

非经纪业务亮眼 受益多项行业新政 维持强推评级

——海通证券（600837）三季度报点评

2011年10月28日

强烈推荐/维持

海通证券

财报点评

刘家伟 执业证书编号：S1480510120001

联系人：黄琳 电话：010-66554013

msn: huanglin329@msn.cn

事件：

公司10月27日发布2011年三季度报，共实现营业收入69.5亿元，同比上升了2.14%；实现营业利润37.01亿元，同比上升了0.07%；净利润为28.22亿元，同比下降了0.03%；基本每股收益为0.33元。在前三季度证券市场低迷的情况下，公司业绩亮丽，高于市场预期。

表 1：公司分季度财务指标

指标	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3
营业收入（百万元）	2,236.72	2,145.70	2,421.36	2,963.92	2,668.87	2,577.64	1,703.01
增长率（%）	25.87	-8.90	-4.91	-9.11	19.32	20.13	-30.00
销售净利率（%）	47.28	43.93	42.45	39.60	45.77	44.58	41.55
净利润（百万元）	1,057.60	867.74	963.08	979.74	1,221.41	1,117.71	548.49
增长率（%）	4.61	-41.46	-15.15	-5.19	15.49	28.81	-43.00
每股盈利（季度，元）	0.12	0.10	0.11	0.11	0.14	0.13	0.06
资产负债率（%）	61.76	59.82	59.42	60.48	57.94	56.31	54.38
净资产收益率（%）	2.30	4.28	6.33	8.39	2.63	4.99	6.11
总资产收益率（%）	0.88	1.68	2.50	3.28	1.08	2.11	2.67

评论：

积极因素：

- **承销业务继续增长，丰富储备资源提供充足成长空间。**公司前三季度实现承销业务净收入7.19亿元，同比上升了22.16%，连续两年实现增长。今年以来公司主承销项目28个，其中10单首发项目，8单增发以及10单债券发行，主承销家数行业排名从上一年同期的第10位上升到第4位。同时，公司项目储备丰富，将为公司承销业务的持续增长提供充足成长空间。

表 2：海通证券承销家数变化

	承销家数排名	主承销家数	首发家数	增发家数	配股家数	债券发行家数
2009年1-9月	9	13	1	2	1	9
2010年1-9月	10	19	8	6	1	4
2011年1-9月	4	28	10	8	0	10

资料来源：Wind 资讯 东兴证券研究所

- **资产管理业务收入增长受益于管理规模扩大。**前三季度，公司实现资产管理业务净收入为7.15亿元，同比上升了47.17%，资产管理规模的上升是业务收入增长的主要原因。根据公司的会计核算口径，资产管

理业务收入包含了定向与集合资产管理业务以及基金管理业务收入。今年5月，公司新发“海通海蓝精选消费”集合理财产品，目前正在运作的集合计划共有5只，估算的资产管理份额为24亿元。同时，公司控股或参股3家基金管理公司，基金管理公司的利润上升是资产管理业务收入上升的主要动力。前三季度，海富通基金公司新发基金1只，目前旗下基金达到19只，在行业中排名靠前。

- **直投业务浮盈兑现及资产规模的扩大共同提升自营业务收益。**前三季度，公司共实现自营业务收益（投资收益+公允价值变动收益）8.4亿元，同比小幅下降了3.09%，市场指数的大幅下跌带来的交易性金融资产的公允价值变动是自营业务收益同比下降的主要原因。从投资收益来看，公司共实现投资收益15.41亿元，相比上年大幅上升了116.44%。从中报显示的数据明细分析，出售可供出售金融资产投资收益的大幅提升是投资收益增加的主要动力，根据会计准则，当直投项目上市后，直投形成的投资将转入可供出售金融资产中。截至今年三季度，公司直投项目中银江股份已进入解禁期，部分浮盈的兑现提升了公司的投资收益。

同时，截至三季度公司的自营规模为（交易性金融资产+可供出售金融资产）为270.52亿，相比去年同期提高了60.88%，自营规模的增长在一定程度上增加了投资收益。

- **创新业务助力利息收入增长。**前三季度，公司实现利息净收入为15.31亿元，同比上升了60.73%。利息净收入的增长一方面归因于前三季度存款利率上升带来的存放银行资金利息的提高，另一方面融资融券业务以及香港子公司的借款业务带来的利息收入的大幅提升。公司是第一批获得融资融券业务资格的券商之一，自业务开展以来，市场占有率持续领先，随着两融业务量的提升，为公司贡献大量利息收入。

消极因素：

- **经纪业务竞争激烈，佣金率仍在下降。**前三季度，公司实现代理买卖证券业务净收入为25.47亿元，同比下降了23.94%；同期的经纪业务市场份额为4.15%，较去年同期上升了0.09个百分点；经纪业务收入的减少主要是佣金率下降导致。今年以来，新增营业部的放开以及新增客户数的减少使经纪业务的竞争仍然激烈，佣金率持续下降。三季度公司的佣金率为0.0619%，较上半年的0.0667%，佣金率仍在下降。

业务展望：

- **买卖方业务布局拓展收入来源。**从三季报来分析，公司的代理买卖证券业务净收入在营业收入中的占比为36.65%，较去年同期的49.22%大幅减低；同时，证券承销业务、资产管理业务以及利息收入的比重均有所上升。从收入结构上看，公司已基本形成合理且稳定的买卖方业务布局，多元的赢利模式增强了公司业绩的稳定性。

表 3：2010 和 2011 三季度公司收入结构

时间	经纪业务净收入	承销业务净收入	资产管理业务净收入	自营业务收入	利息收入
2011 年 1-9 月	36.65%	10.63%	10.29%	12.09%	22.04%
2010 年 1-9 月	49.22%	8.89%	7.14%	12.74%	14%

资料来源：公司 2011 三季报 东兴证券研究所

- **受惠多项政策，创新及国际业务引领新增长。**今年年底到明年，证券行业多项业务新政有望发布，其中以融资融券业务常规化以及RQFII的推出概率最大。融资融券标的证券的扩容将极大推动两融业务量的释放，公司在融资融券业务市场占有率稳居行业领先地位，同时公司资本金充裕，公司在业务常规化过程中无疑将率先收益。2010年8月，海通资产管理（香港）推出香港首只人民币基金产品，是在港中资金融

机构的“小QFII”的首次尝试，对于即将推出的“RQFII”，将分配给符合条件的中资证券公司及基金公司，根据证券公司的净资产规模、经营年限和盈利状况等确定第一批的试点名单，我们判断海通国际在“RQFII”领域的成功尝试以及其在港业务的稳健发展，其获得首批“RQFII”试点的可能性较大，有望率先受益。我们认为，政策红利使创新及国际业务为公司带来新的增长点。

盈利预测与投资建议：

- 我们预计公司2011年和2012年营业收入分别为99.4亿元和116.93亿元，EPS分别为0.48元和0.58元，对应的PE分别为19倍和16倍，低于行业平均水平。综合考虑公司在承销业务以及资管业务上的稳定增长，同时创新业务以及国际业务有望率先享受政策红利，公司合理的买卖方业务布局已经形成，我们认为公司具有良好的成长性以及充分的估值弹性，给予公司30倍PE，对应目标价为14.4元，相对当前股价50%的上升空间，维持强烈推荐评级。

风险提示：

- 受国内外经济形势或心理预期的影响，若二级市场交易量持续低迷，公司经纪业务收入有可能因成交额的减少继续下跌。
- 如果二级市场受到重大事件的冲击出现大幅下跌，则会影响公司自营业务以及资产管理业务的收益，致使相关业务的收入存在下跌可能。

表 4：海通证券未来两年盈利预测

万元	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	993,972	976,769	994,109	1,169,251
(+/-)%	41.86%	-1.73%	1.78%	17.62%
营业利润（EBIT）	572,999	483,293	522,901	627,888
(+/-)%	56.38%	-15.66%	8.20%	20.08%
净利润	466,174	386,816	412,998	494,363
(+/-)%	37.72%	-17.02%	6.77%	19.70%
每股净收益（元）	0.55	0.45	0.48	0.58

资料来源：东兴证券研究所

表 5：海通证券 2011 年三季度报主要指标变动情况

序号	指标变动情况	主要原因
1	营业收入同比上升 2.14%	承销业务、资管业务以及利息收入的高增长
2	代理买卖证券收入同比下跌 23.94%	佣金率的下降拉低了经纪业务的收入
3	承销与保荐收入同比下跌 22.16%	承销数量同比增加
4	受托资产管理业务收入同比上升 47.17%	集合理财产品规模的增长以及基金公司管理费收入的大幅增长
5	利息净收入同比上涨 60.73%	银行存款资金的增加以及融资融券业务代理利息收入的增多
6	（投资收益+公允价值变动收益）同比下降 3.09%	浮盈兑现提升业绩；公允价值变动收益拉低总收益
7	营业成本同比上升 4.62%	营业税金及业务及管理费用的小幅上升
8	净利润同比下降 0.03%	营业收入的增长及营业成本的上升

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘家伟

经济学博士，食品饮料行业首席分析师，消费品及服务行业研究小组负责人，2007年加盟东兴证券研究所。

联系人简介

黄琳

中国人民大学经济学硕士，2011年加盟东兴证券研究所，从事非银行金融行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。