 日

走势图



市场数据

2009-4-17

收盘价:	13.85 元
52 周最高价:	30.05 元
52 周最低价:	7.16 元
平均持仓成本:	13.36 元

基本数据

2008Q4

总股本(万股):	822,782
流通 A 股(万股):	822,782
每股收益(元):	0.40
每股净资产(元):	4.66
每股经营现金流(元):	(2.84)
市净率:	2.97

分析师: 赵新安

TEL: (8621)6336 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhaoxa@nesc.cn

地址: 上海市延安东路 45 号 20F

(邮编 200002)

一、总体经营状况

2008 年，海通证券全年实现营业收入 70.06 亿元，较上年下降 37.80%，营业利润 36.6 亿元，较上年下降 49.9%，净利润 33.9 亿元，较上年下降 39.12%。基本每股收益 0.40 元。从海通证券与全行业的对比上来看，不管是营业收入还是净利润都优于同行业，在熊市环境下，营业收入及净利润同比下降幅度比全行业少 10 个百分点。稳健的经营思路保证了公司稳定的经营业绩。

表 1、海通证券经营状况同比

单位：元

	2008 年	2007 年	同比
营业收入	7,006,518,895	11,264,850,660	-37.80%
营业支出	3,342,458,411	3,940,529,405	-15.18%
营业利润	3,664,060,484	7,324,321,255	-49.97%
利润总额	3,697,860,822	7,794,087,593	-52.56%
所得税费用	312,841,831	2,233,956,634	-86.00%
净利润	3,385,018,991	5,560,130,960	-39.12%
归属于母公司所有者的净利润	3,301,652,665	5,456,721,206	-39.49%
少数股东损益	83,366,326	103,409,754	-19.38%

资料来源：公司公告

表 2、证券行业经营状况同比

单位：万元

公司名称	2008 年	2007 年	同比
营业收入	9,545,024	18,893,327	-49.48%
营业支出	5,223,278	10,320,450	-49.39%
管理费用	4,491,282	8,868,645	-49.36%
营业利润	4,321,747	8,572,877	-49.59%
利润总额	4,373,287	8,668,668	-49.55%
净利润(不含少数股东损益)	3,396,703	6,750,230	-49.68%

资料来源：公司公告

二、业务收入结构

2008 年海通证券主营业务收入同比减少 37.80%，其中，经纪业务收入同比减少 28.9%，投资收益同比减少 25.6%，而承销业务收入、资产管理业务收入同比分别减少 54.3%、23.6%，利息收入同比增加 104.6%。除承销业务外，各项业务收入同比虽有所减少，但优于行业平均状况。

表 3、海通证券各项业务同比变动状况

单位：元

	2008 年	2007 年	同比
营业收入	7,006,518,895	11,264,850,660	-37.80%
手续费及佣金净收入	4,908,083,654	6,899,520,788	-28.9%
经纪业务	4,022,531,580	5,612,239,473	-28.3%
承销业务	168,355,391	368,632,491	-54.3%

资产管理业务	535,654,159	700,808,988	-23.6%
利息净收入	1,002,645,451	490,008,458	104.6%
投资收益	1,861,060,421	2,501,225,389	-25.6%
公允价值变动损益	-819,847,870	1,080,819,868	-175.9%
汇兑损益	-17,613,622	-13,838,942	27.3%
其他业务收入	72,190,862	307,115,098	-76.5%

资料来源：公司公告

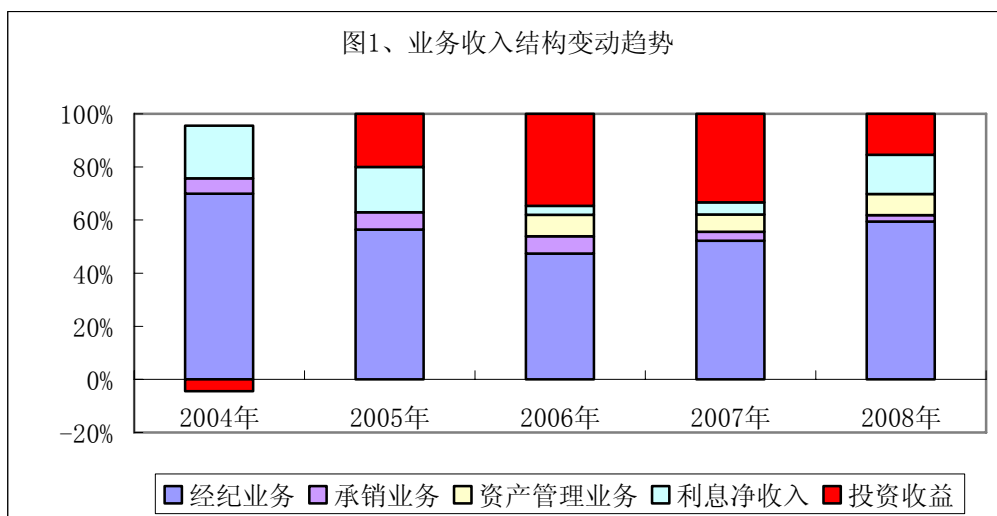
表 4、全行业业务收入同比变动状况

单位：万元

公司名称	2008 年	2007 年	同比
营业收入	9,545,024	18,893,327	-49.48%
手续费及佣金净收入	7,786,201	15,417,564	-49.50%
代理买卖证券业务净收入	6,253,269	12,378,406	-49.48%
证券承销业务净收入	436,449	854,832	-48.94%
受托客户资产管理业务净收入	257,485	514,969	-50.00%
利息净收入	950,577	1,883,190	-49.52%
投资净收益	2,468,340	4,883,760	-49.46%
公允价值变动净收益	-1,831,404	-3,618,790	-49.39%
投资收益合计	636,937	1,264,970	-49.65%
汇兑净收益	-25,196	-50,124	-49.73%
其他业务收入	196,506	377,726	-47.98%

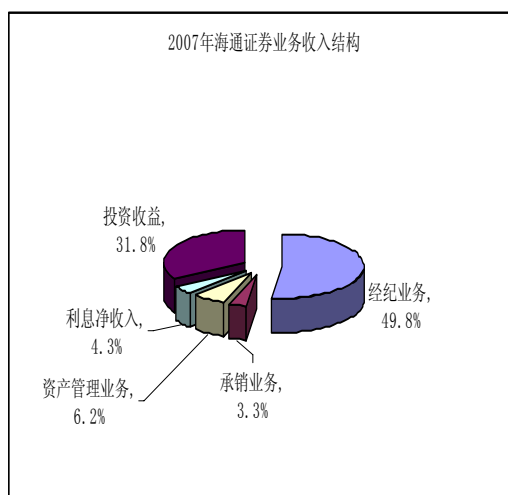
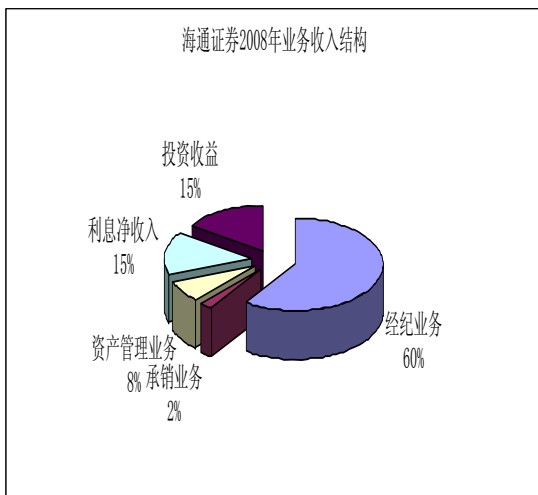
资料来源：公司公告

从业务收入结构上来看，由于经纪业务、资产管理业务下降幅度较小及利息收入增加，使得这些业务收入占比上升，而投资收益和承销业务占比下降，但经纪业务收入占比低于行业平均水平。从业务收入结构变动趋势上来看，经纪业务收入一直占较大比重，说明公司业务多元化的格局还没有最终确立。

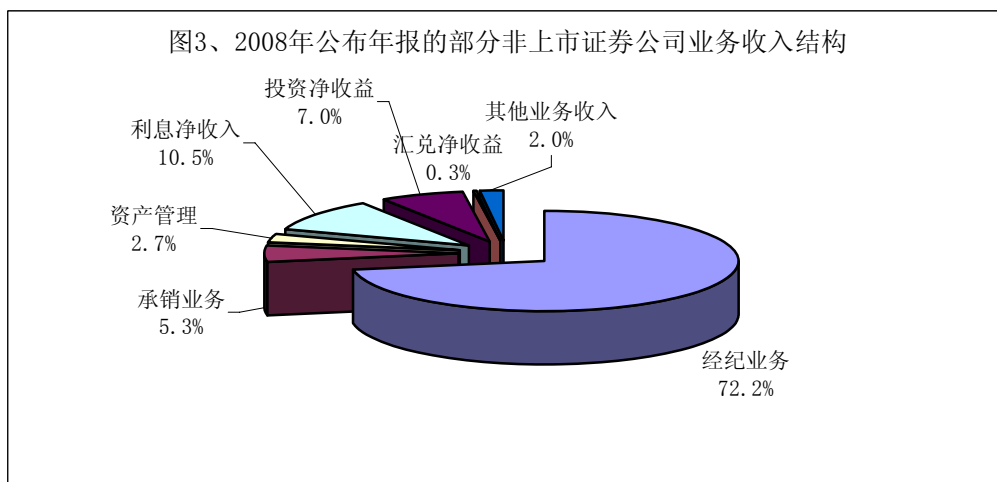


资料来源：公司公告

图 2、业务收入结构对比



资料来源：公司公告



资料来源：公司公告

三、各项业务分析

1、经纪业务

2008 年公司经纪业务收入 40.2 亿元，同比减少 28.3%，对主营业务的贡献度为 60%。2008 年，公司股、基、权的交易量为 29848.65 亿元，同比减少 37.34%，而整个市场同比减少 37.87%，低于市场平均水平，市场份额为 4.44%，比 2007 年略有上升，主要是因为合并了甘肃证券和兴安证券的营业部。

表 5、交易额同比变化

单位：百万元

公司	2008 年		2007 年		2006 年	
	交易量	占比	交易量	占比	交易量	占比
国泰君安	4634054	6.8%	6589684.02	6.05%	1436991	6.46%
中国银河	4129212	6.1%	6900856	6.33%	1422994	6.40%
华泰证券	3047732	4.5%	3693002	3.39%	628540	2.82%

海通证券	2984865	4.4%	4763812	4.37%	867857	3.90%
国信证券	2920117	4.3%	4829796	4.43%	961577	4.32%
招商证券	2569677	3.8%	3939768	3.62%	771855	3.47%
广发证券	2541930	3.8%	4434857	4.07%	921216	4.14%
申银万国	2516678	3.7%	4792013	4.40%	1007818	4.53%
光大证券	2112133	3.1%	3493045	3.21%	598846	2.69%
中信建投	2126506	3.1%	3471428	3.19%	692549	3.11%

资料来源：公司公告

从佣金率上看，海通证券的佣金率近几年来一直呈下降趋势，主要是因为营业部分散于全国各个大中城市，没有地域垄断优势，地方保护力量减弱。

表 6、佣金率

单位：万元

	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
经纪业务收入	65,411.89	45,146.75	119,325.63	561,223.95	402,253.16
交易额	33,203,665	24,262,075	86,785,691	476,381,179	298,486,524
佣金率	0.20%	0.19%	0.14%	0.12%	0.13%

资料来源：公司公告

从经纪业务利润的地域分布上来看，黑龙江、上海，浙江等省市的家营业部贡献的利润额较大，从利润率上来看，江西、贵州、浙江省的营业部利润率较高，主要是因为这些地区业务竞争不太充分，营业费用率低。

表 7、营业利润地区分布

单位：元

地区	2008 年度		营业利润	部均利润	营业利润率
	营业部家数	营业收入			
黑龙江省	21	730,978,338	503,994,523	23,999,739	68.90%
上海市	27	748,353,213	457,364,933	16,939,442	61.10%
浙江省	7	553,568,283	396,277,520	56,611,074	71.60%
山东省	8	318,291,276	215,595,045	26,949,381	67.70%
江苏省	9	307,356,096	193,063,609	21,451,512	62.80%
广东省	10	307,641,346	172,846,147	17,284,615	56.20%
江西省	1	139,117,321	104,317,780	104,317,780	75.00%
甘肃省	5	148,521,325	98,429,061	19,685,812	66.30%
辽宁省	4	135,072,571	89,319,211	22,329,803	66.10%
北京市	4	115,671,786	75,186,137	18,796,534	65.00%
吉林省	3	107,135,761	73,106,796	24,368,932	68.20%
山西省	1	107,718,719	69,842,339	69,842,339	64.80%
安徽省	3	88,711,029	56,875,383	18,958,461	64.10%
贵州省	2	71,168,844	52,143,030	26,071,515	73.30%
河南省	2	81,924,537	47,110,821	23,555,411	57.50%
云南省	1	52,443,275	38,190,738	38,190,738	72.80%
湖北省	2	63,882,116	35,966,661	17,983,331	56.30%

四川省	1	46,051,250	33,186,017	33,186,017	72.10%
河北省	1	47,665,048	31,600,468	31,600,468	66.30%
陕西省	2	45,436,704	28,985,391	14,492,696	63.80%
重庆市	2	44,458,524	25,824,588	12,912,294	58.10%
新疆	1	34,884,611	24,600,562	24,600,562	70.50%
福建省	1	32,125,173	20,234,922	20,234,922	63.00%
湖南省	1	35,756,400	16,581,385	16,581,385	46.40%
海南省	1	23,007,285	12,961,125	12,961,125	56.30%
天津市	1	19,183,706	10,975,192	10,975,192	57.20%
广西	1	20,334,042	8,201,055	8,201,055	40.30%

资料来源：公司公告

2、投资业务

2008 年实现投资收益 18.61 亿元，公允价值变动收益-8.19 亿元，二者合计 10.41 亿元，同比减少 70.9%，对营业收入的贡献为 15%。投资收益的来源，主要来自于长期股权投资收益、处置交易性金融资产取得的投资收益、处置衍生金融资产取得的投资收益、处置可供出售金融资产取得的投资收益和创设权证收益。在市场翻转之际，公司及时兑现了浮盈，保证了投资收益的最大化，体现了公司稳健经营的风格。

表 8、投资收益来源

单位：元

项目	2008 年	2007 年	同比
长期股权投资收益	98,180,182	75,764,071	29.6%
处置交易性金融资产取得的投资收益	333,166,484	277,956,373	19.9%
处置衍生金融资产取得的投资收益	146,552,916	18,236,052	703.6%
处置可供出售金融资产取得的投资收益	332,331,709	286,771,120	15.9%
金融资产持有期间收益	259,016,960	1,471,607,550	-82.4%
创设权证收益	691,812,170	370,890,223	86.5%
合计	1,861,060,421	2,501,225,389	-25.6%

资料来源：公司公告

从持仓品种来看，2008 年交易性金融资产的投资品种主要是债券，占比达到 80.4%。可供出售金融资产仍然以股票为主，但规模大幅度降低，股票占净资产的比重从 2007 年底的 7.8%降低到 2008 年底的 2.8%。投资品种的及时转换，使公司在债券牛市中获取了丰厚的利润。

表 9、交易性资产持仓结构

单位：元

项目	2008 年 12 月 31 日			2007 年 12 月 31 日		
	投资成本	公允价值变动	占比	投资成本	公允价值变动	占比
股票	2332482	-470023	0.0%	1709712246	508159415	64.3%
基金	1914025142	1796360	19.6%	1006717070	-49408365	27.7%

债券	7585547539	257505194	80.4%	256419665	1275895	7.5%
资产证券化	0	0	0.0%	18800000	0	0.5%
合计	9501905163	258831531		2991648981	460026944	

资料来源：公司公告

表 10、可供出售资产持仓结构

单位：元

项目	2008 年 12 月 31 日			2007 年 12 月 31 日		
	投资成本	公允价值变动	占比	投资成本	公允价值变动	占比
股票	925694146	35538059	85.4%	1141239760	1533862326	96.7%
基金	70100000	-14065009	5.0%	41349700	12478345	1.9%
集合理财产品	116921690	-8608228	9.6%	36921690	1229492	1.4%
合计	1112715836	12864822		1219511149	1547570163	

资料来源：公司公告

3、资产管理业务

2008 年公司先后设立了海通金中金和海通季季红两个集合资产管理计划，目前管理资产规模为 71.78 亿元，实现资产管理业务收入 1655.45 万元。另外，由于参股富国基金和控股海富通基金，实现基金管理费及手续费收入 5.56 亿元。

表 11、受托管理资产规模

单位：(万元)

项目	2008 年	2007 年
平均受托投资管理规模	717,849.74	349,786.31
受托管理资产增值情况	-44,839.42	171,135.75
平均受托管理资产增值率	-6.25%	48.93%

资料来源：公司公告

表 12、资产管理业务收入

单位：元

项目	2008 年	2007 年
集合资产管理业务	16,554,521	16,832,193
基金管理费及手续费收入	540,170,280	683,980,736
合计	556,724,801	700,812,929

资料来源：公司公告

表 13、2009 年 1 季度集合理财产品

单位：元

名称	投资类型	推广起始日	到期日	成立规模	目标规模(亿元)
长江超越理财 2 号	FOF	2008-3-10	2011-4-23	1007286696	35
长江超越理财 3 号	混合型	2008-11-3	2014-1-4	269349398	30
长江增强债券	债券型	2008-11-14	2013-12-17	197476906	50
国元黄山 2 号	FOF	2008-9-22	2013-12-18	922853658	50
海通稳健增值	混合型	2006-1-16	2009-3-27	1268114746	30
海通金中金	FOF	2008-5-19	2013-6-29	904907311	40

海通季季红	债券型	2008-11-20	2014-1-18	1030236421	50
中信理财 2 号	混合型	2006-2-8	2012-3-21	1204841343	30
中信股债双赢	混合型	2007-3-29	2012-4-5	3460980875	35
中信债券优化	债券型	2008-11-20	2019-1-5	4029985141	50
中信稳健收益	债券型	2009-3-19			50
中信积极配置	混合型	2009-3-19			50
中信优选成长	股票型	2009-3-19			50

资料来源：公司公告

4、证券承销业务

2008 年，公司证券承销保荐有限公司完成 6 次增发主承销、4 次增发和 1 次配股主承销。2008 年债券发行火爆，特别是 IPO 停止后，债券承销是券商投行业务收入的主要来源。但海通在债券承销上没有突破，公司只承销了一只 08 铁岭债，规模仅 12 亿元，与中信证券全年承销 2200 亿元债券的规模相比，难以望其项背。2008 年全年实现承销业务收入 1.68 亿元，同比减少-54.3%。占比仅为 2%，占比较低。

表 14、承销业务收入来源

单位：元

项目	2008 年	2007 年	
股票发行收入	169,816,892	270,462,150	-37.2%
债券发行收入	24,654,820	25,674,319	-4.0%
其他	30,000	0	
合计	194,501,712	296,136,469	-34.3%

资料来源：公司公告

表 14、券商募资金额对比

单位：亿元

名称	承销家数					募资金额/发行规模(万元)				
	IPO	增发	配股	可转债	债券	IPO	增发	配股	可转债	债券
中信证券	4	5	1	2	33	250.9	117.4	44.1	400.0	2242.5
中金公司	3	1	0	3	20	411.3	30.0	0.0	408.0	1812.6
国泰君安	2	4	1	3	16	20.2	142.4	25.6	79.5	1116.0
广发证券	10	3	0	2	5	36.5	52.9	0.0	19.5	97.8
平安证券	8	4	1	1	5	25.5	133.0	19.7	12.0	370.0
中国银河	2	4	0	1	11	265.8	71.5	0.0	27.6	935.0
国信证券	9	5	0	1	3	36.1	74.3	0.0	28.0	334.0
海通证券	6	4	1	0	1	13.2	26.7	5.1	0.0	12.0
中银国际	1	1	0	0	9	89.1	115.6	0.0	0.0	751.0

资料来源：公司公告

四、估值及投资建议

我们在 2009 年日均股票交易额 800 亿元、自营业务收益率 10% 的假设条件下，海通证券 2009 年每股收益大约为 0.32 元。如果乐观估计，假设 2009 年日

均股票交易额 1500 亿元、自营业务收益率 20%，其它条件不变，则海通证券的每股收益大约为 0.54 元。对应的市盈率为 25.6 倍——43.3 倍。

考虑到在流动性释放的前提下，整个证券市场将会有较好的表现，券商股可以获得较好的经营业绩。对于海通证券这家经营稳健，规模较大的公司来说，我们给予谨慎推荐的投资评级。

表 15、每股收益敏感性分析

每股收益（元）	日均交易量						
	800	1000	1200	1400	1500	1800	2000
-5.00%	0.13	0.16	0.19	0.22	0.23	0.28	0.31
0.0%	0.19	0.22	0.25	0.28	0.30	0.34	0.37
5.0%	0.26	0.28	0.31	0.34	0.36	0.40	0.43
7.5%	0.29	0.31	0.34	0.37	0.39	0.43	0.46
10.0%	0.32	0.35	0.37	0.40	0.42	0.46	0.49
12.5%	0.35	0.38	0.40	0.43	0.45	0.49	0.52
15.0%	0.38	0.41	0.44	0.46	0.48	0.52	0.55
17.5%	0.41	0.44	0.47	0.49	0.51	0.55	0.58
20.0%	0.44	0.47	0.50	0.52	0.54	0.58	0.61
22.5%	0.47	0.50	0.53	0.56	0.57	0.61	0.64
25.0%	0.50	0.53	0.56	0.59	0.60	0.64	0.67
27.5%	0.53	0.56	0.59	0.62	0.63	0.67	0.70
30.0%	0.56	0.59	0.62	0.65	0.66	0.70	0.73

表 16、利润预测表

（单位：元）

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
一、营业收入	7,006,518,895	8,581,957,751	9,356,187,326	10,728,544,079
手续费及佣金净收入	4,908,083,654	5,825,939,582	6,408,533,540	7,049,386,894
其中：代理买卖证券业务净收入	4,022,531,580	4,831,388,136	5,314,526,950	5,845,979,645
证券承销业务净收入	168,355,391	280,356,721	308,392,393	339,231,633
受托客户资产管理业务净收入	535,654,159	714,194,724	785,614,197	864,175,616
利息净收入	1,002,645,451	1,133,221,760	1,246,543,936	1,371,198,330
投资净收益	1,861,060,421	2,020,335,891	1,818,302,302	2,000,132,532
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	97,516,709	151,315,836	166,447,420	183,092,162
公允价值变动净收益	-819,847,870	-688,700,203	-619,830,183	-61,983,018
汇兑净收益	-17,613,622	-26,522,530	-13,261,265	-14,587,391
其他业务收入	72,190,862	317,683,250	349,451,575	384,396,733
二、营业支出	3,342,458,411	2,916,228,294	3,216,868,025	3,541,936,166

营业税金及附加	334, 593, 531	442, 751, 451	487, 026, 596	535, 729, 255
管理费用	2, 952, 598, 541	2, 481, 371, 086	2, 729, 508, 195	3, 002, 459, 014
资产减值损失	51, 702, 654	-11, 271, 127	-3, 381, 338	-338, 134
其他业务成本	3, 563, 685	3, 376, 885	3, 714, 573	4, 086, 031
三、营业利润	3, 664, 060, 484	5, 665, 729, 457	6, 139, 319, 301	7, 186, 607, 913
加：营业外收入	55, 733, 703	20, 716, 567	22, 788, 224	25, 067, 046
减：营业外支出	21, 933, 365	26, 302, 476	28, 932, 723	31, 825, 996
四、利润总额	3, 697, 860, 822	5, 660, 143, 548	6, 133, 174, 801	7, 179, 848, 963
减：所得税	312, 841, 831	1, 415, 035, 887	1, 533, 293, 700	1, 768, 579, 052
五、净利润	3, 385, 018, 991	4, 245, 107, 661	4, 599, 881, 101	5, 411, 269, 911
减：少数股东损益	83, 366, 326	118, 304, 678	128, 191, 673	150, 803, 842
归属于母公司所有者的净利润	3, 301, 652, 665	4, 126, 802, 983	4, 471, 689, 428	5, 260, 466, 069
六、每股收益：	0. 4	0. 47	0. 54	0. 64

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209