

佣金率回升明显 业绩略好于预期

事件：华泰证券发布 2011 年半年报，报告期内公司实现营业收入 33.95 亿元，同比下降 5.4%；利润总额 15.31 亿元，同比下降 13.9%；归属于母公司股东的净利润为 11.44 亿元，同比降幅为 19.5%。

研究结论

- **华泰证券 Q2 业绩好于预期：**公司此次公布的上半年业绩好于我们之前预期（原预期下滑 26%），主要是经纪业务佣金率反弹较为明显。业绩归因来看，经纪业务对公司上半年业绩形成了 16% 的拖累，同时业务费用的负面贡献也达到 7.1%。而利息收入（5.3%）及自营业务（6.1%）则是对净利润的主要正面贡献因素。
- **Q2 佣金率反弹明显，经纪业务市占率仍在下滑：**公司此次半年报最大的亮点是单季佣金率环比提升 22% 至 0.0874%，已高于去年 4 季度水平。年初至今华泰证券股基佣金率为 0.0783%，较去年同期下滑 13%。我们判断今年一季度公司佣金率快速下滑主要是去年年末集中降佣所致，而二季度企稳反弹的部分原因是监管加强的体现。尽管后续佣金率持续反弹的可能性不大，但在地方协会强力监管背景下，公司佣金率有望中期止跌。同时，华泰证券二季度单季经纪业务市场份额降至 4.8%，环比下滑幅度达到 13%。这也导致从同比来看，公司上半年股基交易量下滑 4%。
- **自营大幅减仓，仍具一定弹性：**公司上半年实现 1.8 亿元自营收入（公允价值变动+投资收益），远好于去年同期 4 千余万元的亏损。从细项数据来看，公司上半年缩减对权益资产的持仓，幅度高达 33 亿元，占年初权益资产的 47%。我们判断自营减仓发生在 5 月之前，因从财报来看，其成功躲过了二季度后期的大跌。尽管有所减仓，根据测算，公司的自营弹性在上市券商中仍属中上。
- **融资融券业务稳步增长：**截至上半年，华泰证券融资融券余额达到 21.59 亿元，较一季度上升 5 亿元，市场占有率维持在 7.9% 的水平。我们维持前期判断，凭借良好的经纪业务基础，公司融资融券业务未来仍有望实现较快的增长。在全年 20 亿元平均余额的假设下，预计融资融券业务产生的利息收入及佣金收入对公司收入的影响幅度在 3-4 个百分点。
- **费用显刚性，成本收入比难现明显下降：**在收入下滑 5% 的背景下，公司上半年费用同比增长 3%，成本收入比因此升至 49% 的高位。与行业情况类似，公司在力求差异化竞争的同时，对人员和资源的投入显示出相当的刚性，因此未来成本收入比仍将维持高位运行。
- 公司当前正处在整合华泰联合的关键期。预计整合完毕后，包括融资融券在内的多项业务将有望上一个新的台阶。根据此次半年报，我们调整公司 2011 年 EPS 至 0.55 元，目前公司股价对应 2011 年 PE 为 20.2X，PB 为 1.75X，维持公司“买入”的投资评级。

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。



东方证券
ORIENT SECURITIES

王鸣飞

银行与证券行业分析师

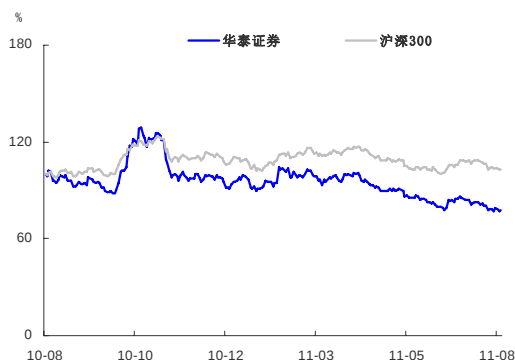
8621-63325888×6085

wangmingfei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860511040001

投资评级	买入 增持 中性 减持（维持）
股价（2011 年 8 月 5 日）	11.10 元
目标价格	20.00 元
总股本/A 股（万股）	177153/560000
国家/地区	中国
行业	证券
报告发布日期	2011 年 8 月 7 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测

	2010A	2011E	2012E
营业收入（百万）	8900	8674	9711
营业利润（百万）	4499	3998	4687
净利润（百万）	3425	3073	3494
每股收益（元）	0.61	0.55	0.62
净资产收益率（%）	14.69	9.38	10.17
市盈率(X)	18.15	20.23	17.79
市净率(X)	1.87	1.75	1.62

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。

相关报告

相关报告	时间
《融资融券发力 自营弹性加强》	2011.4.18
《经纪业务触底 创新业务发力》	2011.3.1

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)	2010A	2011E	2012E	资产负债表主要科目(百万 元, 人民币)	2010A	2011E	2012E
营业收入	8,900	8,674	9,711	货币资金	59,465	57,618	64,821
手续费及佣金净收入	7,119	6,536	7,344	结算备付金	25,128	25,198	29,450
代理买卖证券业务净 收入	5,516	5,100	5,702	交易性金融资产	13,916	14,888	15,741
证券承销业务净收入	1,475	1,286	1,463	可供出售金融资产	5,191	5,595	6,072
委托客户资产管理业 务净收入	128	150	180	持有至到期金融资产	5	5	5
利息净收入	971	1,113	1,168	存出保证金	3,136	3,173	3,744
投资收益	732	728	1,050	买入返售资产	251	264	277
公允价值变动	71	279	127	长期股权投资	2,504	2,879	3,167
营业支出	4,400	4,676	5,024	固定资产	1,227	1,411	1,552
业务及管理费用	3,980	4,267	4,564	资产总计	113,463	116,354	133,640
营业利润	4,499	3,998	4,687	短期借款及拆入资金	0	0	0
利润总额	4,502	4,001	4,689	交易性金融负债	0	0	0
所得税	1,022	908	1,172	代买卖证券款	69,107	69,927	82,514
归属于母公司股东的净 利润	3,425	3,073	3,494	卖出返售	2,509	2,539	2,995
少数股东损益	55	20	23	应付职工薪酬	871	914	989
重要比率(%)	2010A	2011E	2012E	长期负债	0	0	0
代理买卖证券业务净收 入/营业收入	61.98	58.80	58.71	负债总计	80,223	80,887	95,357
利息净收入/营业收入	10.92	12.83	12.03	股本	5,600	5,600	5,600
投资收益及公允价值变 动收益/营业收入	9.02	11.61	12.12	资本公积	973	1,280	1,630
资产负债率	70.70	69.52	71.35	一般风险准备	973	1,280	1,630
净佣金费率	0.088	0.076	0.072	交易风险准备	883	1,190	1,540
管理费用率	44.72	49.20	47.00	盈余公积	822	1,129	1,479
有效所得税率	22.70	22.70	25.00	未分配利润	7,198	8,321	9,845
ROAE	14.69	9.38	10.17	少数股东权益	358	382	412
ROAA	3.28	2.63	2.95	股东权益合计	33,240	35,462	38,278
每股指标(人民币)	2010A	2011E	2012E	相对估值指标	2010A	2011E	2012E
每股净资产	5.94	6.33	6.84	市盈率(PE)	18.15	20.23	17.79
每股收益	0.61	0.55	0.62	市净率(PB)	1.87	1.75	1.62
每股分红	0.22	0.24	0.26	分红收益率	1.95	2.20	2.39

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