

证券III

署名人: 张镭

执业证书编号: S0960209060260

0755-82026570

zhanglei@cjis.cn

参与人: 陈剑涛

执业证书编号: S0960109064007

0755-82026832

chenjiantao@cjis.cn

6-12个月目标价:

当前股价: 14.95元

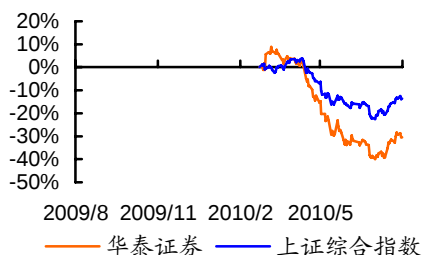
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2638.52
总股本(百万)	5600
流通股本(百万)	785
流通市值(亿)	113
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	2.52
资产负债率	85.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
华泰证券	14.09	-19.81	0.00
上证综合指数	10.73	-6.94	-11.91



相关报告

《华泰证券-盈利表现显著低于预期》
2010-4-17

《华泰证券-温良仁厚，敦行致远!》
2010-2-25

《华泰证券-强劲国资背景铸造国内券商新
旗舰!》2010-2-4

华泰证券

601688

推荐

利润同比实现增长，业绩表现低于预期

2010年8月7日，华泰证券发布2010年半年报。根据披露，公司2010年上半年实现归属于母公司净利润14.2亿元，同比增长11.26%，每股收益0.25元（全面摊薄），同比下降10.60%，整体看，公司利润同比出现增长，但业绩表现低于预期（我们之前预计公司上半年EPS 0.43元）。

投资要点:

- **公司经纪业务和承销业务的优异表现是公司利润同比实现增长的主因。**截至2010年6月底止，公司实现经纪业务收入24.18亿元，同比上升20.45%，实现承销业务收入7.1亿元，同比增长3740.19%，自营业务收入相对于去年的正增长，录得亏损1.69亿元，同比下滑213.26%；此外，公司管理费用支出16.27亿元，同比大幅上升114.18%，相关因素导致公司管理费用率从2009年同期的29.97%，大幅飙升至2010年6月底止的45.34%，升幅51.3%，整体看，公司利润增长主要来自经纪和承销的贡献，而自营业务的糟糕表现和管理费用的向上压力则成为公司业绩表现低于预期的主因。
- **经纪业务市场份额升势明显，佣金率下滑趋势开始趋缓。**截至2010年6月底止，公司经纪业务市场份额为5.66%，相对于2009年的4.86%显著攀升，市场份额提高0.8个百分点，升幅16.46%；佣金率方面，2009年3季度-2010年2季度，公司股基权综合佣金率分别为0.1631%，0.1059%，0.0846%和0.0851%，公司佣金率自2009年3季度以来连续三个季度出现显著下滑后，下滑趋势已开始趋缓并出现小幅回升。
- **股票承销市场份额轻微下滑，债券承销趋势持续向好。**截至2010年6月底止，公司股票承销额和债券承销额分别为136亿和53亿元，市场份额分别为3.63%和1.98%，市场份额与2009年的3.67%和1.42%相比，股票承销的市场份额出现轻微下滑，债券承销的市场份额出现一定幅度的上升，2010年上半年公司承销总额189亿元，行业排名11位，与2009年持平。
- **自营资产规模升势明显，以债券类资产为主，自营业务亏损局面可望在三季度得到一定程度缓解。**截至2010年6月底止，公司各类自营资产115.1亿，相对于2010年1季末的86.57亿，显著加仓28.53亿，增幅32.96%；此外，公司自营资产/净资产的占比为37.27%，比2010年1季末的28.39%，显著上升8.87个百分点。公司2季度自营资产以债券类资产为主，债券类资产与自营资产的占比为76.67%，

主要财务指标

	2009	2010e	2011e	2012e
营业收入(百万元)	9,563.22	8,554.77	10,113.08	10,525.55
增长率(%)		-10.55%	18.22%	4.08%
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	3,795.29	3,300.78	3,900.75	4,060.87
增长率(%)		-13.03%	18.18%	4.10%
EPS	0.68	0.59	0.70	0.73
增长率(%)		-13.32%	18.18%	4.10%

资料来源: 中投证券研究所

- 权益类自营资产与自营资产的占比仅为 23.33%。鉴于资本市场已于 7 月份开始反弹，预计公司自营业务亏损局面可望在三季度得到一定程度的缓解。
- **盈利预测：**在股票日均交易额分别为 2050、2150、2250 亿元的假设下，我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.59、0.70 和 0.73 元，对应 10 年动态 PE 25.34 倍（2010 年 8 月 6 日收盘价 14.95 元）。
- **投资建议：**公司系处于高速发展中的大型券商，自 2010 年 2 月 IPO 成功融资 155 亿后，资本实力已得到大大提高，公司在提升业务规模以及获取新业务牌照方面的资本障碍已经消除，在 2010 年融资融券和股指期货等创新业务领域将受益明显，维持公司“推荐”评级。
- **风险提示：**宏观经济环境和资本市场运行趋势是证券行业生存与发展的基本土壤，2010 年中国宏观经济环境和资本市场运行趋势具有较大的不确定性，券商业绩存在同比大幅下滑的可能。

表 1: 公司经营情况同比数据

利润表 (单位: 百万元)	2009 中报	2010 中报	同比
一、营业收入	2,534.90	3,588.68	41.57%
手续费及佣金净收入	2,092.05	3,181.33	52.07%
经纪业务	2,007.10	2,417.52	20.45%
承销	18.50	710.30	3740.19%
资产管理	66.46	53.52	-19.47%
利息净收入	139.83	443.39	217.08%
投资+公允	149.23	-169.02	-213.26%
汇兑净收益		0.06	—
其他业务收入	4.82	6.86	42.32%
二、营业支出	878.04	1,808.96	106.02%
营业税金及附加	122.42	179.96	47.01%
管理费用	759.72	1,627.14	114.18%
资产减值损失	-6.06		—
三、营业利润	1,656.86	1,779.72	7.42%
四、利润总额	1,653.00	1,778.29	7.58%
减: 所得税	376.36	335.76	-10.79%
五、净利润	1,276.64	1,442.52	12.99%
归属于母公司所有者的净利润	1,276.64	1,420.35	11.26%
六、每股收益:			
(一) 基本每股收益(元)	0.28	0.25	-10.60%

资料来源: 公司公告 中投证券研究所

表 2 华泰证券 2010-2012 盈利预测表

利润表 (单位: 百万元)	2009-12-31	2010-12-31E	2011-12-31E	2012-12-31E
一、营业收入	9,563.22	8,554.77	10,113.08	10,525.55
手续费及佣金净收入	8,122.86	7,255.73	8,478.05	8,904.59
其中: 代理买卖证券业务净收入	7,439.51	5,702.31	5,980.47	6,258.63
证券承销业务净收入	534.82	767.75	995.54	1,128.19
受托客户资产管理业务净收入	148.53	124.45	96.77	98.32
利息净收入	678.65	1,026.42	956.87	938.79
投资+公允	407.49	252.15	656.71	659.70
汇兑净收益	-0.27	-0.32	-0.39	-0.46
其他业务收入	19.80	20.79	21.83	22.92
二、营业支出	4,227.85	4,114.34	4,863.14	5,062.01
营业税金及附加	468.57	427.74	505.65	526.28
管理费用	3,754.85	3,678.55	4,348.63	4,525.99
资产减值损失	-2.89	0.00	0.00	0.00
三、营业利润	5,335.37	4,440.42	5,249.94	5,463.54
加: 营业外收入	26.66	29.32	32.25	35.48
减: 营业外支出	40.90	0.00	0.00	0.00
四、利润总额	5,321.12	4,469.75	5,282.20	5,499.02
减: 所得税	1,234.46	1,117.44	1,320.55	1,374.75
五、净利润	4,086.66	3,352.31	3,961.65	4,124.26
归属于母公司所有者的净利润	3,795.29	3,300.78	3,900.75	4,060.87
六、每股收益:				
(一) 基本每股收益(元)	0.68	0.59	0.70	0.73

资料来源: 中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张 镭, 中投证券研究所首席行业分析师。

陈剑涛, 中投证券研究所证券行业分析师。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434