

海通证券 (600837)

投行快速进步，创新收入已具规模

——2010 年中报点评

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

本报告导读： 投行收入大幅增长，创新业务已成为主要收入来源。

投资要点：

- 海通证券上半年实现营业收入 43.8 亿元、净利润 18.4 亿元，分别同比变化 6% 与 -24.9%。自营虽同比下降 30%，但投行、期货等收入的提升推动营业收入基本稳定，但营业费用增加 80%，导致业绩明显下滑。营业费用增加主要是职工薪酬(同比+110%)、大福并表以及业务发展带来的成本增加。每股收益 0.22 元，期末每股净资产 5.2 元。第 2 季度实现营业收入 21.5 亿元、净利润 8.3 亿元，分别环比减少 4.1% 与 17.9%。季度 EPS 0.10 元。
- 经纪业务上半年实现佣金净收入 22.7 亿元，同比下降 18.1%；上半年市场份额 4.04%，较 2009 年下降 2%。公司上半年股票基金净佣金率 0.117%，较 2009 年下降 10.2%，低于行业平均降幅。第 2 季度净佣金率 0.12%，环比下滑 3.7%，降幅明显趋缓。
- 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%，投行净收入 6.2 亿元、同比增长 18 倍，且创同期历史新高。
- 公司上半年自营收益 2.9 亿元，其中 2 季度 0.7 亿元。公司 2 季度减持 200 万股京东方，预计兑现浮盈 1.5 亿元。公司期末自营规模 179.7 亿元，较 2009 年末减少 6.2%，期末股票投资 73.7 亿元，较期初减少 4.9%。截至目前，公司前 10 大可供出售金融资产浮盈 9.5 亿元。
- 新业务初具规模。期末融资规模 2.3 亿元，融资融券收入 124 万元。海通期货实现收入 1.2 亿元、利润 0.24 亿元，同比增长 4.4 倍；保证金 36 亿元，较 2009 年末增加 71%。加之资产管理、香港业务，新业务收入达 8 亿元，收入占比 18%。
- 在 (1700/2400) 的假设下，预计公司 2010-2012 年 EPS 为 0.41 元、0.53 元以及 0.6 元，目前公司股价对应 2010 年动态 PE23 倍，PB1.8 倍，估值具备较高安全性，维持增持评级，根据分部估值维持 13 元目标价。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	7,007	9,940	7,980	10,237	11,865
(+/-)%	-37.8%	41.9%	-19.7%	28.3%	15.9%
经营利润 (EBIT)	3,664	5,730	4,320	5,542	6,424
(+/-)%	-50.0%	56.4%	-24.6%	28.3%	15.9%
净利润	3,302	4,548	3,397	4,338	4,969
(+/-)%	-39.5%	37.8%	-25.3%	27.7%	14.6%
每股净收益 (元)	0.40	0.55	0.41	0.53	0.60
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	2010E	2011E	2012E
经营利润率(%)	52.3%	57.6%	54.1%	54.1%	54.1%
净资产收益率(%)	8.6%	10.5%	7.5%	9.2%	10.0%
总资产收益率(%)	4.4%	3.8%	3.1%	3.6%	3.8%
市净率	2.0	1.8	1.7	1.6	1.5
市盈率	23.1	16.8	22.5	17.6	15.3
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： 13.00

当前价格： 9.67

2010.08.26

交易数据

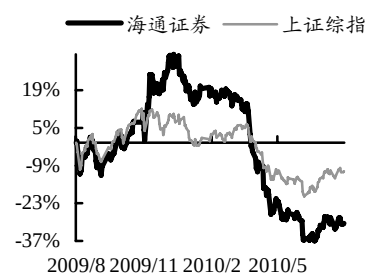
52 周内股价区间 (元)	8.86-20.70
总市值 (百万元)	81,785
总股本/流通 A 股 (百万股)	8,228/4,766
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	58%
日均成交量 (百万股)	60
日均成交值 (百万元)	603

资产负债表摘要 (06/09)

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%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.11	0.12
Q2	0.14	0.18
Q3	0.08	0.13
Q4	0.08	0.12
全年	0.40	0.55

52 周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	1%	-12%	-28%
相对指数	-2%	-11%	-19%

相关报告

《自营拖累净资产，但估值安全边际高》	2010.07.12
《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

模型更新时间: 2010.08.26

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

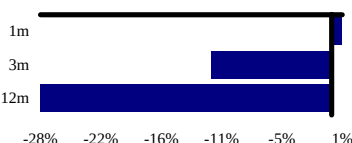
上次预测: 13.00

当前价格: 9.67

公司网址

www.htsec.com

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

8.86-20.70

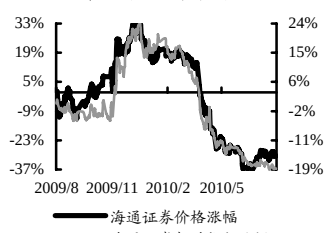
市值 (百万)

81,785

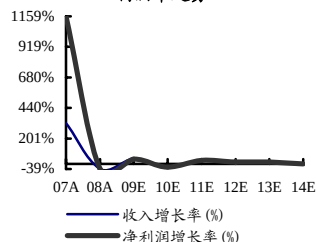
财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
营业收入	11,265	7,007	9,940	7,980	10,237	11,865	13,929	14,461
代理买卖证券业务净收入	5,612	4,023	6,274	4,050	4,453	4,897	5,140	5,394
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%	4.14%	4.23%	4.31%	4.40%	4.48%
公司股票基金成交额 (亿元)	36,938	23,193	45,253	34,367	38,560	43,265	46,336	49,626
公司股票基金净佣金率	0.139%	0.162%	0.136%	0.116%	0.113%	0.111%	0.109%	0.107%
证券承销业务净收入	369	168	382	683	729	778	776	828
公司股票承销额 (亿元)	151	48	74	188	203	220	219	237
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	576	666	778	881
公司资产管理规模 (亿元)	3,498	7,473	6,697	5,047	6,765	9,345	12,717	17,089
投资收益+公允价值变动	3,582	1,041	1,039	501	1,594	1,562	2,042	1,028
上证指数涨幅	-65%	80%	-27%	15%	14%	17%	7%	7%
股票投资规模 (亿元)	2,272	58	2,413	2,786	2,394	2,631	2,911	3,138
其中: 交易性金融资产	2,218	2	2,088	2,330	1,846	2,031	2,234	2,457
可供出售金融资产	54	56	326	456	548	600	677	681
基金投资规模 (亿元)	995	2,024	4,460	680	620	682	751	826
债券投资规模 (亿元)	258	7,843	6,298	10,598	8,397	9,237	10,161	11,177
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	3,659	4,694	5,441	6,387	6,632
税金及附加	416	335	475	452	580	672	789	820
业务及管理费用	3,268	2,953	3,725	3,207	4,114	4,769	5,598	5,812
营业利润	7,324	3,664	5,730	4,320	5,542	6,424	7,541	7,829
所得税	2,234	313	1,320	937	1,194	1,379	1,614	1,674
少数股东损益	103	83	114	129	153	219	325	496
净利润	5,457	3,302	4,548	3,397	4,338	4,969	5,745	5,802
资产负债表								
货币资金	80,276	57,182	88,432	72,267	79,667	86,850	94,912	101,923
交易性金融资产	3,452	9,761	12,897	11,278	11,820	12,442	13,160	13,885
可供出售金融资产	2,767	1,126	6,271	11,278	11,820	12,442	13,160	13,885
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	109,755	119,959	129,928	141,213	150,946
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	798	1,024	1,187	1,393	1,446
负债总计	58,462	36,049	76,208	78,719	85,273	92,162	99,695	107,389
股东权益合计	36,884	38,637	44,519	44,983	47,128	49,547	52,313	55,043
每股净资产	8.97	4.66	5.28	5.48	5.75	6.05	6.40	6.75
收入构成								
经纪佣金	50%	57%	63%	51%	44%	41%	37%	37%
承销	3%	2%	4%	9%	7%	7%	6%	6%
资产管理	6%	8%	7%	8%	6%	6%	6%	6%
自营收入	32%	15%	10%	6%	16%	13%	15%	7%
利息收入	4%	14%	11%	15%	11%	10%	9%	9%
其它	5%	3%	4%	12%	18%	23%	28%	34%
财务指标								
成长性								
经纪份额增长率	21%	8%	-2%	0%	2%	2%	2%	2%
收入增长率	321%	-38%	42%	-20%	28%	16%	17%	4%
营业利润增长率	714%	-50%	56%	-25%	28%	16%	17%	4%
净利润增长率	1159%	-39%	38%	-25%	28%	15%	16%	1%
盈利能力及风险指标								
净资产收益率 (ROE)	15%	9%	10%	8%	9%	10%	11%	10%
总资产收益率 (ROA)	6%	4%	4%	3%	4%	4%	4%	4%
营业费用率	29%	42%	37%	40%	40%	40%	40%	40%
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%	6%	5%	5%	6%	6%
估值比率								
PE	7.0	23.1	16.8	22.5	17.6	15.3	13.3	13.1
PB	1.0	2.0	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4	1.4
股息率	1.1%	1.1%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%

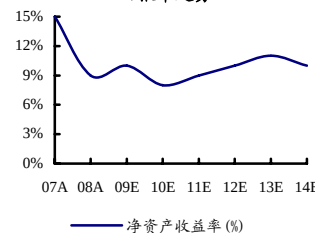
股票绝对涨幅和相对涨幅



利润率趋势



回报率趋势



经济业务指标

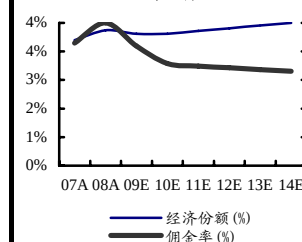
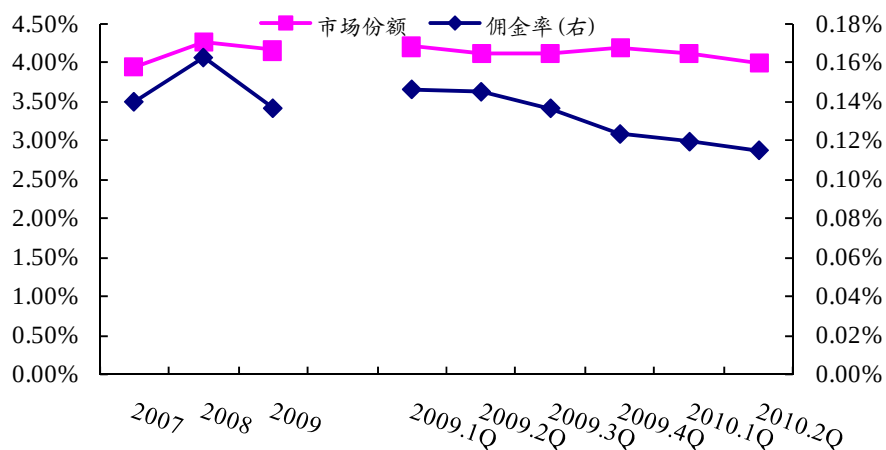
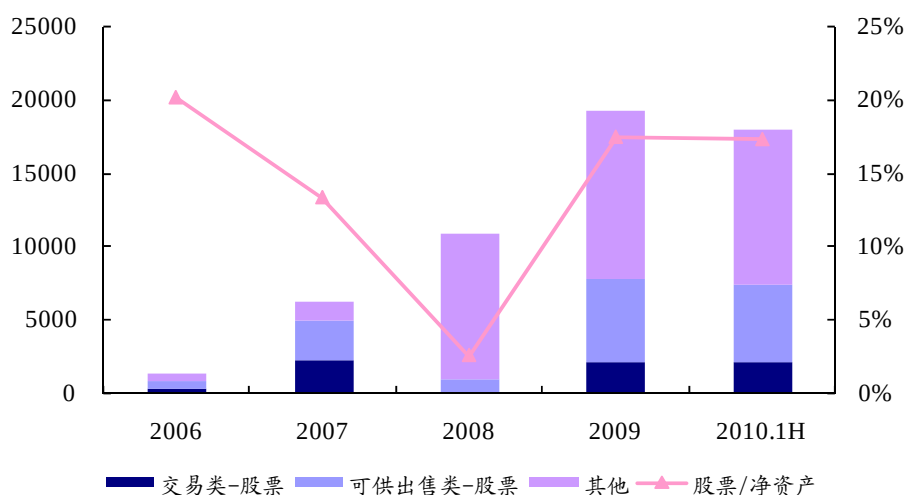


图 1 海通证券佣金率相对稳定



数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 2 海通证券自营规模相对稳定



数据来源：公司公告，国泰君安证券

表 1 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	0.26	0.31	0.34
PE 倍数	20	20	20	20
每股价值(元)	8.48	5.21	6.26	6.88
自营业务				
每股净资产(元)	2.33	2.27	2.33	2.56
PB 倍数	1.1	1.1	1.1	1.1
每股价值(元)	2.56	2.50	2.56	2.81
承销业务				
每股收益(元)	0.01	0.02	0.03	0.03
PE 倍数	25	25	25	25
每股价值(元)	0.35	0.61	0.65	0.69

资产管理				
集合理财规模 (亿元)	44	57	79	108
基金管理规模 (亿元)	386	335	336	384
Price/Aum	6%	6%	6%	6%
每股价值 (元)	0.31	0.29	0.30	0.36
现金价值 (元)	3.54	3.62	3.42	2.70
合计 (元)	15.25	12.22	13.19	13.44
创新溢价	0%	4%	10%	15%
每股价值 (元)	15.25	12.71	14.51	15.46

数据来源: 国泰君安证券研究

表 2 海通证券对交易额和市场指数的敏感性

上证综指 \ 日均交易额	1300	1500	1700	1900	2100
2000	0.34	0.37	0.39	0.42	0.45
2200	0.35	0.38	0.40	0.43	0.46
2400	0.36	0.38	0.41	0.44	0.47
2600	0.37	0.39	0.42	0.45	0.48
2800	0.37	0.40	0.43	0.46	0.49

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

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

	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。	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
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。	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:	gt.jaresearch@gt.jas.com		

