



刘洋

021-53519888-1976



lenonyu@hotmail.com

执业证书编号: S0870109100970

基本数据 (Y11Q1)

5月18日股价(元)	9.23
12mth A 股价格区间(元)	8.78/13.14
总股本(百万股)	8228
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值(百万元)	75943
每股净资产(元)	5.57
PBR (X)	1.66
DPS (10, 元)	0.15 (含税)

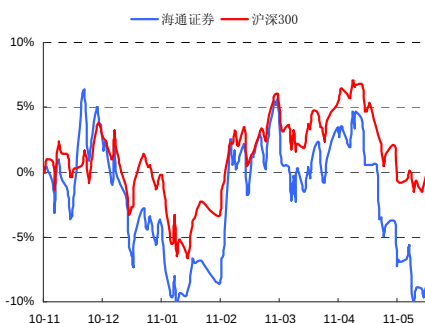
主要股东 (Y11Q1)

光明食品(集团)有限公司	5.87%
上海烟草集团有限责任公司	5.06%

收入结构 (Y11Q1)

手续费及佣金净收入(百万元)	1634
利息净收入(百万元)	445
投资净收益(百万元)	392
公允价值变动净收益(百万元)	173

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: LY11-CT09

相关报告:

首次报告时间: 2010 年 1 月 15 日

经纪业务佣金率止跌反弹,

自营、投行业务均保持较高增速

——海通证券 10 年年报及 11 年 1 季报点评

■ 公司动态:

2010 年, 海通证券实现营业收入 97.68 亿元, 同比下降 1.73%; 归属于上市公司股东的净利润 36.86 亿元, 每股收益 0.45 元, 同比下降 18.95%, 公司业绩表现与行业持平; 11 年 1 季度, 公司营业收入 26.69 亿元, 同比增长 19.32%, 经纪、投行、资产管理、自营业务占比分别为 38.63%、9.97%、6.13%、21.18%; 1 季度末, 公司每股净资产为 5.57 元; 1 季度公司业绩表现领先于上市券商平均水平。

■ 主要观点:

1 季度经纪业务佣金率止跌反弹

10 年, 公司代理买卖证券业务净收入 48.64 亿元, 同比下降 22.48%, 佣金率为 0.107%, 同比下降 17.65%, 与行业持平; 11 年 1 季度, 公司代理买卖证券业务净收入 10.31 亿元, 同比下降 14.57%, 佣金率为 0.113%, 佣金率止跌反弹, 同比基数较高导致收入下滑, 未来主要取决于市场成交额的变动情况; 经纪业务市场份额为 4.132%, 较 09 年底呈上升趋势。

1 季度自营业务大幅增长

10 年, 公司实现自营业务投资净收益 10.82 亿元, 同比增长 11.22%, 自营账面价值为 211 亿元, 较 09 年底增加了 19 亿元; 11 年 1 季度, 自营收益 5.65 亿元, 同比增长 129%。

投行业务收入保持较高增长

10 年, 公司投行业务收入 9.20 亿元, 同比增长 141%, 股票 IPO 项目融资规模排名行业第 6 位, 具有较强的投行业务竞争力; 11 年 1 季度, 投行业务收入 2.66 亿元, 同比增长 54%, 仍保持较高增速。

■ 投资建议:

未来六个月内, 维持公司“跑赢大市”评级。

根据市场环境变化情况, 我们调整海通证券 11-12 年 EPS 预测为 0.56 元、0.62 元, 对应 5 月 18 日收盘价 9.23 元, 11 年动态市盈率为 16 倍, 在券商股中相对估值偏低, 维持公司“跑赢大市”评级。

■ 数据预测与估值:

表: 海通证券 2011-2012 年业绩预测与估值简表

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	9,940	9,768	11,387	12,562
年增长率 (%)	41.86	-1.73	16.57	10.33
归属于母公司的净利润	4,548	3,686	4,645	5,124
年增长率 (%)	37.76	-18.95	26.02	10.30
每股收益 (元)	0.55	0.45	0.56	0.62
PER (X)	16.70	20.60	16.35	14.82

注: 有关指标按最新总股本 8228 百万股计算; PER 按 5 月 18 日收盘价 9.23 元计算。

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺和免责声明。

一、1 季度公司业绩表现领先于上市券商平均水平

根据证券业协会公布数据，106家证券公司2010年共实现营业收入1911.02亿元，累计实现净利润775.57亿元，同比分别下降6.80%和16.85%。其中，经纪业务收入1084.90亿元，占比56.77%，同比下降12.46个百分点；投行业务收入272.32亿元，占比14.25%，同比增加6.86个百分点；资产管理业务收入21.83亿元，占比1.14%，同比增加0.36个百分点；自营收入206.76亿元，占比10.82%，同比下降0.48个百分点。由于佣金率下降导致经纪业务在收入中所占权重大幅下降，同时IPO上市企业数量快速增长推动投行业务占比上升。

2010年，海通证券实现营业收入97.68亿元，同比下降1.73%；归属于上市公司股东的净利润36.86亿元，每股收益0.45元，同比下降18.95%，公司业绩表现与行业持平；其中，经纪、自营、投行业务分别贡献营业收入的49.79%、11.08%、9.42%，成为公司业绩的三大支撑，此外，公司实现利息净收入13.66亿元，占营业收入比例为13.98%。

10年末公司每股净资产为5.40元，较上年度末增加2.27%；实现加权净资产收益率为8.39%，比上年的11.12%减少了2.73个百分点；截至2010年底，公司总资产为1154亿元，归属上市公司股东权益为445亿元，净资本为325亿元。

图 1 10 年证券业收入结构情况（亿元，%）

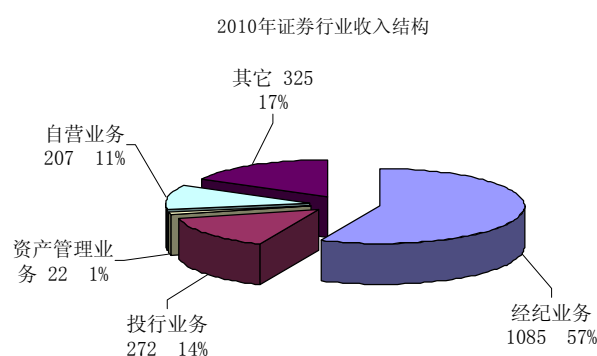
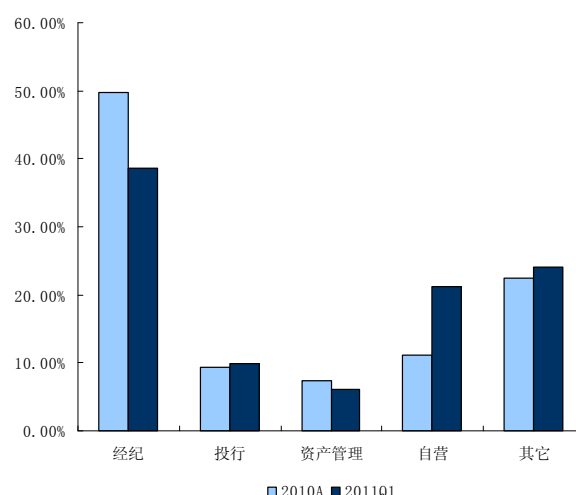


图 2 10 年及 11Q1 海通证券收入结构占比（%）



数据来源：Wind，上海证券研究所

数据来源：Wind，上海证券研究所

11 年 1 季度，公司营业收入 26.69 亿元，同比增长 19.32%，经纪、投行、资产管理、自营业务占比分别为 39%、10%、6%、21%，其中，经纪、资产管理业务占比下降，投行、自营、其它占比上升，15 家上市券商 1 季度营收合计同比增长 2.88%，净利润下降 0.89%，公司表现优于上市券商平均水平；1 季度末每股净资产为 5.57 元。

二、1 季度经纪业务佣金率止跌反弹

2010年，公司代理买卖证券业务净收入48.64亿元，同比下降22.48%，折算平均佣金率为0.107%，较09年0.130%下降了0.023个百分点，下降幅度为17.65%，与行业持平；到2011年1季度，公司代理买卖证券业务净收入10.31亿元，同比下降14.57%，平均佣金率为0.113%，佣金率止跌反弹，同比基数较高导致收入下滑，未来主要取决于市场成交额的变动情况。

公司经纪业务全国布局，无明显区域特征，经纪业务佣金率反映了全国的平均水平，未来仍将随着行业佣金率调整相应发生变动，预计维持与行业相当的佣金水平。公司经纪业务市场份额为4.132%，较09年底呈上升趋势。

图 3 07-10 年证券业经纪业务佣金率变化趋势（亿元，%）

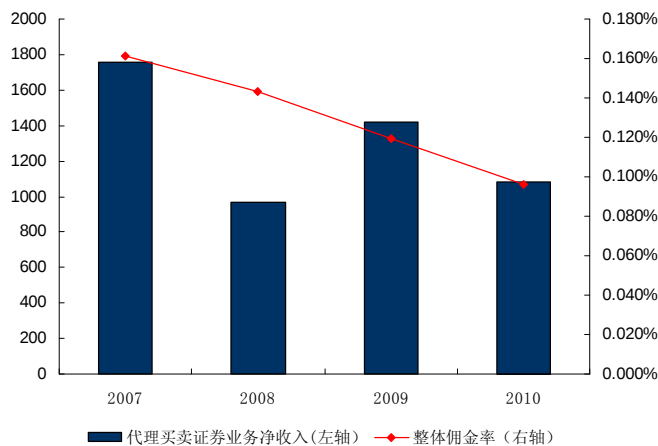
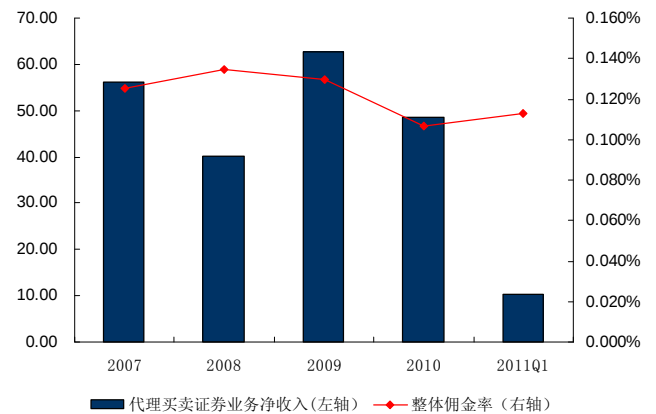


图 4 07-11Q1 海通证券经纪业务佣金率变化趋势（亿元，%）



数据来源：Wind，上海证券研究所

数据来源：Wind，上海证券研究所

图 5 08-11M2 证券业营业部数量变化趋势（家，%）

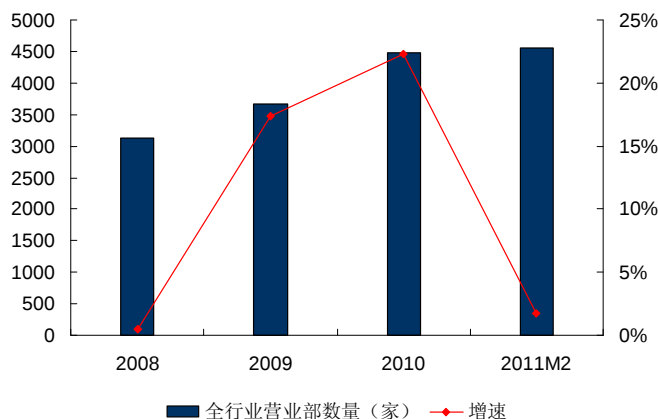
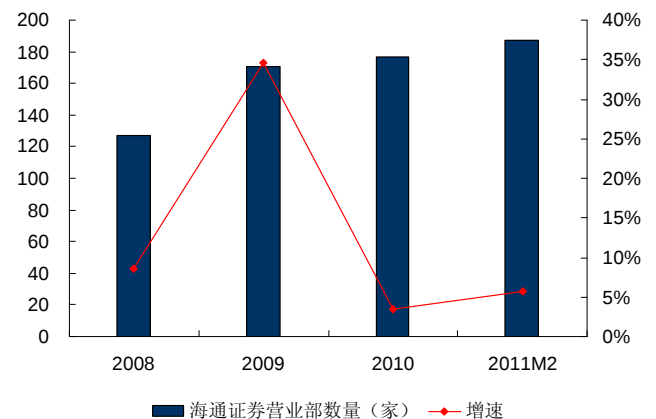


图 6 08-11M2 海通证券营业部数量变化趋势（家，%）



数据来源：Wind，上海证券研究所

数据来源：Wind，上海证券研究所

三、1 季度自营业务大幅增长

2010 年，公司实现自营业务投资净收益 10.82 亿元，同比增长 11.22%，公司自营业务的账面价值为 211 亿元，较 09 年底的 192 亿元增加了 19 亿元；2011 年 1 季度，公司自营收益 5.65 亿元，10 年 1 季度盈利 2.47 亿元，同比增长 129%。

10 年，公司自营业务资产中配置固定收益类证券的比例为 56%，权益类资产及衍生品的比例为 41%，权益资产的配比较 09 年下降了 3.93 个百分点。

四、投行业务收入保持较高增长

2010 年，公司实现投行业务收入 9.20 亿元，同比增长 141%。公司完成主承销项目 36 家，承销金额 626.71 亿元，其中 IPO 项目 12 个，承销金额 254.25 亿元，再融资项目 14 个，承销金额 249.25 亿元，债券融资项目 10 个，承销金额 123.2 亿元；公司的股票 IPO 项目融资规模排名行业第 6 位，具有较强的投行业务竞争力。

2011 年 1 季度，公司投行业务收入 2.66 亿元，同比增长 54%，投行业务仍保持较高增速。

五、1 季度资产管理业务收入同比增长 12.42%

2010 年，公司资产管理业务收入 7.14 亿元，同比下降 4.04%；其中，公司定向资产管理业务受托资金规模 76.44 亿元，管理费收入 89.50 万元；集合资产管理业务受托资金规模 10.55 亿元，管理费收入 1708.96 万元，折算管理费率为 1.62%；此外，还包括参股基金公司资产管理费收入以及海通国际并表部分，共计 6.96 亿元。

2011 年 1 季度，公司资产管理业务收入 1.64 亿元，同比增长 12.42%。

公司持有基金公司股权情况：

1) 海富通基金：持有 51% 股权

10 年底，海富通基金公司总资产为 8.59 亿元，净资产 6.50 亿元；全年实现营业收入 7.21 亿元，营业利润 2.69 亿元，净利润 1.98 亿元；折算 ROE 为 30.46%。

2) 富国基金：持有 27.775% 股权

10 年底，富国基金公司总资产为 10.32 亿元，净资产 8.35 亿元；全年实现营业收入 8.77 亿元，营业利润 3.89 亿元，净利润 2.93 亿元；折算 ROE 为 35.09%。

六、费用情况分析

2010 年，公司共支出业务及管理费 45.12 亿元，占营业收入的比重为 46.19%，较 09 年上升 8.71 个百分点；职工薪酬支出 26.20 亿元，占业务及管理费的比重为 58.06%，略低于上期的 59.73%。

七、业绩预测、估值及建议

根据市场环境变化情况，我们调整海通证券 11-12 年 EPS 预测为 0.56 元、0.62 元，对应 5 月 18 日收盘价 9.23 元，11 年动态市盈率为 16 倍，在券商股中相对估值偏低，维持公司“跑赢大市”评级。

■ 数据预测与估值：

表 1：海通证券 2011-2012 年业绩预测与估值简表

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	9,940	9,768	11,387	12,562
年增长率 (%)	41.86	-1.73	16.57	10.33
归属于母公司的净利润	4,548	3,686	4,645	5,124
年增长率 (%)	37.76	-18.95	26.02	10.30
每股收益 (元)	0.55	0.45	0.56	0.62
PER (X)	16.70	20.60	16.35	14.82

注：有关指标按最新总股本 8228 百万股计算；PER 按 5 月 18 日收盘价 9.23 元计算。

分析师承诺

分析师 刘洋

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。