大市同步 --下调

日期: 2010 年 8 月 31 日 行业: 证券经纪行业



○ 対洋
021-4

021-53519888-1976

☑ lenonyu@hotmail.com

执业证书编号: S0870109100970

基本数据(2010年8月27日)

8月27日股价(元)	9.63
12mth A 股价格区间(元)	8.86/9.63
总股本(百万股)	8228
无限售 A 股/总股本	57.92%
流通市值 (百万元)	45893
每股净资产 (元)	5.20
PBR (X)	1.85
DPS (09, 元)	0.20(含税)
主要股东(10H1)	
上海上实(集团)有限公司	6.75%
光明食品(集团)有限公司	5.87%
东方集团实业股份有限公司	5.06%
上海烟草(集团)公司	5.06%
收入结构(10H1)	
手续费及佣金净收入(百万元)	3439
利息净收入(百万元)	607
投资净收益(百万元)	585
公允价值变动净收益(百万元)	-251

最近6个月股价与沪深300指数比较



报告编号: LY10-CT20

相关报告:海通证券(600837)10年1季报点评:经纪业务"以量补价"、自营投资收益增长显著(2010年4月28日)

首次报告时间: 2010年1月15日

海通证券 (600837)

研究报告/公司研究/公司动态

经纪业务呈现"价跌量稳",

投行业务竞争力领先

——海通证券 2010 年中报点评

■ 公司动态:

2010年上半年,公司实现营业收入 43.82亿元,实现归属于上市公司股东的净利润 18.42亿元,每股收益 0.22元,同比下降 24.90%;每股净资产为 5.20元,较上年度末减少 1.52%;加权净资产收益率为 4.22%,比上年同期的 6.14%减少了 1.92个百分点;截至 2010年 6月末,公司总资产为 1090亿元,归属上市公司股东权益为 427亿元,净资本为 329亿元。

■ 主要观点:

经纪业务呈现"价跌量稳"

2010年上半年,公司代理买卖证券业务净收入23亿元,折算平均佣金率为0.119%,较09年下降8.31%,平均佣金率高出行业平均水平17%左右;经纪业务市场份额为4.02%,较09年底减少了0.042个百分点;营业部部均成交额为115亿元,达到行业平均水平的97%,较09年的相对占比(89%)有较大幅度提升。公司经纪业务"价跌量稳"。

自营业务实现投资正收益,投行业务竞争力强

公司实现自营业务收益 2.94 亿元,自营业务的账面价值为 179.74 亿元,较 09 年底减少 11.94 亿元,其中债券占比 52.85%,公司抓住固定收益和定向增发的机遇,努力减少自营业务受市场影响的程度;此外,投行业务收入 4.98 亿元,IPO 项目融资规模排名行业第 1 位,债券发行规模排名第 7 位,公司具有较强的投行业务竞争力。

■ 投资建议:

未来六个月内,给予公司"大市同步"评级。

我们将对海通证券 10 年 EPS 的预测从 0.59 元/股下调至 0.50 元/股,对应 10 年动态市盈率为 19 倍,在券商股中相对估值适中,公司经纪业务佣金率高于行业平均水平,在下半年经纪业务同比增长高基数的背景下,存在业绩下滑的风险,我们下调公司评级为"大市同步"。

■ 数据预测与估值:

表: 海通证券 2010-2011 年业绩预测与估值简表

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	7,007	9,940	9,824	11,899
年增长率(%)	-37.80	41.86	-1.17	21.13
归属于母公司的净利润	3,302	4,548	4,110	5,148
年增长率(%)	-39.49	37.76	-9.64	25.26
每股收益 (元)	0.40	0.55	0.50	0.63
PER (X)	24.00	17.42	19.28	15.39

注: 有关指标按最新总股本8228 百万股计算; PER 按8月27日收盘价9.63元计算。



一、公司业绩表现与行业平均水平保持一致

根据中国证券业协会公布 2010 年上半年证券公司经营数据情况,106家证券公司上半年实现营业收入731.42亿元,各主营业务收入分别为代理买卖证券业务净收入 482.75亿元、证券承销与保荐及财务顾问业务净收入115.95亿元、受托客户资产管理业务净收入7.78亿元,证券投资收益(含公允价值变动)3.96亿元。其中,经纪业务占比66%,略降3.22个百分点;投行业务占比15.85%,上升8.44个百分点;自营业务占比0.54%,大幅下降了10.78个百分点。全行业上半年累计实现净利润293.02亿元,共有98家公司实现盈利,占全行业证券公司总数的92.45%,根据09年上半年行业盈利情况,我们判断整个行业上半年净利润同比下滑约23%。

2010 年上半年,海通证券实现营业收入 43.82 亿元,同比增长 6.05%; 归属于上市公司股东的净利润 18.42 亿元,每股收益 0.22 元,同比下降 24.90%,公司业绩表现与行业平均水平保持一致; 其中, 经纪业务、投行业务分别贡献了 51.87%、11.37%的营业收入,成为公司业绩的两大支撑,此外,上半年公司实现利息净收入 6.07 亿元,占营业收入比例为 13.85%,成为营业收入重要来源之一。

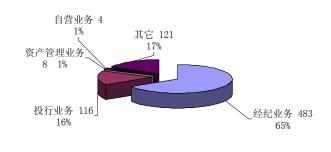
公司每股净资产为 5.20 元, 较上年度末减少 1.52%; 实现加权净资产收益率为 4.22%, 比上年同期的 6.14%减少了 1.92 个百分点; 截至 2010 年 6 月末, 公司总资产为 1090 亿元, 归属上市公司股东权益为 427 亿元, 净资本为 329 亿元。

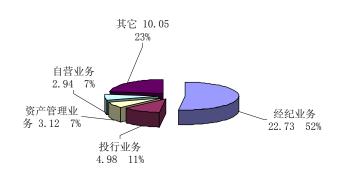
图 110年上半年证券业收入结构情况(亿元,%)

图 210年上半年海通证券收入结构情况(亿元)

2010年上半年证券行业收入结构

2010年上半年海通证券收入结构





数据来源: Wind, 上海证券研究所

数据来源: Wind, 上海证券研究所

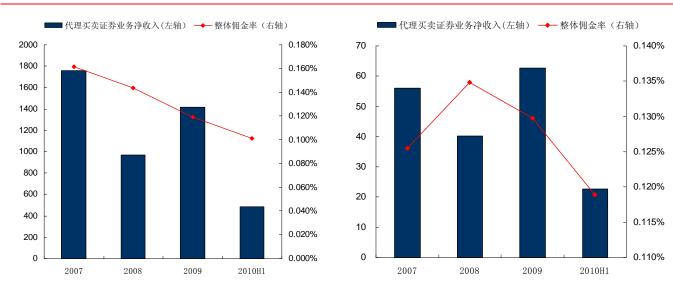
二、经纪业务呈现"价跌量稳"

3



2010年上半年,公司代理买卖证券业务净收入23亿元,按照股票+基金+权证交易金额的统计口径,折算平均佣金率为0.119%,较09年0.130%下降了0.011个百分点,下降幅度达到8.31%,平均佣金率高出行业平均水平17%左右;证券业佣金率下调的主要原因是受证券市场行情持续走低,券商经纪业务同质化竞争激烈,而且新增营业部网点数量过多所致,截至10年6月底,全国共有4160家营业部,比09年底的3794家营业部净增加366家营业部。

图 307-10H1 证券业经纪业务佣金率变化趋势(亿元,%)图 407-10H1 海通证券经纪业务佣金率变化趋势(亿元,%)

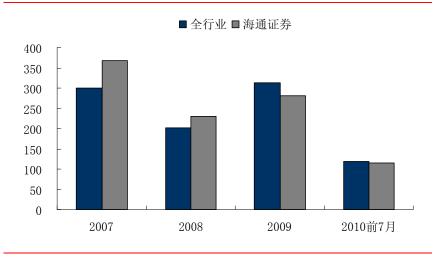


数据来源: Wind, 上海证券研究所

数据来源: Wind, 上海证券研究所

上半年,公司经纪业务市场份额为 4.02%,较 09 年底减少了 0.042 个百分点,公司加强分支机构薪酬考核制度,注重营销团队建设,加快网点优化和新设营业部建设,缓解经纪业务市场占有率下滑的趋势。

图 507-10年前7月证券业及海通证券的营业部部均成交金额(亿元)



数据来源: Wind, 上海证券研究所



2010年前7个月,海通证券的营业部部均成交额(含股票、权证、基金、ETF、债券等)为115亿元,达到行业平均水平的97%,较09年的相对占比(89%)有较大幅度提升。

目前,公司拥有 181 家营业部,与 09 年底 180 家基本持平,公司营业部覆盖 27 个省及直辖市,业务收入来源分布较为均衡,属于全国布局的大型券商。

三、自营业务实现投资正收益

2010年上半年,公司实现自营业务投资净收益 2.94 亿元,同比下降 30.39%,截至 2010年 6月末,按照期末交易性金融资产和可供出售金融资产的统计口径,公司自营业务的账面价值为 179.74 亿元,较 09 年底的 191.67 亿元减少了 11.94 亿元。

公司自营业务资产中配置债券的比例为52.85%,权益类资产及衍生品的比例为44.58%,与09年底保持一致;在股票市场大幅下跌的环境下,公司自营业务营业收入同比减少47.40%,营业利润率同比减少12.66个百分点,公司抓住固定收益和定向增发的机遇,努力减少自营业务受市场影响的程度。

四、投行业务收入大幅增长

上半年,公司实现投行业务收入 4.98 亿元,而去年全年为 3.82 亿元,投行业务大幅增长;公司投行业务营业利润为 3.96 亿元,利 润率为 64.43%。

2010年上半年,公司担任主承销商完成7个IPO项目,包括积成电子、华泰证券、闰土股份、海兰信、凯撒股份、康芝药业、中原特钢;5个增发项目,包括复星医药、深发展A、恒星科技、华东数控、卧龙电气;1个配股项目交通银行;3个债券发行项目,包括10兴业银行债、10武中小债、10民生01。公司的股票IPO项目融资规模排名行业第1位,债券发行规模排名第7位,具有较强的投行业务竞争力。

五、资产管理业务对业绩的贡献较小

2010年上半年,公司资产管理业务实现营业利润 1.45 亿元,利润率为 38.20%;截至 6月底,公司定向资产管理受托资金规模 30.19亿元,集合资产管理受托资金规模 16.02 亿元。截至 8月底,公司旗下共有 4 只集合理财产品"金中金"、"季季红"、"新兴成长"、"稳健成长"。

公司旗下基金公司经营情况:

1)海富通基金管理公司:海通证券持有51%的股权,截至2010年6月30日,海富通基金公司总资产为7.15亿元,净资产5.43亿元; 2010年1-6月,实现营业收入3.25亿元,营业利润1.34亿元,净利润1.00亿元。

5



2) 富国基金管理有限公司:海通证券持有 27.775%的股权。截至 2010 年 6 月 30 日,富国基金公司总资产为 9.82 亿元,净资产 8.28 亿元; 2010 年 1-6 月,实现营业收入 4.24 亿元,营业利润 1.97 亿元,净利润 1.48 亿元。

六、费用情况分析

2010年上半年,公司共支出业务及管理费 17.61 亿元,占营业收入的比重为 40.19%,较 09年占比 37.48%有所上升,主要原因是公司业务快速发展、大福证券并入、网点增加、人员增加等导致职工薪酬增加,职工薪酬支出 9.40 亿元,占业务及管理费的比重为 53.35%,高于上期的 45.66%。

七、业绩预测、估值及建议

根据公司 10 年上半年业绩情况, 我们调整对海通证券的盈利预测, 将 10 年 EPS 从 0.59 元/股下调至 0.50 元/股, 对应 8 月 27 日股价 9.63 元, 10 年动态市盈率为 19 倍, 在券商股中相对估值适中; 此外,由于公司经纪业务佣金率高于行业平均水平,在下半年经纪业务同比增长高基数的背景下,存在业绩下滑的风险,我们下调公司评级为"大市同步"评级。

■ 数据预测与估值:

表 1: 海通证券 2010-2011 年业绩预测与估值简表

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	7,007	9,940	9,824	11,899
年增长率(%)	-37.80	41.86	-1.17	21.13
归属于母公司的净利润	3,302	4,548	4,110	5,148
年增长率(%)	-39.49	37.76	-9.64	25.26
每股收益 (元)	0.40	0.55	0.50	0.63
PER (X)	24.00	17.42	19.28	15.39

注: 有关指标按最新总股本8228 百万股计算; PER 按8月27日收盘价9.63 元计算。

6



■ 附表:

表 2 利润表预测简表

指标 (单位: 百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	11,265	7,007	9,940	9,824	11,899
营业支出	3,941	3,342	4,210	4,372	5,052
营业利润	7,324	3,664	5,730	5,452	6,847
营业外收入	523	56	200	80	80
营业外支出	54	22	-52	10	10
利润总额	7,794	3,698	5,982	5,522	6,917
所得税费	2,234	313	1,320	1,226	1,535
净利润	5,560	3,385	4,662	4,296	5,381
少数股东损益	103	83	114	186	233
归属于公司股东的净利润	5,457	3,302	4,548	4,110	5,148
摊薄每股收益 (元)	0.66	0.40	0.55	0.50	0.63

数据来源: Wind, 上海证券研究所

表 3 营业收入分业务收入结构预测

指标(单位: 百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	11,265	7,007	9,940	9,824	11,899
手续费及佣金净收入	6,900	4,908	7,755	7,928	8,662
代理买卖证券业务净收入	5,612	4,023	6,274	5,587	6,216
证券承销业务净收入	369	168	382	897	1,076
受托客户资产管理业务净收入	701	536	744	624	937
其他手续费及佣金净收入	218	182	356	820	433
利息净收入	490	1,003	1,124	1,213	1,335
投资净收益	2,501	1,861	1,313	877	1,579
公允价值变动净收益	1,081	-820	-274	-201	316
汇兑净收益	-14	-18	2	-11	-11
其他业务收入	307	72	20	17	19

数据来源: Wind, 上海证券研究所

表 4 营业支出结构预测

指标(单位: 百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业支出	3,941	3,342	4,210	4,372	5,052
营业税金及附加	416	335	475	417	506
管理费用	3,268	2,953	3,725	3,929	4,522
资产减值损失	253	52	3	20	20
其他业务成本	3	4	7	5	5

数据来源: Wind, 上海证券研究所



分析师承诺

分析师 刘洋

本人以勤勉尽责的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源,力求清晰、准确地反映分析 师的研究观点。此外,本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观 点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级:

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及(或)估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级:

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及(或)估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好,行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定,行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡,行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明:

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准,投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告,以获取比较完整的观点与信息,投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下,我公司或其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,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。

本报告仅向特定客户传送,版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权,任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。