

2010年11月01日

陳奇
C0050@capital.com.tw
目標價(元) 16.0

公司基本資訊

| | |
|------------------|---------------------|
| 產業別 | 券商 |
| A 股價 (10/10/29) | 12.44 |
| 上證綜合指數(10/10/29) | 2978.83 |
| 股價 12 個月高/低 | 18.87/8.84 |
| 總發行股數 (百萬) | 8227.82 |
| A 股數 (百萬) | 4765.86 |
| A 市值 (億元) | 601.45 |
| 主要股東 | 上海上實(集團)有限公司(6.75%) |
| 每股淨值 (元) | 5.30 |
| 股價/帳面淨值 | 2.38 |
| | 一個月 三個月 一年 |
| 股價漲跌(%) | 39.29 29.84 -9.53 |

近期評等

| | | |
|------|------|----|
| 出刊日期 | 前日收盤 | 評等 |
| - | - | - |

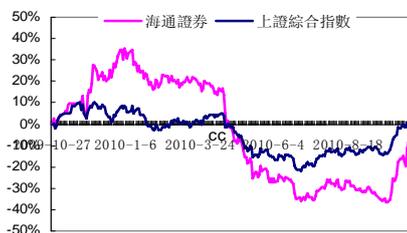
產品組合

| | |
|--------|--------|
| 經紀業務收入 | 49.62% |
| 自營業務收入 | 16.51% |
| 承銷淨收入 | 8.01% |
| 資產管理收入 | 7.00% |
| 利息淨收入 | 13.30% |
| 其他 | 5.56% |

機構投資者占流通 A 股比例

| | |
|----------|--------|
| 保險 | 0.98% |
| 基金 | 1.95% |
| 一般法人 | 21.06% |
| 非金融類上市公司 | 2.18% |

股價相對大盤走勢



海通證券(600837.SH)

Buy 買入

點評：業績環比增長符合預期

結論與建議：

海通證券前三季度實現淨利潤 27.5 億元，YoY 下降 23%；其中三季度實現淨利潤為 9.11 億元，同比下降 18%，但環比增長 10%。利潤同比下降主要源自備金率的持續下滑，而環比增長則來自三季度市場成交量的放大和指數的反彈。

進入 10 月以來，股指漲幅較大，成交量也迅速上升，10 月份日均成交額接近 4000 億元，較今年前三季度 1966 億元的水準放大 1 倍。如果按 2010 年四季度和 2011 年日均成交額均能提高至 3500 億元的水準計算，預計 2010、2011 年實現淨利潤 41.7 億元和 62.3 億元，EPS 分別為 0.51 元和 0.76 元。目前股價對應 2010、2011 年 PE 分別為 25 倍和 17 倍，PB 為 2.2 倍和 2 倍。公司股價在進入 10 月已出現 4 成漲幅，我們認為這是對前期過度悲觀的修復；考慮到股指未來仍然存在上漲空間，我們認為券商板塊在股指上漲過程中存在較好的表現機會，且公司在行業中具有較為明顯的估值優勢，給予買入的投資建議。

■ **備金費率持續下滑使得公司業績彈性有所減弱。**據測算，公司三季度平均淨備金率為 0.085%，同比下降 25%，環比下滑了 11.8%，下滑速度較二季度有所加快。我們認為目前公司的備金率費率已經較低，隨著證監會相關抑制券商備金率惡性競爭的政策實施，預計未來公司備金率將會逐步企穩，維持在我們之前預計的 0.08% 左右的水準。備金率費率的持續下滑使得公司業績相對於市場成交量變化的敏感度已較之前有所減弱。

■ **投行業務增長迅速。**1-9 月，公司完成了 22 個主承銷項目，承銷金額為 507 億元，市場份額 4.08%，位列市場第八位；實現承銷淨收入 6.04 億元，較去年同期大幅增長了 5 倍，收入金額創公司同期歷史新高。我們認為投行業務是目前券商行業的亮點，在金融脫媒和經濟結構轉型的大環境下，投行業務的發展前景值得看好。因此，我們認為未來雖然公司投行業務的增速將會放緩，但仍然能夠保持相當的一個體量，公司投行業務收入在營收中的占比將會保持一定的比例。

■ **盈利預測和投資建議。**如果按 2010 年四季度和 2011 年日均成交額均能提高至 3500 億元的水準計算，預計 2010、2011 年可實現淨利潤 41.7 億元和 62.3 億元，EPS 分別為 0.51 元和 0.76 元。目前股價對應 2010、2011 年 PE 分別為 25 倍和 17 倍，PB 為 2.2 倍和 2 倍。給予買入的投資建議。

..... 接續下頁.....

| 年度截止 12 月 31 日 | | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E |
|-----------------|---------|----------|---------|--------|---------|--------|
| 純利 (Net profit) | RMB 百萬元 | 5,560 | 3,385 | 4,662 | 4,171 | 6,262 |
| 同比增減 | % | 1159.29% | -39.12% | 37.72% | -10.53% | 50.13% |
| 每股盈餘 (EPS) | RMB 元 | 1.33 | 0.51 | 0.55 | 0.51 | 0.76 |
| 同比增減 | % | 1159.29% | -61.52% | 8.30% | -8.30% | 50.13% |
| 市盈率(P/E) | X | 9.51 | 24.73 | 22.83 | 24.89 | 16.58 |
| 股利 (DPS) | RMB 元 | 0.10 | 0.10 | 0.15 | 0.16 | 0.16 |
| 股息率 (Yield) | % | 0.79% | 0.79% | 1.19% | 1.27% | 1.27% |

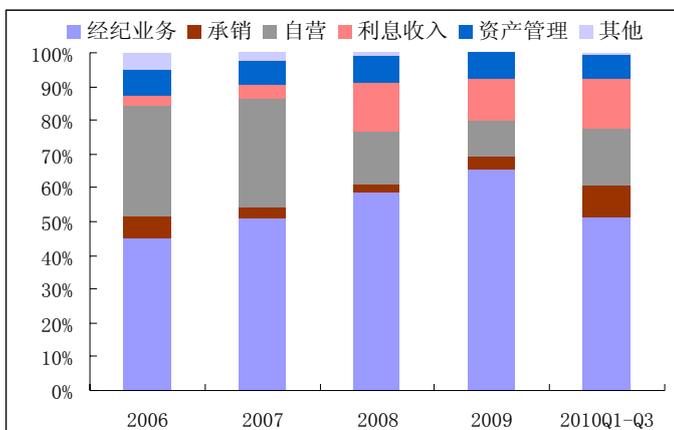
營運分析

■ 公司前三季度承銷收入占比加大

1-9月，公司實現營業收入68億元，同比增加1.87%；實現淨利潤27.5億元，同比下降23%，EPS為0.33元；其中三季度實現營業收入24.2億元，同比減少5%；實現淨利潤9.11億元，同比下降18%，但環比增長10%，EPS為0.11元。業績的環比增長符合我們之前的預期。

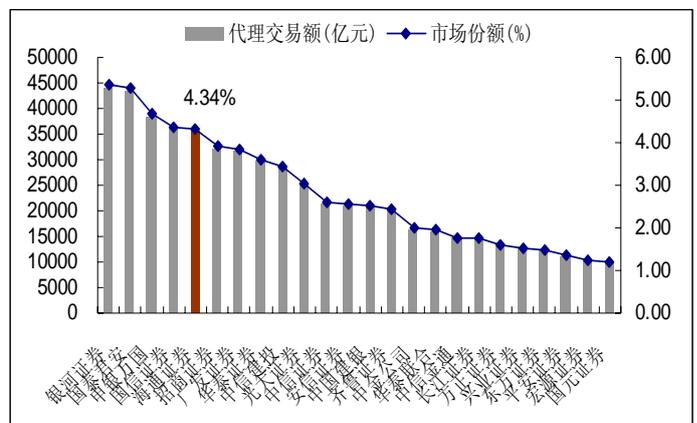
從營業收入結構看，今年前三季度，公司的承銷收入占比明顯加大，經紀業務的占比有所縮小，營收結構變得更加均衡。這是券商行業備金費率持續下降，而投行業務在今年有爆發性增長的大背景下形成的。

圖 1 海通證券營業收入結構變化



資料來源：公司公告，群益證券

圖 2 國內券商代理成交額排名



資料來源：WIND，群益證券

■ 備金費率持續下滑使得公司業績彈性有所減弱

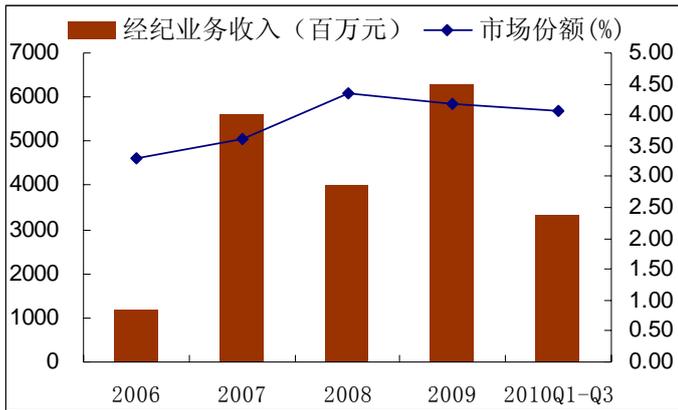
公司經紀業務市場佔有率下滑趨勢得到緩解。據測算，1-9月，海通經紀業務合計市場份額為4.34%，下滑0.07個百分點。公司市場佔有率目前排名第5。1-9月，公司共實現代理交易總額為3.55萬億元，其中股票交易量2.84萬億元。

三季度公司代理成交額為12612億元，實現經紀業務收入10.75億元，據此測算，公司三季度平均淨備金率為0.085%，同比下降25%，環比二季度下滑了11.8%，下滑速度較二季度有所加快。證監會已出臺相關抑制券商行業備金費率惡性競爭的政策，加之目前公司的備金費率已處於行業較低的水準，我們認為公司未來的備金費率下降的勢頭將有所緩解，並逐步企穩，預計未來將會維持在0.08%的水準左右。

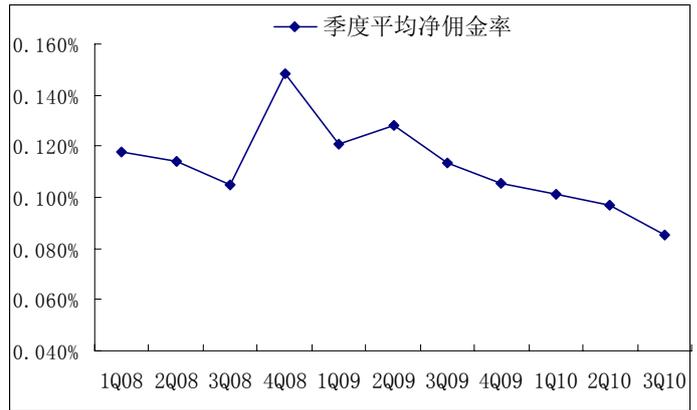
備金率費率的持續下滑使得公司的業績相對於市場成交量變化的敏感度已較之前有所減弱，在二級市場成交量大幅波動的情況下，公司業績變化相對趨於平緩。

圖 3 海通證券經紀業務收入和市場份額

圖 4 海通證券備金費率季度變化趨勢



資料來源：WIND，群益證券



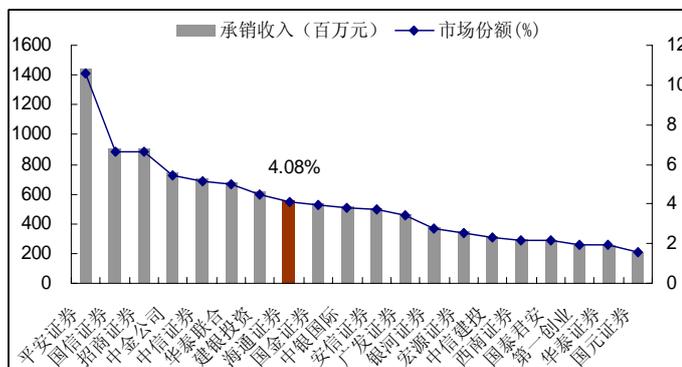
資料來源：WIND，群益證券

■ 投行業務增長迅速

今年券商投行業務迅速發展。1-9月，公司完成了22個主承銷項目，承銷金額為507億元，市場份額4.08%，位列市場第八位；實現承銷淨收入6.04億元，較去年同期大幅增長了5倍，收入金額創公司同期歷史新高。同時，公司積極加大專案儲備，目前儲備了100多個項目。

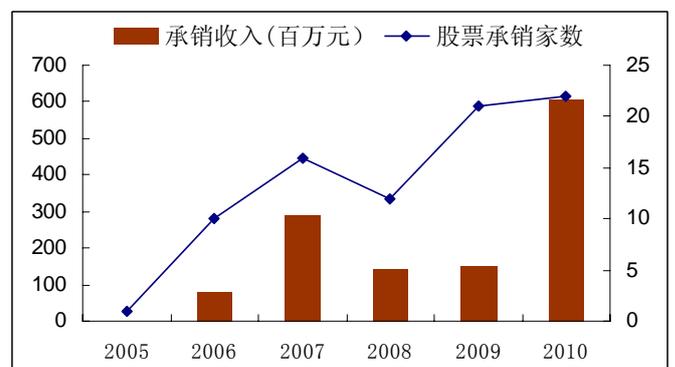
我們認為投行業務是目前券商行業的亮點，在金融脫媒和經濟結構轉型的大環境下，投行業務的發展前景值得看好。因此，我們認為未來雖然公司投行業務的增速將會放緩，但仍然能夠保持相當的一個體量，公司投行業務收入在營收中的占比將會保持一定的比例。

圖 5 2010 年券商承銷收入排名



資料來源：WIND，群益證券

圖 6 海通承銷收入和承銷家數變化



資料來源：WIND，群益證券

■ 自營投資環比回升

受益於三季度資本市場回暖，公司自營收益環比大幅提升。扣除對聯營企業的投資收益後，三季度公司實現自營收入5.33億，環比大幅增加4.5億。進入10月，股指大幅反彈，預計公司四季度自營收入仍將環比上升，對於短期業績將會有所幫助。

■ 發展後勁十足

公司全力打造資產管理業務線，並積極推動創新業務，作為全國性綜合券商，憑藉其強大的資本實力和廣泛的業務網路，可以預見其發展後勁十足。資產管理

業務方面，三季度末公司共有4只集合理產品，資產淨值為15.6億。此外，公司分別持有海富通51%、富國基金27.8%的股權，歸屬公司股東的基金淨值為420億。三季度公司資產管理貢獻營業收入1.74億，同比增長11%，環比增長4%。創新業務方面，公司是首批獲得融資融券試點資格的6家券商之一，2010年上半年，累計信用交易量9.50億元，日均信用交易量市場占比20%，排名第3位；公司首批取得IB業務資格，截至6月末，公司37家營業部取得了IB業務資格；此外，公司的股指期貨業務市場份額也穩居行業前三位。

盈利預測

國內經濟企穩、通貨膨脹和人民幣升值預期等因素導致股票市場交易活躍；同時 A 股即將迎來全流通時代，隨著未來流通股本的增加，我們認為未來日均成交量能保持在一個較高的水準。進入 10 月以來，股指漲幅較大，成交量也迅速上升，10 月的日均成交額接近 4000 億元，較今年前三季度 1966 億元的水準放大 1 倍。如果按 2010 年四季度和 2011 年日均成交額均能提高至 3500 億元的水準計算，同時假設公司佔有 4% 的市場份額和傭金費率為 0.080%，預計 2010、2011 年實現淨利潤 41.7 億元和 62.3 億元，EPS 分別為 0.51 元和 0.76 元。目前股價對應 2010、2011 年 PE 分別為 25 倍和 17 倍，PB 為 2.2 倍和 2 倍。公司股價在進入 10 月已出現 4 成漲幅，我們認為這是對前期過度悲觀的修復；考慮到股指未來仍然存在上漲空間，我們認為券商板塊在股指上漲中存在較好的表現機會，且公司在行業中具有較為明顯的估值優勢，給予買入的投資建議。

表 1 2011 年股市日均成交量 vs. 公司業績分析

| 2011 EPS | | 日均成交量（億元） | | | | | |
|------------|--------|-----------|------|------|------|------|------|
| | | 2000 | 2500 | 3000 | 3500 | 4000 | 4500 |
| 平均淨 傭金率 | 0.080% | 0.48 | 0.57 | 0.67 | 0.76 | 0.86 | 0.95 |
| | 0.075% | 0.46 | 0.55 | 0.64 | 0.73 | 0.82 | 0.91 |
| | 0.070% | 0.45 | 0.53 | 0.62 | 0.70 | 0.78 | 0.86 |
| | 0.065% | 0.44 | 0.51 | 0.59 | 0.67 | 0.74 | 0.82 |

預期報酬(Expected Return; ER)為准，說明如下：

強力買入 StrongBuy (ER ≥ 30%)；買入 Buy (30% > ER ≥ 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

賣出 Sell (-30% < ER ≤ -10%)；強力賣出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

附一：合并損益表

| 百萬元 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010F | 2011F |
|-----------|--------|-------|-------|--------|--------|
| 營業收入 | 11,265 | 7,007 | 9,940 | 10,048 | 12,168 |
| 手續費及佣金淨收入 | 6,900 | 4,908 | 7,755 | 6,939 | 5,775 |
| 代理買賣證券淨收入 | 5,612 | 4,023 | 6,274 | 5,113 | 7,196 |
| 承銷淨收入 | 369 | 168 | 382 | 785 | 902 |
| 資產管理淨收入 | 701 | 536 | 744 | 686 | 789 |
| 利息淨收入 | 490 | 1,003 | 1,124 | 1,303 | 1,400 |
| 投資收益 | 2,501 | 1,861 | 1,313 | 1,617 | 1,880 |
| 營業支出 | 3,941 | 3,342 | 4,210 | 4,533 | 4,086 |
| 管理費用 | 3,268 | 2,953 | 3,725 | 4,133 | 3,622 |
| 資產減值損失 | 253 | 52 | 3 | -3 | 7 |
| 營業利潤 | 7,324 | 3,664 | 5,730 | 5,514 | 8,082 |
| 所得稅 | 2,234 | 313 | 1,320 | 1,261 | 1,046 |
| 淨利潤 | 5,560 | 3,385 | 4,662 | 4,171 | 6,262 |

附二：合并資產負債表

| 百萬元 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010F | 2011F |
|-------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 貨幣資金 | 80,276 | 57,182 | 88,432 | 111,741 | 141,193 |
| 結算備付金 | 3,557 | 2,671 | 5,512 | 7,457 | 9,694 |
| 交易性金融資產 | 3,452 | 9,761 | 12,897 | 18,780 | 26,292 |
| 可供出售金融資產 | 2,767 | 1,126 | 6,271 | 8,791 | 11,868 |
| 長期投資淨額 | 321 | 300 | 610 | 652 | 691 |
| 固定資產合計 | 985 | 984 | 993 | 1,063 | 1,116 |
| 無形資產及其它資產合計 | 3,987 | 2,663 | 6,012 | 6,722 | 7,260 |
| 資產總計 | 95,345 | 74,686 | 120,727 | 155,206 | 189,351 |
| 代理買賣證券款 | 53,686 | 33,778 | 66,580 | 88,259 | 114,736 |
| 負債合計 | 58,462 | 36,049 | 76,208 | 108,461 | 137,932 |
| 股東權益合計 | 36,884 | 38,637 | 44,519 | 46,745 | 51,419 |
| 負債及股東權益總計 | 95,345 | 74,686 | 120,727 | 155,206 | 189,351 |

附三：合并現金流量表

| 百萬元 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010F | 2011F |
|---------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 經營活動產生的現金流量淨額 | 36,914 | -23,391 | 34,753 | 14,327 | 34,652 |
| 投資活動產生的現金流量淨額 | 482 | -1,051 | 688 | -1,897 | 946 |
| 籌資活動產生的現金流量淨額 | 26,448 | -466 | -438 | -789 | -987 |
| 現金及現金等價物淨增加額 | 63,829 | -25,022 | 34,999 | 11,641 | 25,641 |

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或會在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。