

华泰证券：创新业务具有先发优势

增持（上调）

投资要点：

- 受经纪业务和自营业务拖累，公司业绩有所下滑
- 投行业务和资管业务表现良好，创新业务发展迅速
- 看好华泰证券作为综合性大券商的竞争优势

报告摘要：

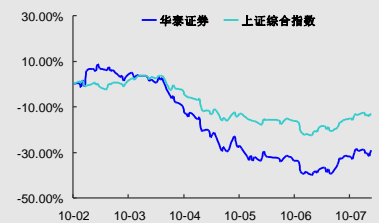
- 上半年华泰证券实现营业收入 35.89 亿元，同比下降 13.93%；实现归属于母公司所有者的净利润的净利润达 14.2 亿元，同比下降 19.02%；EPS0.27 元，其中，二季度 EPS 为 0.11 元。公司业绩下降主要是因为经纪业务与自营业务收益下滑。
- 经纪业务下滑的原因一方面是佣金率下降，另一方面是市场份额减少。上半年公司代理买卖证券净收入达 31.81 亿元，同比下降 28.24%，占营业收入比重为 67.37%。从佣金率来看，上半年公司综合佣金率 0.081%，低于行业 0.088% 的行业水平，与 2009 年相比下降 22%，基本与行业下降水平同步，分季度看，公司 Q1、Q2 的佣金率为 0.082%、0.081%，基本稳定。从市场份额来看，上半年代理交易额市场份额为 5.66%，较去年同期相比减少 7.03%，其中 2 季度公司市场份额环比下降了 2.43%。
- 公司自营业务略微亏损。上半年公司自营亏损 0.68 亿，其中 2 季度亏损 1.1 亿。公司年初自营规模为 74 亿，上市以后自营规模迅速上升。从资产配置来看公司自营投资风格稳健，本期末 115 亿自营盘中权益类投资与固定收益类投资占比为 22%与 78%，上半年公司从中金所获得了套期保值交易额，对自营收益具有正面效应。
- 证券承销呈现爆发式增长，对公司收入结构改善较大。报告期内公司承销业务净收入为 7.1 亿，占营业收入的比重为 19.8%，超出去年全年承销收入 33%，其中第二季度承销业务净收入环比增长 109%。专注深交所的子公司华泰联合抓住当前中小板、创业板密集发行的时机，表现好于母公司华泰证券。
- 在创新业务方面，公司走在行业前列。资产管理业务方面公司保持了行业第一集团的地位，当前发行产品数量排名第一，管理资产净值排名第四，截至报告期末，公司合计管理的集合计划数量达到 9 只，合计管理份额 60.22 亿份，合计管理资产规模 61.84 亿元。由于赎回较多，管理资金与净收入同比下滑 33.41%与 19.8%。2010 年 6 月公司成为第二批融资融券业务试点券商，股指期货业务发展迅速。同时积极开展直投业务，本期投资三家企业，投资金额 0.61 亿元。
- 虽然公司半年报在业绩上缺乏亮点，但是看好华泰证券作为全国性大券商在未来竞争中的综合优势，特别是在创新业务方面，未来发展空间巨大，同时考虑当前估值偏低（17 倍 PE，2.5 倍 PB），与未来成长机会不匹配，故给予增持评级。

分析师：黄立军 邢波

电话：010-88085983

Email：huanglijun@hysec.com

市场表现



行业数据

股票家数 (家)	18
总市值 (亿元)	14848
流通市值 (亿元)	10328
重点公司 (家)	16
重点公司占行业市值比重	99.3%

相关研究

- 广发证券：定向增发正当其时 10.8.3
- 东北证券：高弹性特性强化 10.7.29
- 证券：非上市券商半年报情况综述 10.7.27
- 保险：下半年保费增速将有所下降 10.7.21
- 中信证券：资产出售在行业拐点上 10.6.2

利润表(百万元)	2007	2008A	2009A	2010E	2011E	资产负债表(百万元)	2007	2008	2009A	2010E	2011E
营业收入	13,360	6,356	9,563	10,911	16,206	货币资金	48,783	39,702	79,404	95,285	114,342
手续费净收入	8,818	5,498	8,123	9,412	12,392	结算备付与保证金	20,571	4,985	8,974	10,769	12,922
代理买卖证券业务净收入	8,145	5,059	7,440	7,046	9,991	交易性金融资产	3,075	3,012	5,121	11,618	12,851
证券承销业务净收入	325	253	535	1,404	1,248	买入返售金融资产	—	—	512	1,162	1,285
资产管理业务净收入	225	185	805	962	1,153	可供出售金融资产	1,063	290	1,161	7,041	7,788
利息净收入	428	708	665	1,264	1,517	其他资产	4,374	3,931	4,210	5,620	7,246
投资收益及公允价值变动	3,782	-144	581	235	2,297	资产总计	77,867	51,921	99,382	131,495	156,435
其他业务收入	332	294	0	0	0	短期借款	—	—	0	0	0
营业支出	4,859	3,640	-3,777	-3,982	-5,915	交易性金融负债	167	—	0	0	0
营业税金及附加	616	325	-430	-491	-729	衍生金融负债	—	—	0	0	0
业务及管理费	3,857	3,315	-3,347	-3,492	-5,186	卖出回购金融资产款	—	—	0	0	0
营业利润	8,501	1,700	5,648	6,777	10,124	代理买卖证券款	62,612	37,051	67,410	80,892	97,070
营业外收支	-15	-13	0	0	0	其他负债	4,933	4,933	-1,256	14,833	19,799
利润总额	6,014	1,412	4,236	5,082	7,593	负债合计	67,712	41,984	66,153	95,725	116,869
所得税	2,471	274	-1,412	-1,694	-2,531	股本	4,500	4,500	5,800	5,800	5,800
净利润	6,014	1,412	4,236	5,082	7,593	归属母公司所有者权益	9,201	9,071	32,705	35,206	38,942
归属母公司所有者净利润	5,976	1,393	4,178	5,013	7,489	少数股东权益	954	866	524	564	624
少数股东损益	38	19	58	69	104	所有者权益合计	10,155	9,937	33,229	35,770	39,566
经营指标	2007	2008A	2009A	2010E	2011E	风险指标	2007	2008A	2009A	2010E	2011E
平均总资产收益率	11%	2%	6%	4%	5%	净资本	36,839	38,779	30,428	34,324	37,530
平均净资产收益率	47%	8%	10%	7%	10%	扣除代买卖证券款负债率	33%	33%	-4%	29%	33%
管理费用率	-29%	-52%	35%	32%	32%	自营规模/净资本	11%	9%	21%	54%	55%
营业收入/总资产	25%	10%	13%	9%	11%	权益自营规模/净资本	10%	3%	5%	17%	19%
每股数据(元)	2007	2008A	2009A	2010E	2011E	估值	2007	2008A	2009A	2010E	2011E
每股收益	1.3	0.3	0.7	0.9	1.3	市盈率	—	—	—	17	12
每股净资产	2.0	2.0	5.6	6.1	6.7	市净率	—	—	—	2.5	2.2

分析师简介:

分析师姓名: 黄立军, 宏源证券研究所非银行金融行业研究员, 中国人民银行研究生院金融硕士, 2009 年加盟宏源证券研究所。2008 年新财富非银行金融行业最佳分析师第三名。

主要研究覆盖公司: 中国人寿、中国太保、中国平安、中信证券、海通证券、招商证券、光大证券、东北证券、长江证券等。

宏源证券机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
李晔 010-88085756 liye@hysec.com	曾利洁 010-88085964 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	刘爽 010-88085984 liushuang@hysec.com	
	孙利群 010-88085096 sunliqun@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。