

海通证券：佣金率降幅好于预期

2009 年报及 2010 年一季报点评

报告关键点：

- 📖 2010年一季报业绩略超预期
- 📖 佣金率的下降幅度低于预期
- 📖 自营规模有所收缩

报告摘要：

- **2010年一季报业绩略超预期。**公司2009年实现营业收入99亿元，同比增长42%；实现净利润47亿元，同比增长38%。2010年一季度公司实现营业收入22亿元，同比增长26%，实现净利润10亿元，同比增长2%，每股收益为0.12元。我们在《2010年一季报前瞻》中预计公司净利润8亿元，每股收益0.1元，公司一季报业务略超预期，原因在于自营业务盈利2.3亿元超出了我们的预期。
- **佣金率的下降幅度好于预期。**公司2009年实现经纪业务收入63亿元，同比增长56%；其中股票交易额的市场份额为4.18%，同比略微下降4%，股票交易额佣金率下降20%，与行业的平均水平相当。一季度经纪业务实现收入12亿元，同比增长1%，环比下降23%；股票交易额同比增长22%，环比下降21%，一季度公司股票交易额市场份额4.15%，与2009年末持平，股票交易额佣金率为1.26%，环比下降2%，在上市券商中下降幅度仅次于国元证券（环比上升6%）。
- **自营规模收缩。**2009年公司实现自营收入10亿元，占营业收入的比重为10%，与行业平均水平相当。2009年末公司权益类证券占净资本的比重为25%，在上市券商中处于中等水平。公司一季度实现自营收入2.3亿元，占营业收入的比重仍为10%，但该部分收入超出了我们的预期。
- **投行业务发展迅速。**公司2009年投行业务实现收入3.8亿元，主承销市场份额为0.99%，与2008年的市场份额持平。2010年一季度公司投行业务实现收入1.7亿元，主承销市场份额快速上升至3.34%，与2009年末相比大幅上升237%，公司投行业务发展迅速。
- **维持增持-A 的评级，给予15元的目标价。**公司一季度佣金率环比下降幅度较小，低于我们的预期；公司自营规模有所收缩，因此维持公司增持-A 的评级，目标价15元。

财务和估值数据摘要

百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	7,007	9,940	10,126	12,040	16,077
Growth(%)	-37.80%	41.86%	1.88%	18.90%	33.53%
净利润	3,385	4,662	5,316	6,321	8,441
Growth(%)	-79.59%	37.72%	14.04%	18.90%	33.53%
每股收益(元)	83.4	0.6	0.6	0.8	1.0
每股净资产(元)	4.7	5.3	5.9	6.6	7.4
市盈率	0	24	21	17	13
市净率	2.8	2.5	2.2	2.0	1.8
净资产收益率(%)		5.56%	5.66%	6.03%	7.18%

敬请参阅报告结尾处免责声明

评级：
增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格：
15.00 元

期限：

6 个月 上次预测： 15.00 元

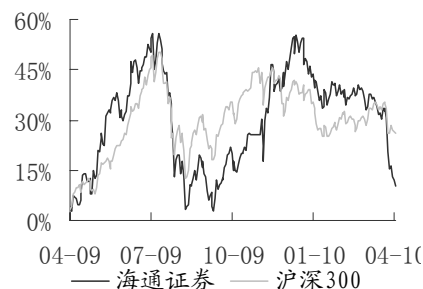
现价： 13.63 元

报告日期：
2010-04-28

市场数据

总市值(百万元)	112,145.20
流通市值(百万元)	54,553.05
总股本(百万股)	8,227.82
流通股本(百万股)	4,002.42
12 个月最高/最低	12.38/20.70 元
十大流通股股东(%)	27.46%
股东户数	495,789

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(14.74)	(17.84)	(15.93)
绝对收益	(17.89)	(18.92)	10.02

研究员

杨建海 ,CFA

首席行业分析师

执业证书编号： S1450209100294

021-68765375 yangjh@essence.com.cn

前期研究成果

海通证券：费用率上行明显

2009-10-29

海通证券：佣金率下降幅度小于同业

2009-08-20

海通证券：费用率下降明显

2009-04-17

财务报表预测和估值数据汇总

模型更新时间

2010-04-28

利润表(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E	保费收入(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	7,007	9,940	10,126	12,040	16,077	货币资金	57,182	88,432	97,275	107,002	117,703
手续费净收入	4,908	7,755	7,457	8,343	10,357	结算备付与保证金	3,185	7,184	8,575	9,181	9,848
代理买卖证券业务净收入	4,023	6,274	6,313	6,944	7,576	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	252	328	426	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						可供出售金融资产	1,126	6,271	6,898	7,588	8,346
利息净收入	1,003	1,124	1,236	1,360	2,856	其他资产	3,433	5,943	6,078	6,202	6,492
投资收益及公允价值变动	1,041	1,039	1,433	2,338	2,864	资产总计	74,686	120,727	146,622	159,188	173,164
其他业务收入	-837	22	0	0	0	短期借款	0	1,077	0	0	0
营业支出	-72	-4,210	3,038	3,612	4,823	交易性金融负债	0	0	0	0	0
营业税金及附加	129	-475	375	445	595	衍生金融负债	0	0	0	0	0
业务及管理费	953	-3,725	2,663	3,167	4,228	卖出回购金融资产款	610	5,822	0	0	0
营业利润	-1,463	5,730	7,088	8,428	11,254	代理买卖证券款	33,778	66,580	78,441	86,285	94,913
营业外收支	2	252	0	0	0	其他负债	1,661	2,730	19,144	18,493	16,666
利润总额	1,461	5,982	7,088	8,428	11,254	负债合计	36,049	76,208	97,584	104,777	111,579
所得税	-1,461	-1,320	1,772	2,107	2,814	股本	8,228	8,228	8,228	8,228	8,228
净利润	1,135	4,662	5,316	6,321	8,441	归属母公司所有者权益	38,362	43,414	48,703	54,040	61,165
归属母公司所有者净利润	1,110	4,548	5,210	6,195	8,272	少数股东权益	275	1,105	334	371	420
少数股东损益	25	114	106	126	169	所有者权益合计	38,637	44,519	49,037	54,410	61,585
经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E	风险指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
平均总资产收益率	1.31%	4.65%	3.90%	4.05%	4.98%	净资产	34,391	34,145			
平均净资产收益率	1.48%	5.56%	5.66%	6.03%	7.18%	扣除代买卖证券款负债率					
管理费用率	13.60%	-37.48%	26.30%	26.30%	26.30%	自营规模/净资产	34.69%	54.81%			
营业收入/总资产	8.24%	10.17%	7.58%	7.87%	9.67%	权益自营规模/净资产	3.20%	25.28%			
每股数据(元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E	估值	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.13	0.55	0.63	0.75	1.01	市盈率	97	24	21	17	13
每股净资产	4.7	5.3	5.9	6.6	7.4	市净率	2.8	2.5	2.2	2.0	1.8

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

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。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易, 并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有, 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。如引用发布, 需注明出处为安信证券研究中心, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有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
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	南方	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@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: 200122

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