

分析师： 刘俊 (8627)65799532 liujun@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

09 年业绩快报点评：成本剧增，估值优势已不明显

事件描述

海通证券（600837）发布 2009 年业绩快报，主要看点是：

- 公司 2009 年实现营业收入 99 亿元，比 2008 年增长 41.44%，归属于上市公司股东的净利润为 45.4 亿元，比 2008 年增加 37.55%，基本每股收益 0.55 元。
- 公司 2009 年营业收入 99 亿元，高于我们此前预计的 91 亿元，预计自营、承销或其他手续费净佣金收入高于此前的预测，代理买卖证券业务净收入预计在 64 亿元以内，基本符合预期。
- 公司 2009 年经纪市场份额 4.11%，下降幅度略大于其他大券商，预计佣金费率 0.14%，较 08 年下降 18%，四季度环比下降 1.79%，季度佣金费率降幅减少。
- 实际营业支出增长迅速，是业绩低于预期的主要原因。公司 2009 年二、三、四季度营业支出分别达 6.8 亿元、10.8 亿元和 19.2 亿元，成本收入比分别为 23.7%、29%和 37.6%。如果没有计提资产减值损失，那么多增长的 9 亿元的营业支出，主要是营业费用的增长。此外，预计实际所得税率较 2009 年三季度上升约 2 个百分点达到 22.5%。
- 虽然融资融券和股指期货等新业务对公司未来 ROE 有较大的提升空间，且收购大福证券宣告成功，但短期业绩明显增长概率较小，基于 2009 年业绩的市盈率达到 33.4 倍，估值优势不明显，维持谨慎推荐评级。

事件评论

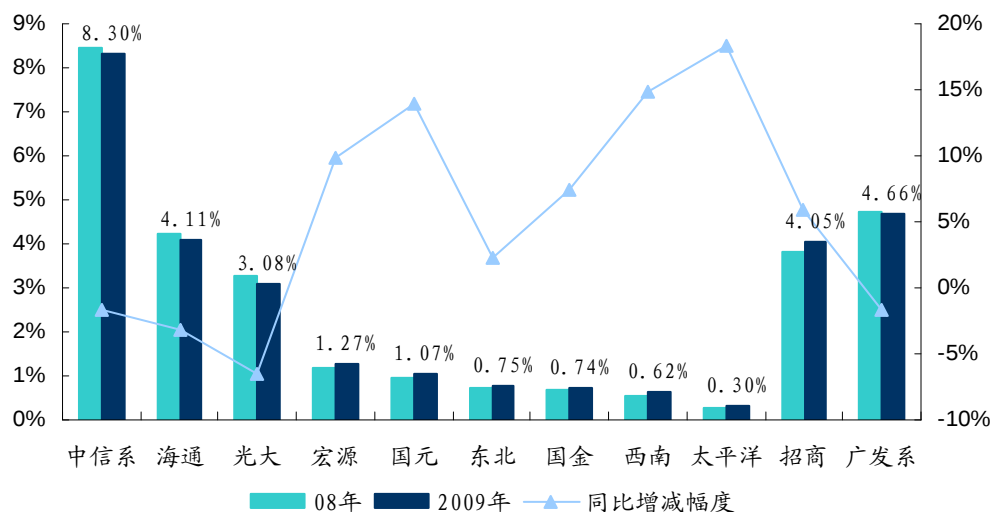
第一，2009 年业绩低于市场预期

公司 2009 年实现营业收入 99 亿元，比 2008 年增长 41.44%，实现利润总额 59.76 亿元，同比增幅为 61.61%；归属于上市公司股东的净利润为 45.4 亿元，比 2008 年增加 37.55%；基本每股收益 0.55 元，每股净资产 5.28 元，同比分别增 37.50%和 13.30%。

公司 2009 年的营业收入 99 亿元，高于我们此前预计的 91 亿元，其中我们预计经纪业务收入约 63.8 亿元，预计实际经纪业务净收入在 64 亿元左右；营业收入高于预测值的部分可能来自于自营、承销或资产管理业务收入。

第二，市场份额下降 3.29%

公司 2009 年经纪市场份额 4.11%，较 2008 年的 4.25%（全市场股票、基金交易额口径）下降 3.29%，2009 年各季度呈持续下降趋势，当然这也是大券商 09 年的主要趋势。预计大券商的服务部升级完成、佣金价格战导致的佣金费率企稳后，大券商的市场份额将逐步恢复。

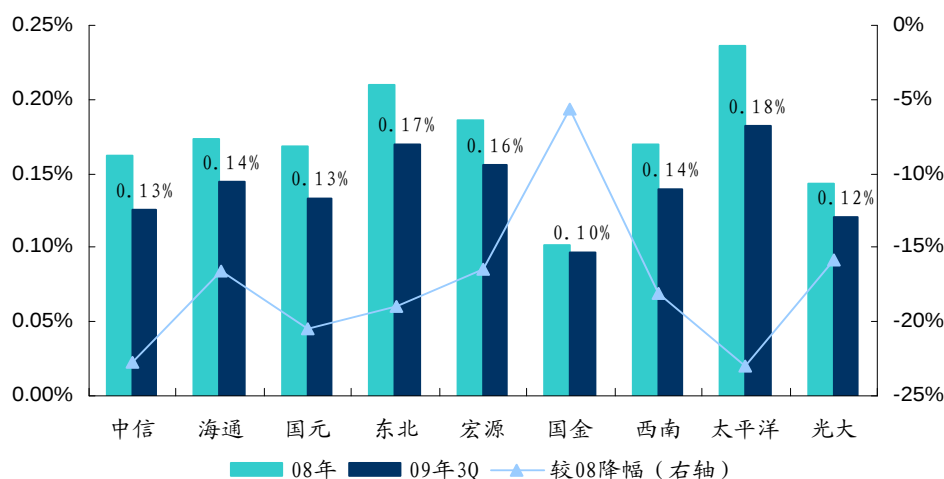
图 1: 上市券商 2009 年经纪业务市场份额变化


资料来源: Wind, 长江证券研究部

第三, 2009 年四季度佣金费率降幅减少

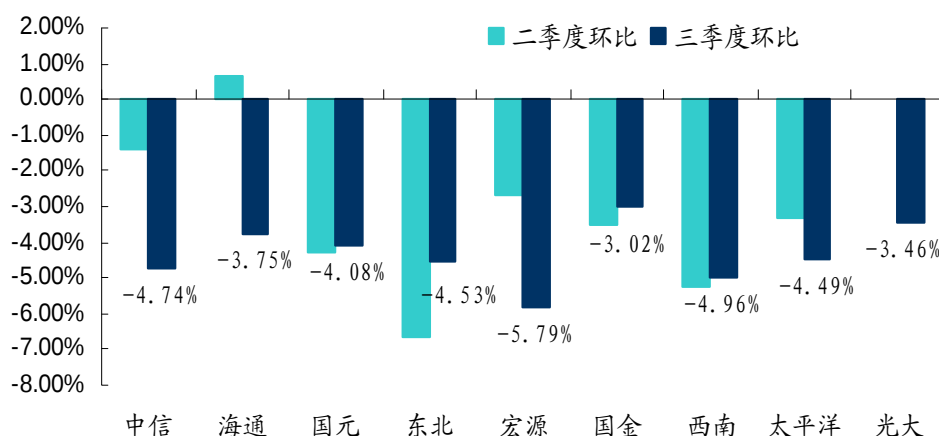
我们预计 2009 年公司平均经纪业务佣金费率 0.14%，较 08 年下降 16.61% 四季度环比下降 3.17%，季度佣金费率降幅减少。

值得指出的是, 我们预计 2008 年四季度公司在会计处理中, 调整了代理买卖证券业务净收入的内容, 使 2008 年四季度佣金费率“虚增”, 因此 2009 年实际佣金费率下降幅度并不小, 约接近行业平均的 25% 的降幅。

图 2: 上市券商佣金水平的变化


资料来源: 长江证券研究部

图 3：2009 年上市券商佣金水平环比的变化



资料来源：长江证券研究部

第四，营业成本和实际所得税率猛增

公司 2009 年四季度营业支出增长迅速，是业绩低于预期的主要原因。2009 年二、三、四季度营业支出分别达 6.8 亿元、10.8 亿元和 19.2 亿元，成本收入比分别为 23.7%、29%和 37.6%。如果 2009 年四季度计提资产减值损失，那么多增长的 9 亿元的营业支出，主要是营业费用的增长。

实际所得税率也上升较快。我们此前预测的利润总额 62.9 亿元，较实际数仅多出 3 亿元，由此推断实际所得税率上升较快是主要偏差的原因。09 年二、三、四季度实际所得税率为 20.19%、20.87%和 22.5%。当然，少数股东损益的比例也可能上升到 2%左右。

第五，缺乏相对估值优势，短期业绩难爆发

虽然融资融券和股指期货等新业务对公司未来 ROE 有较大的提升空间，2009 年净资产增长幅度也达到 13.3%（好于中信证券的 11.52%），且收购大福证券宣告成功，公司长期投资价值明显，但短期业绩明显增长概率较小，基于 2009 年业绩的市盈率达到 33.4 倍，估值优势不明显，维持谨慎推荐评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万)				
	08A	09E	2010E	2011E
代买卖证券收入	4023	6377	7133	8130
承销业务净收入	168	261	313	360
资产管理净收入	536	672	900	1170
利息净收入	1003	1084	1213	1382
投资净收益	1861	981	642	1095
公允价值变动	(820)	193	170	353
营业收入合计	7007	9918	10981	15060
营业税金及附加	335	466	516	708
业务及管理费	2953	3669	3624	5422
营业成本合计	3342	4138	4143	6133
利润总额	3698	6007	6915	9032
所得税	313	1322	1521	2258
少数股东损益	83	131	151	197
净利润	3385	4554	5242	6577
EPS	0.40	0.55	0.64	0.80
ROAA	1.94%	5.35%	5.02%	5.51%
ROAE	8.8%	11.3%	11.8%	13.3%

资产负债表 (百万)				
	08A	09E	2010E	2011E
现金及银行存款	57182	72889	71082	80082
结算备付金	2671	3378	5067	6333
交易性金融资产	9761	11225	12909	14845
存出保证金	514	1715	13019	14966
买入返售金融资产	0	0	0	0
可供出售金融资产	1126	3864	8507	7053
长期股权投资	300	330	363	400
固定资产	984	933	880	824
资产总额	74686	95584	113099	125803
交易性金融负债	0	0	0	0
卖出回购金融款	610	885	1194	1493
代理买卖证券款	33778	50667	63333	69666
应付款项	973	1490	1492	2208
负债总额	36049	53050	66079	73481
少数股东权益	275	301	331	371
普通股股东权益合计	38362	42233	46689	51951
负债及股东权益	74686	95584	113099	125803

分析师介绍

刘俊（武汉），武汉大学经济学硕士，现为长江证券研究部金融业分析师，具有金融领域 6 年的研究经历。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	（8621）68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	（8621）68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	（8621）68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	（8621）68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	（8621）68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	（8621）68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%～10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5%～5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。