

海通证券：业绩稳定，估值较低

2011 年年报点评

报告关键点：

- 📖 稳定的经营业绩
- 📖 经纪业务受价、量双重影响
- 📖 自营业务较好地规避了市场风险

报告摘要：

- **稳定的经营业绩。**海通证券2011年实现营业收入93亿元，同比下降5%；实现净利润31亿元，同比下降16%，每股收益为0.38元。公司利润同比下降主要是受经纪业务收入恶化所致，但利润降幅在上市券商中是较低的，公司业绩稳定性较强。期末公司的净资产为450亿元，同比增长1%，每股净资产为5.47元。
- **经纪业务受价、量双重影响。**公司2011年共实现经纪业务收入30亿元，同比下降37%，主要是受累于佣金率和市场交易量的双重下滑：其中公司2011年平均的股基佣金率为0.087%，较2010年（0.109%）下滑20%；整个市场的成交量也同比下滑超过两成。公司2011年的股基交易额市场份额为4.13%，较2010年小幅提升0.07个百分点。
- **自营业务较好地规避了市场风险。**公司2011年实现自营业务收入15亿元（投资收益+公允价值-联营企业收入），同比增长36%，其中主要是衍生金融工具同比大幅增加了9亿元。在权益二级市场大幅下跌的市场环境中，公司权益类证券主要参与定向增发和新股申购，较为有效地规避了部分市场风险。公司2011年已经计提了5亿元的资产减值准备，期末可供出售金融资产尚有7亿元浮亏，预计消化这部分浮亏对公司利润表的压力不会很大。公司此次董事会通过的议案决定公司2012年的实际权益类投资规模不超过净资本的27%，保持较低的比例，显示出公司一贯谨慎的自营风格。
- **投行业务中规中矩。**公司2011年共实现投行业务收入8.4亿元，同比下降9%，投行业务收入在营业收入中的占比为9%，与2010年持平。公司2011年共完成主承销项目32个，承销总金额342亿元，市场份额1.2%；其中股权项目21个，市场排名第3位。
- **融资融券贡献收入的3%。**期末公司融资融券余额39.3亿元，实现融资融券利息收入2.7亿元，较去年同期（0.37亿元）增长638%，在营业收入中的占比为3%。
- **维持海通证券增持-A的投资评级和12元的目标价。**海通证券经营业绩稳定，目前股价仅对应2011年1.8倍P/B，在上市券商中估值优势较为明显，H股上市有望进一步降低PB，我们维持公司增持-A的投资评级和12元的目标价（对应2011年2.2倍P/B）。
- **风险提示：**市场下跌带来投资收益和交易量的损失。

财务和估值数据摘要

百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	9,768	9,293	8,809	9,367	10,046
Growth(%)		-4.86%	-5.21%	6.34%	7.25%
净利润	3,686	3,103	2,862	3,179	3,627
Growth(%)		-15.82%	-7.77%	11.07%	14.09%
每股收益(元)	0.45	0.38	0.35	0.39	0.44
每股净资产(元)	5.4	5.5	5.6	5.9	6.3
市盈率	21	25	28	25	22
市净率	1.8	1.8	1.7	1.6	1.5
净资产收益率(%)	4.19%	3.47%	3.13%	3.33%	3.61%

敬请阅读本报告正文后各项声明

评级：

增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格：

12.00 元

期限： 6 个月 上次预测： 12.00 元

现价（2012 年 03 月 16 日）： 9.60 元

报告日期：

2012-03-19

总市值(百万元)	78,987.08
流通市值(百万元)	78,987.08
总股本(百万股)	8,227.82
流通股本(百万股)	8,227.82
12 个月最低/最高	7.05/10.70 元
十大流通股东(%)	36.09%
股东户数	536,132

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	7.96	10.09	14.60
绝对收益	11.37	19.85	(3.81)

杨建海

021-68765375
执业证书编号

首席行业分析师

yangjh@essence.com.cn
S1450511020022

报告联系人

贺立

021-68767803
heli@essence.com.cn

前期研究成果

海通证券：发行 H 股获核准点评	2011-12-26
海通证券：发行 H 股获核准点评	2011-11-22
海通证券：业绩平稳、估值安全	2011-10-31

财务报表预测和估值数据汇总

模型更新时间

2012-03-18

利润表(百万元)						保费收入(百万元)					
	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2010	2011	2012E	2013E	2014E	
营业收入	9,768	9,293	8,809	9,367	10,046	货币资金	58,318	50,898	55,988	61,586	67,745
手续费净收入	7,208	5,523	4,600	5,105	5,325	结算备付与保证金	22,882	6,191	6,810	7,491	8,240
代理买卖证券业务净收入	4,864	3,041	2,597	2,902	2,902	交易性金融资产	15,018	20,505	22,555	24,811	27,292
证券承销业务净收入	920	839	919	1,011	1,112	买入返售金融资产	2,120	606	666	733	806
资产管理业务净收入						可供出售金融资产	6,033	7,189	7,908	8,699	9,569
利息净收入	1,366	2,093	2,407	2,648	2,913	其他资产	11,041	13,487	14,836	16,320	17,952
投资收益及公允价值变动	1,160	1,580	1,802	1,614	1,808	资产总计	115,413	98,876	108,764	119,640	131,604
其他业务收入	34	97	0	0	0	短期借款	2,922	2,521	2,773	3,050	3,355
营业支出	-4,935	-5,125	-4,845	-4,965	-5,023	交易性金融负债	0	0	0	0	0
营业税金及附加	-422	-379	-440	-468	-502	衍生金融负债	0	0	0	0	0
业务及管理费	-4,512	-4,228	-4,201	-4,496	-4,521	卖出回购金融资产款	63,682	9,525	10,477	11,525	12,677
营业利润	4,833	4,168	3,964	4,403	5,023	代理买卖证券款	700	38,014	41,815	45,997	50,596
营业外收支	157	132	0	0	0	其他负债	2,492	2,207	4,799	7,626	10,631
利润总额	4,990	4,300	3,964	4,403	5,023	负债合计	69,796	52,266	59,864	68,197	77,260
所得税	-1,122	-1,018	-951	-1,057	-1,206	股本	8,228	8,228	8,228	8,229	8,230
净利润	3,868	3,282	3,013	3,346	3,818	归属母公司所有者权益	44,467	45,042	46,455	48,871	51,627
归属母公司所有者净利润	3,686	3,103	2,862	3,179	3,627	少数股东权益	1,149	1,568	2,445	2,572	2,717
少数股东损益	182	179	151	167	191	所有者权益合计	45,617	46,611	48,900	51,443	54,344
经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E	风险指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
平均总资产收益率	3.12%	2.90%	2.76%	2.78%	2.89%	净资本	32,460	31,343			
平均净资产收益率	4.19%	3.47%	3.13%	3.33%	3.61%	扣除代买卖证券款负债率					
管理费用率	-46.19%	-45.50%	-47.69%	-48.00%	-45.00%	自营规模/净资本	63.18%	98.44%			
营业收入/总资产	8.27%	8.67%	8.48%	8.20%	8.00%	权益自营规模/净资本	26.87%	38.09%			
每股数据(元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E	估值	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股收益	0.45	0.38	0.35	0.39	0.44	市盈率	21	25	28	25	22
每股净资产	5.4	5.5	5.6	5.9	6.3	市净率	1.8	1.8	1.7	1.6	1.5

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

杨建海，CFA，非银行金融行业首席分析师，毕业于北京大学，经济学硕士。2007.4 加盟安信证券研究中心。2008 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第三名。2009 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第四名。

分析师声明

杨建海声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	马正南	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034