

海通证券(600837)

——自营仓位提高速度快，后期业绩释放空间较大

维持评级

金融/证券

2009 年 8 月 20 日

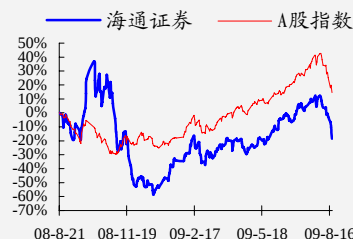
投资要点:

- 2009 年上半年，海通证券归属于母公司所有者的净利润为 24.5 亿元，较去年同期减少 21.94%，每股收益 0.3 元。从各项业务来看，经纪业务收入同比增长 15.7%，利息净收入同比增长 12.99%，其它各项业务同比都出现了下跌。从业务收入结构上看经纪业务、自营业务收入和利息收入是构成营业收入的主要成分，其中，经纪业务收入占比为 67.13%，是支撑营业收入上涨的主要力量。
- 从交易额上来看，2009 年上半年海通证券股基权交易额为 20323 亿元，同比增长 6.7%，经纪业务收入同比增长 15.7%，经纪业务收入的增长高于交易额的增长，说明佣金率比较稳定。截至 2009 年 6 月，海通证券佣金率为 0.137%，与 2008 年相比基本持平。
- 2009 年上半年，海通证券投资净收益加公允价值变动净收益为 4.54 亿元，同比减少 4.8%，减少原因，主要是 2008 年同期基数比较高的情况下，投资净收益同比较少。另外，可供出售类资产的浮盈大部分进入资本公积业务也是投资收益同比下降的原因。
- 从自营投资操作上来看，到 2009 年 6 月底，权益类投资余额为 51.2 亿元，与年初相比增长 76%，占净资本的 14.22%，自营仓位提高速度较快。在会计安排上，权益类投资大部分放在可供出售类资产里面，上半年，可供出售类资产的浮盈尚有 9.61 亿元，浮盈的陆续释放有利于公司业绩的提升。因此，投资收益为公司的业绩提供了较好的支撑。
- 如果乐观估计，海通证券的每股收益为 0.63 元，对应的市盈率在 22—40 倍之间，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(%)
2008	700,652	-37.8	330,165	-39.5	0.40		35.1	
2009E	919,157	0.31	469,092	0.42	0.57		24.6	
2010E	979,635	0.07	492,942	0.05	0.60		23.4	
2011E	825,413	-0.16	402,383	-0.18	0.49		28.6	

走势图



市场数据

2009-8-19

收盘价:	14.03 元
52 周最高价:	23.57 元
52 周最低价:	7.06 元
平均持仓成本:	19.91 元

基本数据

2009Q2

总股本 (万股):	822,782
流通 A 股 (万股):	822,782
每股收益 (元):	0.30
每股净资产 (元):	4.95
每股经营现金流 (元):	0.89
市净率:	2.83

分析师: 赵新安

TEL: (8621)6336 7000-258

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhaoxinan@sina.com

地址: 上海市延安东路 45 号 20F

(邮编 200002)

一、经营状况分析

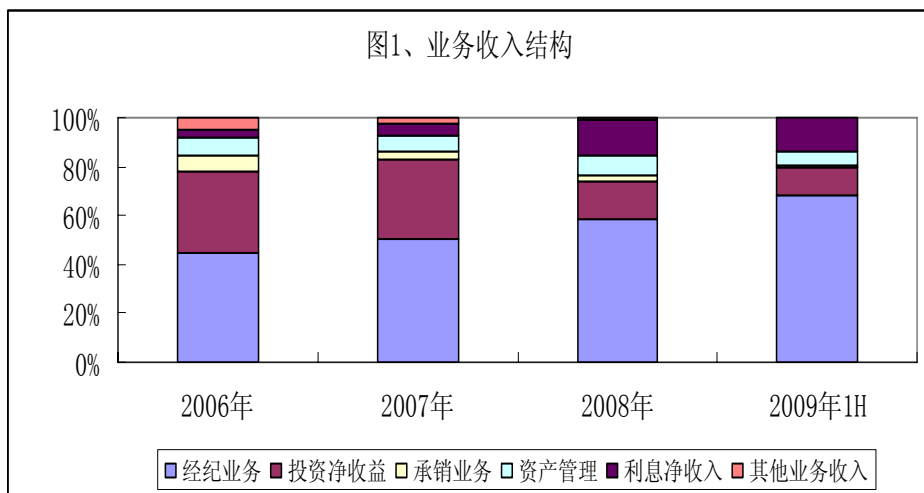
2009 年上半年，海通证券归属于母公司所有者的净利润为 24.5 亿元，较去年同期减少 21.94%，每股收益 0.3 元。从各项业务来看，经纪业务收入同比增长 15.7%，利息净收入同比增长 12.99%，其它各项业务同比都出现了下跌。从业务收入结构上看经纪业务、自营业务收入和利息收入是构成营业收入的主要成分，其中，经纪业务收入占比为 67.13%，是支撑营业收入上涨的主要力量。

表 1、经营业绩对比

单位：元

	2008-6-30	2009-6-30	同比
一、营业收入	4,044,431,227	4,132,484,833	2.18%
经纪业务	2,397,322,632	2,774,430,394	15.73%
承销业务	108,952,322	25,685,402	-76.43%
资产管理	327,765,864	251,850,116	-23.16%
利息净收入	472,893,744	534,342,850	12.99%
投资净收益	1,649,871,884	632,522,867	-61.66%
公允价值变动净收益	-1,172,821,376	-178,351,496	84.79%
二、营业支出	1,290,511,347	1,180,361,347	-8.54%
营业税金及附加	212,604,522	198,739,735	-6.52%
管理费用	1,090,186,739	980,430,724	-10.07%
三、营业利润	2,753,919,880	2,952,123,487	7.20%
四、利润总额	2,751,261,933	3,123,981,184	13.55%
五、净利润	2,072,174,187	2,493,298,498	20.32%
归属母公司所有者净利润	2,011,368,658	2,452,572,797	21.94%
六、每股收益：	0.24	0.30	25.00%

资料来源：公司公告



资料来源：公司公告

二、各项业务分析

1、经纪业务

从交易额上来看，2009 年上半年海通证券股基权交易额为 20323 亿元，同比增长 6.7%，经纪业务收入同比增长 15.7%，经纪业务收入的增长高于交易额的增长，说明佣金率比较稳定。截至 2009 年 6 月，海通证券佣金率为 0.137%，与 2008 年相比基本持平。

表 2、上市券商交易额同比

单位：百万元

年份	经纪业务收入	交易额	市场份额
2008 年 1H	2397.3	1905266.3	4.60%
2009 年 1H	2774.4	2032374.0	4.09%
同比	15.7%	6.7%	-11.1%

资料来源：东北证券研究所

表 3、佣金率变动趋势

单位：百万元

排名	股基权交易额	经纪业务收入	佣金率
2006 年	867,857	1193	0.137%
2007 年	4,763,812	5612	0.118%
2008 年	2,984,865	4023	0.135%
2009 年 1H	2,032,374	2774	0.137%

资料来源：东北证券研究所

二、承销业务

2009 年上半年，承销业务收入同比减少 76.43%。股票承销规模大幅度降低。债券承销是海通证券承销业务收入的主要来源，上半年共承销 85 亿元的债券，市场份额为 1.5%。

表 4、海通证券承销业务同比

单位：万元

机构名称		首发 IPO	增发	配股	债券发行	债券承销同比
海通证券	20091H	0	143,000	0	850,000	/
	20081H	29,400	232,326	50,783	0	

资料来源：东北证券研究所

表 5、债券承销市场份额

单位：万元

机构名称	债券发行	市场份额
中金公司	18030000	31.8%
中信证券	10450000	18.4%
中信建投	2493000	4.4%
海通证券	850000	1.5%
西南证券	160000	0.3%
长江证券	600000	1.1%

广发证券	100000	0.2%
国元证券	500000	0.9%
宏源证券	230000	0.4%

资料来源：东北证券研究所

三、自营业务收入

2009 年上半年，海通证券投资净收益加公允价值变动净收益为 4.54 亿元，同比减少 4.8%，减少原因，主要是 2008 年同期基数比较高的情况下，投资净收益同比较少。另外，可供出售类资产的浮盈大部分进入资本公积业务也是投资收益同比下降的原因。

从自营投资操作上来看，到 2009 年 6 月底，权益类投资余额为 51.2 亿元，与年初相比增长 76%，占净资本的 14.22%，自营仓位提高速度较快。

在会计安排上，权益类投资大部分放在可供出售类资产里面，因此投资收益尽管浮盈规模不小，但兑现额度较小，影响了投资收益的提升。加总计算，交易性资产和可供出售类资产的浮盈已达到 11.85 亿元，投资收益率达到 28.93%，上半年，可供出售类资产的浮盈尚有 9.61 亿元，浮盈的陆续释放有利于公司业绩的提升。因此，投资收益为公司的业绩提供了较好的支撑。

表 6、投资收益来源

单位：元

项目	2009 年 1—6 月	2008 年 1—6 月	同比
长期股权投资收益	32,039,805	77,954,797	-58.9%
处置交易性金融资产取得的投资收益	379,815,991	303,088,499	25.3%
处置衍生金融资产取得的投资收益	6,030	132,685,865	-100.0%
处置可供出售金融资产取得的投资收益	22,440,269	385,795,858	-94.2%
金融资产持有期间收益	198,220,772	58,534,695	238.6%
合计	632,522,867	1,649,871,884	-61.7%

资料来源：公司公告

表 7、投资状况对比

单位：元

		2009.6	2008.12	2009.6	2008.12
交易性资产	项目	投资成本	投资成本	公允价值变动	公允价值变动
	股票	1,930,710,326	2,332,482	-85,771,153	-470,023
	基金	1,450,014,021	1,914,025,142	1,153,416	1,796,360
	债券	5,581,914,190	7,585,547,539	8,417,409	257,505,194
	现金选择权	—	—	156,678,525	—

可供出售资产	股票	1,683,117,746	925,694,146	939,267,653	35,538,059
	基金	219,189,250	70,100,000	11,163,145	-14,065,009
	债券	72,329,701	—	-480,480	—
	集合理财产品	100,197,000	116,921,690	12,231,084	-8,608,228
	股票	3,613,828,072	928,026,627	853,496,500	35,068,036
	基金	1,510,836,171	1,984,125,142	12,316,561	-12,268,649

资料来源：公司公告

表 8、投资浮盈对比

	2009 年 6 月 30 日	2008 年 12 月 31 日	对比
交易性资产	3,380,724,347	1,916,357,624	76.41%
可供出售资产	1,902,306,996	995,794,146	91.03%
交易性资产浮赢	-178,351,496	-819,847,869.64	78.25%
可供出售资产浮赢	961,462,241	19,449,243.47	4843.44%

资料来源：公司公告

五、每股收益敏感性分析

在 2009 年日均股票交易额 1200 亿元、自营业务收益率 7.5% 的假设条件下，海通证券 2009 年每股收益大约为 0.33 元。如果乐观估计，假设 2009 年日均股票交易额 1900 亿元、自营业务收益率 25%，其它条件不变，则海通证券的每股收益为 0.63 元。目前海通证券的股价为元，对应的市盈率在 22—40 倍之间，给予谨慎推荐的投资评级。

表9、海通证券每股收益敏感性分析

		日均交易量					
		1200	1400	1500	1700	1800	1900
投资收益率	-5.00%	0.21	0.24	0.26	0.30	0.32	0.33
	0.0%	0.26	0.29	0.31	0.35	0.37	0.38
	5.0%	0.30	0.34	0.36	0.40	0.41	0.43
	7.5%	0.33	0.37	0.38	0.42	0.44	0.46
	10.0%	0.35	0.39	0.41	0.44	0.46	0.48
	12.5%	0.38	0.41	0.43	0.47	0.49	0.51
	15.0%	0.40	0.44	0.46	0.49	0.51	0.53
	17.5%	0.43	0.46	0.48	0.52	0.54	0.55
	20.0%	0.45	0.49	0.51	0.54	0.56	0.58
	22.5%	0.48	0.51	0.53	0.57	0.58	0.60
	25.0%	0.50	0.54	0.55	0.59	0.61	0.63
	27.5%	0.52	0.56	0.58	0.62	0.63	0.65
	30.0%	0.55	0.58	0.60	0.64	0.66	0.68

表10、赢利预测

单位：元

	2008-12-31	2009 年	2010 年	2011 年
一、营业收入	7006518895	9191571976	9796346202	8254130689
经纪业务收入	4022531580	5671769528	5841922614	4965634222
证券业务净收入	168355391	234013994	257415393	231673854
资产管理收入	535654159	696350407	765985448	689386903
利息净收入	1002645451	1353571359	1488928495	1340035645
投资净收益	1861060421	744424168	893309002	625316301
公允价值变动净收益	-819847870	409923935	459114807	321380365
汇兑净收益	-17613622	-12329536	-13562489	-12206240
其他业务收入	72190862	93848121	103232933	92909640
二、营业支出	3342458411	3223806327	3527323981	3140836730
营业税金及附加	334593531	551494319	587780772	495247841
管理费用	2952598541	2657338687	2923072556	2630765300
资产减值损失	51702654	10340531	11374584	10237125
其他业务成本	3563685	4632791	5096070	4586463
三、营业利润	3664060484	5967765649	6269022221	5113293960
加：营业外收入	55733703	72453814	79699195	71729276
减：营业外支出	21933365	28513374	31364712	28228241
四、利润总额	3697860822	6011706088	6317356704	5156794995
减：所得税	312841831	1202341218	1263471341	1031358999
五、净利润	3385018991	4809364871	5053885363	4125435996
减：少数股东损益	83366326	118445149	124467206	101601333
归属母公司所有者净利润	3301652665	4690919721	4929418158	4023834663
六、每股收益：	0.4	0.57	0.60	0.49

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