

## 非银行金融行业

## 海通证券 (600837.SH)

## 公司点评报告

评级: 买入 维持

|        |       |
|--------|-------|
| 收盘价(元) | 8.07  |
| 目标价(元) | 11.80 |

## 经纪业务逐步趋稳, 两融龙头地位稳固

## ——2012年中报点评

## 市场数据 2012年8月27日

|             |            |
|-------------|------------|
| 52周最高/最低(元) | 10.80/7.05 |
| 总股本(百万)     | 9,584.72   |
| 流通B股/H股(百万) | -/1,492.59 |
| 总市值(百万元)    | 77,348.70  |
| 流通A股市值(百万元) | 65,303.50  |

## 基本数据 2012年6月30日

|          |        |
|----------|--------|
| 每股收益(元)  | 0.23   |
| 每股净资产(元) | 5.97   |
| 资产负债率(%) | 48.94% |

## 相对股价表现



## 相关研究

《海通证券调研简报—业务均衡, 创新有力》2012/2/23

《海通证券深度报告—业务均衡力保稳健, 转型空间大提升价值》2012/3/4

《业务结构持续均衡, 债券承销突飞猛进—2012年1季报点评》2012/5/2

## 非银行金融研究小组

李项峰

证书编号 S0120511030002

联系人: 张蕾

8621-68761616-8516

zhanglei@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路500号城建国际中心26楼

<http://www.tebon.com.cn>

**事件:** 公司2012年8月27日发布2012年半年度业绩报告, 报告期内实现营业收入50.64亿元, 同比下降3.49%; 归属母公司股东净利润20.26亿元, 同比下降9.36%; 每股收益0.23元, 同比减少14.81%; 加权平均净资产收益率4.07%, 同比减少0.85个百分点; 归属母公司股东的综合收益22.26亿元, 同比增长15.68%; 归属母公司股东净资产规模589.07亿元, 较年初增长26.38%; 每股净资产5.97元, 同比增加9.14%。

## 投资要点:

- **中报业绩基本符合预期, 营收/净利润略优于同业。** 公司上半年营业收入和净利润较2011年同期略有下滑, 主要原因系去年同期市场成交量及IPO总额基数较高所导致公司经纪、投行业务收入同比下降; 但债券收益显著带来公司自营收入同比大幅增长, 同时H股发行后自有存款增加和两融业务继续增长带来公司净利息收入亦实现同比正增长。综合影响下, 海通证券上半年营业收入和净利润虽下滑, 但下滑幅度低于同业。
- **传统通道业务占比继续下降, 结构持续优化。** 海通证券2012年上半年代理买卖证券业务、承销业务、受托资产管理业务、自营及净利息收入占营业收入比例分别为24.4%、7.4%、9.6%、21.9%和21.5%。上半年传统通道业务(经纪、投行)占比31.8%, 非通道业务占比接近70%, 公司业务结构持续均衡化发展。
- **佣金率趋稳, 经纪业务市场份额上升。** 海通证券报告期内实现代理证券买卖业务收入12.37亿, 同比下滑32.8%。上半年公司股基成交额1.55万亿, 市场占比4.36%, 较去年同期上升0.27个百分点, 1、2季度股基成交市场份额分别为4.33%、4.41%。上半年公司经纪业务平均净佣金率0.080%, 同比下滑11.1%, 但2季度佣金率0.081%, 较1季度环比上升2.4%, 整体趋稳。
- **IPO承销下滑, 债券承销增长显著。** 上半年公司证券承销业务收入3.75亿元, 同比下滑30.1%。上半年股债主承销金额607.0亿元, 市场份额7.7%, 分别较去年同期增长135.2%、3.9个百分点, 排名行业第3位。其中, IPO承销4家, 规模19.2亿元, 市场份额2.6%, 分别较去年同期下滑66.0%、0.9个百分点。上半年债券发行18家, 规模587.8亿, 市场占比7.5%, 分别同比增长259.3%、5.1个百分点, 排名行业第3位。考虑到债券承销费率低于IPO承销费率, 致使海通证券上半年承销收入仍同比下滑。
- **固定收益贡献显著, 自营收入同比正增长。** 截止6月30日公司自

请务必阅读正文后的免责声明部分

营资产规模（交易性金融资产+可供出售金融资产+持有至到期金融资产）为304.8亿元，较年初增长10.1%，占净资产比例较1季度末有所下降至51.7%。报告期内公司实现自营业务收入15.3亿，同比增长48.0%，本期未计入损益的可供出售金融资产公允价值变动损益2.7亿元。

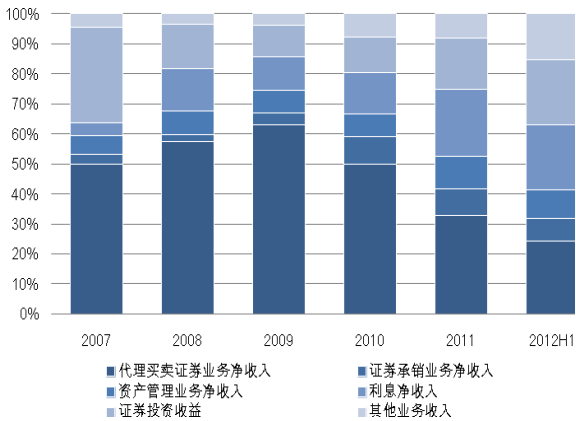
- **受托资产管理业务收入略有增长。**报告期实现受托资产管理业务净收入4.6亿元，同比增长5.6%。截止报告期末，集团资产管理总规模1004亿，其中海富通基金管理规模767亿，客户资产管理部管理资产规模164.5亿，产业投资基金管理规模72.5亿。
- **两融业务快速发展，行业龙头地位稳固。**截止到6月30日，市场融资融券余额为610.3亿元，较去年6月底增长122.8%。公司截止6月底两融余额55.35亿元，市场份额约9.1%，仍然位列行业首位。上半年两融利息收入2.18亿，同比增长120%，收入占比约4.3%。同时上半年H股发行带来货币资金增加，综合两者公司上半年净利息收入同比增长约6.7%。
- **管理费率稳中略升。**上半年公司管理费率39.12%，去年同期水平为37.55%，与去年同期相比今年上半年管理费率基本保持稳定。
- **风险提示：**市场波动可能给公司业绩带来影响。
- **盈利预测与投资建议：**海通证券业务结构均衡，传统通道业务占比较低，并且具备资本和牌照优势，两融和约定式回购占据行业龙头地位，是行业转型的主要受益者。预计公司2012-2013年EPS分别为0.37元、0.42元，对应动态市盈率为21.8倍、19.2倍；BVPS分别为5.95元、6.29元，对应PB分别为1.36倍、1.28倍，当前公司在估值上安全性也较高，维持公司“买入”评级。

单位：百万元

| 重要财务指标        | 2009A | 2010A  | 2011A  | 2012E | 2013E  |
|---------------|-------|--------|--------|-------|--------|
| 营业收入          | 9,940 | 9,768  | 9,293  | 9,167 | 10,413 |
| (+/-) %       | 41.9% | -1.7%  | -4.9%  | -1.4% | 15.0%  |
| 营业利润          | 5,730 | 4,833  | 4,168  | 4,634 | 5,264  |
| (+/-) %       | 56.4% | -15.7% | -13.8% | 11.2% | 13.6%  |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 4,548 | 3,686  | 3,103  | 3,490 | 3,975  |
| (+/-) %       | 37.8% | -19.0% | -15.8% | 12.5% | 13.9%  |
| 每股净收益（元）      | 0.55  | 0.45   | 0.38   | 0.37  | 0.42   |
| 净利润率（%）       | 46.9% | 39.6%  | 35.3%  | 40.0% | 39.9%  |
| 市盈率           | 14.7  | 17.9   | 21.2   | 21.8  | 19.2   |
| 每股净资产（元）      | 5.28  | 5.40   | 5.47   | 5.95  | 6.29   |
| 市净率           | 1.53  | 1.49   | 1.48   | 1.36  | 1.28   |

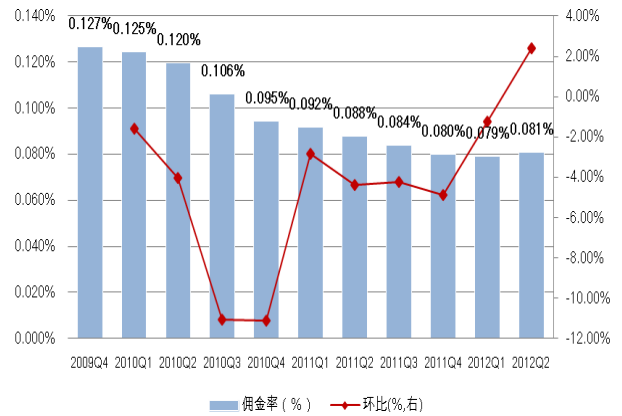
资料来源：德邦研究

图 1 2007 年以来公司收入结构 (%)



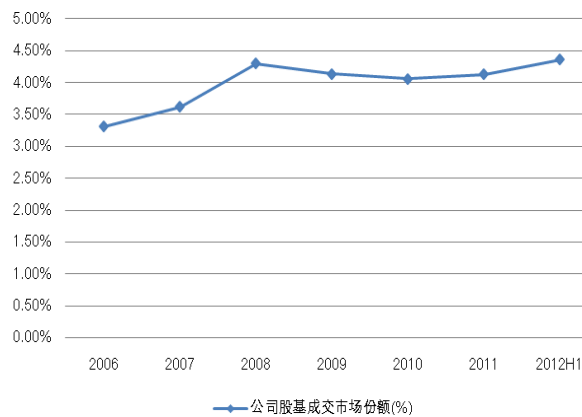
资料来源: Wind 资讯, 德邦研究

图 2 公司季度平均净佣金率变化估算 (%)



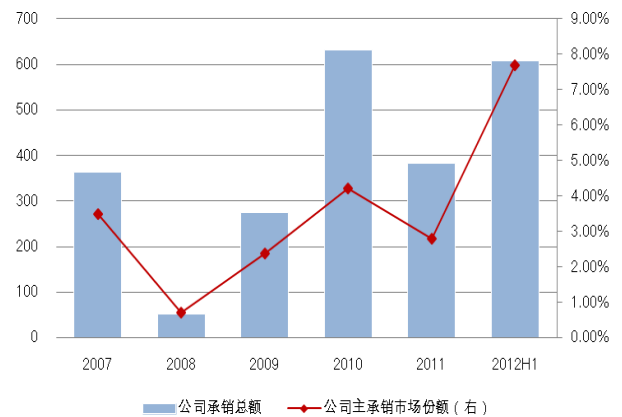
资料来源: Wind 资讯, 德邦研究

图 3 公司股基成交额市场份额 (%)



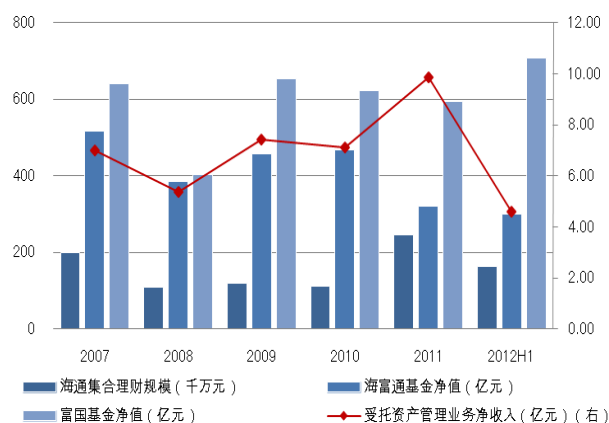
资料来源: Wind 资讯, 德邦研究

图 4 公司证券承销总额及市场份额 (亿元, %)



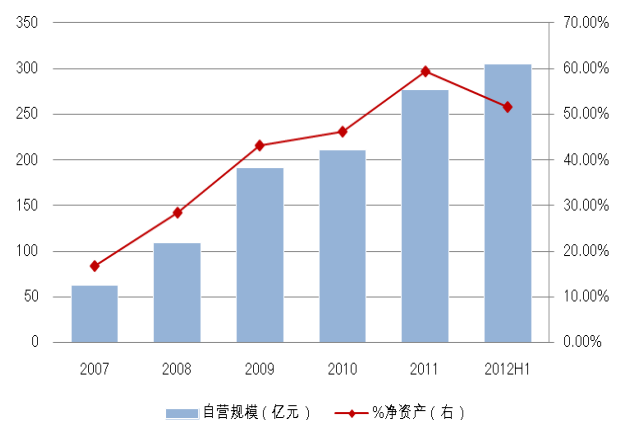
资料来源: Wind 资讯, 德邦研究

图 5 公司资产管理规模与收入状况



资料来源: Wind 资讯, 德邦研究

图 6 公司自营规模及占净资产比例 (亿元, %)



资料来源: Wind 资讯, 德邦研究

## 分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级

### 一、行业评级

- 推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
- 中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
- 回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

### 二、股票评级

- 买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅  $\geq 20\%$
- 增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为  $10\%-20\%$
- 中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为  $-10\% - +10\%$
- 减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅  $>10\%$

## 特别声明

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于已公开的资料,我对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证,不保证该信息未经任何更新,也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下,我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发,需注明出处为“德邦证券有限责任公司”,且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。