

华泰证券 (SH. 601688)



经纪业务发展求变，自营业务浮亏待重估

——中报点评

背景描述：

2010年8月7日华泰证券(601688)发布了2010年中期业绩公告。数据显示，公司上半年扣除非经常损益后实现净利润14.21亿元，同比下降19.04%；每股收益为0.2663元，同比下降31.75%。经营状况好于行业平均水平。

点评要点：

◇经纪：打造FC团队营造竞争新格局

经纪业务发展呈现“双降”：一是整体经纪业务收入占比呈下降趋势，二是前十大券商的市场份额占比呈下降趋势。鉴于此，华泰证券等一批国内实力券商正倾力打造强大的证券投资顾问（FC）团队，以谋求并推进经纪业务转型，从而跳出经纪业务竞争即“佣金战”的非良性怪圈。

◇自营：增仓时机暂时冲销了较优的资产配置

据我们推断，公司二级市场投资的时机可能出现在一季度前后。因此，尽管公司的投资标的以大消费题材为主，但增仓时机的错位仍致使公司的该项业务浮亏比例达30%左右。

◇投行业务呈现亮点，贡献有限

报告期内，受益于国家新股发行政策的改变，公司实现证券承销业务净收入7.1亿元，承销份额占A股市场的将近10%，利润贡献度将近50%。逐渐显示出了较强的业务综合开拓能力。

◇投资策略

大的层面来看，下半年国家政策的重点可能在于两个方面，一是适时监控通胀发展趋势，二是坚定不移地进行经济结构调整。显然，这两个方面在政策实施上是相互排斥的；因此我们认为，货币政策的量化环境可能继续呈现松紧频繁交替的现象，财政政策整体表现则可能是“紧中有松”。如此以来，对指数在年内就摆脱颓势表现的期盼虽不能期望过高，但下半年出现年内低点的可能性正在逐渐减弱，年内低点可能就是2季度的季末收盘点位；下半年的季度低点可能出现在本年的4季度。此外，就日均交易额的预测值来看，日均交易额的低点可能出现在2010年的3季度，而在4季度，则有回升迹象。

受此影响，华泰证券虽在经纪业务和投行业务方面呈现出较好发展态势，但全年业绩与去年同期相比难有较好表现。我们预测全年EPS可能在0.45-0.5元左右，对应理论股价为16-18元左右；予以中性评级。

证券业

评级：中性（首次）

目标价格：16-18元左右

上次预测：

当前价格：¥14.82

2010.8.9

基础数据

总市值（亿元）	829.20
总股本/流通A股（亿股）	56.00/7.85
流通市值（亿元）	116.27
每股净资产（元）	5.47
净资产收益率（%）	5.71

交易数据

上市以来股价区间（元）	12.45-23.31
12个月滚动市盈率（倍）	15.94
PEG（倍）	1.05
市净率（倍）	2.71

上市以来股价走势图



孙亚超 执业编号：S0820109060528

张欣

电话

021-32229888*3506

邮箱

sunchaoe@ajzq.com

相关报告

证券业下半年策略

2010-06-04

财报显示：截止2010年6月30日，公司总资产10,490,321.60万元，较年初增长6.18%。2010年1—6月，营业收入358,868.06万元，较上年同期减少13.93%；利润总额177,828.51万元，较上年同期减少29.01%；归属于母公司所有者的净利润142,034.76万元，较上年同期减少19.02%。报告期公司经营业绩同比下降的主要原因为：由于行业竞争日趋激烈，经纪业务佣金持续下降，公司代理证券买卖业务净收入同比下降了28.24%；受股市下跌影响，公司股票投资出现一定程度的亏损，投资净收益和公允价值变动净收益同比分别下降了76.43%和220.15%。

◇经纪：打造FC团队营造竞争新格局

目前，母公司有127家营业部，加上华泰联合的56家营业部；华泰证券共计拥有183家营业部，位居国内券商营业部数量前三。

表 1：营业部数量前十大券商

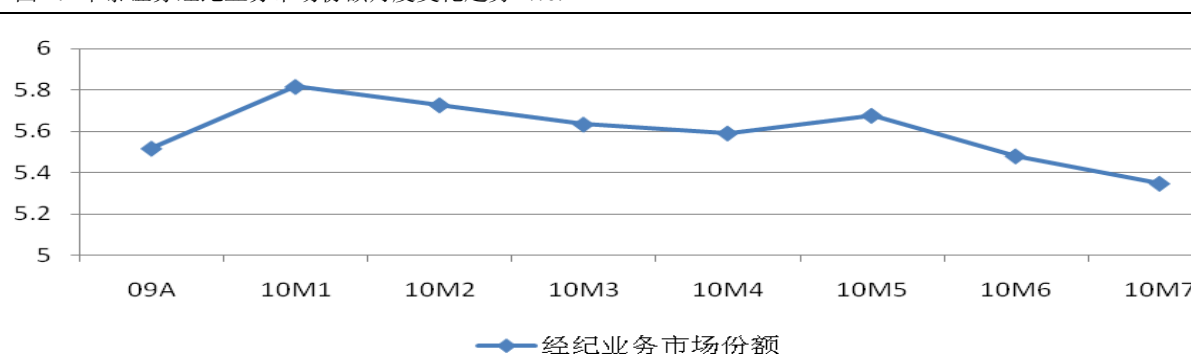
会员名称	营业部数量	市场份额（%）
中国银河证券股份有限公司	206	4.74
广发证券股份有限公司	187	4.31
国泰君安证券股份有限公司	179	4.12
海通证券股份有限公司	179	4.12
申银万国证券股份有限公司	144	3.32
齐鲁证券有限公司	135	3.11
华泰证券股份有限公司	127	2.92
中信建投证券有限责任公司	119	2.74
安信证券股份有限公司	109	2.51
光大证券股份有限公司	102	2.35

数据来源：上交所，爱建证券研究发展总部

说明：表中数据未包括华泰联合证券，数据截至2010年7月

经纪业务发展呈现“双降”：一是整体经纪业务收入占比呈下降趋势；08年经纪业务收入整体占比为70.5%，09年为69.23%，10年上半年为66.0%。二是前十大券商的市场份额占比呈下降趋势；08年前十大券商经纪业务市场份额占比为44.89%，09年为42.26%。与此变化基本一致，近年来华泰证券的经纪业务市场份额和佣金率均出现了不同程度下滑。

图 1：华泰证券经纪业务市场份额月度变化趋势（%）

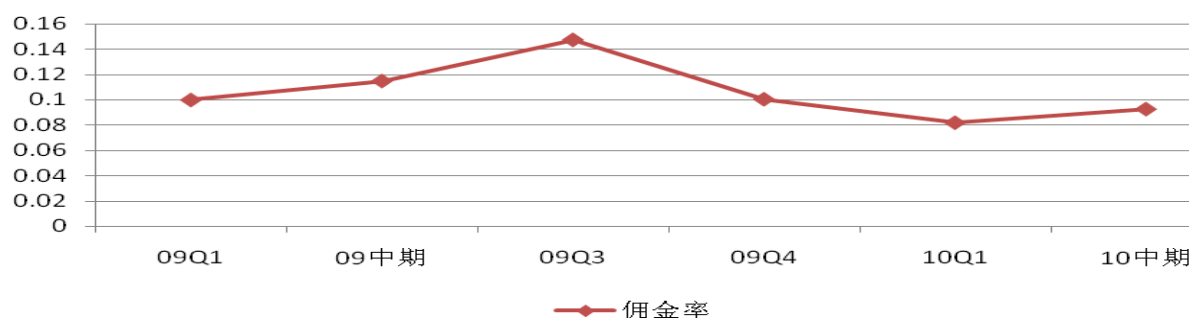


数据来源：wind资讯，爱建证券研究发展总部

说明：数据包括华泰证券和华泰联合证券

不过，在经纪业务逐步面临发展瓶颈之际，华泰证券等一批国内实力券商正在倾力打造强大的证券投资顾问（FC）团队，以谋求并推进经纪业务转型。据了解，在传统FC模式中，券商以客户资产的3%左右收取年度管理费，这远高于目前陷于“价格战”的万2、万3等的超低佣金率；其对提升经纪业务收入的作用不言而喻。

图 2：华泰证券经纪业务佣金率季度变化趋势（%）



数据来源：wind资讯，爱建证券研究发展总部

说明：数据包括华泰证券和华泰联合证券

◇自营：增仓时机暂时冲销了较优的资产配置

公司公告数据显示，上半年自营共计浮亏1.69亿元；其中，投资亏损5815.4万元，公允价值变动损失1.11亿元。不过，投资品种集中在大消费范畴，未来浮亏情况有望逐步缓解。

另外，上半年公司证券投资金额共计9.76亿元，遭受损失2.95亿元；二级市场损失比例达30%。上证指数自2010年初至二季度末下跌26.82%，由此我们认为，公司的二级市场投资可能在一季度前后加仓幅度较大。

综合投资品种和加仓时机，我们认为公司2010年的二级市场投资的最好情况是实现收支相抵，除非下半年能够基本把握住市场的变动趋势，积极改变投资策略。

◇投行：业务呈现亮点

报告期内，受益于国家新股发行政策的改变，公司实现证券承销业务净收入7.1亿元，承销份额占A股市场的将近10%，利润贡献度将近50%。

据WIND统计，截至2010年6月30日，A股市场股票承销金额达到3193亿元，相当于2009年全年股票承销金额的近9成。

表：华泰证券主营业务分布情况

比率 (%)	经纪业务占比	自营业务占比	投行业务占比	资管业务占比
2010年1季度	77.79	7.76	5.59	1.55
2010年中期	67.37	亏损	19.79	1.49
09年行业整体	69.23	11.30	7.39	0.78

资料来源：wind资讯，爱建证券研究发展总部

说明：数据包括华泰证券和华泰联合证券

◇投资策略

大的层面来看，下半年国家政策的重点可能在于两个方面，一是适时监控通胀发展趋势，二是坚定不移地进行经济结构调整。显然，这两个方面在政策实施上是相互排斥的；因此我们认为，货币政策的量化环境可能继续呈现松紧频繁交替的现象，财政政策整体表现则可能是“紧中有松”。如此以来，对指数在年内就摆脱颓势表现的期盼虽不能期望过高，但下半年出现年内低点的可能性正在逐渐减弱，年内低点可能就是2季度的季末收盘点位；下半年的季度低点可能出现在本年的4季度。此外，就日均交易额的预测值来看，日均交易额的低点可能出现在2010年的3季度，而在4季度，则有回升迹象。

受此影响，华泰证券虽在经纪业务和投行业务方面呈现出较好发展态势，但全年业绩与去年同期相比难有较好表现。我们预测全年EPS可能在0.45-0.5元左右，对应理论股价为16-18元左右；予以中性评级。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅15%以上；

推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅5%~15%；

中性：预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内；

卖出：预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上。

● 行业评级

强于大势：预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅-5%~+5%之间波动；

弱于大势：预期未来6个月内，行业指数相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我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服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究发展总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。