

Q1 业绩超预期 投行与创新业务出彩

事件:

海通证券发布 2010 年年报及一季报。公司 2010 年归属于母公司股东的净利润为 36.7 亿元, 同比降幅为 19%。2011 年一季度归属于母公司股东的净利润为 11.9 亿元, 同比增幅为 17%。

研究结论

- **海通证券一季报业绩好于预期:** 海通证券 2010 年年报符合预期, 而 11Q1 业绩略好于预期。与同业类似, 2010 年海通证券业绩大幅下滑主要归因于经纪业务收入下降 (-22.5%) 以及业务费用的增加 (-17.1%)。11Q1 业绩的同比回升则主要归因于承销业务 (8.6%)、自营业务 (14.9%) 以及利息收入 (9.13%) 表现出色。
- **经纪业务市占率回升, 佣金率仍快速下滑:** 自去年三季度起, 公司经纪业务市场份额连续三个季度回升, 今年一季度达到 4.12%, 已基本回到 09 年年底水平。海通证券 2010 年经纪业务佣金率降至 0.1086%, 四季度单季佣金率环比下降至 0.0945%, 而 11Q1 佣金率有所企稳, 环比仅微降 3%至 0.918%。尽管经历了快速下滑, 不过由于公司存量佣金率仍处行业较高水平, 未来公司佣金率下降趋势能否有效止住仍取决于监管政策及公司投顾能力的提升。
- **2010 年投行业务表现出色, 2011 年将趋于平稳增长:** 海通证券 2010 年投行业务收入达到 9.2 亿元, 同比大幅增长 140%以上, 与行业趋势一致。公司 IPO 承销额 254 亿元, 排名全市场第六。公司的投行业务以大项目 (去年尤其是金融企业) 为擅长, 尽管今年尚缺乏大项目上市, 不过由于去年 1 季度基数效应, 公司 Q1 仍实现投行收入 2.7 亿元, 同比增长 54%。未来随着国际板及其他大项目的启动, 预计公司的投行业务收入仍有望保持稳定增长。
- **海通证券是创新业务最领先的券商之一:** 截止 2010 年年底, 公司的融资融券余额达到 21 亿元, 市场份额第一, 在不考虑转融通和标的券扩大的背景下, 我们预计融资融券业务对公司 2011 年收入的影响幅度将达到 4.5% (表现在一季度利息收入同比增 53%)。同时依靠控股的直投公司海通开元及参股的中比基金, 公司今年直投业务有望进入收获期, 可兑现浮赢达到 8 亿元左右。
- **海通证券在创新业务上先发优势明显, 根据我们预测海通证券 2011 年净利润有望增长 12%, 预计 EPS 为 0.50 元, 目前公司股价对应 2011 年 PE 为 20.4X, PB 为 1.67X, 维持公司“买入”的投资评级。**
- **风险提示:** 佣金率大幅下滑, 市场下跌等风险。



东方证券
ORIENT SECURITIES

金麟

银行业高级分析师

执业证书编号: S0860209120209

联系人

王鸣飞

8621-63325888 x 6085

wangmingfei@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 4 月 25 日) 10.19 元

目标价格 13.32 元

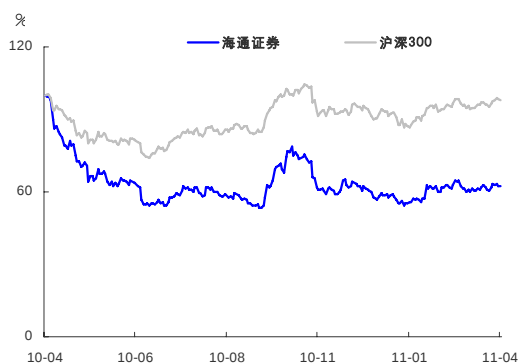
总股本/A 股 (万股) 822782/822782

国家/地区 中国

行业 证券

报告发布日期 2011 年 4 月 26 日

股价表现



资料来源: WIND

财务预测

	2010	2011E	2012E
营业收入 (百万)	9768	10981	12638
营业利润 (百万)	4833	5397	6457
净利润 (百万)	3686	4109	4738
每股收益 (元)	0.45	0.50	0.58
净资产收益率 (%)	8.58	8.99	10.17
市盈率 (X)	22.74	20.41	17.69
市净率 (X)	1.84	1.67	1.55

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

损益表主要科目(百万 元, 人民币)	2010E	2011E	2012E	资产负债表主要科目(百万 元, 人民币)	2010E	2011E	2012E
营业收入	9,768	10,981	12,638	货币资金	58,318	64,395	72,793
手续费及佣金净收入	7,208	7,775	8,986	结算备付金	19,653	22,610	26,596
代理买卖证券业务净 收入	4,864	4,624	5,183	交易性金融资产	15,018	17,423	20,175
证券承销业务净收入	920	942	1,003	可供出售金融资产	6,033	7,121	8,330
委托客户资产管理业 务净收入	714	1,142	1,306	持有至到期金融资产	0	0	0
利息净收入	1,366	1,632	1,898	存出保证金	3,230	3,728	4,399
投资收益	1,056	1,373	1,540	买入返售资产	2,120	2,226	2,337
公允价值变动	104	164	174	长期股权投资	1,434	1,577	1,703
营业支出	4,935	5,584	6,181	固定资产	988	1,087	1,174
业务及管理费用	4,512	5,089	5,612	资产总计	115,413	129,661	147,785
营业利润	4,833	5,397	6,457	短期借款及拆入资金	2,922	3,373	3,981
利润总额	4,990	5,562	6,630	交易性金融负债	0	0	0
所得税	1,122	1,250	1,657	代买卖证券款	63,682	73,514	86,746
归属于母公司股东的净 利润	3,686	4,109	4,738	卖出返售	0	0	0
少数股东损益	182	203	234	应付职工薪酬	905	1,045	1,153
重要比率(%)	2010E	2011E	2012E	长期负债	0	0	0
代理买卖证券业务净收 入/营业收入	49.79	42.11	41.01	负债总计	69,796	79,537	93,771
利息净收入/营业收入	13.98	14.86	15.02	股本	8,228	8,228	8,228
投资收益及公允价值变 动收益/营业收入	11.88	14.00	13.56	资本公积	1,671	2,082	2,556
资产负债率	60.48	61.34	63.45	一般风险准备	1,671	2,082	2,556
净佣金费率	0.109	0.085	0.081	交易风险准备	1,671	2,082	2,556
管理费用率	46.19	46.34	44.40	盈余公积	1,671	2,082	2,556
有效所得税率	22.48	22.48	25.00	未分配利润	8,234	11,110	13,194
ROAE	8.58	8.99	10.17	少数股东权益	1,149	1,263	1,361
ROAA	3.28	3.46	3.87	股东权益合计	45,617	50,124	54,014
每股指标(人民币)	2010E	2011E	2012E	相对估值指标	2010E	2011E	2012E
每股净资产	5.54	6.09	6.56	市盈率(PE)	22.74	20.41	17.69
每股收益	0.45	0.50	0.58	市净率(PB)	1.84	1.67	1.55
每股分红	0.21	0.24	0.27	分红收益率	2.07	2.37	2.60

资料来源：东方证券研究

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn