海通证券：价值高于价格

增持（持平）

投资要点：

- 作为大型券商，是周期性行业中的低风险标的
- 尽管权益投资占比高，但是风控良好；非经纪业务发展迅速
- 分部估值价格为 12 元，建议增持

报告摘要：

◆ 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。

◆ 尽管权益投资占比高，但是风控良好，债性明显。2009 年末公司自营规模为 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、资管业务持续快速发展。1 季度公司承销金额 167 亿元，高居行业首位，实现承销净收入 1.73 亿，占 09 年的 45%。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%。

◆ 从估值来看，我们采用分部估值：非自营业务用 PE，自营业务用 PB。扣减掉自营收入后，我们给予非自营利润 12 倍 PE；BVPS 减去固定资产无形资产长期股权投资和必要运营资产后，作为每股自营净资产，考虑到融资融券业务对自营资金收益率的推高，我们给予自营 1.354 倍 PB（无融资融券的券商为 1.1 倍），得 12 元的合理价格，高于目前股价，考虑到我们估值的保守型，给予增持评级。

百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	11,265	7,007	9,940	10,824	14,276
净利润	5,560	3,385	4,662	5,133	6,983
每股收益(元)	1.6	0.4	0.6	0.6	0.8
每股净资产(元)	8.9	4.7	5.3	5.9	6.6
市盈率	7	26	19	17	13
市净率	1.2	2.2	2.0	1.8	1.6
净资产收益率(%)	13.54%	4.40%	5.56%	5.44%	6.61%

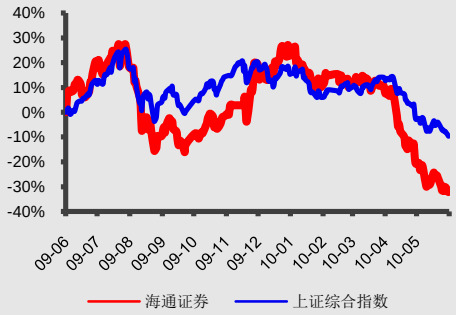
分析师

分析师姓名：黄立军　邢波

电话：010-88085983

Email：huanglijun@hysec.com

市场表现



相关研究

中信证券：资产出售在行业拐点上　10.6.2

证券信托 4 月报：两类券商佣金率风险大　10.5.20

招商证券：佣金率下滑隐忧凸显　10.4.20

请务必阅读正文之后的免责条款部分

宏源证券机构销售团队		
华北区域	**华东区域**	**华南区域**
李晔 010-88085956 liye@hysec.com	**曾利洁** 010-88085790 zenglijie@hysec.com	**雷增明** 010-88085989 leizengming@hysec.com
牟晓凤 010-88085275 muxiaofeng@hysec.com	**刘爽** 010-88085798 liushuang@hysec.com	

宏源证券评级说明:

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个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数+20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数+5%～+20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%～+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数+5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%～+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

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。