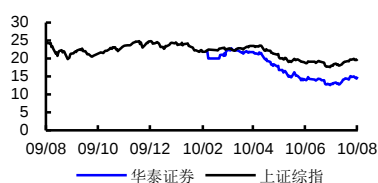


动态报告
金融
非银行金融
华泰证券(601688)
中性
2010 年中报点评

(维持评级)

2010 年 8 月 9 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

昨收盘 (元)	14.95
总股本/流通 A 股(百万股)	5,600.00/784.56
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	83,720.00/11,729.19
上证综指/深圳成指	2,658.39/10,942.93
12 个月最高/最低 (元)	22.92/12.63

财务数据

净资产值(百万元)	30,653.19
每股净资产(元)	5.47
市净率	2.73
资产负债率	70.56%
息率	

相关研究报告:

《华泰证券一季报点评: 投行弥补经纪, 实现收入微增》——2010-4-18

《华泰证券: 定睛经纪业务的第二大券商》——2010-2-3

非银行金融首席分析师: 邵子钦

电话: 0755-82130468

 E-mail: shaozq@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980210040001

证券业分析师: 田 良

电话: 0755-82130470

 E-mail: tianliang@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980210040008

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

主动降佣未能阻止份额下降

●**净利润同比下降 19% 原因:** 经纪业务收入同比下降 28%, 自营业务亏损 1.69 亿元。上半年公司实现营业收入 35.89 亿元, 较上年同期减少 5.77 亿元。其中, 经纪业务收入减少 9.49 亿元; 自营收入比上年减少 3.20 亿元; 尽管投行收入显著增加 6.92 亿元, 仍然无法弥补经纪和自营损失。

●**经纪: 主动降佣未能阻止市场份额下降。** 上半年公司平均净佣金率 0.085%, 同比下降 20.35%, 2 季度佣金率与 1 季度持平。股基经纪份额 5.98%, 同比降幅 5.94%, 2 季度环比下降 0.07 个百分点。可见降佣并未阻止份额下降。

●**自营: 上半年亏损 1.69 亿元。** 受 2 季度市场单边下跌影响, 公司自营业务单季度亏损 3.24 亿元。2 季度末自营规模 (交易性金融资产) 83.73 亿元, 其中股票投资规模 8.04 亿元, 较 2009 年末增加了 4.30 亿元。

●**投行: 收入规模已超越去年全年。** 公司上半年完成股票承销项目 17 家, 股票承销金额 128.69 亿元, 实现承销净收入 7.10 亿元, 承销规模与收入均超过去年全年, 市场份额由上年末的 3.38% 升至 3.87%。

●**预计 2010 年净利润 23.81 亿元,** 对应 EPS0.43 元, 年末净资产规模 321.85 亿元, 对应 BVPS5.75 元。

●**维持“中性”评级。** 2010 年公司动态 PE 为 35.17 倍, 高于行业平均的 28.81 倍; PB 为 2.60 倍, 低于行业平均的 3.04 倍, 佣金份额市价指数 1726, 略低于行业平均的 1875。考虑到公司 P*Q 降速快于同行, 基于市场份额最大的券商在佣金战中主动降价受损最大的判断, 维持“中性”评级。

财务摘要及估值

百万元	净资产	营业收入	净利润	EPS(元)	BVPS(元)	PE(倍)	PB(倍)
2007	9,201	13,360	5,627	9.68	15.83	1.54	0.94
2008	9,071	6,356	1,253	2.16	15.61	6.93	0.96
2009	13,921	9,563	3,795	5.94	21.78	2.52	0.69
2010E	32,185	6,839	2,381	0.43	5.75	35.17	2.60

净利润同比下降 19%

公司 2010 年 1-6 月公司实现净利润 14.20 亿元，同比下降 19%，全面摊薄每股收益 0.25 元，截至 6 月末公司净资产 306.53 亿元，每股净资产 5.47 元，全面摊薄 ROE 为 5.71%。

盈利下降原因：经纪业务收入同比下降 28%，自营业务亏损 1.69 亿元。上半年公司实现营业收入 35.89 亿元，较上年同期的 41.66 亿元减少 5.77 亿元，下降 13.9%。其中，经纪业务收入 24.18 亿元，较上年同期的 33.67 亿元减少 9.49 亿元，同比下降 28.2%；自营亏损 1.69 亿元与上年同期盈利 1.49 亿元相差 3.20 亿元；尽管投行实现承销收入 7.10 亿元，较上年同期的 0.18 亿元显著增加 6.92 亿元，仍然无法弥补经纪业务下滑和自营亏损造成的损失。

表 1：华泰证券财务摘要

百万元	2010 年 6 月 30 日	2009 年 12 月 31 日	较期初
总资产	104,903	98,802	6%
净资产	30,653	13,921	120%
股本	5,600	4,815	16%
BVPS	5.47	2.89	89%
	2010 年 1-6 月	2009 年 1-6 月	同比
营业收入	3,589	4,166	-14%
净利润	1,420	1,754	-19%
全面摊薄 EPS	0.25	0.39	-35%
ROE	5.71%	17.53%	

资料来源：公司财报

表 2：盈利驱动因素比较

亿元	经纪业务				投行业务			自营业务	
	股基权交易额	份额%	净佣金	净佣金率	股票主承销额	承销收入	自营收益	交易性金融资产规模	可供出售金融资产规模
2008Y	50,346	7.44	52.57	0.104%	34.28	2.53	-5.58	30.12	2.90
20091Q	14,656	6.72	14.78	0.101%	-	0.08	0.91	N/A	N/A
20092Q	16,942	6.08	18.89	0.112%	0.18	0.10	0.58	N/A	N/A
20091H	31,599	6.36	33.67	0.107%	0.18	0.18	1.49	N/A	N/A
2009Y	73,999	6.21	74.40	0.101%	120.88	5.35	4.07	61.60	12.59
20101Q	14,833	6.02	12.55	0.085%	49.72	2.30	1.55	64.73	21.84
20102Q	13,657	5.95	11.63	0.085%	78.98	4.80	-3.24	83.73	31.37
20101H	28,490	5.98	24.18	0.085%	128.69	7.10	-1.69	83.73	31.37

资料来源：公司财报、wind 资讯、国信整理

经纪：主动降佣未能阻止份额下降

受“佣金率”和“份额”双降影响，上半年公司实现经纪业务收入 24.18 亿元，同比下降 28%。

佣金率同比下降 20.35%。上半年经纪业务平均净佣金率为 0.085%，较去年同期的 0.107%下降了 20.35%，2 季度佣金率与 1 季度持平。由于大多数上市券商尚未披露中报，在此我们比较 1 季度佣金率数据，华泰净佣金率为上市券商中最低。

份额同比下降 0.38 个百分点。上半年公司股基权经纪份额 5.98%，较去年同期下降 0.38 个百分点，下降幅度为 5.94%，2 季度环比下降 0.07 个百分点。可见降佣并未阻止份额下降，当然母公司与华泰联合、信泰证券的网点整合在一定程度上也对市场份额产生负面影响。

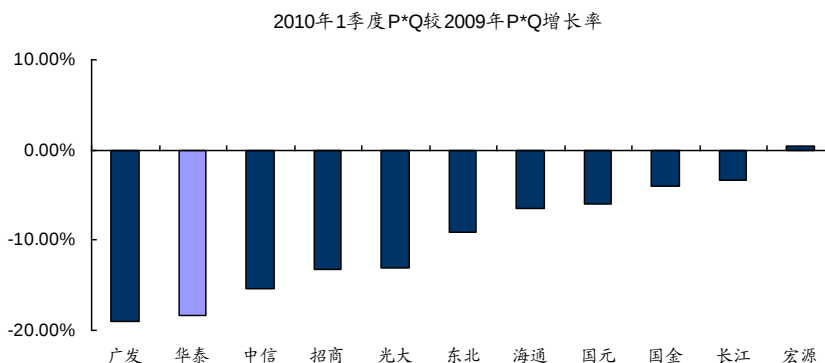
P*Q 降速高于同行。我们将佣金率作为 P，市场份额作为 Q，据此计算体现经纪业务价值的综合指标 P*Q。由于大多数上市券商尚未披露中报，在此我们比较 1 季度的情况，华泰证券 2010 年 1 季度较 2009 年 P*Q 下降 18.39%，高于除广发外的其他上市券商，2 季度公司 P*Q 环比继续下降 1.22%。

表 3：华泰系券商市场份额

时间	华泰证券		华泰联合		合计	
	市场份额	环比增速	市场份额	环比增速	市场份额	环比增速
1 月	3.93	-3.57%	2.11	-0.29%	6.00	-3.02%
2 月	3.91	-0.41%	2.17	2.88%	6.08	1.27%
3 月	3.87	-1.04%	2.09	-3.76%	5.95	-2.12%
4 月	3.82	-1.42%	2.03	-2.79%	5.83	-1.97%
5 月	4.05	6.05%	1.99	-1.98%	6.10	4.55%
6 月	3.96	-2.21%	2.07	3.83%	6.00	-1.57%
2010 年 1-6 月	3.91		2.07	-	5.98	-

资料来源：Wind 资讯

图 1：2010 年 1 季度 P*Q 较 2009 年 P*Q 降速



资料来源：公司财报、wind、国信整理

自营：上半年亏损 1.69 亿元

受 2 季度市场单边下跌影响，公司自营业务单季度亏损 3.24 亿元。2 季度末公司自营规模（交易性金融资产）83.73 亿元，其中股票投资规模 8.04 亿元，较 2009 年末增加了 4.30 亿元。

表 4: 交易性金融资产结构

项目	2010 年 6 月 30 日		2009 年 12 月 31 日	
	初始成本	公允价值	初始成本	公允价值
债券	70.36	70.90	40.36	40.50
基金	1.31	1.24	16.02	16.27
股票	9.57	8.04	4.03	3.74
国债	3.55	3.55	1.09	1.09
合计	84.78	83.73	61.49	61.60

资料来源：公司财报

投行：承销净收入 7.10 亿元

上半年华泰系券商已完成股票承销项目 17 家，股票承销金额 128.69 亿元，承销净收入 7.10 亿元，承销规模与收入均超过去年全年，市场份额由上年末的 3.38% 升至 3.87%。

表 5: 股票主承销统计

亿元、家	公司	发行家数	发行规模	市场份额	承销净收入
2009 年	华泰证券	3	77.99	2.18%	2.27
	华泰联合	6	42.89	1.20%	3.07
	合计	9	120.88	3.38%	5.35
2010 年 1-6 月	华泰证券	7	50.35	1.51%	2.77
	华泰联合	10	78.34	2.36%	4.33
	合计	17	128.69	3.87%	7.10

资料来源：wind

资管：上半年收入 0.54 亿元

截至 6 月末公司 9 只集合理财产品合计规模 64 亿元，市场份额 5.78%，排名第五，上半年实现资产管理收入 0.54 亿元。

表 6: 集合理财业务概况

简称	今年以来总回报(%)	同类排名	最新规模(亿元)	成立日期	投资类型
华泰紫金 1 号	-2.04	25/26	4.32	2005-12-6	混合债券型二级基金
华泰紫金 2 号	-20.29	49/56	11.76	2006-8-7	平衡混合型基金
华泰紫金 3 号	-13.01	32/56	11.50	2007-3-6	平衡混合型基金
华泰紫金策略优选			2.60	2010-2-9	平衡混合型基金
华泰紫金鼎步步为盈	-1.99	24/26	4.56	2008-10-27	混合债券型二级基金

华泰紫金鼎锦上添花	-13.42	38/56	3.46	2009-3-19	平衡混合型基金
华泰紫金鼎造福桑梓	-20.22	48/56	3.12	2008-10-27	偏股混合型基金
华泰紫金现金管家	0.75	3/3	10.90	2009-8-25	货币市场型基金
华泰紫金优债精选	1.09	15/26	9.63	2009-5-12	混合债券型二级基金

资料来源: wind

维持“中性”投资评级

市场假设:

- ✓ 2010 年上证综合指数均值 2500 点
- ✓ 年度股票换手率 263%
- ✓ 2010 年日均股票成交额 1727 亿元

表 7: 市场假设

单位: 亿元	2007	2008	2009	2010E
指数点位	5,261	1,821	3,277	2,500
换手率	765%	376%	547%	263%
市场股票融资额	7,441	2,962	5,149	6,000
流通比例	19%	37%	65%	89%
总市值	327,140	121,366	243,939	191,380
流通市值	63,729	45,214	151,259	170,959
日均股票交易额	1,859	1,071	2,194	1,727

资料来源: 国信证券经济研究所

公司假设:

2010 年业绩预测基于以下假设:

- ✓ 经纪业务: 市场份额 5.85%
- ✓ 经纪业务: 佣金率降至 0.081%
- ✓ 投行业务: 市场份额提升至 8.44%
- ✓ 自营业务: 实现自营收入-1.41 亿元

预计 2010 年净利润 23.81 亿元。基于以上假设, 预计 2010 年公司实现净利润 23.81 亿元, 对应 EPS0.43 元, 年末净资产规模 321.85 亿元, 对应 BVPS5.75 元。

维持“中性”评级。2010 年公司动态 PE 为 35.17 倍, 高于行业平均的 28.81 倍; PB 为 2.60 倍, 低于行业平均的 3.04 倍, 佣金份额市价指数 1726, 略低于行业平均的 1875。考虑到公司 P*Q 降速快于同行, 基于市场份额最大的券商在佣金战中主动降价受损最大的判断, 维持“中性”评级。

表 8: 华泰证券盈利预测表

	2008	2009	2010E		2008	2009	2010E
利润表摘要 (人民币百万元)				年增长率 (%)			
手续费及佣金净收入	5,498	8,123	5,671	手续费及佣金净收入	-38%	48%	-30%
代买卖证券业务	5,059	7,440	4,520	代买卖证券业务	-39%	47%	-39%
证券承销业务	253	535	973	证券承销业务	-22%	111%	82%
客户资产管理业务	185	149	178	客户资产管理业务	-18%	-20%	20%
利息净收入	708	679	900	投资收益	-81%	-1%	-63%
投资收益	625	619	230	营业收入	-52%	50%	-28%
公允价值变动损益	-769	123	-119	净利润	-77%	189%	-37%
营业收入合计	6,356	9,563	6,839	总资产	-33%	90%	-27%
营业税金及附加	325	469	335	净资产	-2%	42%	131%
业务及管理费	3,315	3,755	2,685	每股盈利及估值指标 (人民币元)			
营业支出合计	4,656	4,228	3,478	EPS	0.28	0.79	0.43
利润总额	1,687	5,321	3,338	BVPS	2.02	2.89	5.75
归属母公司所有者净利润	1,253	3,795	2,381	PE	53.69	18.97	35.17
资产负债表摘要 (人民币百万元)				PB	7.42	5.17	2.60
结算备付金	4,239	14,414	8,670	每股股息	-	-	-
交易性金融资产	3,012	6,160	6,500	股息支付率	0%	0%	0%
可供出售金融资产	290	1,259	3,000	盈利能力 (%)			
持有至到期投资	5	5	6	ROE	13.81%	27.26%	7.40%
资产总计	51,921	98,802	72,011	ROA	2.72%	4.14%	3.56%
负债合计	41,984	84,667	39,334	业务状况 (%)			
股本	4,500	4,815	5,600	经纪业务市场份额	6.63%	6.16%	5.85%
归属母公司所有者权益	9,071	13,921	32,185	经纪业务佣金率	0.113%	0.101%	0.081%
所有者权益合计	9,937	14,134	32,677	承销业务市场份额	2.36%	3.38%	8.44%

资料来源: 国信证券经济研究所

表 9: 证券行业 PE、PB

简 称	评 级	EPS (元)			PE (倍)			BVPS (元)			PB (倍)		
		2008	2009	2010E	2008	2009	2010E	2008	2009	2010E	2008	2009	2010E
中信	谨慎推荐	1.10	1.35	0.49	11.82	9.61	26.82	8.33	9.29	7.51	1.56	1.40	1.73
海通	中性	0.40	0.55	0.39	25.54	18.54	26.30	4.66	5.28	5.66	2.20	1.94	1.81
华泰	中性	0.28	0.79	0.43	53.69	18.97	35.17	2.02	2.89	5.75	7.42	5.17	2.60
广发	谨慎推荐	1.54	2.35	1.09	21.74	14.28	30.78	5.96	8.19	8.12	5.62	4.09	4.12
光大	中性	0.47	0.83	0.44	36.47	20.81	39.13	3.64	6.57	6.77	4.73	2.62	2.54
招商	中性	0.63	1.04	0.97	35.66	21.48	22.95	2.45	6.30	6.83	9.12	3.54	3.27
宏源	中性	0.37	0.79	0.78	47.86	22.51	22.87	3.41	4.48	5.20	5.21	3.96	3.41
东北	中性	0.71	1.43	0.59	34.39	16.99	40.97	3.88	4.78	5.22	6.25	5.07	4.64
国元	中性	0.36	0.53	0.46	37.19	25.05	28.59	3.23	7.70	7.68	4.10	1.72	1.72
长江	中性	0.42	0.63	0.60	29.46	19.53	20.55	2.75	4.20	4.44	4.49	2.94	2.78
国金	中性	1.51	0.52	0.41	9.97	29.21	36.67	4.33	2.59	3.03	3.48	5.82	4.97
成大	谨慎推荐	1.04	1.51	1.09	26.58	18.37	25.51	5.51	7.07	8.16	5.03	3.92	3.40
教东	谨慎推荐	1.50	2.52	1.69	20.46	12.21	18.15	8.45	10.62	12.31	3.64	2.90	2.50
平均	中性	-	-	-	30.06	19.04	28.81	-	-	-	4.83	3.47	3.04

注：假设中信建投按照 2.22 倍 PB 卖出其持有的 53%中信建投股权，以 5.49%倍 P/AUM 出售 51%华夏基金股权；假设广发证券以 1.5 倍 PB 出售其持有的 60.35%广发华福股权

资料来源：国信证券经济研究所

表 10: 证券行业 P/MS

简 称	评 级	总市值(亿元)	经纪业务市场份额(%)	单位份额市价指	佣金率(%)	佣金份额市价指数
				数		
中信	谨慎推荐	1,295	5.21	249	0.085	2,922
海通	中性	843	4.01	210	0.114	1,850
华泰	中性	837	5.98	140	0.081	1,726
广发	谨慎推荐	839	4.47	188	0.095	1,977
光大	中性	588	3.13	188	0.097	1,935
招商	中性	801	4.08	196	0.098	2,004
宏源	中性	259	1.32	197	0.138	1,425
东北	中性	155	0.76	204	0.128	1,598
国元	中性	260	1.07	242	0.129	1,873
长江	中性	268	1.62	165	0.133	1,244
国金	中性	151	0.69	219	0.123	1,775
成大	谨慎推荐	251	1.11	225	0.095	2,367
教东	谨慎推荐	176	1.11	159	0.095	1,673
平均	中性	-	-	199	0.109	1,875

注：假设中信建投按照 2.22 倍 PB 卖出其持有的 53%中信建投股权，以 5.49%倍 P/AUM 出售 51%华夏基金股权；假设广发证券以 1.5 倍 PB 出售其持有的 60.35%广发华福股权

资料来源：国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82133766
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130432
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	陈 玲	0755-82130646
				杨 森	0755-82133343
				李筱筠	010-66026326
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010- 66026308	孙菲菲	0755-82130722
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝 彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908	严蓓娜	021-60933165
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82138922	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
陈 健	010-66215566	李遵庆	0755-82133055	高 宇	0755- 82133538
苏绍许	021-60933144			侯慧娣	021-60875161
				张 旭	010-66026340
				蔺晓熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	彭怡萍	0755-82133528	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	刘舒宇	0755-82133568	林晓明	0755-25472656
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	赵斯尘	021-60875174
周 琦	0755-82133568	刘 洋		程景佳	021-60933166
赵学昂	0755-66025232			郑 云	021-60875163
				毛 甜	021-60933154
交易策略					
戴 军	0755-82133129				
秦国文	0755-82133528				
徐左乾	0755-82133090				
黄志文	0755-82133928				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李 锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						黎 敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn	
						徐 冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	