

海通证券 (600837): 投行业务快速发展 估值优势明显

行业分类: 证券

2010. 10. 29

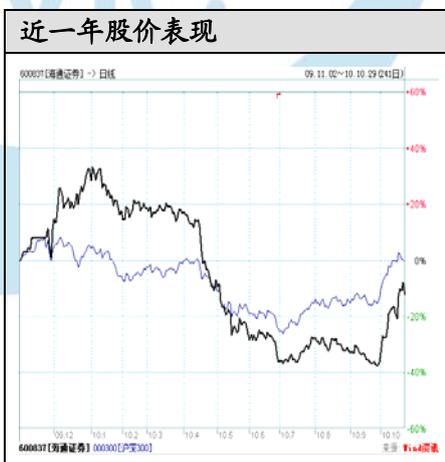
研究员: 郭懿
执业证书编号: S0640209090103
电话: 010-84802074
Email: greta-1006@sohu.com
联系人: 刁志学
电话: 0755-83689065

投资要点:

- **业绩分析:** 海通证券前三季度实现净利润 27.54 亿元, 同比下滑 23%, 每股收益 0.33 元。业绩同比下滑的主要原因是经纪业务收入的同比下滑, 以及管理费用的上升。
- **盈利预测:** 我们在 2010 年日均股票交易额 2200 亿元的假设下, 海通证券 2010 年实现净利润 36.98 亿元, 合每股收益 0.45 元。
- **估值及投资建议:** 目前公司经纪业务市场份额保持稳定, 全成本率处于行业较低水平, 承销和资管业务作为未来业绩的增长点, 呈现快速发展的态势, 虽然自营业务收益短期波动较大, 但是对长期估值影响较小。我们假设在公司各项业务保持目前市场份额不变以及投资人要求 18% 回报率的情况下, 海通证券的合理估值为 13.6 元, 6-12 个月内的目标价为 16 元。目前股价 12.44 元, 较目标价仍有 28% 的上涨空间, 给与“买入”投资评级。
- **经纪业务:** 目前全成本率大致为 0.05%, 仅高于招商证券。前三季度累计市场占有率 4.34%, 同比上升 0.08 个百分点, 累计净佣金费率 0.094%, 同比下滑 21.67%。
- **投行业务:** 目前公司股票主承销市场份额占 7.64%, 在上市公司中排名第二, 全行业排名第三, 其中第一是中金公司, 第二名是中信证券 (包括中信建投在内的合并数据)。

6-12 个月目标价	16 元
当前股价	12.44 元
投资评级	买入

基础数据	
上证指数	2979
总股本 (百万)	8228
流通 A 股 (百万股)	4766
流通 B 股 (百万股)	0
流通 A 股市值 (百万)	59289
总市值 (百万)	102356
每股净资产 (元)	5.42
ROE	8%
资产负债率	45%
动态市盈率	28
动态市净率	2.3



一、前三季度公司净利润同比下滑 23%

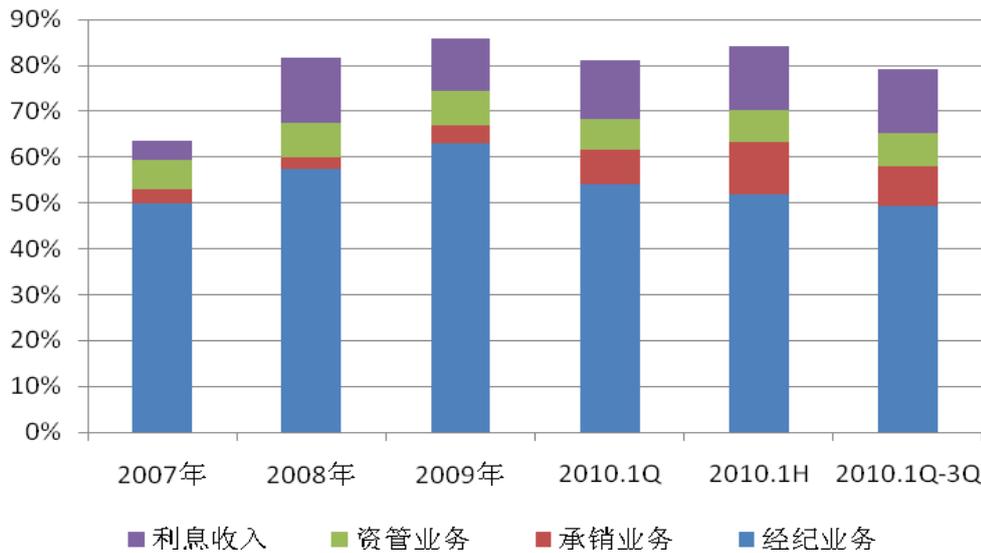
海通证券前三季度实现营业收入 68.04 亿元，同比上升 1.87%，实现净利润 27.54 亿元，同比下滑 22.7%，实现每股收益 0.33 元。业绩同比下滑的主要原因是经纪业务收入同比下滑，以及成本费用比的上升。第 3 季度单季实现净利润 9.12 亿元，环比上升 9.76%，自营收益的大幅增长是主因。

前三季度公司成本收入比为 41.67%，较 2009 年同期上升 12.72 个百分点，其中 3 季度单季的成本收入比为 44.35%，与 2 季度基本持平。

图表 1：业绩影响因素分析

	2009.1Q-3Q	2010.1Q-3Q	YoY	2010.2Q	2010.3Q	QoQ
经纪业务净收入	4711.87	3348.59	-28.93%	1066.65	1075.24	0.81%
市场份额	4.26%	4.34%	0.08%	4.30%	4.29%	-0.01%
净手续费率	0.120%	0.094%	-21.67%	0.097%	0.085%	-12.37%
自营收入	483.12	866.99	79.46%	86.87	533.47	514.10%
承销收入	98.48	604.78	514.11%	325.26	106.52	-67.25%
资管收入	407.66	486.06	19.23%	166.64	173.89	4.35%
成本收入比	28.95%	41.67%	12.72%	44.09%	44.35%	0.26%
实际所得税率	20.87%	22.95%	2.09%	21.11%	24.38%	3.27%
净利润	3562.46	2753.62	-22.70%	830.54	911.64	9.76%

数据来源：公司公告，中航金融研究所

图表 2: 除自营业务外, 其他各项业务收入结构变动 (单位: %)


数据来源: 公司公告, 中航金融研究所

二、各业务分析: 经纪业务全成本率 0.05%

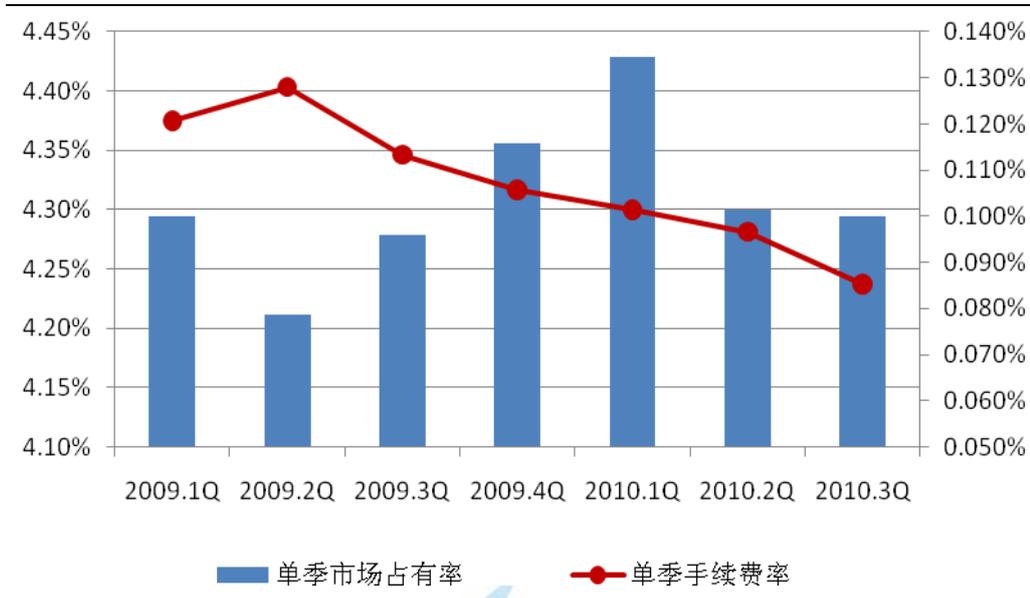
2.1 经纪业务: 目前全成本率在 0.05%

公司前三季度实现经纪业务净收入 33.49 亿元, 同比下滑 28.93%, 其中 3 季度单季实现 10.75 亿元, 环比上升 0.81%。

前三季度累计市场占有率 4.34%, 同比上升 0.08 个百分点; 第三季度市场占有率 4.29%, 与 2 季度基本持平。前三季度累计净佣金费率 0.094%, 同比下滑 21.67%, 第三季度净佣金费率 0.085%, 环比下降 12.37%。

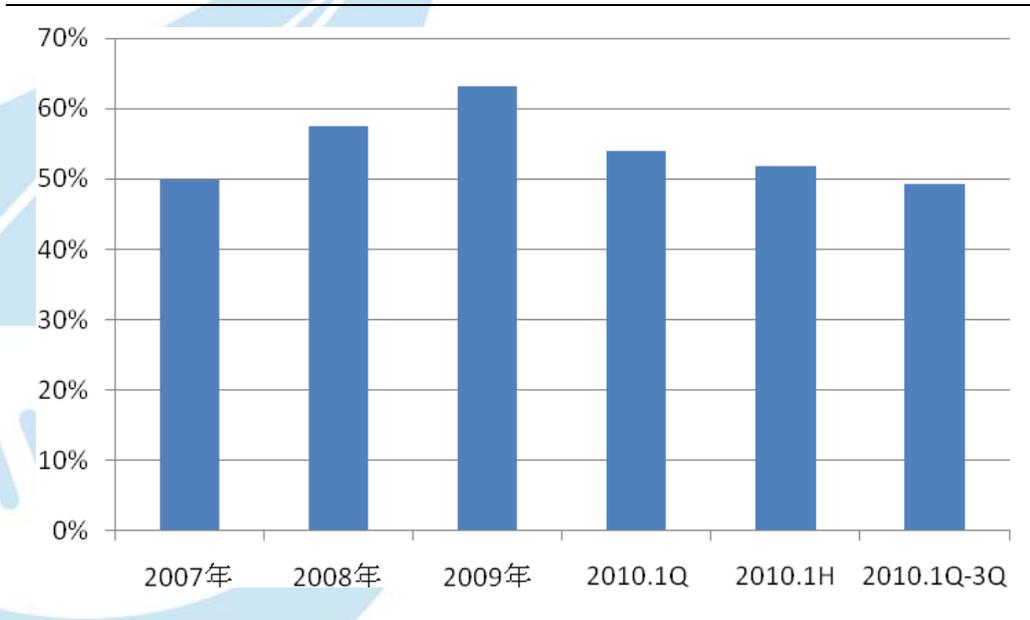
我们对海通证券目前的全成本进行测算, 大致在 0.05%, 低于市场 0.066% 的平均水平。

图表 3: 3 季度单季经纪业务市场份额与 2 季度持平, 净手续费率下滑 13.3%



数据来源: 公司公告, 中航金融研究所

图表 4: 经纪业务收入占总收入比重低于 50%



数据来源: 公司公告, 中航金融研究所

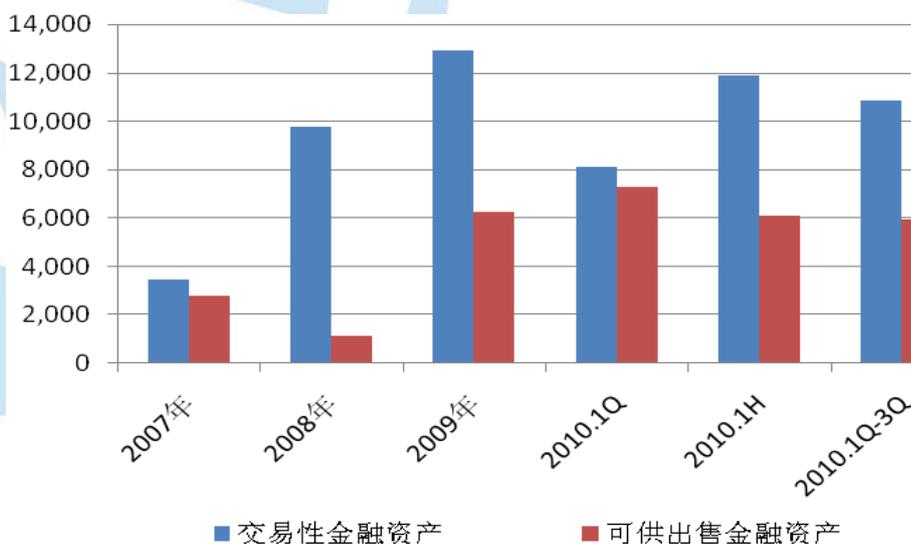
图表 5: 各上市公司经纪业务佣金费率对比

	累计净佣金费率	同比下滑	三季度净佣金费率	环比下滑	全成本率
东北证券	0.129%	-17.83%	0.120%	-9.09%	0.088%
宏源证券	0.117%	-11.36%	0.105%	-13.22%	0.079%
西南证券	0.094%	-22.95%	0.085%	-13.27%	0.075%
广发证券	0.097%		0.087%	-10.31%	0.062%
海通证券	0.094%	-21.67%	0.085%	-12.37%	0.050%
国金证券	0.086%	-21.74%	0.078%	-12.63%	0.065%
招商证券	0.074%	-25.91%	0.068%	-8.71%	0.040%
国元证券	0.084%	-22.29%	0.077%	-8.68%	0.065%

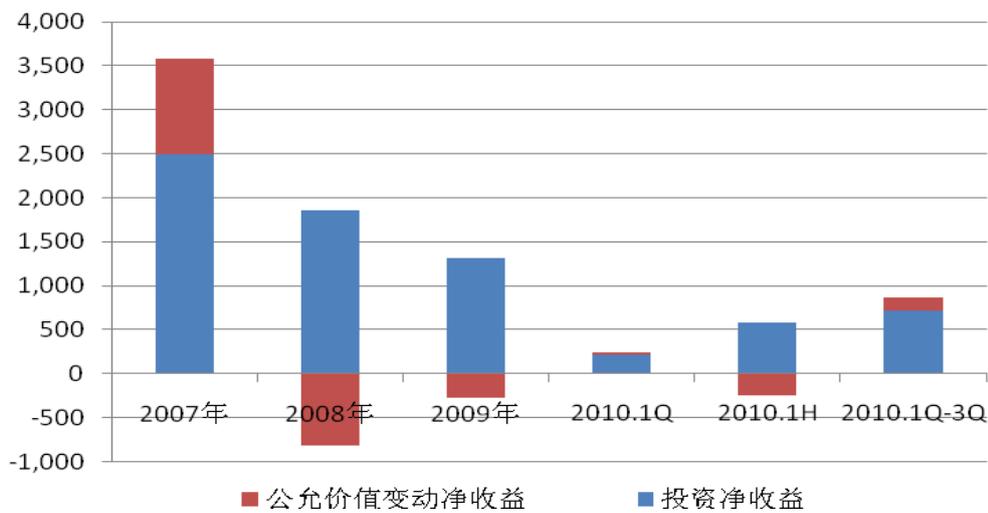
数据来源: 中航金融研究所

2.2 自营业务: 收入波动较大

公司前三季度实现自营业务收入 8.67 亿元, 同比上涨 79.46%, 其中, 第三季度实现自营收益 5.33 亿元。从自营业务规模来看, 3 季度末自营规模达到 168.15 亿元, 较 6 月末减少 11.59 亿元, 其中交易性金融资产规模较 6 月末减少 10.19 亿元。

图表 6: 自营业务规模变动 (单位: 百万元)


数据来源: 公司公告, 中航金融研究所

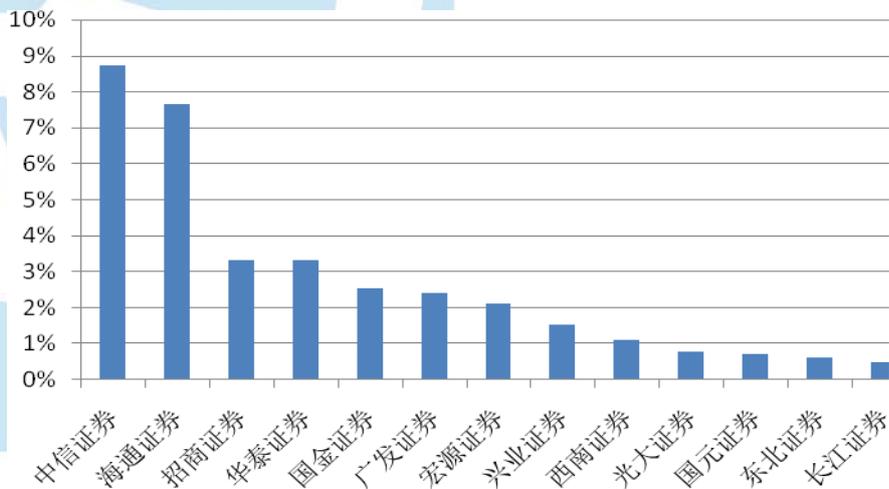
图表 7: 自营业务波动较大 (单位: 百万元)


数据来源: 公司公告, 中航金融研究所

2.3 股票主承销市场份额 7.64% 资管业务市场份额 1.52%

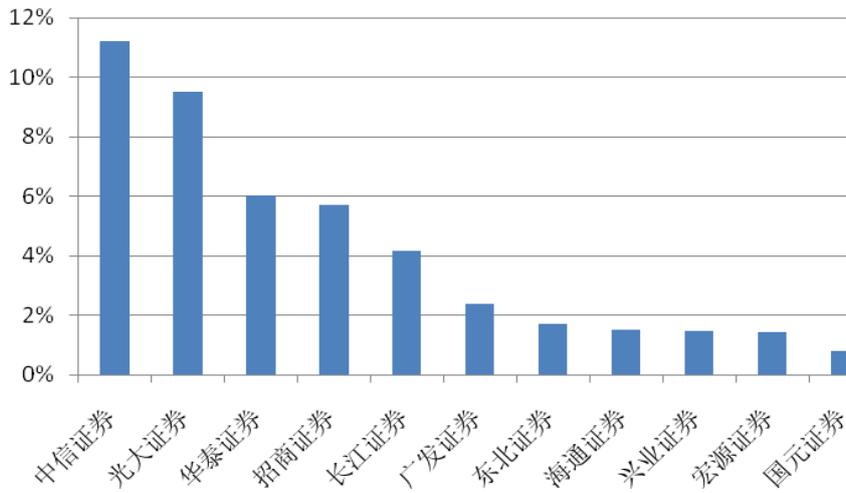
前三季度公司实现承销业务收入 6.05 亿元, 较去年同期增长 5.14 倍, 股票主承销的市场份额在 7.64%, 上市证券公司中排名第二。

前三季度公司实现资产管理业务净收入 4.86 亿元, 较去年同比增长 19.23%, 市场份额 1.52%, 上市证券公司中排名第八。

图表 8: 上市证券公司股票主承销市场份额 (单位: %)


数据来源: 公司公告, 中航金融研究所

图表 9：上市证券公司集合理财产品市场份额（单位：%）



数据来源：公司公告，中航金融研究所



投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

郭懿, SAC 执业证书号: S0640209090103, 经济学硕士, 从事金融行业研究, 秉承价值投资理念。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

公司地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦(518000)

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 0755-83689524

传真: 0755-83688539

免责声明:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性, 而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易, 向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。