

华泰证券 (601688)

经纪业务弹性突出

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

本报告导读: 华泰证券较大程度的收益于市场成交的放大与佣金新归的推出, 提升至谨慎增持评级。

投资要点:

- **华泰证券为行业领先券商。** 公司传统经纪、投行业务量分别排行业第 2 位与第 10 位, 处行业领先地位, 在创新业务领域, 公司已先后开展股指期货、融资融券业务, 股指期货业务量处行业前 3。
- **佣金新规及成交量放大的最大受益者之一。** 上半年公司经纪佣金收入占比达 67%, 在上市券商、尤其是大券商中占较高水平。公司业绩对市场成交水平弹性十足。近期, 监管层关于佣金率的新规明确佣金率将以成本为导向, 对于佣金水平低、下降压力大的券商效用更加明显。公司营业网点布局以沿海发达地区为主, 佣金率压力高, 上半年佣金率 0.088%, 远低于行业平均水平, 随着监管层对行业佣金态度的转变, 公司佣金率下滑幅度有望明显好转。
- **3 季度业绩环比增长显著。** 公司 9 月实现营业收入 7.1 亿元, 环比下降 2.3%, 实现净利润 2.7 亿元, 环比减少 31.2%, 预计公司 9 月费用有所增加。由此推测公司 3 季度实现净利润 9.9 亿元, 环比增加 66.8%。
- **市场上涨提升业绩空间。** 在 4 季度及 2011 年日均成交 3000 亿元、市场指数 2800 点及 3100 点的假设下, 预计公司 2010-2011 年业绩将分别达 0.69 元与 0.94 元, 若将交易量假设上调至 4000 亿元, 则今、明两年业绩将分别达到 0.74 元及 1.14 元。
- **提升至谨慎增持评级。** 目前公司股价对应今、明两年动态 PE25 倍及 18 倍, 估值具备安全边际, 提升至谨慎增持评级, 给予公司 23 元目标价, 市场成交量与指数的持续上升降为公司业绩及估值的进一步催化因素。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	6,281	9,563	9,257	12,519	14,720
(+/-)%	-52.5%	52.2%	-3.2%	35.2%	17.6%
经营利润 (EBIT)	1,700	5,335	5,060	6,843	8,046
(+/-)%	-80.0%	213.8%	-5.2%	35.2%	17.6%
净利润	1,253	3,795	3,873	5,244	6,166
(+/-)%	-77.7%	202.9%	2.0%	35.4%	17.6%
每股净收益 (元)	0.28	0.68	0.69	0.94	1.10
每股股利 (元)			0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	27.1%	55.8%	54.7%	54.7%	54.7%
净资产收益率 (%)	13.8%	27.3%	12.3%	15.4%	16.6%
总资产收益率 (%)	2.4%	3.8%	3.3%	3.8%	3.9%
市净率	7.4	5.2	2.7	2.5	2.3
市盈率	53.7	22.1	21.6	16.0	13.6
股息率 (%)	0.0%	0.0%	1.3%	1.3%	1.3%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 谨慎增持

上次评级: 中性

目标价格: 23.00

上次预测: 16.10

当前价格: 16.30

2010.10.18

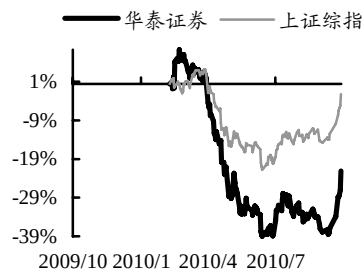
交易数据

52 周内股价区间 (元)	12.45-23.31
总市值 (百万元)	91,280
总股本/流通 A 股 (百万股)	5,600/785
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	14%
日均成交量 (百万股)	25
日均成交值 (百万元)	351

资产负债表摘要 (06/10)

股东权益 (百万元)	30,653
每股净资产	5.47
市净率	2.7
净负债率	7.9%

52 周内股价走势图

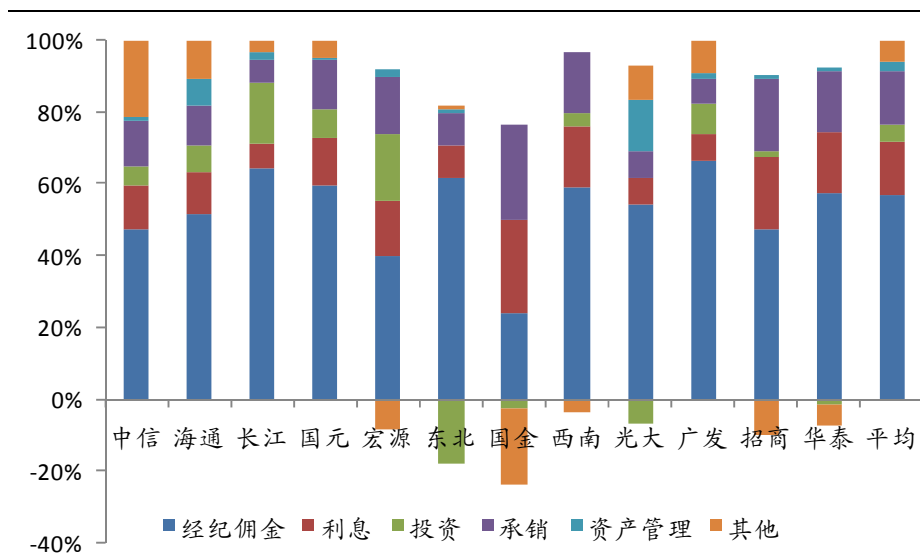


升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	22%	28%	0%
相对指数	11%	5%	0%

相关报告

《华泰证券公司 2010-04-21 调研提纲》	2010.04.16
《华泰证券公司 2010-04-21 调研提纲》	2010.04.16
《2 季度自营亏损较多》	2010.08.09
《自营业务好于预期, 佣金率快速下滑》	2010.04.19
《快速崛起的行业领先者》	2010.02.03

图 1 公司经纪业务占比较高



数据来源：公司公告，国泰君安证券

表 1: 表格宽 12 厘米

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	6,281	9,563	9,257	12,519	14,720
手续费及佣金净收入	5,695	8,123	7,344	9,394	10,546
其中：代理买卖证券业务	5,257	7,440	6,005	7,884	8,714
证券承销业务	253	535	1,200	1,357	1,550
利息净收入	708	679	1,208	1,462	1,671
投资收益	-144	742	468	836	1,109
其他业务收入	40	20	237	828	1,394
二、营业支出	4,656	4,228	4,197	5,676	6,674
营业税金及附加	325	469	494	668	786
业务及管理费	3,315	3,755	3,703	5,008	5,888
三、营业利润	1,700	5,335	5,060	6,843	8,046
四、利润总额	1,687	5,321	5,060	6,843	8,046
减：所得税费用	274	1,234	1,163	1,573	1,850
五、归属母公司净利润	1,253	3,795	3,873	5,244	6,166
EPS (元)	0.28	0.68	0.69	0.94	1.10

数据来源：国泰君安证券研究

表 2 华泰证券 2010 年业绩敏感性分析

		2010 年 4 季度日均交易额				
		2000	3000	3500	4000	4500
上	2500	0.60	0.62	0.63	0.64	0.65
证	3000	0.66	0.68	0.69	0.70	0.71
指	3500	0.73	0.75	0.76	0.77	0.78
数	4000	0.80	0.82	0.83	0.84	0.85

表 3 华泰证券 2011 年业绩敏感性分析

		日均交易额				
		2000	2500	3000	3500	4000
上	2500	0.72	0.81	0.91	1.00	1.10
证	3000	0.74	0.84	0.93	1.03	1.12
指	3500	0.77	0.87	0.96	1.06	1.15
数	4000	0.81	0.90	1.00	1.09	1.19

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 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

