

公司报告

佣金利润率双降，两融业绩释放明显

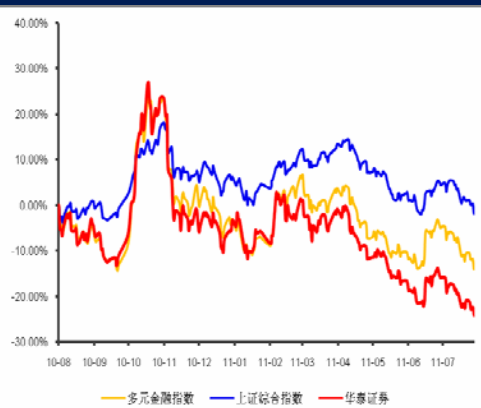
非银行金融业

2011 年 8 月 6 日

评 级：中性（维持）

合理价格：9.60~13.18 元

52 周股价走势：



相关研究报告：

报告作者

国联证券研究所宏观策略小组

张鹏

执业证书编号：S0590208070087

联系人：

丁小玲

电话：0510-82833337

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

——华泰证券（600168）2011 年中报点评

投资要点：

- **营收与净利润双降，ROE 及利润率降幅较大。**上半年实现营业收入 33.95 亿元，同比下降 5.4%；归属于上市公司股东的净利润为 11.44 亿元，同比下降 19.49%；基本每股收益 0.20 元；归属于上市公司股东的每股净资产 5.92 元，比期初增加 0.78%；加权平均净资产收益率 3.42%，比上年同期减少 2.29 个百分点。且公司利润率由 2010 年的 38.48% 下降至 33.69%，降幅为 4.8 个百分点。
- **自营与利息业务双升，经纪投行业务双降。**上半年经纪业务净收入 20.29 亿元，同比下降 16.05%；承销与保荐业务净收入 5.79 亿元，同比下降 18.53%；投资净收益（含公允价值变动收益、剔除对联营合营企业的投资收益）1.06 亿元，扭亏为盈，较去年同期增加 2.75 亿元；资产管理业务净收入 4176 万元，同比下降 21.96%；利息业务净收益 5.60 亿元，同比增长 26.35%；其他综合收益-4645 万元，去年同期为-21331 万元。
- **佣金率半年降幅与行业持平，但二季度环比回升 10.30%。**Wind 统计显示，上半年公司（含华泰联合）市占率为 5.521%，上半年平均净佣金率为万分之 6.75，较去年分下降 3.06%和 15.91%，佣金率降幅与行业持平；值得关注的是，公司佣金率由一季度末的 6.45 上升到 7.12，环比上升 10.30%。
- **两融业务是半年业绩亮点，市占率较 2010 年增加 1.11%。**上半年末公司两融业务余额为 21.59 亿元，市占率为 7.88%，较去年分别增加 12.94 亿元和 1.11%。且上半年公司该项业务带来的利息收入为 6613 万元。
- **经纪投行业务下降、业务及管理费用上升、创新业务增量业绩贡献有限是导致上半年业绩下降的主要原因。**目前华泰证券在券商板块中估值不占优，维持“中性”评级。

图表目录:

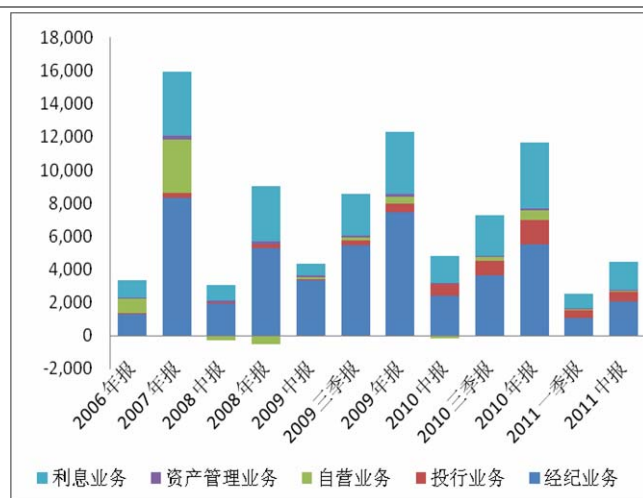
图表 1: 公司上半年营收 33.95 亿元, 同比下降 5.4%;归属于母公司的净利润为 11.44 亿元, 同比下降 19.49%	3
图表 2: 经纪、投行、利息、自营收入贡献分别为 59.78%、17.05%、16.50%和 3.11%。	3
图表 3: 上半年公司成交额合计 3.08 万亿, 其中股票交易 2.56 亿元, 市场占有率为 5.521%。	3
图表 4: 上半年年平均净佣金水平为 0.0675%, 较 2010 下滑 15.91%。	3
图表 5: 承销以首发为主 (1H2011)	4
图表 6: 股票平均承销规模 8.88 亿元 (1H2011)	4
图表 7: 自营投资规模 201 亿元, 其中交易性金融资产占比 88.31% (1H2011)	4
图表 8: 自营配置以债券为主, 债券 (含国债) 占比为 78.64% (1H2011)	4
图表 9: 业务及管理费用率比 2010 年上升 4.74 个百分点 (1H2011)	5
图表 10: 15 家上市券商及板块估值一览	5

图表 1: 公司上半年营收 33.95 亿元, 同比下降 5.4%; 归属于母公司的净利润为 11.44 亿元, 同比下降 19.49%

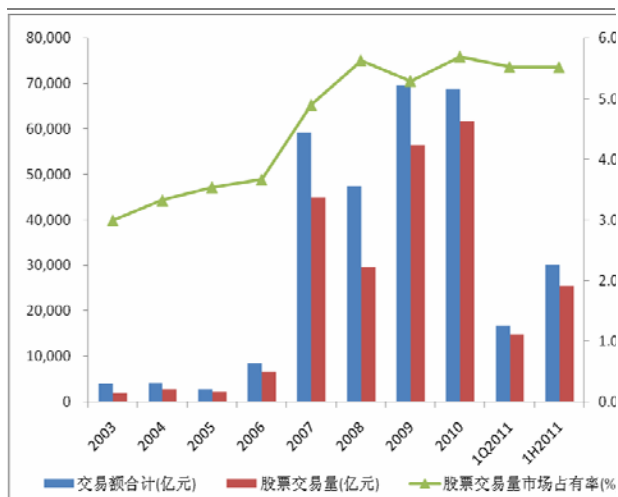


数据来源: WIND 资讯、国联证券研究所

图表 2: 经纪、投行、利息、自营收入贡献分别为 59.78%、17.05%、16.50% 和 3.11%。

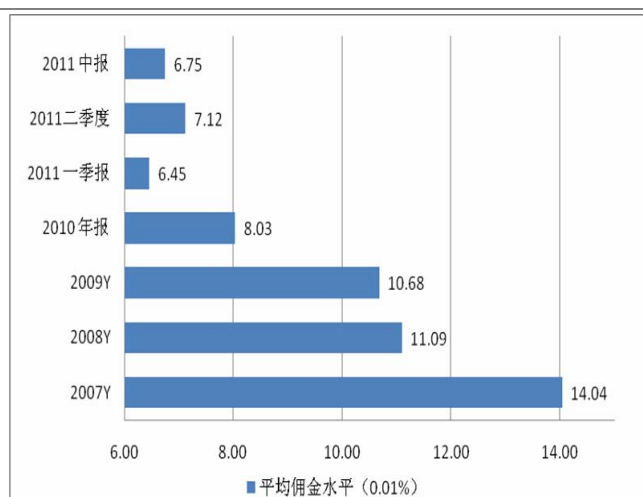


图表 3: 上半年公司成交额合计 3.08 万亿, 其中股票交易 2.56 亿元, 市场占有率为 5.521%。

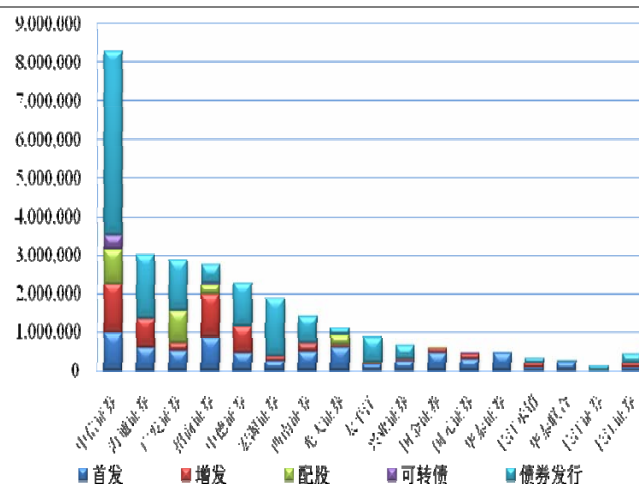


数据来源: WIND 资讯、国联证券研究所

图表 4: 上半年年平均净佣金水平为 0.0675%, 较 2010 下滑 15.91%。

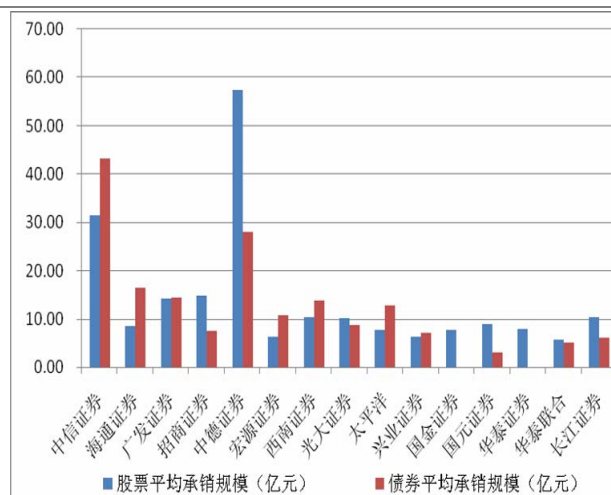


图表 5: 承销以首发为主 (1H2011)

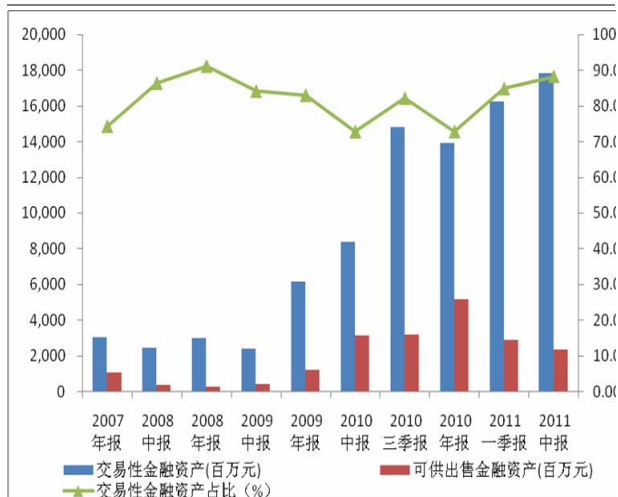


数据来源: WIND 资讯、国联证券研究所

图表 6: 股票平均承销规模 8.88 亿元 (1H2011)

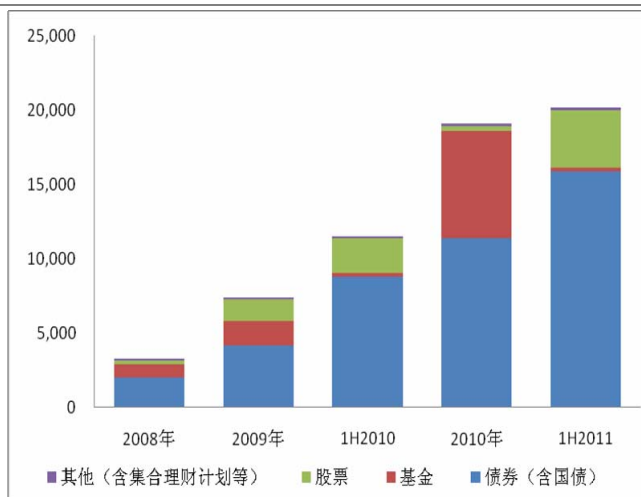


图表 7: 自营投资规模 201 亿元, 其中交易性金融资产占比 88.31% (1H2011)



数据来源: 上交所、深交所、国联证券研究所

图表 8: 自营配置以债券为主, 债券(含国债)占比为 78.64% (1H2011)



图表 9: 业务及管理费用率比 2010 年上升 4.74 个百分点 (1H2011)



数据来源: WIND 资讯、国联证券研究所

图表 10: 15 家上市券商及板块估值一览

证券代码	证券名称	每股收益			最近一期 末每股净 资产	8.5 收盘 价	PE			PB	评级
		2008A	2009A	2010A			2008A	2009A	2010A		
000562.SZ	宏源证券	0.37	0.79	0.89	5.23	15.40	41.62	19.49	17.30	2.94	观望
000686.SZ	东北证券	0.71	1.43	0.82	5.24	18.67	26.30	13.06	22.77	3.56	观望
000728.SZ	国元证券	0.36	0.69	0.47	7.80	10.28	28.56	14.90	21.87	1.32	谨慎推荐
000776.SZ	广发证券	1.26	1.87	1.62	7.98	32.92	26.13	17.60	20.32	4.13	观望
000783.SZ	长江证券	0.42	0.80	0.59	4.92	9.49	22.60	11.86	16.08	1.93	观望
002500.SZ	山西证券	0.14	0.31	0.22	2.73	8.51	60.79	27.45	38.68	3.12	观望
600030.SH	中信证券	0.73	0.90	1.14	7.28	11.99	16.42	13.32	10.52	1.65	谨慎推荐
600109.SH	国金证券	0.76	0.52	0.438	3.17	13.25	17.43	25.48	30.25	4.18	观望
600369.SH	西南证券	0.22	0.54	0.39	4.93	11.87	53.95	21.98	30.44	2.41	观望
600837.SH	海通证券	0.4	0.55	0.45	5.71	8.21	20.53	14.93	18.24	1.44	谨慎推荐
600999.SH	招商证券	0.48	0.88	0.69	5.32	12.78	26.63	14.52	18.52	2.40	观望
601099.SH	太平洋	-0.43	0.27	0.136	1.36	8.27	—	30.63	60.81	6.06	无评级
601377.SH	兴业证券	0.14	0.6	0.39	4.04	15.50	110.71	25.83	39.74	3.83	观望
601688.SH	华泰证券	0.28	0.82	0.63	5.92	11.10	39.64	13.54	17.62	1.88	观望
601788.SH	光大证券	0.47	0.92	0.64	6.86	12.03	25.60	13.08	18.80	1.75	观望
行业平均		0.46	0.79	0.70	5.79	—	30.88	16.47	20.88	2.29	中性

数据来源: 公告、WIND 资讯、国联证券研究所

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。