

海通证券：相对具备安全边际

增持（维持）

投资要点：

- 综合佣金率继续下降 11.8%至 0.085%
- 自营投行收入一增一减，业绩基本稳定
- 估值相对其他券商具备安全边际

报告摘要：

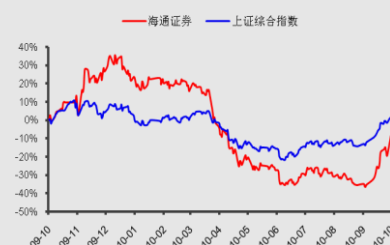
- 前三季度公司实现营业收入 68 亿元，同比下降 1.8%；实现归属于上市公司股东的净利润 27.5 亿元，同比下降 22.7%。EPS0.33 元，其中三季度 EPS 为 0.11 元，环比提高 10%。由于二季度承销收入兑现带来的高基数，公司业绩环比增长慢于行业。
- 第三季度综合佣金率下降 11.8%。**第三季度公司经纪业务净收入 10.75 亿元，环比略增。市场份额为 4.29%，基本持平。从佣金率来看，和已发季报的其他证券公司相似，本季度综合佣金率 0.085%，环比下降 11.8%。
- 受益于资本市场回暖，自营收益环比大幅提升。**扣除对联营企业的投资收益后，本季度公司实现自营收入 5.2 亿，环比增加 4.5 亿。季末，公司自营规模 168 亿，较中期增加 11.6 亿。
- 承销业务增速回落。**第三季度，公司共主承销 1 家 IPO，1 家增发和 1 家债券发行，承销金额为 22 亿，行业排名为第 30 位。本季内公司共实现承销收入 1.1 亿，远低于二季度的 3.3 亿，接近一季度的 1.7 亿。承销和自营业务的一减一增平滑了公司的业绩波动。
- 资管贡献稳定现金流入。**季末公司共有 4 只集合理财产品，资产净值为 15.6 亿，此外，公司分别持有海富通 51%、富国基金 27.8%的股权，归属公司股东的基金净值为 420 亿，本季内两项共贡献营业收入 1.7 亿，与前各季度相近，占营业收入比重为 7%。
- 维持日均股票成交额 2200 亿、综合佣金率下降 30%、权益投资收益率 5%的假设，公司 2010 年的 EPS 为 0.47 元，目前股价对应的 PE 为 27 倍，此估值在上市券商中属中等水平，相对其他券商具备安全边际，考虑我们之前对海通盈利模式转变优势的分析，维持增持评级。

分析师：黄立军 邢波

电话：010-88085983

Email：huanglijun@hysec.com

市场表现



行业数据

股票家数（家）	18
总市值（亿元）	14848
流通市值（亿元）	10328
重点公司（家）	16
重点公司占行业市值比重	99.3%

数据来源：港澳资讯

相关研究

广发证券：估值已偏高	10.25
保险：万事俱备，空间将开	10.13
证券：盈利模式转变与估值变迁	10.11
保险：收入调整对保险的非对称影响	9.28
中国人寿：期待业绩催化剂	8.26

利润表(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	资产负债表(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	7,007	9,940	8,608	10,993	12,677	货币资金	57,182	88,432	106,118	116,730	128,403
手续费净收入	4,908	7,755	5,878	6,600	7,906	结算备付与保证金	3,185	7,184	7,129	7,790	8,518
代理买卖证券业务净收入	4,023	6,274	4,599	4,967	5,960	交易性金融资产	9,761	12,897	14,186	15,605	17,166
证券承销业务净收入	168	382	416	530	530	买入返售金融资产	0	0	13,609	13,609	13,609
资产管理业务净收入	1,055	1,419	1,607	2,068	2,672	可供出售金融资产	1,126	6,271	9,406	10,347	11,381
利息净收入	1,003	1,124	1,033	1,684	1,802	其他资产	25,029	5,943	8,060	6,356	6,596
投资收益及公允价值变动	1,041	1,313	1,696	2,710	2,968		96,282	120,727	158,508	170,436	185,672
其他业务收入	0	22	0	0	0	资产总计					
营业支出	3,342	-4,210	3,271	3,848	4,437	短期借款	0	1,077	0	0	0
营业税金及附加	335	-475	430	550	634	交易性金融负债	0	0	0	0	0
业务及管理费	2,953	-3,725	2,841	3,298	3,803	衍生金融负债	0	0	0	0	0
营业利润	3,664	5,730	5,337	7,146	8,240	卖出回购金融资产款	610	5,822	610	610	610
营业外收支	34	252	0	0	0	代理买卖证券款	33,778	66,580	85,572	94,129	103,542
利润总额	3,698	5,982	5,337	7,146	8,240	其他负债	1,661	2,730	24,406	23,221	23,791
所得税	313	-1,320	1,334	1,786	2,060	负债合计	36,049	76,208	110,587	117,960	127,943
	3,385	4,662	4,003	5,359	6,180	股本	8,228	8,228	8,228	8,228	8,228
净利润						归属母公司所有者权益	38,362	43,414	47,594	52,119	57,336
归属母公司所有者净利润	3,302	4,548	3,904	5,227	6,028	益					
少数股东损益	83	114	99	132	152	少数股东权益	275	1,105	327	358	393
						所有者权益合计	38,637	44,519	47,921	52,476	57,729
经营指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	风险指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
平均总资产收益率	3.45%	4.19%	2.80%	3.18%	3.39%	净资本	11,910	40,336	43,913	47,740	52,571
	8.81%	11.12%	8.58%	10.48%	11.01%	扣除代买卖证券款负债率	8.24%	17.78%	34.30%	31.23%	29.71%
平均净资产收益率						自营规模/净资本	17.93%	78.09%	78.91%	79.84%	79.75%
管理费用率	42.14%	-37.48%	33.00%	30.00%	30.00%	权益自营规模/净资本	16.56%	23.43%	31.56%	39.92%	39.88%
	7.31%	9.16%	6.17%	6.68%	7.12%						
营业收入/总资产											
每股数据(元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	估值	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.4	0.6	0.5	0.6	0.7	市盈率	32	22.9	26.6	20	17
每股净资产	4.7	5.3	5.8	6.3	7.0	市净率	2.7	2.4	2.2	2.0	1.8

分析师简介:

分析师姓名: 黄立军, 宏源证券研究所非银行金融行业研究员, 中国人民银行研究生院金融硕士, 2009 年加盟宏源证券研究所。2008 年新财富非银行金融行业最佳分析师第三名。

主要研究覆盖公司: 中国人寿、中国太保、中国平安、中信证券、海通证券、海通证券、海通证券、东北证券、长江证券等

机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglilie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	
	孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。