

海通证券 (600837)

自营拖累净资产，但估值安全边际高

——2010 年中期业绩快报点评

	梁静	董乐
	021-38676850	021-38676650
	liangjing@gjt.com	dongle@gjt.com
	S0880200010278	S0880108063472

本报告导读：

公司业绩同比下滑 27%，符合预期，可供出售金融资产缩水导致净资产下滑；

PB 估值仅 1.6 倍，具备较高安全边际，维持增持评级。

投资要点：

- 海通证券发布业绩快报，上半年母公司实现营业收入 36.6 亿元，净利润 17.8 亿元，同比分别下降 4.33% 与 27.21%，业绩符合预期。预计公司上半年合并实现净利润 19.2 亿元，EPS0.23 元。2 季度母公司实现营业收入 18.1 亿元、净利润 8.3 亿元，环比分别下滑 2.5% 与 12%。公司期末净资产 423.6 亿元。
- 公司 2010 年较大规模参与了浦发银行与京东方等公司的定向增发，但随着市场重心的明显下跌，公司可供出售金融资产规模应有较大幅度的下滑，导致公司期末净资产在剔除 2 季度派发的 16.5 亿元红利后，仍下降 2.5 亿元。我们预计公司已于 2 季度末减持京东方股权，实现投资收益 3.5-4 亿元，公司主要重仓的 6 支股票目前仍有浮盈 2.3 亿元。
- 我们认为佣金率下滑导致佣金收入有所下滑，公司 1 季度股票基金净佣金率 1.23%，较 2009 年下降 9.4%，尽管低于上市券商平均水平，但在交易水平同比持平的背景下，预计佣金率下滑仍导致公司经纪佣金收入同比下滑 20% 左右。
- 上半年公司投行业务进步显著，完成股票公开发行 265 亿元，市场份额 7.95%，预计公司上半年实现承销收入 4.9 亿元，同比增加 18 倍。
- 在(日均成交额/上证指数)为(1700 亿元/2400 点)的假设下，预计公司 2010-2012 年 EPS0.38 元、0.55 元以及 0.65 元。目前动态 PE24 倍，处行业平均水平，6 月底 7.63 亿股的限售股解禁对公司股价有一定压力。但目前动态 PB 仅 1.64 倍，已处于历史最低位，安全边际高，长期投资价值开始显现，根据分部估值调低目标价至 13 元，维持增持评级。

财务摘要 (百万元)	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入	7,007	9,940	6,979	10,248	12,217
(+/-)%	-37.8%	41.9%	-29.8%	46.8%	19.2%
经营利润 (EBIT)	3,664	5,730	3,968	5,826	6,946
(+/-)%	-50.0%	56.4%	-30.8%	46.8%	19.2%
净利润	3,302	4,548	3,118	4,561	5,377
(+/-)%	-39.5%	37.8%	-31.4%	46.3%	17.9%
每股净收益 (元)	0.40	0.55	0.38	0.55	0.65
每股股利 (元)	0.10	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010A	2011A	2012A
经营利润率(%)	52.3%	57.6%	56.9%	56.9%	56.9%
净资产收益率(%)	8.6%	10.5%	7.6%	10.4%	11.4%
总资产收益率(%)	4.4%	3.8%	2.9%	3.9%	4.2%
市净率	2.0	1.7	1.8	1.7	1.6
市盈率	23.1	16.8	24.5	16.7	14.2
股息率(%)	1.1%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：**增持**

上次评级：**增持**

目标价格：**13.00**

上次预测：**18.00**

当前价格：**9.27**

2010.07.13

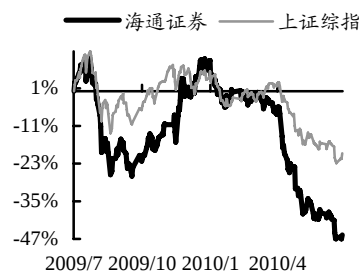
交易数据

52 周内股价区间 (元)	8.86-20.70
总市值 (百万元)	76,272
总股本/流通 A 股 (百万股)	8,228/4,766
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	58%
日均成交量 (百万股)	58
日均成交值 (百万元)	711

资产负债表摘要 (03/10)

股东权益 (百万元)	41,898.53
每股净资产	5.13
市净率	1.8
净负债率	7.3%

52 周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-13%	-42%	-48%
相对指数	-9%	-21%	-27%

相关报告

《佣金率环比持平，浮盈仍维持高位》	2010.04.28
《创新业务稳步推进》	2010.04.06
《创新全面开花，耕耘即将收获》	2010.02.22
《费用计提高于预期，主业发展态势良好》	2010.01.14
《业务发展态势良好，创新业务值得期待》	2009.12.21

模型更新时间: 2010.07.13

股票研究

金融

综合金融

海通证券 (600837)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 13.00

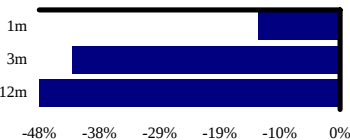
上次预测: 18.00

当前价格: 9.27

公司网址

www.htsec.com

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

8.86-20.70

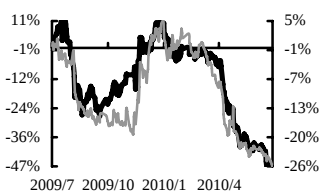
市值 (百万)

76,272

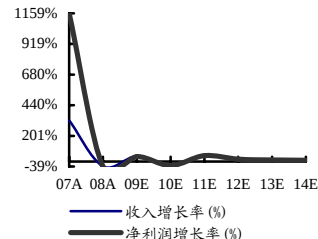
财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
营业收入	11,265	7,007	9,940	6,979	10,248	12,217	13,907	15,629
代理买卖证券业务净收入	5,612	4,023	6,274	4,417	4,857	5,340	5,605	5,883
市场日均股票基金成交额 (亿元)	1,110	2,238	1,700	1,870	2,057	2,160	2,268	2,381
公司经纪份额	3.94%	4.25%	4.14%	4.27%	4.35%	4.44%	4.53%	4.62%
公司股票基金成交额 (亿元)	36,938	23,193	45,253	35,398	39,717	44,562	47,726	51,115
公司股票基金净佣金率	0.139%	0.162%	0.136%	0.122%	0.120%	0.117%	0.115%	0.113%
证券承销业务净收入	369	168	382	587	625	666	664	708
公司股票承销额 (亿元)	151	48	74	156	169	182	182	196
公司债券承销额 (亿元)	17	4	78	78	78	78	78	78
受托资产管理业务净收入	701	536	744	624	582	694	827	980
公司资产管理规模 (亿元)	3,498	7,473	6,697	5,047	6,633	9,047	12,346	16,629
投资收益+公允价值变动	3,582	1,041	1,039	-542	1,614	1,899	2,005	2,129
上证指数涨幅	-65%	80%	-27%	17%	19%	18%	17%	16%
股票投资规模 (亿元)	2,272	58	2,413	1,699	1,908	2,101	2,310	2,539
其中: 交易性金融资产	2,218	2	2,088	1,586	1,744	1,919	2,110	2,321
可供出售金融资产	54	56	326	113	164	183	199	218
基金投资规模 (亿元)	995	2,024	4,460	3,324	3,657	4,022	4,425	4,867
债券投资规模 (亿元)	258	7,843	6,298	4,782	5,261	5,787	6,365	7,002
利息收入	490	1,003	1,124	1,202	1,089	1,198	1,287	1,351
营业支出	3,941	3,342	4,210	3,011	4,421	5,271	6,000	6,743
税金及附加	416	335	475	396	581	692	788	886
业务及管理费用	3,268	2,953	3,725	2,615	3,841	4,579	5,212	5,857
营业利润	7,324	3,664	5,730	3,968	5,826	6,946	7,907	8,886
所得税	2,234	313	1,320	863	1,254	1,489	1,690	1,896
少数股东损益	103	83	114	129	154	223	332	511
净利润	5,457	3,302	4,548	3,118	4,561	5,377	6,027	6,622
资产负债表								
货币资金	80,276	57,182	88,432	71,266	79,678	87,202	94,891	103,091
交易性金融资产	3,452	9,761	12,897	10,295	10,972	11,762	12,638	13,587
可供出售金融资产	2,767	1,126	6,271	10,295	10,972	11,762	12,638	13,587
长期股权投资	321	300	610	707	819	950	1,101	1,276
资产合计	95,345	74,686	120,727	106,397	118,279	129,057	140,141	151,975
代理买卖证券款	53,686	33,778	66,580	71,907	77,659	83,872	90,582	97,828
应付职工薪酬	596	670	861	698	1,025	1,222	1,391	1,563
负债总计	58,462	36,049	76,208	78,115	84,971	92,005	99,502	107,574
股东权益合计	36,884	38,637	44,519	41,307	44,044	47,270	50,886	54,860
每股净资产	8.97	4.70	5.41	5.02	5.35	5.75	6.18	6.67
收入构成								
经纪佣金	50%	57%	63%	63%	47%	44%	40%	38%
承销	3%	2%	4%	8%	6%	5%	5%	5%
资产管理	6%	8%	7%	9%	6%	6%	6%	6%
自营收入	32%	15%	10%	-8%	16%	16%	14%	14%
利息收入	4%	14%	11%	17%	11%	10%	9%	9%
其它	5%	3%	4%	10%	14%	20%	25%	29%
财务指标								
成长性								
经纪份额增长率	21%	8%	-2%	3%	2%	2%	2%	2%
收入增长率	321%	-38%	42%	-30%	47%	19%	14%	12%
营业利润增长率	714%	-50%	56%	-31%	47%	19%	14%	12%
净利润增长率	1159%	-39%	38%	-31%	46%	18%	12%	10%
盈利能力及风险指标								
净资产收益率 (ROE)	15%	9%	10%	8%	10%	11%	12%	12%
总资产收益率 (ROA)	6%	4%	4%	3%	4%	4%	4%	4%
营业费用率	29%	42%	37%	37%	37%	37%	37%	37%
所得税率	29%	8%	22%	21%	21%	21%	21%	21%
自营资产/净资产	17%	28%	43%	50%	50%	50%	50%	50%
股票投资/净资产	6%	0%	5%	4%	4%	4%	5%	5%
估值比率								
PE	7.0	22.1	16.8	24.5	16.7	14.7	12.7	11.5
PB	1.0	2.0	1.7	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4
股息率	1.1%	1.1%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%

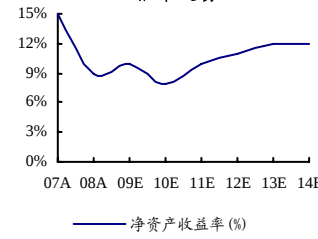
股票绝对涨幅和相对涨幅



利润率趋势



回报率趋势



经济业务指标

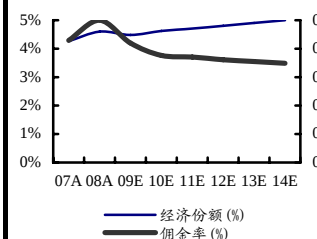


表 1 海通证券浮盈测算

	初始投资金额	持股数量	浮盈
浦发银行	1,992	120.10	-283.4
深发展 A	338	46.31	473.3
海信电器	276	15.00	-87.2
世茂股份	14	13.24	153.9
沈阳化工	149	15.60	-29.2
青岛碱业	63	13.00	2.0
合计	2,831	223.25	229.3

数据来源：公司公告，国泰君安证券

表 2 分部估值方法得出海通证券的合理价值在 13 元

	2009E	2010E	2011E	2012E
经纪业务				
每股收益 (元)	0.42	0.32	0.34	0.37
PE 倍数	20	20	20	20
每股价值 (元)	8.48	6.34	6.79	7.47
自营业务				
每股净资产 (元)	2.33	1.41	1.69	1.86
PB 倍数	1.1	1.1	1.1	1.1
每股价值 (元)	2.56	1.55	1.85	2.05
承销业务				
每股收益 (元)	0.01	0.02	0.02	0.02
PE 倍数	25	25	25	25
每股价值 (元)	0.35	0.54	0.58	0.62
资产管理				
集合理财规模 (亿元)	44	57	76	105
基金管理规模 (亿元)	386	335	342	405
Price/Aum	6%	6%	6%	6%
每股价值 (元)	0.31	0.29	0.30	0.37
现金价值 (元)	3.54	3.60	3.42	2.73
合计 (元)	15.25	12.32	12.95	13.23
创新溢价	0%	4%	10%	15%
每股价值 (元)	15.25	12.81	14.25	15.21

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		