

中性

经纪佣金下滑明显，投行自营增长可观

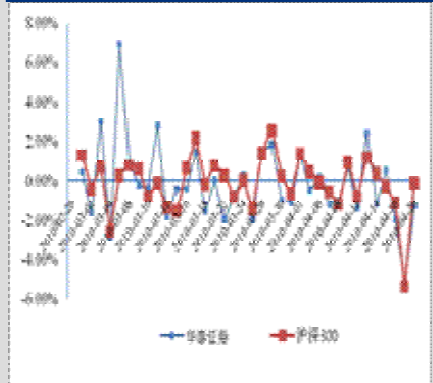
——华泰证券（601688）2010年1季报点评——

研究员

王大力
执业证号：S1250208120167
电话：010-57631183
邮箱：wdl@swsc.com.cn

丁小玲
执业证号：S1250109071097
电话：023-63786043
邮箱：dxling@swsc.com.cn

华泰证券及沪深300运行趋势（上市至今）



数据来源：WIND 资讯、西南证券研发中心

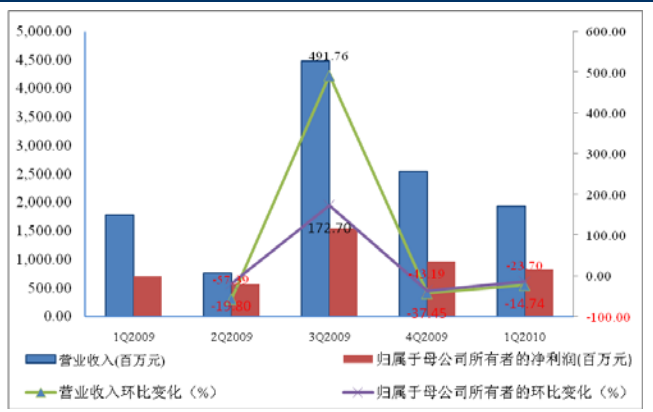
内容摘要：

- ◆ 公司发布2010年一季报，合并报表营业收入19.43亿元，同比增长9.30%；归属于母公司普通股股东净利润8.26亿元，同比增长16.64%；每股收益0.1628元，同比增长3.43%；加权平均净资产收益率4.24%，同比下降43.54%；期末归属于上市公司股东的每股净资产5.41元。
- ◆ 一季度华泰证券经纪业务同比下降15.09%，投行业务同比增长28.28倍，自营业务同比增长2.15倍，管理费用增长较多。其中，代理买卖证券业务净收入12.54亿元，同比减少2.23亿元；证券承销业务净收入2.30亿元，上年同期仅为842.25万元；利息净收入为2.01亿元，上年同期为1.15亿元；投资收益1.78亿元，上年同期5667.32万元；公允价值变动收益4804.56万元，上年同期为8541.08万元；业务及管理费4.68亿元，同比增加1.19亿元。公司一季度其他综合收益1465.32万元，上年同期为5813.88万元。
- ◆ 一季度经纪业务下滑主要是源于经纪业务市场占有率上升幅度不及佣金费率下降幅度，公司营业部对外扩张时经济效益尚未跟上步伐，以及广东、上海、福建等12个地区的交易额贡献比例下降等三大因素影响。其中，1季度公司市场占有率为5.63%；平均佣金水平为0.0817%，环比下降21.22%，同比下降25.42%；1季度公司完成规范升级或新设筹建的营业部共计17家，主要集中在江苏地区，进一步巩固了区域优势，但部均交易额高于行业平均水平的幅度有所下降。
- ◆ 一季度华泰证券自营配置有所调整，投资风险相对分散。1季度两项资产合计86.57亿元，比期初增仓16.69%，其中，可供出售金融资产增加73.45%。配置上，1季度末自营盘前十只权益性证券投资金额为12.12亿元，仅占14.00%，投资组合集中度不高，相对分散。
- ◆ 我们认为，创新业务试点推出后，影响2010年A股市场的因素变得更加复杂，总体趋势存在较多变数，经纪业务能否类似去年保持增长存在较大的不确定性。同时，尽管公司可能进入试点第二批券商行列，开展融资融券业务，并且目前已有18家营业部获得当地证监局的无异议函，能够从事股指期货IB业务，但短期内，由于存在投资者观望态度、资金资格门槛等限制以及对新业务的适应期等因素，融资融券与股指期货IB业务对券商业绩贡献相对有限。在券商板块中，公司暂时不具有估值优势。给予华泰证券“中性”评级。

2010年1季度，华泰证券合并报表营业收入19.43亿元，归属于母公司普通股股东净利润8.26亿元；营业收入同比增长9.30%，环比降低23.70%；归属于母公司的净利润同比增长16.64%，环比减少14.74%。

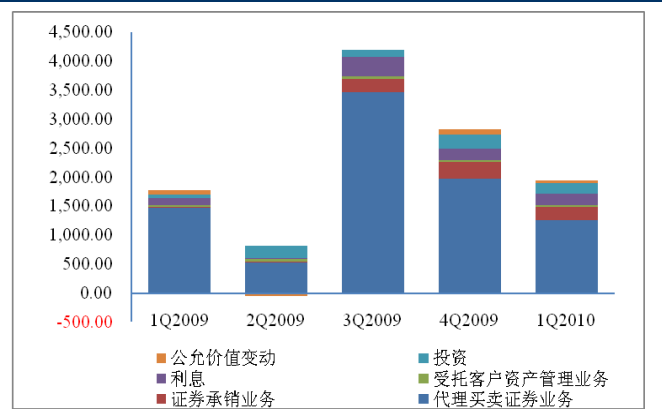
从收入贡献来看，1季度经纪业务虽同比下滑15.09%，但依旧是公司的主要收入来源，经纪业务收入贡献占比为64.58%；同时，投行业务与自营业务收入增长相当可观，投行业务净收入同比增加26.28倍，投资净收益同比增加2.15倍。具体来看，1季度公司经纪业务、投行业务、自营业务、利息以及资产管理业务营业收入分别为12.55亿元、2.30亿元、1.78亿元、2.01亿元和2677.80万元，同比分别增长-15.09%、2628.45%、214.66%、74.42%和-10.67%，环比分别增长-6.11%、-21.49%、-26.73%、-2.43%和-13.92%。

图1：华泰证券营业收入及净利润变化趋势



数据来源：WIND 资讯，西南证券研发中心

图2：华泰证券收入结构变化趋势



数据来源：WIND 资讯，西南证券研发中心

图3：华泰证券经纪业务交易量及市场占有率变化趋势



数据来源：WIND 资讯，西南证券研发中心

1季度，华泰证券股票、债券、基金以及权证四项合计交易额为15362.60亿元，同比增加13.85%，环比降低18.90%。同时，从绝对额来看，1季度市场交易额四项合计低于09年季度平均交易额17408.17亿元，降低幅度为11.75%。在市场占有率方面，1季度华泰证券市场占有率为5.63%，相对于2009年的市场占有率水平5.52%略有小幅上升。

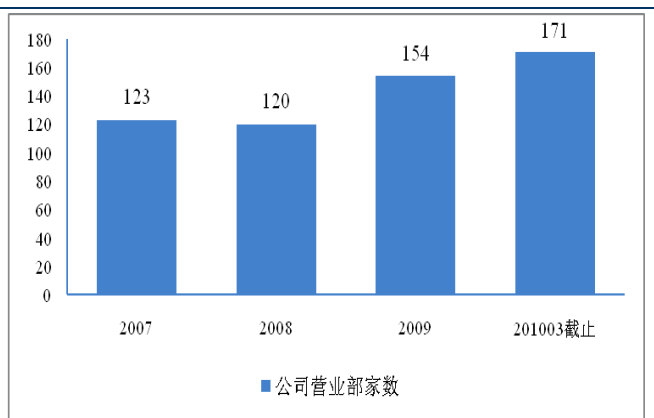
佣金方面，华泰证券1季度经纪业务佣金率下滑非常明显，环比下降21.22%，同比下降

25.42%。1 季度，公司平均佣金水平为 0.0817%，与 09 年全年平均佣金水平 0.1068% 比较，下降了 2.52 个点；比 09 年 4 季度相比，下降了 2.20 个点。

1 季度华泰证券扩张速度加大，但是经济效益尚未跟上扩张步伐。截至 2010 年 3 月底，公司共有 171 家营业部。与 09 年底相比，1 季度有 6 家证券服务部升级为营业部，并完成新设筹建的 11 家营业部，其中，在江苏地区规范或者新设的营业部 14 家。从公司营业部部均交易额来看，2010 年 1 季度，公司部均交易额为 30.50 亿元，高于行业部均交易额平均水平 30.01%，但与 09 年全年的公司部均交易额高于行业平均水平的幅度比较，下降了 4.86 个百分点。

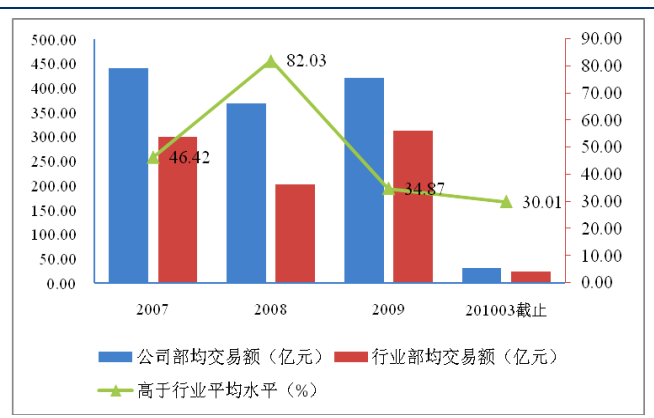
1 季度华泰证券广东、上海以及福建等地区交易额对公司总交易额贡献比例下降幅度位列前三位，下降幅度分别为 2.69%、1.04% 和 0.85%。华泰证券营业部主要分布在江苏、广东、上海、北京、湖北以及四川等地，1 季度对公司总交易额贡献的比例分别为 39.74%、13.58%、11.05%、5.89%、5.89% 和 2.81%。

图 4：华泰证券经纪业务扩张速度



数据来源：WIND 资讯、西南证券研发中心

图 5：华泰证券经纪业务部均交易额变化趋势



数据来源：WIND 资讯、西南证券研发中心

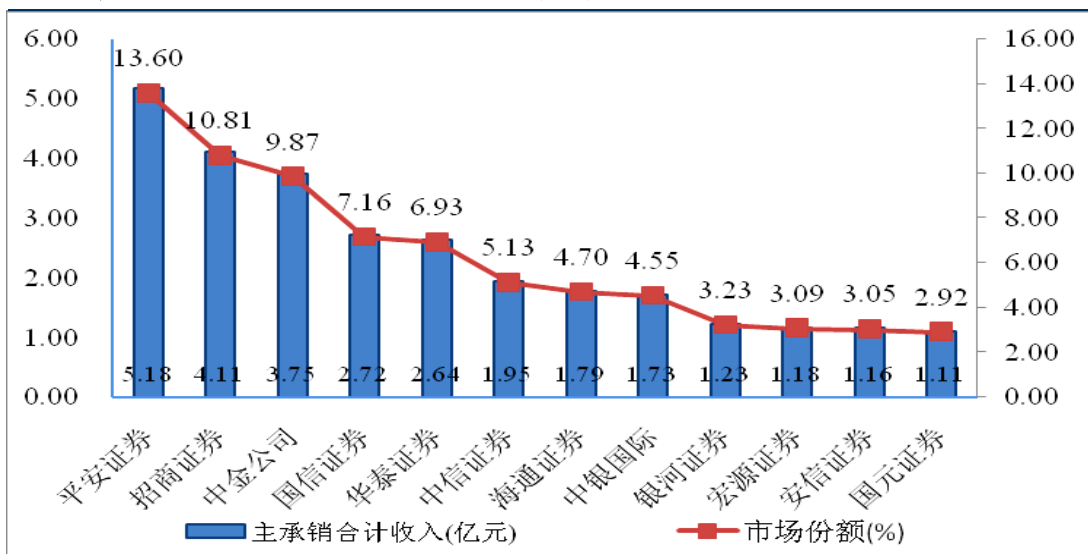
表 1：华泰证券 2010 年 1 季度经纪业务地区交易贡献一览

地区	营业部家数	营业部交易总额 (万元)	地区交易总额贡献比例 (%)	公司营业部地区部均 (万元)
江苏	62	20,728,318.64	39.74	334,327.72
广东	16	7,084,322.96	13.58	442,770.19
上海	14	5,765,766.54	11.05	411,840.47
北京	7	3,074,597.32	5.89	439,228.19
湖北	12	3,070,057.62	5.89	255,838.14
福建	3	1,529,310.41	2.93	509,770.14
浙江	4	1,517,917.37	2.91	379,479.34
四川	7	1,464,732.48	2.81	209,247.50
辽宁	6	1,131,566.45	2.17	188,594.41
天津	5	1,042,423.07	2.00	208,484.61
湖南	4	934,045.10	1.79	233,511.28

河南	3	820,730.78	1.57	273,576.93
黑龙江	4	667,007.42	1.28	166,751.86
山东	5	594,827.87	1.14	118,965.57
江西	3	564,058.81	1.08	188,019.60
广西	2	378,314.78	0.73	189,157.39
陕西	2	329,699.38	0.63	164,849.69
安徽	2	317,728.96	0.61	158,864.48
吉林	2	312,936.20	0.60	156,468.10
海南	2	278,735.14	0.53	139,367.57
宁夏	1	170,853.69	0.33	170,853.69
河北	1	161,296.34	0.31	161,296.34
重庆	1	126,359.74	0.24	126,359.74
内蒙古	1	80,405.73	0.15	80,405.73
山西	1	16,861.10	0.03	16,861.10
甘肃	1	417.09	0.00	417.09
合计	171	52,163,291.00	100.00	305,048.49

数据来源：WIND 资讯、西南证券研发中心

图 6：华泰证券投行业务主承销收入一览（2010 年 1 季度）



数据来源：WIND 资讯、西南证券研发中心

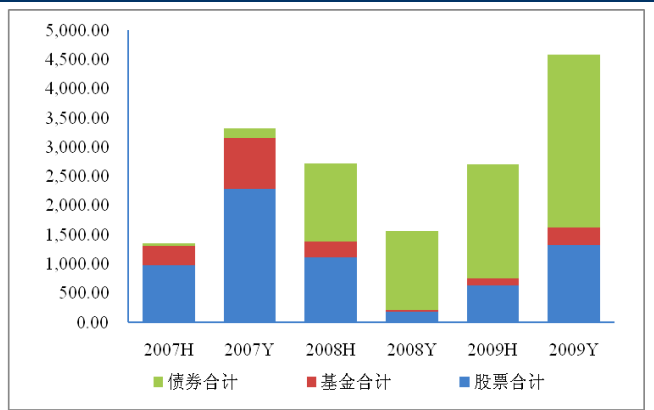
备注：华泰证券包含其子公司华泰联合证券的主承销业务收入部分，中信证券尚未包含中信建投证券相关数据。

投行业务方面，根据 wind 不完全统计数据，1 季度华泰证券主承销合计收入为 2.64 亿元，市场占有率为 2.64%，在上市券商中排第 2 位，仅次于招商证券（4.11 亿元，10.81%）。目前同业排名第 5 位。

对于自营业务，公司坚持谨慎稳健的投资风格，自营投资收入对公司业绩的贡献维持在 10% 左右。1 季度两项资产合计 86.57 亿元，与 09 年末相比增仓 16.69%。其中交易性金融资

产占比 74.77%，可供出售金融资产占比 25.23%。期末交易性金融资产比期初增加 5.09%，可供出售金融资产增加 73.45%。配置上，1 季度末自营盘前十只权益性证券投资金额为 12.12 亿元，仅占 14.00%，投资组合集中度不高，相对分散。

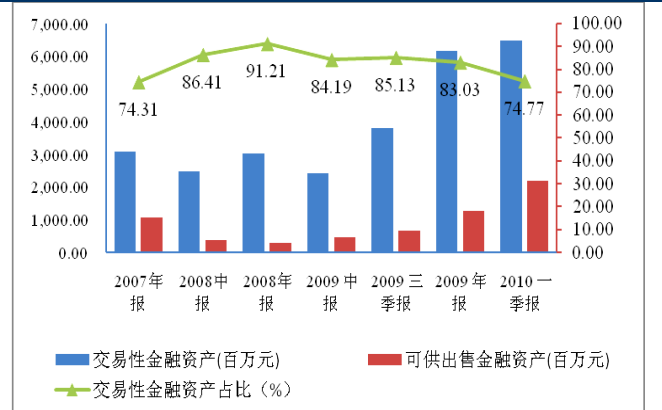
图 7：华泰证券历年投资风格取向



数据来源：WIND 资讯、西南证券研发中心

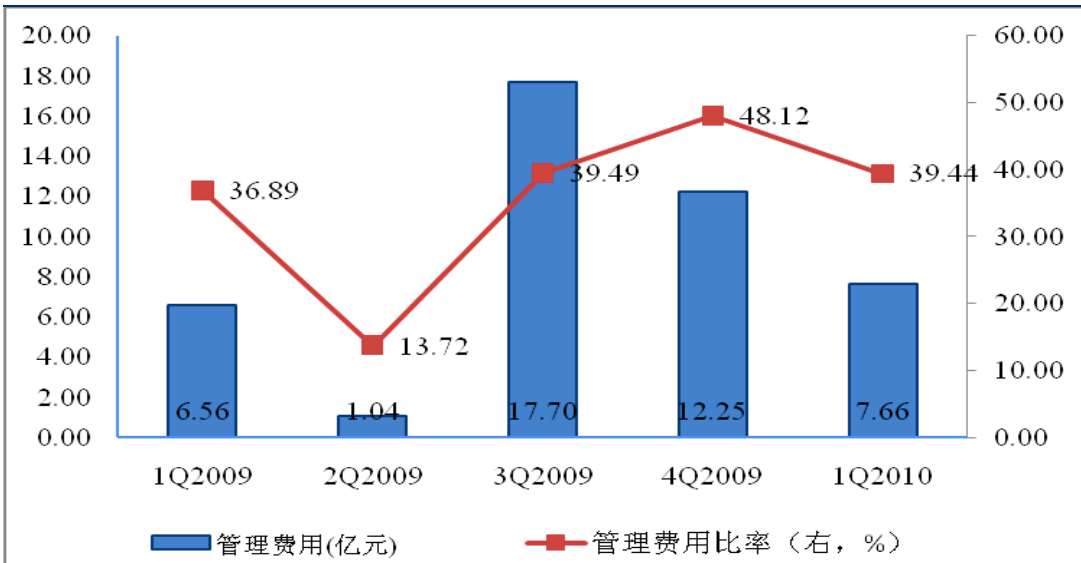
备注：2010 年数据截止 4 月 13 日

图 8：华泰证券自营持仓变化趋势



数据来源：WIND 资讯、西南证券研发中心

图 9：华泰证券管理费用变化趋势



数据来源：WIND 资讯、西南证券研发中心

1 季度，公司管理费用为 7.66 亿元，同比上升 16.84%，环比下降 37.47%，管理费用率为 39.44%。

总的来讲，华泰证券 1 季度利润来源于经纪、投行以及利息业务，但仍以经纪业务为主，经纪业务对收入贡献占比为 64.58%。但是，由于经纪业务市场占有率上升幅度不及佣金费率下降幅度、公司营业部对外扩张时经济效益尚未跟上步伐，以及广东、上海、福建等 12 个地区的交易额贡献比例下降等因素影响，导致 1 季度公司经纪业务净收益同比下降 15.09%。目前影响 2010 年 A 股市场的因素更加复杂，市场存在较多变数，公司经纪业务未来难以逆势反弹并保持增长。同时，尽管可能进入试点第二批券商队列，开展融资融券业务，且目前已经

有 18 家营业部获得当地证监局的无异议函，能够从事股指期货 IB 业务，但是短期内，由于存在投资者观望态度、资金资格门槛等限制以及对新业务的适应期等因素，融资融券业务与股指期货 IB 业务对券商业绩的贡献相对有限。在券商板块中，华泰证券暂不具有估值优势，维持“中性”评级。

表 2：券商板块估值情况表

证券代码	证券名称	每股收益		最近一期末 每股净资产	4月20日 收盘价	PE		PB	评级
		2008年	2009年			2008年	2009年		
000562.SZ	宏源证券	0.37	0.79	4.48	18.75	50.68	23.73	4.19	中性
000686.SZ	东北证券	0.71	1.43	4.78	30.64	43.15	21.43	6.41	中性
000728.SZ	国元证券	0.36	0.69	7.73	15.73	43.69	22.80	2.03	增持
000776.SZ	广发证券	1.26	1.87	6.53	48.46	38.46	25.91	7.42	中性
000783.SZ	长江证券	0.42	0.8	4.20	14.99	35.69	18.74	3.57	中性
600030.SH	中信证券	1.1	1.35	9.29	28.94	26.31	21.44	3.12	增持
600109.SH	国金证券	0.76	0.52	2.59	19.10	25.13	36.73	7.37	中性
600837.SH	海通证券	0.4	0.55	5.28	14.29	35.73	25.98	2.71	中性
600999.SH	招商证券	0.63	1.14	5.63	26.66	42.32	23.39	4.74	中性
601099.SH	太平洋	-0.43	0.27	1.19	15.63	—	57.89	13.13	无评级
601688.SH	华泰证券	0.28	0.82	5.41	19.76	70.57	24.10	3.65	中性
601788.SH	光大证券	0.47	0.92	6.62	23.29	49.55	25.32	3.52	中性

数据来源：wind 资讯、公司公告、维赛特财经、大智慧、西南证券研发中心

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -10% 以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 4 层

邮编：100140

电话：(010) 57631232/1230

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>