

湘財證券研究所

研究员：邓润秋

Tel: 021-68634518-8650

E-mail: drq2687@xcsc.com

公司基础资料

股本情况：

总股本(亿股)： 82.2782

流通 A 股(亿股)： 40.0242

限售流通股(亿股) 42.2540

主要财务指标（最新中报）：

ROE(%)： 6.03

EPS(元)： 0.30

每股净资产(元)： 4.95

每股资本公积金(元)： 2.8401

海通证券（600837）：自营发力，中报业绩符合预期

投资要点

□中报业绩符合预期，维持“增持”评级。09 年上半年营业收入同比小幅微增 2.18%，净利润的同比增幅为 21.98%，基本每股收益为 0.30 元，同比增长达 25%。在已公布中报的大中型券商中，其业绩绝对值和增速均处于中上水平。总体而言，09 年上半年业绩符合预期。

□经纪业务是支柱。09 年上半年，海通证券经纪业务营业收入 29.07 亿元，同比增加了 7.30%，经纪业务营业成本为 8.28 亿元，营业利润率为 71.54%。同时，经纪业务净收入占整个营业收入的比重逐步提高，由 08 年上半年的 59.27% 提高为 09 年上半年的 67.13%，可见公司对经纪业务的依赖程度比较高。

□自营业务锦上添花。09 年上半年，海通证券及时把握市场趋势，调整自营策略，在上半取得较好的业绩。其自营业务营业收入 3.45 亿元，同比增加了 73.93%，其中股权类自营业务实现营业收入 2.86 亿元，债券类自营业务实现营业收入 0.59 亿元。自营业务营业成本为 0.27 亿元，同比下降了 43.17%，营业利润率则高达 92.23%。

□投行资管业务降幅减缓。09 年上半年公司承销业务净收入为 0.26 亿元，较去年同期的 0.84 亿元仅下滑 26.19%。随着 IPO 的开闸和创业板的临近，相信公司的创业板储备的优势将会显现。09 年上半年公司资产管理业务净收入为 2.52 亿元，较去年同期的 3.28 亿元减少 23.17%，但是环比却增长 21.15%，体现了公司资产管理业务的弹性较大，有降幅减缓的迹象。

□风险因素：市场周期性变化所导致的盈利风险；大股东减持所造成的股价波动风险。

□投资建议：公司的积极参与直投业务，在创业板开闸的机遇下，这必将会拓宽盈利渠道。再加上目前上海市国资整合的背景，我们维持公司“增持”的评级，建议把握调整的阶段性机会。未来 12 个月的目标价区间 16.01-17.22 元。

□盈利预测：

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	2,768	11,264	7,007	6,975	8,560
营业支出	1,777	3,941	3,342	2,364	3,548
营业利润	900	7,324	3,664	4,611	5,012
净利润	457	5,560	3,385	4,011	4,297
归属于母公司所有者的净利润	433	5,457	3,302	4,009	4,220
基本每股收益	0.05	1.58	0.40	0.51	0.55

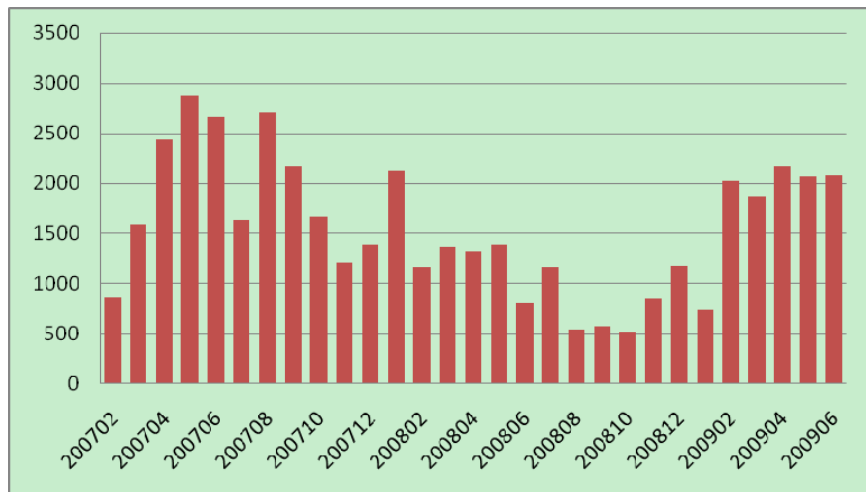
www.xcsc.com

半年报业绩符合预期

09 年上半年，中国证券市场出现了较大幅度的反弹，截至 2009 年 6 月 30 日，上证指数和深证指数分别上涨了 55.04% 和 67.27%，并且日均成交量有效放大，股票基金日均交易量达 1850 亿元左右，同比增长 35.56%。其中有四个月的日均股票交易额超过 2000 亿元（图 1）。

图 1：日均股票交易额

单位：亿元



数据来源：Wind，湘财证券研究所

海通证券的业绩受益于整个证券市场的回暖和成交量的放大，其 09 年上半年营业收入同比小幅微增 2.18%，净利润的同比增幅为 21.98%，基本每股收益为 0.30 元，同比增长达 25%。在已公布中报的大中型券商中，其业绩绝对值和增速均处于中上水平。总体而言，09 年上半年业绩符合预期。

表 1：海通证券 09 年上半年业绩概况

	2009 年 1-6 月	2008 年 1-6 月	同比增幅
营业收入(百万元)	4,132	4,044	2.18%
营业利润(百万元)	2,952	2,754	7.19%
利润总额(百万元)	3,124	2,751	13.56%
净利润(百万元)	2,453	2,011	21.98%
基本每股收益(元)	0.30	0.24	25.00%
净资产收益率(%)	6.03	5.36	12.50%

资料来源：公司 09 年半年报、湘财证券研究所

经纪业务是支柱

09 年上半年，海通证券经纪业务营业收入 29.07 亿元，同比增加了 7.30%，经纪业务营业成本为 8.28 亿元，营业利润率为 71.54%。同时，经纪业务净收入占整

个营业收入的比重逐步提高，由 08 年上半年的 59.27%提高为 09 年上半年的 67.13%，可见公司对经纪业务的依赖程度比较高。由于成交量的有效放大，公司在 09 年上半年实现总交易量 2.22 万亿元，其中股票、基金交易量 1.87 万亿元。公司经纪业务市场份额稳中有升，以总交易量为计算基础的市场份额在 09 年上半年达 4.20%，居于第一集团。

佣金率方面，海通证券总佣金率整体呈下滑态势，从 08 年下半年的 0.13%下降至 09 年上半年的 0.11%，但是分季度看，下降的幅度减少，同时我们认为，随着市场的回暖，证券行业的佣金大战也会逐渐减弱，因此我们判断佣金率呈止跌企稳的状态。

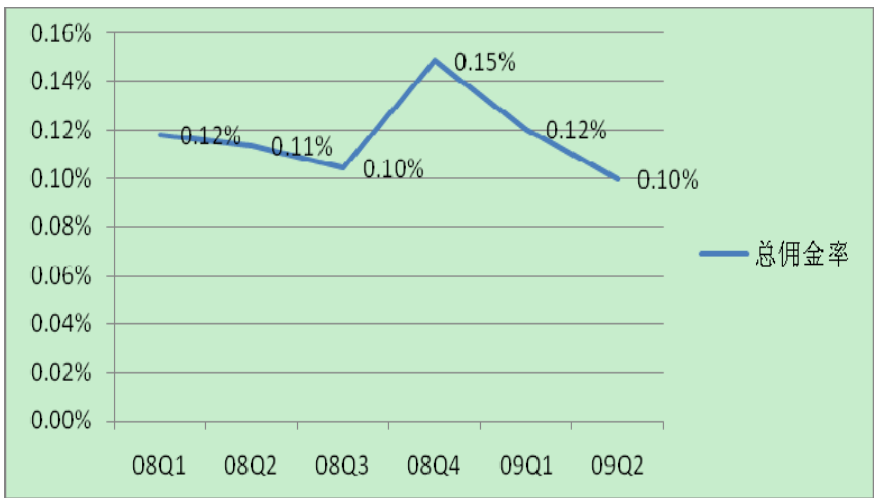
表 2: 券商经纪业务市场份额前 10 名变化情况 单位: %

券商	08 年上半年	券商	08 年下半年	券商	09 年上半年
中信证券	8.08	中信证券	8.01	中信证券	8.04
银河证券	6.96	银河证券	6.38	银河证券	6.05
国泰君安	6.22	国泰君安	4.60	国泰君安	5.77
国信证券	4.51	国信证券	4.32	国信证券	4.23
申银万国	4.32	海通证券	3.97	海通证券	4.20
海通证券	4.27	申银万国	3.74	广发证券	4.05
广发证券	4.18	广发证券	3.71	招商证券	4.02
华泰证券	3.70	招商证券	3.55	申银万国	3.79
招商证券	3.56	华泰证券	3.52	华泰证券	3.74
光大证券	3.38	光大证券	3.46	光大证券	3.22

注：市场份额的排名以股票基金权证债券的交易额为计算基础。

资料来源：Vsat 财经、湘财证券研究所

图 2: 海通证券佣金率



资料来源：湘财证券研究所

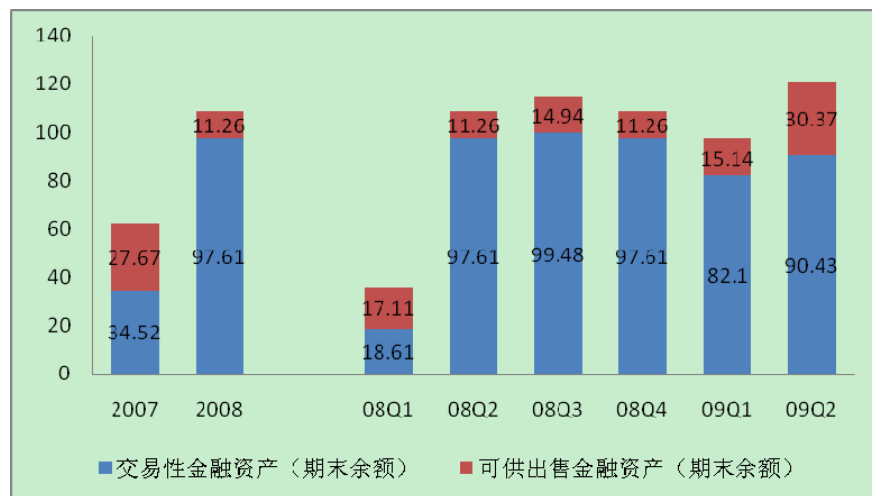
自营业务锦上添花

09年上半年，海通证券及时把握市场趋势，调整自营策略，在上半年取得较好的业绩。其自营业务营业收入3.45亿元，同比增加了73.93%，其中股权类自营业务实现营业收入2.86亿元，债券类自营业务实现营业收入0.59亿元。自营业务营业成本为0.27亿元，同比下降了43.17%，营业利润率则高达92.23%。

通过分析 09 年 6 月底公司证券投资的主体，我们发现公司期末持仓基本上是债券为主，说明公司在 09 年上半年对部分股权类投资实现了获利了结。而出于对市场第三季度的审慎的观点，增加了债券的仓位，这也说明了公司自营业务的灵活多变。

图 3：海通证券自营业务规模

单位：亿元



资料来源：公司财报、湘财证券研究所

投行资管业务降幅减缓

09年上半年公司承销业务净收入为0.26亿元，较去年同期的0.84亿元仅下滑26.19%，下滑幅度明显低于同业水平。自从08年主板IPO关闸以来，公司通过其他的渠道积极做好债券融资、并购重组、再融资、IPO重启和创业板开闸准备工作。在09年上半年，海通证券先后完成了民生银行、深圳发展银行混合资本债、交通银行次级债及开滦集团企业债的主承销；开展了陕西信息集团、河北梅花集团、棱光实业等并购重组项目；完成了中天科技、上海航空、世茂股份等多个非公开发行项目。随着IPO的开闸和创业板的临近，相信公司已有的创业板储备的优势将会显现。

09年上半年公司资产管理业务净收入为2.52亿元，较去年同期的3.28亿元减少23.17%，但是环比却增长21.15%，体现了公司资产管理业务的弹性较大，有降幅减缓的迹象。截至6月30日，受托资产净值总规模达39.94亿元，其中集合理财产品受托资产净值规模5.49亿元，定向资产净值规模34.45亿元。此外，公司的4号集合理财产品“海通稳健成长”已于6月获批，并于7月份发行。在6月份以后，随着监管层对券商理财产品的批准频率加快，海通证券的资管业务在全年也会有较好的表现。

风险因素

1) 市场周期性变化所导致的盈利风险。

由于公司的营业收入高度依赖经济业务，而经纪业务对证券市场交易量的依存度较高。由于证券市场受到国民经济发展速度、宏观经济政策、行业发展状况、投资者信心等诸多因素的影响，呈现出周期性变化的特征，那么公司的营业收入也会存在着一定的周期性和不确定性。此外，公司证券经纪、投资银行、证券投资和资产管理等业务面临证券市场的周期性变化造成经营难度加大和业绩下降的风险。

2) 大股东减持所造成的股价波动风险。

海通证券的前十大流通股东不少在二季度采取了减持的操作，其中民生银行、泛海建设和江苏省国信资产管理集团等已从前十大流通股东中消失。大股东减持会造成股价在二级市场的波动较大。

盈利预测及投资建议

盈利预测基于的假设：2009年日均成交额在1500亿元-1650亿元，公司的佣金率维持0.11%的水平，市场份额保持稳定。

如果市场仍然保持热度，不排除公司自营仓位增加的可能，但是由于下半年风险加大，即使公司的自营业务较为灵活，我们预计公司下半年的自营收益率低于上半年。

我们假设公司费用率维持在35%-39%的水平。

表 3: 海通证券盈利预测

单位: 百万元

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	2,768	11,264	7,007	6,975	8,560
手续费及佣金净收入	1,595	6,890	4,908	5,035	5,474
其中:代理买卖证券业务 手续费净收入	1,193	5,612	4,023	4,371	4,672
证券承销业务净收入	165	369	168	71	129
受托客户资产管理业务净收入	204	701	536	593	673
利息净收入	83	490	1,003	1,016	1,081
投资收益+公允价值	874	3,582	1,041	898	1,985
汇兑损失	-6	-14	-17	-2	-12
其他业务收入	132	307	72	28	32
营业支出	1,777	3,941	3,342	2,364	3,548
营业税金及附加	130	416	335	291	338
业务及管理费	1,100	3,268	2,953	2,071	3,082
资产减值损失	547	256	55	2	128
营业利润	900	7,324	3,664	4,611	5,012
加: 营业外收入	193	523	56	213	317

减：营业外成本	393	54	22	105	274
利润总额	700	7,794	3,698	4,719	5,055
所得税费用	243	2,234	313	708	758
净利润	457	5,560	3,385	4,011	4,297
归属于母公司所有者的净利润	433	5,457	3,302	4,009	4,220
基本每股收益	0.05	1.58	0.40	0.51	0.55

资料来源: 湘财研究所

与此同时，公司的积极参与直投业务，一直致力于通过打造多个直投平台，近期成立的吉林省现代农业和生物技术产业基金就是其中之一。在创业板开闸的机遇下，这必将会拓宽盈利渠道。再加上目前上海市国资整合的背景，我们维持公司“增持”的评级，同时建议把握调整的阶段性机会。未来12个月的目标区间价16.01-17.22元。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。