

审慎推荐 A (首次)**华泰证券** 601688.SH

目标估值: NA

当前股价: 14.95 元

2010 年 8 月 9 日

投资亏损和费用上升拖累业绩**基础数据**

上证综指	2658
总股本(万股)	560000
已上市流通股(万股)	78456
总市值(亿元)	837
流通市值(亿元)	117
每股净资产(MRQ)	5.5
ROE(TTM)	17.0
资产负债率	70.6%
主要股东	江苏省国信资产管理
主要股东持股比例	24.4%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	16	-25	-25
相对表现	4	-17	-7

**相关报告**

1、《华泰证券新股询价报告》
2010/2/3

洪锦屏

0755-82960071
hongjinp@cmschina.com.cn
S1090210070016

罗毅

0755-82940797
luoyi@cmschina.com.cn
S1090208070228

华泰证券中期业绩略低预期主要由于投资收益亏损较多和费用率大幅上升。

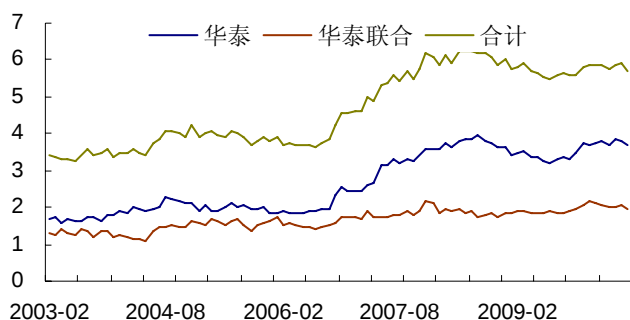
- **二季度投资亏损拖累业绩下降。**华泰证券 2010 年上半年实现营业收入 35.9 亿元, 同比下降 14%, 归属于母公司的净利润 14.2 亿元, 同比下降 19%, 每股收益 0.27 元, 每股净资产 5.47 元, 其他综合收益浮亏 2 亿元。公司二季度仅实现净利润 3.8 亿元, 投资业务亏损 2.7 亿元而管理费用环比反而提升 10%, 导致业绩略低于我们的预期。
- **佣金费率企稳, 市场份额同比下降, 环比稳定。**上半年市场总成交额 27 万亿元, 同比增长 1.56%, 日均 2286 亿元, 公司的市场份额 5.4%, 较去年同期下降 0.4 个百分点, 手续费率 0.085%, 同比下降 20%, 份额和费率的双重下降导致股基代理买卖证券业务净收入同比下降 28%。而环比来看费率较一季度有所回升, 显示佣金战得到一定的缓解, 但这种反弹能否持续还需要观望。
- **权益投资相对规模下降, 绝对规模上升。**上半年自营合计亏损 3.82 亿元(考虑可供出售浮亏的 2.13 亿元), 投资收益率-3%, 债券占比 73%。公司在一季度完成 IPO, 在可用资金大幅增加的情况下二季度顺势扩大了自营投资的规模, 期末交易性和可供出售类金融资产绝对规模增加约 30 亿元。募集资金在其他业务上的运用效率尚未体现, 而在股市下跌 22% 的二季度率先在自营投资上带来亏损, 成为导致公司业绩下降的直接原因。
- **承销收入环比大增, 受托资产规模大幅缩水。**承销收入环比大幅增长 109%, 上半年共主承销 14 个 IPO 项目、3 个非公开发行项目。中期末受托管理资产规模 63.6 亿元, 较 09 年末的 148 亿元大幅缩水, 导致管理费收入同比下降。
- **募集资金将逐步发挥效用, 资本密集型的融资融券、直投等领域将成为公司未来的盈利增长点。**自营规模不合时宜的增加、管理费激增等短期因素在下半年将逐渐平滑, 经纪业务佣金费率的企稳反弹和三季度股市投资改善前提下, 业绩将环比好转。我们预计 2010-12 年的 EPS 分别为 0.59、0.77 和 0.86 元, 给与审慎推荐的评级。

- **风险因素:** 佣金费率继续下降, 股市大幅向下调整。

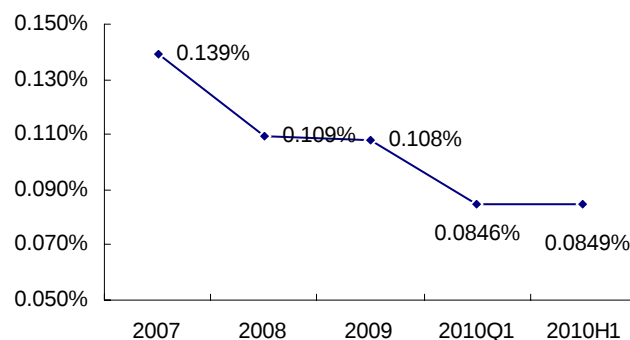
财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	6356	9563	8339	10079	11325
同比增长	-52%	50%	-13%	21%	12%
营业利润(百万元)	1700	5335	4657	6029	6773
同比增长	-80%	214%	-13%	29%	12%
净利润(百万元)	1253	3795	3308	4284	4813
同比增长	-78%	203%	-13%	30%	12%
每股收益(元)	0.22	0.68	0.59	0.77	0.86
PE	66.8	22.1	25.3	19.5	17.4
PB	7.4	5.2	2.7	2.6	2.6

资料来源: 招商证券

图1：华泰证券股票市场份额


资料来源：WIND，招商证券研发中心

图2：华泰手续费率企稳反弹


资料来源：公司报表，WIND，招商证券研发中心

表1：各季度业绩回顾

(百万元)	09Q4	2010Q1	2010Q2
营业收入	2,546	1,943	1,646
管理费用	1,225	766	861
营业税金及附加	130	93	87
投资净收益	243	178	(110)
营业利润	1,295	1,082	697
归属母公司净利润	969	826	594
EPS (元)	0.20	0.16	0.27
主要比率			
管理费用率	48.12%	39.44%	52.31%
营业利润率	50.84%	55.71%	42.37%
有效税率	23.31%	22.99%	12.46%
净利率	38.06%	42.53%	36.09%

资料来源：招商证券

表 2: 盈利预测表

单位: 亿	09A	10E	11E
一、营业收入	36.91	83.39	100.79
手续费净收入	33.64	68.13	82.25
其中: 代理买卖证券业务净收入	25.72	58.26	69.59
证券承销业务净收入	1.81	8.02	10.43
委托管理资产业务净收入	6.11	1.86	2.23
利息净收入	4.99	8.82	9.70
投资净收益	11.13	5.20	6.81
公允价值变动净收益	-13.16	1.02	1.79
汇兑净收益	-0.12	0.00	0.00
其他业务收入	0.43	0.22	0.24
二、营业支出	20.25	36.82	40.50
营业税金及附加	1.82	4.17	5.04
业务及管理费	14.69	32.52	35.28
资产减值损失	3.71	0.05	0.09
其他业务成本	0.02	0.08	0.10
三、营业利润	16.66	46.57	60.29
加: 营业外收入	0.84	0.29	0.32
减: 营业外支出	0.21	0.44	0.48
四、利润总额	17.29	46.43	60.13
减: 所得税费用	2.74	11.61	15.03
五、净利润	14.55	34.82	45.10
归属于母公司所有者的净利润	13.68	33.08	42.84
少数股东损益	0.87	1.74	2.25
每股收益 (元)	0.47	0.59	0.77

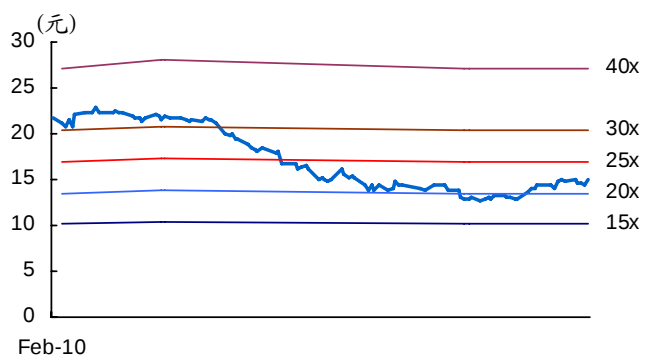
资料来源: 招商证券研发中心

表 3: 估值对比表

公司	代码	EPS			盈利增长率			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿元)
		08	09	10E	08	09	10E	08	09	10E			
中信证券	600030	0.73	0.90	1.27	-41%	23%	41%	17.8	14.5	10.3	2.0	14.2%	1295
海通证券	600837	0.40	0.55	0.52	-75%	38%	-6%	25.6	18.6	19.8	1.9	10.2%	843
广发证券	000776	1.23	1.87	1.34	-76%	52%	-28%	27.2	17.9	25.0	5.1	5.3%	839
光大证券	601788	0.47	0.83	0.73	-71%	77%	-12%	36.6	20.7	23.6	2.6	11.3%	588
长江证券	000783	0.42	0.80	0.72	-70%	90%	-10%	29.4	15.4	17.1	2.8	16.3%	268
国元证券	000728	0.36	0.53	0.50	-77%	47%	-5%	36.8	25.0	26.4	1.8	8.1%	260
西南证券	600369	0.07	0.51	0.50	-85%	629%	-2%	203.6	27.9	28.5	5.5	18.7%	271
宏源证券	000562	0.30	0.77	0.88	-78%	157%	14%	59.1	23.0	20.2	3.8	18.2%	259
太平洋	601099	-0.43	0.28	0.23	-196%	-165%	-18%	-28.6	43.9	53.4	9.9	19.6%	185
东北证券	000686	0.69	1.41	0.85	-64%	104%	-40%	35.2	17.2	28.5	4.8	28.0%	155
国金证券	600109	0.755	0.52	0.54	-43%	-31%	4%	20.0	29.0	27.8	5.6	18.7%	151
华泰证券	601688	0.28	0.82	0.59	-78%	193%	-28%	53.4	18.2	25.3	2.7	12.8%	837
合计		0.44	0.82	0.72		86%	-11%	43.0	22.6	25.5	2.9	7.9%	496

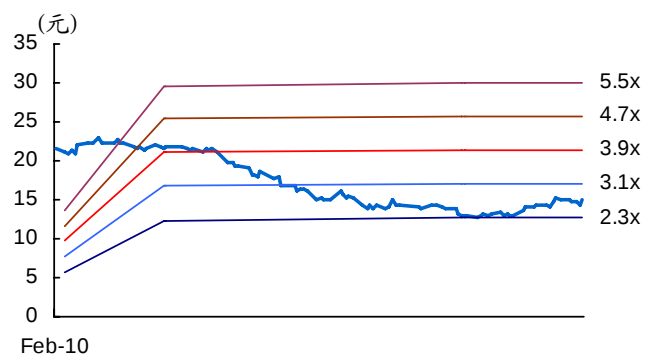
资料来源: 招商证券

图 3: 华泰证券历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 4: 华泰证券历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

罗毅，CFA：毕业于英国诺丁汉大学 Sir Clive Granger（03 年诺贝尔经济学奖获得者）经济学院，经济金融学硕士学位，华南理工大学金融学学士，于业内最先发现保险股潜在投资价值，建立保险行业的分析框架，对证券行业理解深刻。获得新财富非银行金融最佳分析师 2008 年度第二名，2007 年度第三名，证券市场周刊水晶球奖非银行金融最佳分析师 2008 年第三名，2007 年度第二名，金融时报 (FINANCIAL TIMES) 2007 年度最佳分析师金融行业第二名，目前为招商证券金融行业研究副董事

洪锦屏：华南理工大学管理学硕士，2008 年 7 月加入招商证券，从事金融行业研究

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20% 以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20% 之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5% 以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。