



分析师

黄立军 邢波

电话: 010-88085983

Email: huanglijun@hysec.com

非银行金融
增持 (下调)



年报点评

海通证券: 进入价值投资区域

- ◆ 2009年海通证券实现营业收入99.39亿元,同比增长41.86%;归属于上市公司股东的净利润达45.48亿元,同比增长37.76%;基本每股收益0.55元。2010年1季度公司实现营业收入22.37亿,同比增长25.87%,环比下降31.4%,归属上市公司股东的净利润10.11亿,同比增长1.6%,环比增长2.6%。09年公司业绩增长的驱动力在于经纪业务大幅增长。
- ◆ 1季度佣金率下滑18%。09年公司经纪净收入达62.74亿元,同比增长56%,占营业收入比重为63%;股票基金代理为42430亿元,较08年增长83%,市场份额为4.12%。目前公司拥有营业部180家。从1季度来看,公司难逃佣金率剧烈下滑的行业趋势,期内佣金率为0.1%,较09年0.124%下降18%。在股票成交量下降、营业部数量激增导致竞争更加激烈的双重打击下,行业佣金率下滑不可避免。
- ◆ 尽管权益投资占比高,但是风控良好,债性明显。扣除对联营企业的投资收益后,09年公司实现自营收益9.73亿,同比增长3%,占营业收入比重为10%。期末自营规模为191.7亿,其中权益投资占64.4%。公司股票投资以非公开增发为主,使公司可获得浮盈18.8亿。年报中前十大交易性金融资产仅1只股票。1季度公司实现自营净收益2.26亿,投资业绩优于同业。
- ◆ 承销业务持续快速发展。2009年,公司共完成18单主承销,承销金额296.8亿元,实现承销净收入3.82亿元,同比增长126.6%。1季度公司完成3单IPO,承销金额167亿元,高居行业首位,实现承销净收入1.73亿,占09年的45%。位居行业前列的基金管理规模为公司提供稳定的收入贡献。截至1季末,归属公司的基金管理净值达410亿,集合资产管理规模10.6亿。资管业务在09年、10年1季度分别贡献营业收入7.4亿和1.5亿,占营业收入比重为7.5%和6.5%。
- ◆ 公司作为大型券商,在直投等创新业务方面均具备先动和资本优势,我们维持前期报告观点认为公司是融资融券最大受益者。尽管从目前市场来看,大盘受货币政策影响,前景较不明朗,高贝塔的券商行业压力更大,但我们认为公司营业部分布较优化、自营相对具备较好抗跌性、并看好创新业务的长期发展。在今年股票日均交易额2200亿元、公司自营收益率10%的假定下,预计公司10年EPS为0.8元,对应PE分别为17倍,估值较低,故给予增持评级。

财务和估值数据摘要

百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	7,007	9,940	13,451	18,175	19,930
Growth(%)	-37.80%	41.86%	35.33%	35.12%	9.66%
净利润	3,385	4,662	6,378	8,891	9,750
Growth(%)	-39.12%	37.72%	36.82%	39.40%	9.66%
每股收益(元)	0.4	0.6	0.8	1.1	1.2
每股净资产(元)	4.7	5.3	6.0	6.9	7.9
市盈率	33	24	17	12	11
市净率	2.8	2.5	2.2	1.9	1.6
净资产收益率(%)	4.40%	5.56%	6.69%	8.13%	7.77%

财务报表预测和估值数据汇总

利润表(百万元)						资产负债表(百万元)					
	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E		2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	7,007	9,940	13,451	18,175	19,930	货币资金	57,182	88,432	106,118	116,730	128,403
手续费净收入	4,908	7,755	8,461	11,209	12,330	结算备付与保证金	3,185	7,184	7,129	7,790	8,518
代理买卖证券业务净收入	4,023	6,274	6,957	9,391	10,143	交易性金融资产	9,761	12,897	14,186	15,605	17,166
证券承销业务净收入	168	382	499	530	530	买入返售金融资产	0	0	13,609	13,609	13,609
资产管理业务净收入	1,055	1,419	1,883	2,429	3,141	可供出售金融资产	1,126	6,271	9,406	10,347	11,381
利息净收入	1,003	1,124	1,423	1,684	1,802	其他资产	25,029	5,943	6,181	6,356	6,596
投资收益及公允价值变动	1,041	1,313	3,567	5,283	5,798	资产总计	96,282	120,727	156,629	170,436	185,672
其他业务收入	0	22	0	0	0	短期借款	0	1,077	0	0	0
营业支出	3,342	-4,210	4,947	6,321	6,931	交易性金融负债	0	0	0	0	0
营业税金及附加	335	-475	642	868	952	衍生金融负债	0	0	0	0	0
业务及管理费	2,953	-3,725	4,304	5,453	5,979	卖出回购金融资产款	610	5,822	610	610	610
营业利润	3,664	5,730	8,504	11,855	12,999	代理买卖证券款	33,778	66,580	85,572	94,129	103,542
营业外收支	34	252	0	0	0	其他负债	1,661	2,730	20,508	18,200	15,736
利润总额	3,698	5,982	8,504	11,855	12,999	负债合计	36,049	76,208	106,689	112,939	119,887
所得税	313	-1,320	2,126	2,964	3,250	股本	8,228	8,228	8,228	8,228	8,228
净利润	3,385	4,662	6,378	8,891	9,750	归属母公司所有者权益	38,362	43,414	49,600	57,106	65,337
归属母公司所有者净利润	3,302	4,548	6,221	8,672	9,510	少数股东权益	275	1,105	340	392	448
少数股东损益	83	114	157	219	240	所有者权益合计	38,637	44,519	49,940	57,498	65,785
经营指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	风险指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
平均总资产收益率	3.45%	4.19%	4.49%	5.30%	5.34%	净资本	11,910	40,336	45,919	52,727	60,572
平均净资产收益率	4.40%	5.56%	6.69%	8.13%	7.77%	扣除代买卖证券款负债率	8.24%	17.78%	29.72%	24.65%	19.90%
管理费用率	42.14%	-37.48%	32.00%	30.00%	30.00%	自营规模/净资本	17.93%	78.09%	75.46%	72.29%	69.22%
营业收入/总资产	7.31%	9.16%	9.70%	11.11%	11.19%	权益自营规模/净资本	16.56%	23.43%	30.18%	36.14%	34.61%
每股数据(元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	估值	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.4	0.6	0.8	1.1	1.2	市盈率	33	24	17	12	11
每股净资产	4.7	5.3	6.0	6.9	7.9	市净率	2.8	2.5	2.2	1.9	1.6

销售经理：万玮
联系电话：010-88085990
电子信箱：wanwei1@hysec.com

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

宏源证券评级说明	类别	评级	定义
投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6-12个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。	公司评级	买入	未来 6-12 个月跑赢上证综指+15%以上
		增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%~+15%
		持有	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5% 以上
	行业评级	增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%以上
		中性	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5% 以上