

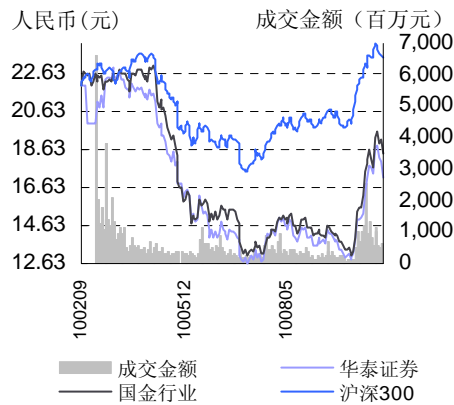
市价(人民币): 17.15元

10年三季度报点评

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	784.56
总市值(百万元)	96,040.00
年内股价最高最低(元)	22.92/12.63
沪深 300 指数	3379.98
上证指数	2978.84



相关报告

1. 《10年中报点评》, 2010.8.9
2. 《规模和效率兼备的优质券商》, 2010.2.4

陈振志 分析师 SAC 执业编号: S1130210040009
(8621)61038213
chenzhzh@gjzq.com.cn

丁文韬 联系人
(8621)61038330
dingwt@gjzq.com.cn

李伟奇 分析师 SAC 执业编号: S1130208120260

公司基本情况(人民币)

项目	2007	2008	2009	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	1.25	0.28	0.79	0.62	0.73
每股净资产(元)	2.04	2.02	2.89	5.27	5.77
每股经营性现金流(元)	1.43	0.86	N/A	N/A	N/A
市盈率(倍)	30.76	16.02	21.46	27.57	23.34
行业优化市盈率(倍)	31.82	9.62	16.76	16.76	16.76
净利润增长率(%)	656.47%	-77.73%	202.78%	-8.20%	18.12%
净资产收益率(%)	65.36%	15.57%	29.36%	12.93%	13.94%
总股本(百万股)	4500.00	4500.00	4815.44	5600.00	5600.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ **公司三季度业绩基本符合预期。**公司 10 年前 3 季度实现营业收入和净利润分别为 57.25 亿元和 24 亿元, 每股收益 0.44 元。其中, 3 季度单季实现的营业收入和净利润分别为 21.37 亿元和 9.80 亿元, 环比分别增长 29.82% 和 64.91%, 实现每股收益 0.18 元。公司 3 季度业绩符合我们此前的预期。

经营分析

- **自营环比扭亏为盈推动业绩增长。**公司前 3 季度实现的自营业务收入(投资收益+公允价值变动损益)为 4.27 亿元, 其中 3 季度单季实现的自营收益为 4.70 亿元, 环比扭亏为盈大幅回升。与中期相比, 公司 10 年 3 季度的自营规模大幅增长, 有主动性加仓操作, 若未来市场继续回暖, 公司 4 季度自营业绩有望实现进一步的增长。
- **净佣金率下滑幅度持续性趋缓。**公司前 3 季度实现的证券经纪业务净收入为 36.37 亿元, 其中 3 季度单季实现经纪业务净收入 12.20 亿元, 环比增长 4.91%。公司前 3 季度的经纪业务净佣金率为 0.080%, 与今年中期的 0.081% 基本持平, 出现止跌迹象。
- **集合理财产品线齐全业绩稳定。**公司前 3 季度实现的资产管理业务(含基金)收入为 0.80 亿元, 其中 3 季度单季实现资产管理业务收入(含基金) 0.26 亿元, 与 2 季度基本持平。截止到 3 季度末, 公司集合资产管理存续规模为 82.90 亿元, 目前存续的有“华泰紫金周期轮动”、“华泰紫金致富”、“华泰现金管家”等近 12 只理财产品, 产品线齐全收入稳定。
- **承销业务环比略有下滑。**公司 10 年前 3 季度实现的承销业务收入为 8.81 亿元, 其中, 3 季度单季实现的承销业务收入为 1.71 亿元, 环比下滑 64.39%。公司权益类承销市场份额却提升显著, 由去年同期的 0.27% 增长至 3.24%, 是投行业绩的主要来源。

投资建议

- **维持对公司的“持有”评级。**鉴于下半年来市场指数和交投气氛的回升, 券商经纪和自营操作环境转好, 我们上调公司的盈利预测, 同时上调 2011 年和 2012 年的日均交易额假设至 2300 亿元, 在日均交易额假设为 1900/2300 (2010/2011) 亿元和不考虑创新业务贡献的基础上, 我们把公司 10 年和 11 年的 EPS 分别从 0.57 元和 0.60 元调至 0.62 元和 0.73 元。公司目前股价对应 10 年的 PE 和 PB 为 27.57 倍和 3.25 倍, 维持对公司的“持有”投资评级。

公司经营基本面分析

- **公司三季度业绩基本符合预期。**公司 10 年前 3 季度实现营业收入和净利润分别为 57.25 亿元和 24 亿元，每股收益 0.44 元。其中，3 季度单季实现的营业收入和净利润分别为 21.37 亿元和 9.80 亿元，环比分别增长 29.82%和 64.91%，实现每股收益 0.18 元。公司 3 季度业绩符合我们此前的预期。
- **自营环比扭亏为盈推动业绩增长。**公司前 3 季度实现的自营业务收入（投资收益+公允价值变动损益）为 4.27 亿元，其中 3 季度单季实现的自营收益为 4.70 亿元，环比扭亏为盈大幅回升。公司 3 季度的自营业绩基本符合预期。
 - 与中期相比，公司 10 年 3 季度的自营规模大幅增长，有主动性加仓操作。公司在 2 季度末的交易性金融资产和可供出售金融资产分别为 83.73 亿元和 31.37 亿元。截止 3 季度末，该两项金融资产的规模分别为 147.92 亿元和 32.06 亿元。若未来市场继续回暖，公司 4 季度自营业绩有望实现进一步的增长。
- **净佣金率下滑幅度持续性趋缓。**公司前 3 季度实现的证券经纪业务净收入为 36.37 亿元，其中 3 季度单季实现经纪业务净收入 12.20 亿元，环比增长 4.91%。
 - 根据我们的动态跟踪，公司经纪业务市场份额较为稳定。公司前 3 季度的股基权债代理交易市场份额为 5.56%，去年同期为 6.00，前 3 季度股票基金代理交易市场份额为 5.82%，去年同期为 5.75%。
 - 公司前 3 季度的经纪业务净佣金率为 0.080%，与今年中期的 0.081% 基本持平，出现止跌迹象。
- **集合理财产品线齐全业绩稳定。**公司前 3 季度实现的资产管理业务（含基金）收入为 0.80 亿元，其中 3 季度单季实现资产管理业务收入（含基金）0.26 亿元，与 2 季度基本持平。截止到 3 季度末，公司集合资产管理存续规模为 82.90 亿元，目前存续的有“华泰紫金周期轮动”、“华泰紫金致富”、“华泰现金管家”等近 12 只理财产品，产品线齐全收入稳定。
- **承销业务环比略有下滑。**公司 10 年前 3 季度实现的承销业务收入为 8.81 亿元，其中，3 季度单季实现的承销业务收入为 1.71 亿元，环比下滑 64.39%。公司前 3 季度核心债券类承销市场份额为 1.43%，较去年同期的 3.11% 有所下滑，而权益类承销市场份额却提升显著，由去年同期的 0.27% 增长至 3.24%，是投行业绩的主要来源。
- **成本刚性，营业费用率有所下滑。**公司前 3 季度的业务及管理费支出为 24.38 亿元，其中 3 季度单季的业务及管理费为 8.11 亿元，环比下滑 5.81%。公司前 3 季度累计的成本费用率为 42.58%，较今年中期的 45.34% 有所降低。

图表1: 华泰证券10年前3季度业绩增长情况

单位: 百万元	单季 2Q10	单季 3Q10	环比增速	单位: 百万元	累计 3Q09	累计 3Q10	同比增速
手续费收入	1,162.80	1,219.84	4.91%	手续费收入	na	3,637.36	na
承销收入	480.50	171.13	-64.39%	承销收入	na	881.43	na
资产管理收入	26.37	26.41	0.14%	资产管理收入	na	79.56	na
基金管理业务收入				基金管理业务收入			na
净利息收入	242.85	247.80	2.04%	净利息收入	na	691.19	na
投资收益	(110.43)	242.62	-319.70%	投资收益	na	310.52	na
公允价值变动收益	(158.91)	227.77	-243.33%	公允价值变动收益	na	116.91	na
其他收入	2.64	0.97	-63.13%	其他收入	na	8.25	na
业务及管理费	860.93	810.91	-5.81%	业务及管理费	na	2,438.05	na
营业税金及附加	86.57	92.89	7.30%	营业税金及附加	na	272.85	na
资产减值损失	0.00	(7.83)	#DIV/0!	资产减值损失	na	(7.83)	na
其他业务支出	0.93	0.80	-13.70%	其他业务支出	na	2.65	na
营业外净收支	(3.18)	2.44	-176.58%	营业外净收支	na	1.00	na
税收	86.51	246.84	185.33%	税收	na	582.60	na
少数股东权益	13.68	15.81	15.56%	少数股东权益	na	37.98	na
净利润	594.00	979.56	64.91%	净利润	na	2,399.91	na
股本	5,600.00	5,600.00	0.00%	股本	4,500.00	5,600.00	na
每股收益	0.11	0.18	69.70%	每股收益	na	0.44	na

来源: 国金证券研究所

图表2: 华泰证券单季业务收入金额和结构

业务金额与占比 金额(百万RMB)	单季 3Q09	单季 4Q09	单季 1Q10	单季 2Q10	单季 3Q10	单季 3Q09	单季 4Q09	单季 1Q10	单季 2Q10	单季 3Q10
经纪业务收入	na	na	1,254.72	1,162.80	1,219.84	na	na	64.58%	70.65%	57.09%
自营业务收入	na	na	226.38	(269.34)	470.39	na	na	11.65%	-16.37%	22.02%
投行业务收入	na	na	229.80	480.50	171.13	na	na	11.83%	29.20%	8.01%
资管业务收入(含基金)	na	na	26.78	26.37	26.41	na	na	1.38%	1.60%	1.24%
净利息收入	na	na	200.54	242.85	247.80	na	na	10.32%	14.76%	11.60%
其他收入	na	na	4.64	2.64	0.97	na	na	0.24%	0.16%	0.05%

来源: 国金证券研究所

图表3: 华泰证券当年累计业务收入金额和结构

业务金额与占比 金额(百万RMB)	累计 3Q09	累计 09	累计 1Q10	累计 1H10	累计 3Q10	累计 3Q09	累计 09	累计 1Q10	累计 1H10	累计 3Q10
经纪业务收入	na	na	1,254.72	2,417.52	3,637.36	na	na	64.58%	67.37%	63.53%
自营业务收入	na	na	226.38	(42.96)	427.43	na	na	11.65%	-1.20%	7.47%
投行业务收入	na	na	229.80	710.30	881.43	na	na	11.83%	19.79%	15.40%
资管业务收入(含基金)	na	na	26.78	53.15	79.56	na	na	1.38%	1.48%	1.39%
净利息收入	na	na	200.54	443.39	691.19	na	na	10.32%	12.36%	12.07%
其他收入	na	na	4.64	7.28	8.25	na	na	0.24%	0.20%	0.14%

来源: 国金证券研究所

图表 4: 华泰证券单季度业务收入环比增速情况

	单季 4Q09	单季 1Q10	单季 2Q10	单季 3Q10
环比增速				
经纪业务收入	na	na	-7.33%	4.91%
自营业务收入	na	na	-218.98%	-274.64%
投行业务收入	na	na	109.09%	-64.39%
资管业务收入(含基金)	na	na	-1.53%	0.14%
净利息收入	na	na	21.10%	2.04%
其他收入	na	na	-43.10%	-63.13%
营业收入	na	na	-15.29%	29.82%

来源: 国金证券研究所

图表 5: 华泰证券 10 年前 3 季度的股基权债代理交易市场份额略有下滑

按照股基权债交易额计算	2009年9月	2009年10月	2009年11月	2009年12月	2010年1月	2010年2月	2010年3月	2010年4月	2010年5月	2010年6月	2010年7月	2010年8月	2010年9月
中信证券合并	7.91%	7.90%	7.90%	7.89%	8.19%	8.17%	8.25%	8.32%	8.35%	8.42%	8.46%	8.46%	8.51%
中信证券母公司	2.51%	2.50%	2.47%	2.46%	2.59%	2.56%	2.50%	2.49%	2.50%	2.55%	2.58%	2.58%	2.60%
中信建投	3.22%	3.20%	3.21%	3.21%	3.28%	3.27%	3.37%	3.42%	3.44%	3.45%	3.45%	3.43%	3.45%
中信万通	0.71%	0.71%	0.70%	0.70%	0.68%	0.68%	0.68%	0.68%	0.68%	0.69%	0.68%	0.68%	0.68%
中信金通	1.48%	1.49%	1.51%	1.52%	1.64%	1.66%	1.71%	1.73%	1.73%	1.74%	1.74%	1.77%	1.78%
海通证券合并	4.26%	4.27%	4.28%	4.29%	4.34%	4.41%	4.45%	4.40%	4.39%	4.37%	4.36%	4.35%	4.34%
长江证券	1.57%	1.57%	1.58%	1.59%	1.74%	1.73%	1.76%	1.75%	1.77%	1.78%	1.77%	1.76%	1.76%
东北证券	0.70%	0.70%	0.71%	0.70%	0.71%	0.72%	0.74%	0.73%	0.72%	0.71%	0.69%	0.69%	0.69%
国元证券	1.11%	1.13%	1.15%	1.15%	1.19%	1.18%	1.21%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%
宏源证券	1.27%	1.27%	1.28%	1.28%	1.33%	1.35%	1.34%	1.31%	1.29%	1.26%	1.25%	1.23%	1.24%
太平洋证券	0.27%	0.27%	0.28%	0.28%	0.26%	0.26%	0.26%	0.26%	0.26%	0.26%	0.26%	0.26%	0.25%
国金证券	0.68%	0.68%	0.68%	0.68%	0.76%	0.78%	0.79%	0.77%	0.78%	0.78%	0.79%	0.79%	0.78%
光大证券	3.23%	3.22%	3.20%	3.19%	3.08%	3.06%	3.05%	3.04%	3.04%	3.01%	3.02%	3.03%	3.04%
招商证券	3.99%	3.99%	4.00%	4.01%	4.09%	4.03%	4.03%	4.01%	4.01%	4.00%	3.99%	3.95%	3.93%
华泰证券合并	6.00%	5.99%	5.94%	5.94%	5.82%	5.78%	5.74%	5.69%	5.68%	5.66%	5.62%	5.59%	5.56%
西南证券	0.58%	0.58%	0.60%	0.61%	0.66%	0.67%	0.68%	0.70%	0.69%	0.69%	0.69%	0.69%	0.69%
广发证券合并	4.40%	4.41%	4.44%	4.45%	4.48%	4.46%	4.47%	4.52%	4.52%	4.51%	4.52%	4.55%	4.56%
兴业证券	1.41%	1.41%	1.41%	1.40%	1.42%	1.43%	1.46%	1.47%	1.50%	1.51%	1.52%	1.53%	1.54%
山西证券	0.59%	0.59%	0.59%	0.59%	0.54%	0.53%	0.54%	0.54%	0.54%	0.57%	0.60%	0.61%	0.62%

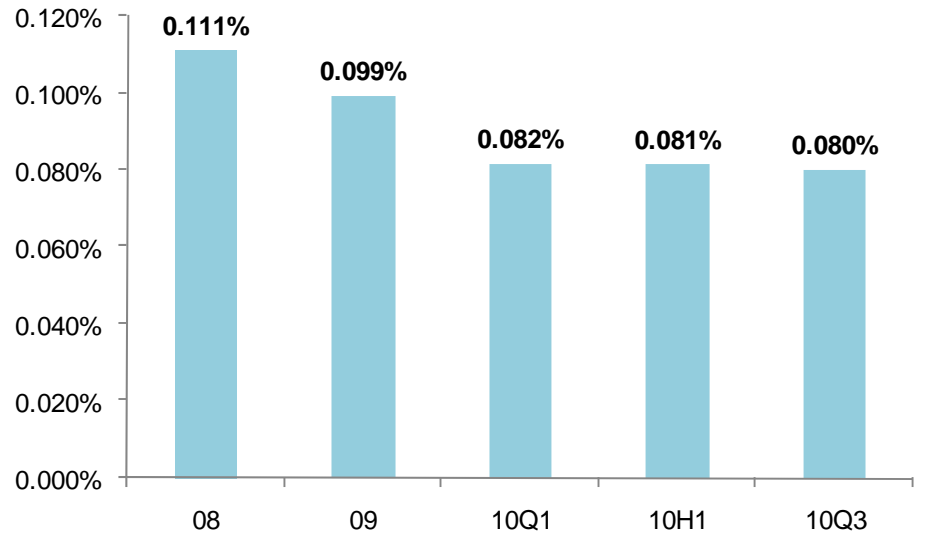
来源: 国金证券研究所

图表 6: 华泰证券 10 年前 3 季度的股票基金代理交易市场份额小幅提升

按照股票基金交易额计算	2009年9月	2009年10月	2009年11月	2009年12月	2010年1月	2010年2月	2010年3月	2010年4月	2010年5月	2010年6月	2010年7月	2010年8月	2010年9月
中信证券合并	8.45%	8.43%	8.39%	8.36%	8.48%	8.50%	8.46%	8.43%	8.47%	8.50%	8.54%	8.57%	8.59%
中信证券母公司	2.65%	2.62%	2.58%	2.56%	2.67%	2.62%	2.50%	2.48%	2.49%	2.48%	2.49%	2.48%	2.49%
中信建投	3.41%	3.40%	3.39%	3.37%	3.28%	3.33%	3.35%	3.33%	3.34%	3.34%	3.35%	3.35%	3.35%
中信万通	0.78%	0.78%	0.78%	0.77%	0.75%	0.75%	0.76%	0.75%	0.76%	0.77%	0.77%	0.77%	0.77%
中信金通	1.62%	1.63%	1.65%	1.66%	1.78%	1.80%	1.86%	1.87%	1.88%	1.90%	1.93%	1.95%	1.97%
海通证券合并	4.16%	4.15%	4.14%	4.14%	4.11%	4.11%	4.14%	4.09%	4.07%	4.07%	4.06%	4.06%	4.06%
长江证券	1.45%	1.46%	1.48%	1.49%	1.66%	1.66%	1.66%	1.65%	1.65%	1.65%	1.65%	1.65%	1.65%
东北证券	0.76%	0.75%	0.76%	0.76%	0.75%	0.77%	0.80%	0.79%	0.78%	0.77%	0.76%	0.76%	0.76%
国元证券	1.06%	1.06%	1.07%	1.07%	1.06%	1.06%	1.08%	1.08%	1.07%	1.07%	1.06%	1.06%	1.06%
宏源证券	1.28%	1.28%	1.28%	1.28%	1.32%	1.34%	1.35%	1.34%	1.32%	1.31%	1.30%	1.29%	1.29%
太平洋证券	0.30%	0.30%	0.30%	0.27%	0.28%	0.28%	0.29%	0.29%	0.29%	0.29%	0.29%	0.29%	0.29%
国金证券	0.75%	0.75%	0.75%	0.74%	0.76%	0.75%	0.74%	0.72%	0.71%	0.71%	0.71%	0.71%	0.70%
光大证券	3.10%	3.10%	3.10%	3.10%	3.11%	3.12%	3.13%	3.14%	3.14%	3.14%	3.14%	3.13%	3.14%
招商证券	4.06%	4.06%	4.07%	4.08%	4.21%	4.13%	4.10%	4.07%	4.06%	4.06%	4.03%	4.00%	3.98%
华泰证券合并	5.75%	5.75%	5.74%	5.76%	5.84%	5.86%	5.89%	5.84%	5.86%	5.87%	5.85%	5.84%	5.82%
西南证券	0.60%	0.61%	0.62%	0.63%	0.69%	0.70%	0.73%	0.74%	0.74%	0.74%	0.74%	0.75%	0.75%
广发证券合并	4.69%	4.70%	4.73%	4.73%	4.75%	4.75%	4.77%	4.81%	4.83%	4.83%	4.84%	4.87%	4.88%
兴业证券	1.42%	1.42%	1.42%	1.42%	1.46%	1.46%	1.49%	1.51%	1.54%	1.56%	1.57%	1.58%	1.59%
山西证券	0.65%	0.64%	0.64%	0.64%	0.59%	0.59%	0.60%	0.60%	0.59%	0.59%	0.59%	0.59%	0.59%

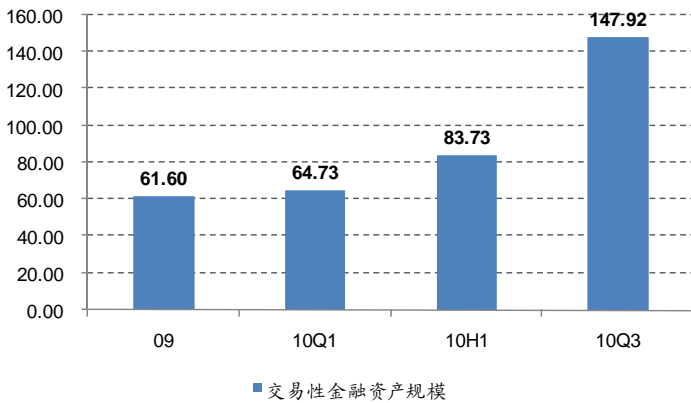
来源: 国金证券研究所

图表 7: 华泰证券净佣金率变化趋势

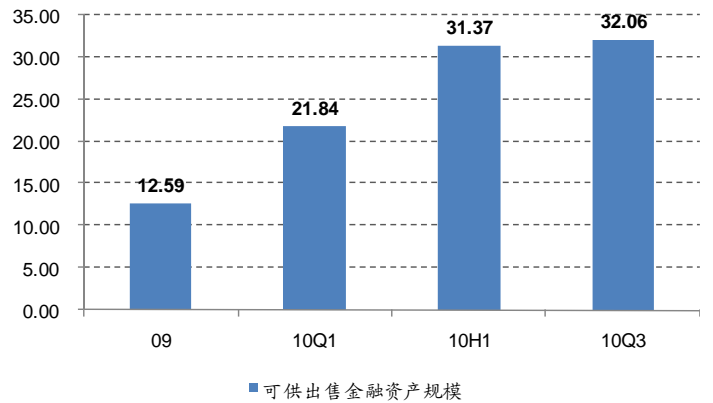


来源: 国金证券研究所

图表 8: 公司交易性金融资产规模的变化趋势 (亿元)

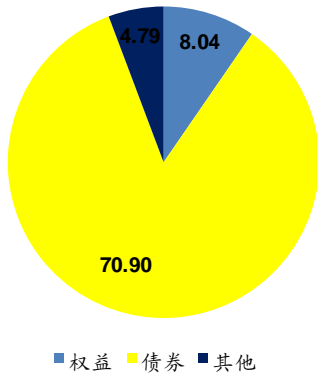


图表 9: 公司可供出售金融资产规模的变化趋势 (亿元)

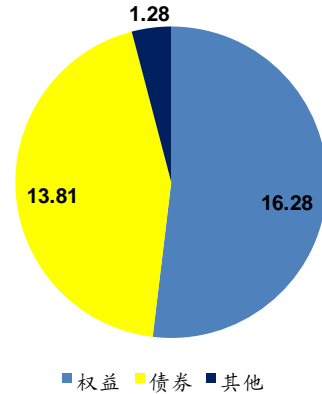


来源: 国金证券研究所

图表 10: 公司 10 年中期的交易性金融资产规模和机构 (亿元)



图表 11: 公司 10 年中期的可供出售金融资产规模和结构 (亿元)



来源: 国金证券研究所

图表 12: 华泰证券 10 年前 3 季度权益类 (IPO、增发和配股) 承销业务市场显著提升

权益类承销市场份额	2009年9月	2009年10月	2009年11月	2009年12月	2010年1月	2010年2月	2010年3月	2010年4月	2010年5月	2010年6月	2010年7月	2010年8月	2010年9月
中信证券合并	17.17%	16.12%	14.18%	12.95%	1.64%	1.29%	3.92%	4.63%	3.71%	7.28%	7.32%	8.20%	7.32%
中信证券母公司	16.31%	14.98%	12.33%	10.08%	1.64%	0.93%	3.67%	3.05%	2.44%	6.02%	5.56%	5.37%	4.61%
中信建投	0.86%	1.14%	1.85%	2.87%	0.00%	0.36%	0.25%	1.59%	1.27%	1.26%	1.75%	2.82%	2.72%
中信万通	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
中信金通	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
海通证券	0.95%	0.99%	1.40%	1.53%	0.00%	10.40%	7.43%	6.12%	6.22%	6.78%	6.46%	6.07%	5.85%
长江证券	2.15%	1.95%	2.54%	2.01%	1.60%	0.90%	0.63%	0.62%	0.50%	0.36%	0.51%	0.47%	0.49%
东北证券	0.00%	0.00%	0.00%	0.10%	0.37%	0.96%	0.67%	0.54%	0.43%	0.40%	0.37%	0.62%	0.67%
国元证券	0.32%	0.29%	0.23%	0.50%	0.73%	0.41%	0.61%	0.49%	0.53%	0.63%	0.58%	0.58%	0.49%
宏源证券	0.15%	0.25%	0.20%	0.26%	3.00%	1.90%	1.94%	2.54%	2.93%	2.14%	1.98%	2.02%	1.93%
太平洋证券	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.18%	0.25%	0.23%	0.56%	0.47%
国金证券	0.89%	0.81%	0.65%	0.51%	0.31%	0.17%	0.54%	0.43%	2.96%	2.16%	2.00%	2.16%	1.98%
西南证券	1.81%	1.64%	1.32%	1.04%	0.50%	0.61%	0.58%	0.47%	0.48%	0.66%	0.71%	0.65%	1.08%
光大证券	0.00%	0.12%	0.61%	0.76%	0.00%	0.00%	0.59%	0.94%	0.76%	0.55%	0.51%	0.63%	0.73%
招商证券	1.50%	1.64%	1.32%	1.63%	2.85%	2.09%	2.53%	2.77%	4.12%	3.00%	2.98%	2.81%	2.99%
华泰证券合并	0.27%	1.35%	1.08%	1.89%	5.12%	3.14%	2.48%	3.75%	3.67%	3.44%	3.28%	3.37%	3.24%
广发证券合并	0.98%	0.89%	1.14%	1.01%	3.19%	1.80%	1.75%	1.93%	2.07%	1.96%	2.20%	2.42%	2.20%
兴业证券	0.59%	0.54%	0.43%	0.34%	0.00%	0.00%	0.16%	0.13%	1.88%	1.46%	1.58%	1.46%	2.28%
山西证券 (含中德证券)	0.13%	0.12%	0.09%	0.33%	0.00%	0.99%	0.69%	0.55%	0.63%	0.46%	0.42%	0.39%	0.33%

来源: 国金证券研究所

图表 13: 华泰证券 10 年前 3 季度的核心债券类 (企业债、公司债和可转债) 承销业务有所下滑

核心债券承销市场份额	2009年9月	2009年10月	2009年11月	2009年12月	2010年1月	2010年2月	2010年3月	2010年4月	2010年5月	2010年6月	2010年7月	2010年8月	2010年9月
中信证券合并	13.78%	14.26%	12.66%	12.78%	4.44%	10.17%	8.09%	10.74%	8.58%	15.92%	16.79%	11.09%	10.67%
中信证券母公司	9.25%	8.81%	7.23%	7.10%	0.00%	0.00%	0.00%	1.99%	1.49%	10.41%	9.81%	6.48%	6.13%
中信建投	4.53%	5.45%	5.42%	5.68%	4.44%	10.17%	8.09%	8.75%	7.09%	5.51%	6.98%	4.61%	4.54%
中信万通	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
中信金通	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
海通证券	1.19%	1.81%	1.84%	1.64%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.20%	0.17%
长江证券	0.72%	1.28%	1.05%	1.13%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.60%	0.46%	0.44%	0.29%	0.25%
东北证券	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
国元证券	0.88%	0.74%	0.61%	0.94%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
宏源证券	1.34%	2.03%	2.03%	2.09%	2.37%	2.27%	2.95%	2.47%	1.85%	1.43%	1.79%	2.32%	2.59%
太平洋证券	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.96%	1.20%	0.95%	0.80%	0.60%	0.46%	0.44%	0.29%	0.25%
国金证券	0.00%	0.76%	0.62%	0.55%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
西南证券	1.65%	2.28%	2.61%	2.98%	0.00%	5.98%	4.76%	3.98%	2.98%	2.31%	2.53%	1.67%	2.03%
光大证券	1.23%	1.03%	1.96%	2.40%	2.28%	0.92%	1.30%	3.08%	2.31%	1.79%	1.69%	1.12%	1.56%
招商证券	4.57%	5.69%	6.17%	5.49%	0.00%	5.98%	4.76%	3.98%	3.87%	3.01%	2.83%	2.16%	2.45%
华泰证券合并	3.11%	2.94%	2.41%	3.09%	0.00%	1.91%	2.47%	2.07%	2.87%	2.23%	2.10%	1.68%	1.43%
广发证券合并	0.32%	0.54%	0.71%	0.87%	0.00%	1.67%	2.76%	2.31%	1.73%	1.92%	3.55%	2.35%	2.00%
兴业证券	0.19%	0.16%	0.13%	0.12%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.58%	0.49%
山西证券 (含中德证券)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.96%	0.82%

来源: 国金证券研究所

图表 14: 华泰证券 10 年前 3 季度的基金管理业务 (参股基金公司) 情况

证券公司	参控股的基金公司	参控股比例	基金公司资产管理规模 (亿元)			基金公司市场份额		
			09	10Q3	增长率	09	10Q3	份额增减
中信证券	华夏基金	100.00%	2,657.59	2,171.33	-18.30%	9.93%	10.00%	0.07%
	中信基金	100.00%						
海通证券	海富通基金	51.00%	458.19	385.92	-15.77%	1.71%	1.78%	0.06%
	富国基金	27.775%	653.62	534.19	-18.27%	2.44%	2.46%	0.02%
长江证券	长信基金	49.00%	274.72	192.91	-29.78%	1.03%	0.89%	-0.14%
	诺德基金	30.00%	44.73	36.10	-19.28%	0.17%	0.17%	0.00%
国元证券	长盛基金	41.00%	484.75	370.55	-23.56%	1.81%	1.71%	-0.11%
东北证券	东方基金	46.00%	103.82	82.27	-20.76%	0.39%	0.38%	-0.01%
	银华基金	21.00%	747.10	646.29	-13.49%	2.79%	2.98%	0.18%
宏源证券	无		0.00	0.00		0.00%	0.00%	0.00%
太平洋证券	无		0.00	0.00		0.00%	0.00%	0.00%
国金证券	国金通用		0.00	0.00		0.00%	0.00%	0.00%
西南证券	银华基金	29.00%	747.10	646.29	-13.49%	2.79%	2.98%	0.18%
光大证券	光大保德信基金	67.00%	398.26	273.50	-31.33%	1.49%	1.26%	-0.23%
	大成基金	25.00%	1,060.46	780.96	-26.36%	3.96%	3.60%	-0.37%
广发证券	广发基金	48.33%	1,104.71	860.27	-22.13%	4.13%	3.96%	-0.17%
	易方达基金	25.00%	1,595.23	1,287.71	-19.28%	5.96%	5.93%	-0.03%
华泰证券	南方基金	45.00%	1,222.71	1,013.93	-17.08%	4.57%	4.67%	0.10%
	华泰柏瑞基金	49.00%	220.68	168.64	-23.58%	0.82%	0.00%	-0.82%
招商证券	博时基金	49.00%	1,504.56	1,127.84	-25.04%	5.62%	5.19%	-0.43%
	招商基金	33.30%	355.56	312.44	-12.13%	1.33%	1.44%	0.11%
兴业证券	兴业全球基金	51.00%	434.57	392.73	-9.63%	1.62%	1.81%	0.18%
	南方基金	10.00%	1,222.71	1,013.93	-17.08%	4.57%	4.67%	0.10%
山西证券	无							

来源: 国金证券研究所

盈利预测及投资建议

- 维持对公司的“持有”评级。鉴于下半年来市场指数和交投气氛的回升，券商经纪和自营操作环境转好，我们上调公司的盈利预测，同时上调 2011 年和 2012 年的日均交易额假设至 2300 亿元，在日均交易额假设为 1900/2300（2010/2011）亿元和不考虑创新业务贡献的基础上，我们把公司 10 年和 11 年的 EPS 分别从 0.57 元和 0.60 元调至 0.62 元和 0.73 元。公司目前股价对应 10 年的 PE 和 PB 为 27.57 倍和 3.25 倍，维持对公司的“持有”投资评级。

图表 15: 华泰证券 10 年盈利预测的敏感性分析

		股票基金日均交易额							
EPS		1,600	1,700	1,800	1,900	2,000	2,100	2,200	
市 场 份 额	5.40%	0.54	0.56	0.58	0.60	0.61	0.63	0.65	
	5.60%	0.55	0.57	0.59	0.61	0.63	0.65	0.67	
	5.80%	0.56	0.58	0.60	0.62	0.64	0.66	0.68	
	6.00%	0.57	0.59	0.61	0.64	0.66	0.68	0.70	
	6.20%	0.58	0.61	0.63	0.65	0.67	0.69	0.71	

		自营证券平均投资收益率							
EPS		-37%	-27%	-17%	-7%	3%	13%	23%	33%
投 资 成 本 / 净 资 产	50.93%	0.16	0.27	0.39	0.50	0.62	0.73	0.85	0.96
	53.93%	0.13	0.25	0.38	0.50	0.62	0.74	0.86	0.98
	56.93%	0.11	0.24	0.36	0.49	0.62	0.75	0.88	1.01
	59.93%	0.08	0.22	0.35	0.49	0.62	0.76	0.89	1.03
	62.93%	0.06	0.20	0.34	0.48	0.62	0.77	0.91	1.05
	65.93%	0.03	0.18	0.33	0.48	0.63	0.77	0.92	1.07
	68.93%	0.01	0.16	0.32	0.47	0.63	0.78	0.94	1.09
	71.93%	-0.02	0.14	0.31	0.47	0.63	0.79	0.95	1.12

		股票基金日均交易额							
EPS		1,600	1,700	1,800	1,900	2,000	2,100	2,200	
营 业 费 率	44.00%	0.49	0.51	0.53	0.55	0.57	0.58	0.60	
	41.00%	0.53	0.55	0.57	0.59	0.60	0.62	0.64	
	38.00%	0.56	0.58	0.60	0.62	0.64	0.66	0.68	
	35.00%	0.60	0.62	0.64	0.66	0.68	0.70	0.72	
	32.00%	0.63	0.65	0.67	0.70	0.72	0.74	0.76	

来源：国金证券研究所

图表 16: 华泰证券盈利预测表 (单位: 百万元, 每股数据均为元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	13,360.16	6,355.95	9,563.22	9,226.29	10,825.90	11,320.05
手续费净收入	8,267.90	5,059.20	7,439.51	6,219.51	7,346.62	7,445.26
手续费收入	9,140.66	5,659.05	8,439.53	6,988.22	8,254.63	8,365.46
手续费支出	872.76	599.85	1,000.02	768.70	908.01	920.20
承销收入	325.02	253.32	534.82	1,009.64	1,105.08	1,230.90
受托管理收入	224.96	185.36	148.53	142.86	157.15	172.86
净利息收入	428.23	708.03	678.65	780.07	895.69	1,045.41
利息收入	790.95	1,112.76	1,050.13	1,453.70	1,665.62	1,930.23
利息支出	362.72	404.73	371.48	673.63	769.93	884.82
投资收益	3,234.06	625.00	618.91	791.94	994.42	1,070.31
公允价值变动	548.32	-769.33	123.28	58.63	80.95	84.70
其他业务收入	331.67	294.37	19.52	223.64	246.01	270.61
营业支出	4,859.44	4,655.94	4,227.85	4,117.31	4,805.14	5,017.62
业务及管理费	3,856.94	3,314.90	3,754.85	3,505.99	4,113.84	4,301.62
营业税金及附加	616.21	325.33	468.57	461.31	541.30	566.00
资产减值损失	237.20	919.47	-2.89	100.00	100.00	100.00
其他业务支出	149.09	96.23	7.32	50.00	50.00	50.00
营业利润	8,500.72	1,700.01	5,335.37	5,108.99	6,020.76	6,302.43
营业外收入	16.63	30.02	26.66	27.99	29.39	30.86
营业外支出	31.93	43.36	40.90	44.99	49.49	54.44
利润总额	8,485.42	1,686.67	5,321.13	5,091.99	6,000.67	6,278.85
所得税	2,471.20	274.32	1,234.46	1,273.00	1,500.17	1,569.71
所得税率	29.12%	16.26%	23.20%	25.00%	25.00%	25.00%
净利润	6,014.22	1,412.35	4,086.67	3,818.99	4,500.50	4,709.14
少数股东损益	387.50	159.22	291.37	335.08	385.34	443.14
归属母公司所有者的净利润	5,626.72	1,253.13	3,795.30	3,483.92	4,115.16	4,266.00
Per share data						
股本, 期末(mn)	4,500.00	4,500.00	4,815.44	5,600.00	5,600.00	5,600.00
EPS(basic)	1.25	0.28	0.79	0.62	0.73	0.76
EPS(Diluted)	1.25	0.28	0.79	0.62	0.73	0.76
BVPS	2.04	2.02	2.89	5.27	5.77	6.24
BVPS(Diluted)	2.04	2.02	2.89	5.27	5.77	6.24

来源: 国金证券研究所

图表 17: 华泰证券财务数据

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E		2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	
每股数据							盈利能力							
股本, 期末(mn)	2,200.00	4,500.00	4,500.00	4,815.44	5,600.00	5,600.00	投资收益率	na	na	63.58%	-25.15%	11.51%	4.00%	3.58%
EPS	0.34	1.25	0.28	0.79	0.62	0.73	代理买卖手续费率	0.14%	0.15%	0.12%	0.11%	0.10%	0.10%	0.10%
BVPS	1.61	2.04	2.02	2.89	5.27	5.77	营业费率	40.22%	28.87%	52.15%	39.26%	38.00%	38.00%	38.00%
资产增长率							成本结构							
总资产增长率	#DIV/0!	180.97%	-33.32%	90.29%	27.12%	15.68%	人员薪酬费率	17.49%	15.11%	26.53%	20.02%	20.90%	20.90%	20.90%
生息资产增长率	#DIV/0!	189.43%	-35.57%	95.21%	12.03%	15.62%	ROE	20.87%	65.36%	15.57%	29.36%	12.93%	13.94%	13.94%
投资性资产增长率	#DIV/0!	266.33%	-20.17%	124.46%	141.57%	20.37%	ROA	2.66%	7.72%	2.72%	4.14%	3.04%	3.10%	3.10%
非生息资产增长率	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	187.25%	-18.27%	7.90%	ROAE	20.87%	94.42%	15.46%	35.55%	17.58%	14.56%	14.56%
负债增长率							收入结构							
客户资产增长率	#DIV/0!	178.33%	-39.57%	100.47%	18.64%	18.74%	手续费净收入	48.39%	61.88%	79.60%	77.79%	67.41%	67.86%	67.86%
应付款项增长率	#DIV/0!	318.98%	11.38%	49.71%	0.00%	0.00%	利息净收入	3.84%	3.21%	11.14%	7.10%	8.45%	8.27%	8.27%
业务收入增长率							总资产结构							
手续费净收入增长率	436.76%	534.64%	-38.81%	47.05%	-16.40%	18.12%	承销收入	1.97%	2.43%	3.99%	5.59%	10.94%	10.21%	10.21%
机构销售收入增长率	#DIV/0!	631.25%	-12.82%	150.41%	20.00%	20.00%	投资收益	34.57%	28.31%	-2.27%	7.76%	9.22%	9.93%	9.93%
金融产品销售收入增长率	na	na	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	资产管理收入	1.58%	1.68%	2.92%	1.55%	1.55%	1.45%	1.45%
咨询服务收入增长率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	其他业务收入	9.65%	2.48%	4.63%	0.20%	2.42%	2.27%	2.27%
租赁收入增长率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	成本结构							
利息净收入增长率	#DIV/0!	314.94%	65.65%	-5.78%	16.77%	14.82%	业务及管理费	74.23%	79.37%	71.20%	88.81%	85.15%	85.61%	85.61%
投资收益增长率	na	188.56%	-72.73%	9.17%	24.29%	25.57%	员工薪酬	32.29%	41.55%	36.21%	45.29%	46.83%	47.09%	47.09%
总承销收入增长率	#DIV/0!	511.86%	-22.06%	261.67%	10.20%	9.45%	资产减值准备	7.38%	4.88%	19.75%	-0.07%	2.43%	2.08%	2.08%
资产管理收入增长率	#DIV/0!	459.96%	-19.21%	-31.65%	10.00%	10.00%	营业税金及附加	8.37%	12.68%	6.99%	11.31%	11.20%	11.26%	11.26%
收益增长率							非客户资产结构							
营业收入增长率	465.66%	396.24%	-52.43%	50.46%	-3.52%	17.34%	存款及备付金	84.94%	86.32%	84.63%	86.19%	76.96%	77.19%	77.19%
业务及管理费增长率	193.35%	256.20%	-14.05%	13.27%	-6.63%	17.34%	投资性资产	4.08%	5.32%	6.37%	7.51%	14.28%	14.86%	14.86%
营业支出增长率	270.14%	233.13%	-4.19%	-9.19%	-2.61%	16.71%	长期投资	4.13%	2.02%	2.86%	1.71%	3.00%	2.80%	2.80%
净利润增长率	2097.37%	656.47%	-77.73%	202.87%	-8.20%	18.12%	固定资产	1.47%	1.31%	2.13%	1.08%	2.21%	2.06%	2.06%
每股收益增长率	#DIV/0!	269.83%	-77.73%	183.03%	-21.06%	18.12%	经营效率							
经营效率							非客户资产结构							
营业部数量	117	143	144				存款及备付金	22.15%	29.64%	43.07%	40.21%	18.38%	13.35%	13.35%
部均交易额	8,805	42,057	32,911				投资性资产	21.10%	27.36%	23.59%	32.53%	50.59%	56.44%	56.44%
部均手续费收入	12.32	63.92	39.30				长期投资	21.35%	10.41%	10.59%	7.41%	10.64%	10.64%	10.64%
							固定资产	7.61%	6.73%	7.89%	4.67%	7.84%	7.84%	7.84%

来源: 国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	3	5	10	12
买入	0	1	1	10	10
持有	0	0	2	9	12
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.25	1.50	1.83	1.91

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-02-04	减持		N/A
2 2010-08-09	持有	14.82	N/A

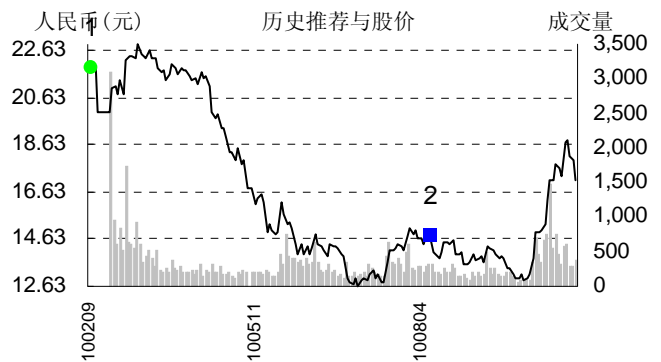
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室