

华泰证券 (601688.sh)

业绩中规中矩，估值已具吸引力——2012 中报点评

李聪 首席分析师
 电话: 021-68498610
 eMail: licong@gf.com.cn
 执业编号: S0260512080001
潘峰 分析师
 电话: 020-87555888-8668
 eMail: pf2@gf.com.cn
 执业编号: S0260512070005

张黎 分析师
 电话: 0755-88286925
 eMail: gfzhangli@gf.com.cn
 执业编号: S0260512080002

曹恒乾 分析师
 电话: 020-87555888-8419
 eMail: chq@gf.com.cn
 执业编号: S0260511010006

12H1 综合收益增长 6%，增量归于自营收入贡献。华泰证券(601688)发布 2012 年中报，由于此前已逐月披露经营数据，因此业绩并无超出预期的地方。12H1 归属于母公司综合收益、净利润分别为 11.65 亿元、10.58 亿元，分别同比 6%、-7%，每股综合收益、净利润分别为 0.21 元、0.19 元，综合收益同比增长 6%，表现中规中矩（同业预计平均同比 14%），**业绩增量主要归于自营贡献（尤其是债券）**，自营收入变动贡献了综合收益 50 个百分点的增长（经纪、投行收入变动负贡献）。

自营收入变动对综合收益增长正贡献，经纪、投行收入变动负贡献。

1) **自营:** 12H1 自营业务收入 10.81 亿元（含可供出售类浮盈亏），**同比增长 306%**，主要归于股、债双升，尤其是债券投资贡献。

2) **经纪:** 12H1 经纪收入 14.78 亿元，**同比-27%**，主要归于 12H1 日均股票成交金额 1489 亿元，**同比-28%**。除此之外，公司佣金率出现向好迹象，12H1 股票交易佣金率 0.072%，同比提升了 1%，已明显趋稳；但公司份额仍然继续下行，12H1 公司经纪份额 5.16%，同比下滑 5%，一定程度上与公司整合以及公司佣金率下滑幅度小于同业有关。

3) **投行:** 12H1 投行收入 3.36 亿元，**同比-42%**，主要归于 12H1 市场股权融资额 2172 亿元**同比-37%**，另外也一定程度上受到公司整合的影响。

4) **融资融券、直投:** 正逐渐成为盈利增长点。**融资融券 12H1 末余额 44.08 亿元，市场份额 7.22%，贡献利息收入 1.76 亿元，占公司总收入 4.9%**，考虑到该业务背靠经纪业务更低的边际成本，实际对净利润的贡献占比更大。**华泰证券直投业务 12H1 收入 0.20 亿元，净利润 0.13 亿元，占总综合收益的 1.1%。**

估值已具吸引力，但短期大小非压力仍需警惕。预计华泰证券 2012-13 年 EPS 为 0.35、0.39 元，**对应 2012-13 年 PE 为 24、22 倍，12 年期末 PB 为 1.37 倍**，低于同业平均 25 倍 12 年 PE、1.70 倍 12 年 PB，公司的估值吸引力正逐渐显露。但是，同时值得警惕的是，**12Q2 公司第一大流通股东国华能源投资再次进行了减持，截至 12Q2 末，其仍持有华泰证券 2.74 亿股，占总流通股本比例为 13.1%**，预计短期内对股价仍将构成一定压制。

考虑到华泰证券整合问题已告一段落，账面自有闲余资金 96 亿元未来转化盈利潜力大，以及其在同业中较低估值，我们给予公司“买入”评级。

风险提示：公司短期的大小非压力，行业 8 月份密集解禁潮。

公司评级



当前价格

8.43 元

合理价值

无

前次评级

持有

股价走势



市场表现 1 个月 3 个月 12 个月

股价涨幅 -15.78 -22.80 -19.71

沪深 300 -2.13 -3.75 -12.53

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

5600/2084

主要股东:

江苏省国信资产管理集团有限公司

主要股东持股比例 24.43%

流通 A 股比例 37.21%

财务比率

ROE 5.37%

ROA 1.79%

资产负债率 60.79%

资本充足率

不良贷款率

成本收入比

非利息收入占比

拨备覆盖率

2011 年报数据

1、业绩：12H1综合收益增长6%，增量主要归于债券投资贡献

从12H1证券行业经营环境来看，行业景气度与11H1旗鼓相当。尽管经纪方面，12H1市场日均股票成交金额1489亿元，同比-28%；投行方面，市场股权融资额2172亿元，同比-37%；但自营方面，12H1沪深300上涨4.9%，好于去年同期的-2.7%，12H1中证全债指数上涨3.1%，好于去年同期的1.33%，很大程度上弥补了经纪等收入下滑对业绩的不利影响。

从12H1公司经营数据来看，12H1归属于母公司综合收益、净利润分别为11.65亿元、10.58亿元，分别同比6%、-7%，每股综合收益、净利润分别为0.21元、0.19元，综合收益同比增长6%，表现中规中矩（同业预计平均同比14%），业绩增量主要归于自营贡献（尤其是债券），自营收入变动贡献了综合收益50个百分点的增长（经纪、投行收入变动负贡献）。

为了将营业收入和综合收益统一到一致口径，我们对各项业务收入进行重构：

新营业收入=营业收入+资产减值+可供出售类金融资产公允价值税前变动净额

经纪业务收入=代理买卖收入+基金销售收入

自营收入=投资收益+公允价值+资产减值+可供出售金融资产公允价值税前变动净额

投行收入=承销收入+保荐收入+财务顾问收入

资管收入=受托资管收入+基金管理收入

新营业支出=营业支出-资产减值

12H1华泰证券新营业收入35.63亿元，同比2%，其中经纪、自营、投行、资管、利息收入分别为14.78、10.81、3.36、0.38、5.45亿元，收入占比分别为41%、30%、9%、1%、15%，同比增速分别为-27%、306%、-42%、-9%、-3%。新营业支出19.68亿元，同比增长6%，其中主要支出项业务及管理费18.10亿元，同比增长8%。

根据对12H1综合收益变动的归因分析，正面影响最大的是自营收入变动，贡献了综合收益50个百分点的增长，负面影响最大的是经纪收入和投行收入变动，分别导致了综合收益34、15个百分点的下滑。

下面，我们主要分析影响综合收益变动较大的收入和成本项。

2、收入端：自营变动对综合收益正贡献，经纪、投行收入变动负贡献

1) 自营：自营收入贡献综合收益50个百分点增长，主因归于12H1股、债双升，尤其是债券贡献

华泰证券12H1自营业务收入10.81亿元（含可供出售类浮盈亏），同比增长306%，主要归于股、债双升。12H1自营资产总收益率(未年化)高达4.2%，其中主要来自于债券贡献。

截至12H1末，公司自营资产（交易性+可供出售+持有到期+长期股权投资）为267.35亿元，其中权益类（不含长期股权投资）、固定收益类、其他分别为46.59、166.29、54.47亿元，占比分别为17%、62%、20%，固定收益类占比远高于其他，而12H1中证全债指数上涨了3.1%，此项对业绩贡献最大。

2) 经纪：经纪收入导致综合收益34个百分点下滑，主因归于市场交易额下降

华泰证券12H1经纪收入14.78亿元，同比-27%，主要归于12H1日均股票成交金额1489亿元，同比-28%。除此之外，公司佣金率出现向好迹象，12H1股票交易佣金率0.072%，同比提升了1%，已明显趋稳；但公司份额仍然继续下行，12H1公司经纪份额5.16%，同比下滑5%，一定程度上与公司整合以及佣金率企稳有关。

3) 投行：投行收入导致综合收益15个百分点下滑，主因归于市场融资额下降

华泰证券12H1投行收入3.36亿元，同比-42%，主要归于12H1市场股权融资额2172亿元，同比-37%，另外也一定程度上受到公司整合的影响。

4) 融资融券、直投：正逐渐成为盈利增长点

华泰证券融资融券12H1末余额44.08亿元，市场份额7.22%，贡献利息收入1.76亿元，占公司总收入4.9%，考虑到该业务背靠经纪业务更低的边际成本，实际净利润贡献更大。

华泰证券直投业务12H1收入0.20亿元，净利润0.13亿元，占总综合收益的1.1%。

3. 成本端：业务及管理费支出变动对综合收益贡献，主因归于人力成本刚性压力

华泰证券12H1业务及管理费18.10亿元，同比8%，导致综合收益8个百分点的下滑，主因归于人力成本刚性压力。

4、投资建议：估值已具吸引力，给予“买入”评级

预计华泰证券2012-13年EPS为0.35、0.39元，对应2012-13年PE为24、22倍，12年期末PB为1.37倍，低于同业平均25倍12年PE、1.70倍12年PB，公司的估值吸引力正逐渐显露。

但是，同时值得警惕的是，12Q2公司第一大流通股东国华能源投资再次进行了减持，截至12Q2末，其仍持有华泰证券2.74亿股，占总流通股本比例为13.1%，预计短期内对股价仍将构成一定压制。

考虑到华泰证券整合问题已告一段落，账面自有闲置资金96亿元未来转化盈利潜力大，以及其在同业中较低估值，我们给予公司“买入”评级。

表1：证券公司盈利预测与估值表

	每股综合收益 (最新股本口径)			每股净资产 (最新股本口径)			PE (综合收益口径)			PB		
	2011	12E	13E	2011	12E	13E	2011	12E	13E	2011	12E	2013E
中信	-0.00	0.49	0.55	7.86	7.93	8.30	-2,636	22	20	1.37	1.36	1.30
海通	0.19	0.42	0.50	4.70	6.17	6.52	43	20	17	1.80	1.37	1.30
华泰	0.21	0.35	0.39	5.93	6.14	6.42	40	24	22	1.42	1.37	1.31
招商	0.38	0.43	0.50	5.29	5.43	5.81	26	23	20	1.88	1.84	1.72
光大	0.02	0.54	0.69	5.35	7.42	8.07	462	20	16	2.05	1.48	1.36
长江	0.09	0.38	0.42	4.85	5.15	5.34	97	22	20	1.71	1.61	1.56
国元	0.21	0.41	0.44	7.53	7.85	8.16	49	25	23	1.35	1.29	1.24
西南	0.02	0.34	0.39	4.26	4.50	4.77	372	25	22	2.01	1.90	1.79
宏源	0.10	0.62	0.80	3.59	7.43	7.98	161	27	21	4.66	2.25	2.09
太平洋	0.09	0.08	0.09	1.28	1.33	1.40	62	69	66	4.56	4.38	4.18
东北	-0.26	0.27	0.39	3.15	7.53	7.92	-61	57	40	4.92	2.06	1.96
国金	0.22	0.37	0.43	3.24	3.52	3.95	48	29	25	3.35	3.08	2.75
兴业	0.16	0.38	0.46	3.83	4.15	4.51	56	24	20	2.38	2.19	2.02
山西	0.06	0.10	0.15	2.48	2.54	2.65	148	80	54	3.30	3.23	3.09
方正	-0.02	0.13	0.14	2.33	2.48	2.57	-268	34	30	1.81	1.70	1.64
国海	0.03	0.21	0.23	1.50	1.70	1.86	337	49	46	6.88	6.05	5.53
东吴	0.10	0.19	0.22	3.69	3.86	4.07	75	40	34	2.05	1.97	1.86
西部	0.05	0.22	0.25	2.64	4.19	4.38	290	60	52	4.96	3.13	2.99
行业							78	25	21	1.91	1.70	1.61

数据来源：广发证券发展研究中心

5、风险提示：公司大小非压力，行业8月份密集解禁潮

除了前述的公司大小非压力之外，8月份前后，19家上市券商中有6家券商的限售股解禁，是下半年解禁压力最大的月份，近期市场对此关注度较高，预计短期内仍将会对证券板块表现存在一定压制。

表2：2012下半年上市券商股解禁日程表

解禁时间	解禁数量(万股)	占流通股比例	占总股本比例	上市股份类型
华泰证券 2012-7-30	31,310	15.02%	5.59%	首发原股东限售股
西部证券 2012-8-3	4,000	25.00%	3.33%	首发机构配售股
国海证券 2012-8-9	12,160	33.17%	6.78%	股权分置/定增机构配售
方正证券 2012-8-10	128,050	85.37%	20.99%	首发原股东限售股
光大证券 2012-8-20	232,500	212.72%	68.02%	首发原股东限售股，控股股东为主
广发证券 2012-8-27	90,520	58.40%	15.29%	定向增发机构配售股
兴业证券 2012-9-13	3,200	2.07%	1.45%	首发原股东限售股
招商证券 2012-11-19	216,680	86.87%	46.49%	首发原股东限售股，控股股东为主
东吴证券 2012-12-12	72,140	144.28%	36.07%	首发原股东限售股
华泰证券 2012-12-31	14,380	6.90%	2.57%	首发原股东限售股

数据来源：Wind资讯，广发证券发展研究中心

广发非银行金融行业研究小组

李聪，首席分析师，伦敦城市大学卡斯商学院保险精算学硕士。曾在普华永道担任咨询审计师、长江证券研究所担任非银行金融高级研究员、华泰联合证券研究所担任非银行金融首席分析师及社会服务业产业链总监。2012年进入广发证券发展研究中心。2009年、新财富”非银行金融第三名，“水晶球”非银行金融第二名。2010年“新财富”非银行金融第三名，“水晶球”非银行金融第三名。2011年“新财富”非银行金融第一名，“水晶球”非银行金融第一名。

张黎，分析师，浙江大学工商管理专业(MBA)管理学硕士。2012年进入广发证券发展研究中心。2010年“新财富”非银行金融第三名，“水晶球”非银行金融第三名。2011年“新财富”非银行金融第一名，“水晶球”非银行金融第一名。

曹恒乾，分析师，英国达勒姆大学(University of Durham)金融学硕士，2008年进入广发证券发展研究中心。

潘峰，分析师，西安交通大学理学博士，曾在广发证券博士后工作站从事境外投资银行研究，理论经济学博士后。2010年进入广发证券，2012年加入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy): 预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有(Hold): 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell): 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfjf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。
本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担责任，除法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。
本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。