



上市公司半年报点评

证券研究报告
金融—证券业

增 持 维持

华泰证券（601688）

2011 年 8 月 8 日

季度佣金率环比上升，创新贡献加大

非银行金融行业高级分析师：董乐
SAC 执业证书编号：S0850510120002
dl5573@htsec.com
021-23219374

2011 年 8 月 5 日收盘于 11.10 元

6 个月目标价：12.60 元

事件：华泰证券 2011 年上半年实现营业收入 34 亿元，同比下降 5.4%，归属于母公司的净利润 11.4 亿元，同比减少 19.5%，对应 EPS0.2 元。其中 2 季度实现营业收入 14.9 亿元，环比下降 21.9%，实现净利润 4.5 亿元，环比减少 35.4%。

点评：

经纪、投行收入下滑拖累上半年业绩：公司上半年实现营业收入 34 亿元，同比下降 5.4%，实现净利润 11.4 亿元，同比减少 19.5%，对应 EPS0.2 元。2 季度公司实现营业收入 14.9 亿元，环比下降 21.9%，实现净利润 4.5 亿元，环比减少 35.4%。经纪与投行业务收入减少是上半年业绩同比下降的主要因素。公司期末每股净资产 5.92 元。

2 季度佣金率显著提升，市场份额有所下滑：公司上半年股票基金市场份额 5.47%，较 2010 年下降 3.6%，同期公司实现经纪佣金净收入 20.3 亿元，同比下降 16.1%。公司上半年股票基金净佣金率 0.071%，较 2010 年减少 14.7%。公司 2 季度实现经纪佣金 9.3 亿元，环比下降 9.9%，同期公司佣金率 0.075%，环比增加 9.5%，我们推测佣金率的快速上升一方面可能同财务调整相关，同时也受益于今年江苏佣金监管的明显加强。

权益投资规模明显减少：上半年公司实现自营收益 1.1 亿元，表现较去年同期（亏损 1.7 亿元）明显好转。公司期末自营规模 202 亿元，较 2010 年末增加 5.7%，占净资产的 60.9%。公司自营投资的规模主要体现在债券投资上，股票投资规模较 2010 年末减少 46.4%达 38.5 亿元。上半年末公司可供出售金融资产浮盈 0.2 亿元。

2 季度投行业务明显萎缩：公司上半年完成 9 单股票公开发行，募集资金 61.1 亿元，市场份额 2.97%。公司实现投行业务收入 5.8 亿元，同比下降 18.5%，其中 2 季度实现 1.6 亿元收入，环比下降 62.1%。

创新业务贡献加大：截至 2010 年末，公司融资融券余额 21.59 亿元，市场份额 7.88%，公司实现融资融券利息收入 0.7 亿元、佣金收入 0.3 亿元，收入合计占比 2.9%。公司上半年实现衍生品投资收益 1.9 亿元。

维持增持评级，目标价 12.6 元：在 2011 年市场日均成交 2300 亿元的假设下，预计公司 2011-2012 年净利润 29 亿元以及 35.4 亿元，对应 EPS0.52 元及 0.63 元。目前公司股价对应 2011 年动态 PE 为 21 倍，PB1.8 倍，处行业平均水平。根据分部估值给予公司 12.6 元目标价，对应 2011 年动态 PE25 倍、PB2 倍，维持增持评级。

公司主要风险在于佣金率下滑速度及规模再超预期，创新业务推进速度低于预期。

表 1 华泰证券盈利预测表（百万元）

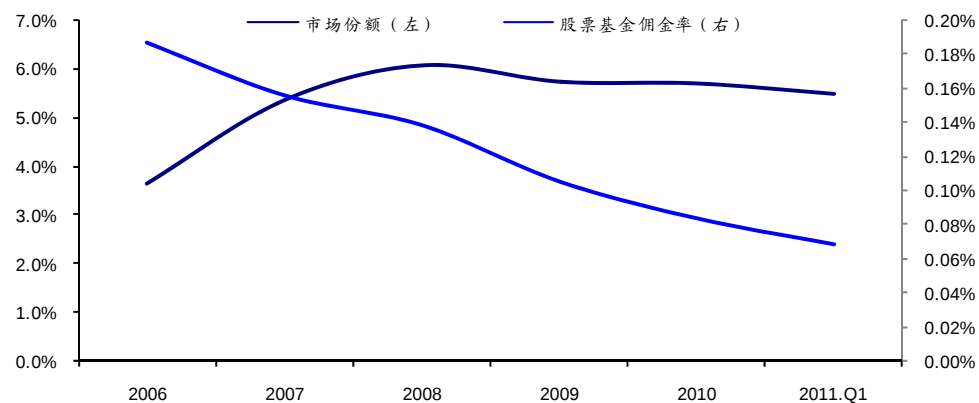
	2008	2009	2010	2011E	2012E
一、营业收入	6281	9563	8900	7986	9721
手续费及佣金净收入	5695	8123	7119	5819	6530
其中：代理买卖证券业务净收入	5257	7440	5516	4692	5196
证券承销业务净收入	253	535	1475	1009	1116
受托客户资产管理业务净收入	185	149	128	119	218
利息净收入	708	679	971	1214	1192
投资收益	-144	742	803	579	1197
二、营业支出	4656	4228	4400	4011	4867
业务及管理费	3315	3755	3980	3572	4348
三、营业利润	1700	5335	4499	3975	4854
归属于母公司所有者的净利润	274	1234	1022	2902	3540
业绩增速	-78%	203%	-10%	-15%	22%
EPS(元)	0.28	0.68	0.61	0.52	0.63
ROE	13.8%	23%	10%	8%	10%

资料来源：公司年报，海通证券研究所

表 2 华泰证券分部估值

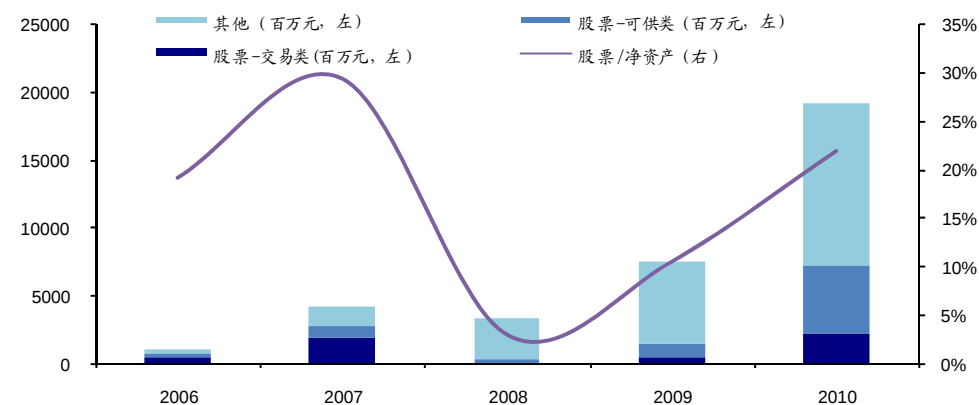
分部估值	2009	2010	2011	2012E
经纪业务				
净利润（亿元）	33	29	21	23
其中：佣金（亿元）	30	25	17	19
利差（亿元）	2	4	4	3
PE 倍数	15	15	15	15
价值（亿元）	494	430	318	340
自营业务				
规模（亿元）	74	191	121	142
PB 倍数	1.1	1.1	1.1	1.1
价值（亿元）	82	210	133	156
承销业务				
规模	1.6	3.8	3.0	3.3
PE 倍数	20	20	20	20
价值（亿元）	31	77	61	67
资产管理				
集合理财规模（亿元）	153	97	136	186
基金管理规模（亿元）	658	635	746	886
Price/Aum	6%	6%	6%	6%
价值（亿元）	49	44	53	64
现金价值(亿元)	70	97	94	92
合计（亿元）	725	858	659	719
创新溢价	0%	0%	8%	15%
合计（亿元）	725	858	704	813
每股价值（元）	12.95	15.31	12.57	14.52

图 1 华泰证券佣金率仍惯性下滑



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 2 华泰证券自营规模大幅增长



资料来源：公司公告，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

董乐：非银行金融业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：华泰证券 华泰证券 华泰证券 招商证券 光大证券 长江证券 西南证券 宏源证券 东北证券 国金证券 西南证券 兴业证券 辽宁成大 吉林敖东 锦龙股份

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。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。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。