

海通证券 (600837)

—风格转变 效果显著

投资评级 推荐 评级调 首次推荐 收盘价 8.03 元

事件:

2011 上半年实现营业收入 52.47 亿元, 同比增长 19.72%, 净利润 22.35 亿元, 同比增长 21.33%, EPS 为 0.27 元, 加权平均 ROE 为 4.92%。

结论:

上半年海通证券进一步改善被动保守风格, 降低佣金率, 加大资产运作力度, 成效十分显著, 未来这一风格将继续保持, 从而使得竞争力不断提高, 创新与境外业务对公司贡献也逐步增大, 假设下半年完成 H 股发行, 预计 2011-2013 年实现 EPS0.48、0.55、0.63 元, 目前各项估值均处历史底部, 首次上调评级至“推荐”。

正文:

- ◆ 上半年公司进一步改善以往的消极保守风格, 加大资产运作力度, 实现自营、回购、股权投资、融资等收益资产的持续增长, 自营/净资产比已提高至 51%, 同时货币资金继续减少, 占可支配资产比重已下降至 17%。
- ◆ 通过高位及时兑现盈利、运用套期保值手段, 上半年公司自营收益大幅上升, 实现利润 7.03 亿元, 同比增加 5.61 亿元, 幅度 395%, 成为公司整体业绩增长的最主要因素, 投资收益率也大幅回升至 4.43%, 主动经营效果显著, 不过业绩的稳定性尚有待检验。
- ◆ 代理交易佣金率的下降换来市场份额的止跌回升, 但对经纪业务的杀伤力也较大, 上半年公司代理交易收入同比减少 4.34 亿元, 降幅 19%。由于绝对佣金率已降至 0.061%, 在行业内已具有一定竞争力, 未来再次大幅下降空间有限, 从而伴随交易额的增长, 公司经纪业务收入企稳可期。
- ◆ 上半年公司投行、资管、两融、期货、直投等业务收入均有不同程度增长, 随着公司在创新业务方面的持续投入, 创新业务带给公司更大贡献完全值得期待。
- ◆ 公司成立国际业务协调委员会, 统筹境外业务开展, 全面推进国际化战略, 上半年实现境外业务利润 1.71 亿元, 同比大增 147%。下半年公司拟发行 H 股并在港交所上市, 从而进一步加快公司境外业务发展。
- ◆ 公司收入结构日益均衡, 上半年经纪业务收入已下降至 35%, 而承销、

发布时间: 2011 年 8 月 30 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	13.03/7.81
上证指数/深圳成指	2566.60/11344.45
50 日均成交额(百万元)	301.80
市净率(倍)	1.49
股息率	1.87%

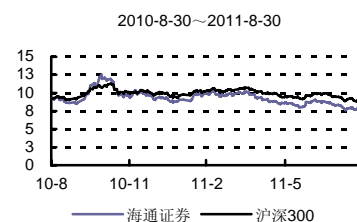
基础数据

流通股(百万股)	8227.82
总股本(百万股)	8227.82
流通市值(百万元)	66069.40
总市值(百万元)	66069.40
每股净资产(元)	5.40
净资产负债率	156.96%

股东信息

大股东名称	光明食品(集团)有限公司
持股比例	5.87%
国元持仓情况	

52 周行情图



相关研究报告

《国元证券公司研究-海通证券中报点评: 自营巨亏 投行挽狂澜》, 2010-8-26

联系方式

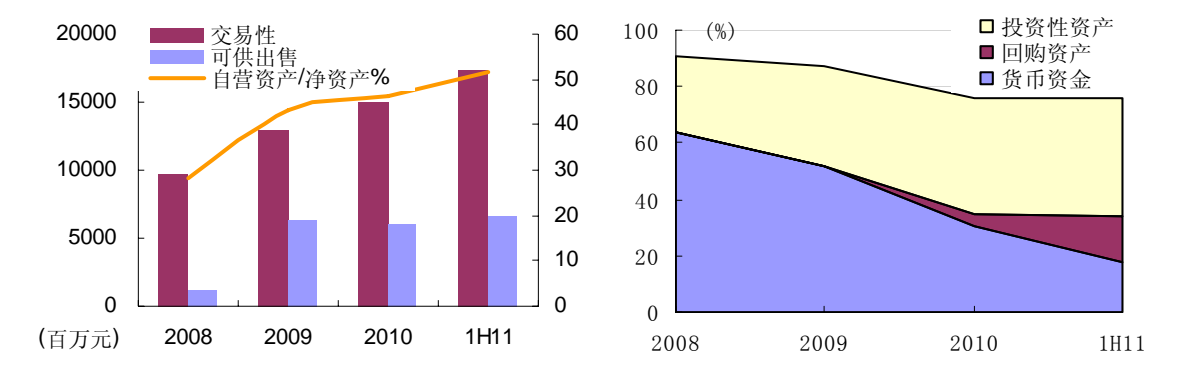
研究员: 赖海峰
执业证书编号: S0020511030017
电 话: 021-51097188-1938
电 邮: laihf@gyzq.com.cn

联系人: 赵喜娟
电 话: (86-21) 51097188-1952
电 邮: zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址: 中国安徽省合肥市寿春路 179 号 (230001)

投资、利息收入不断上升，抗风险能力显著增强。因营业部新设、迁址导致上半年管理费用小幅上升，但费用/收入比仅 37%，控制完好，保证了公司利润的稳定增长。

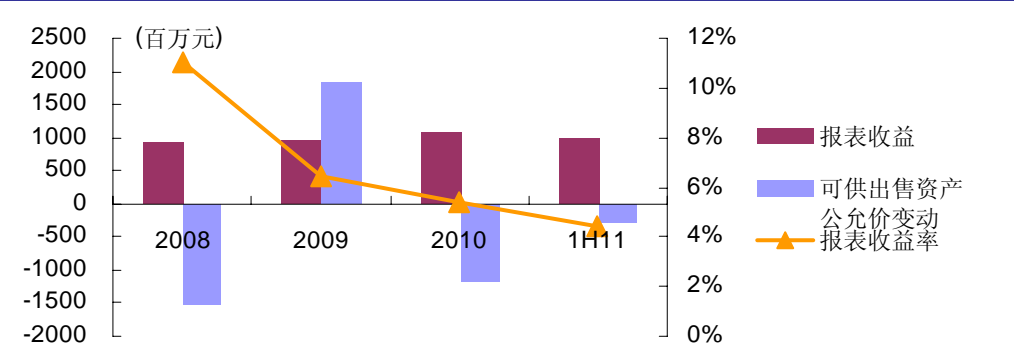
- ◆ 由于上半年客户保证金下降导致总资产下降、财务杠杆下降，使得 ROA 的提升对 ROE 的促进作用有限。
- ◆ 假设下半年成功发行 13 亿股 H 股、募集 135 亿元人民币，预计 2011-2013 年海通证券实现归属母公司净利润 613、655、706 亿元，同比增长 24%、15%、15%，实现 EPS 为 0.48 元、0.55 元、0.63 元，对应 PE 为 16 倍、14 倍、12 倍。
- ◆ 风险提示：若市场发生系统性风险，公司股价将不可避免地跟随波动；若市场竞争加大，平均佣金率大幅下降，公司业绩与股价难免不受较大影响；若大股东再次减持股份，也必然对公司二级市场股价形成较大压制。

图表 1：海通证券投资性资产金额与占比不断提高，货币资金占比不断下降



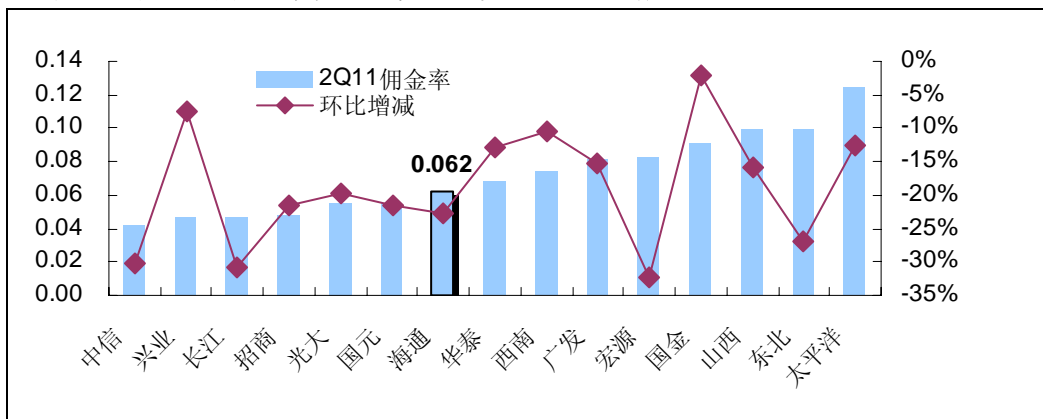
资料来源：公司公告，国元研究

图表 2：2011 上半年海通证券自营收益大幅增长并接近上年全年，收益率同步提升



资料来源：WIND，国元研究

图表 3：海通证券佣金率初显竞争力，未来下跌空间有限



资料来源：WIND，国元研究

图表 4：海通证券参控公司情况

单位：亿元

名称	参股比例	1H11 贡献利润	1H10 贡献利润
海富通基金	51%	0.51	0.51
富国基金	27.775%	0.40	0.41
海富产业基金	67%	0.31	0.06
海通期货	93.334%	0.24	0.22
海通国际	100%	1.88 (HKD)	0.35 (HKD)
海通开元	100%	0.14	0.08

资料来源：公司公告，国元研究

图表 5：海通证券财务预测

会计年度	10A	11E	12E	13E	会计年度	10A	11E	12E	13E
利润表摘要 (单位：百万元)					存出保证金	3230	2809	2837	2865
一、营业收入	9768	10710	12420	14581	可供出售金融资产	6033	9368	11013	12931
手续费及佣金净收入	7208	6187	6805	7930	长期股权投资	1434	8468	8468	8468
其中：代理买卖证券净收入	4864	3678	4045	4854	其他资产	9608	10477	10221	10087
证券承销净收入	920	1073	1180	1298	总负债	69796	60265	62765	67876
受托资产管理净收入	714	874	961	1057	卖出回购金融资产款	0	7052	7123	7194
投资收益+公允价值变动	1160	2171	2797	3273	代理买卖证券款	63682	47442	49814	54796
利息净收入	1366	2246	2695	3234	其他负债	6114	5771	5829	5887
二、营业支出	4935	4445	5278	6343	所有者权益	45617	62456	66744	71840
营业税金及附加	422	482	559	656	股本	8228	9528	9528	9528
管理费用	4512	3963	4719	5687	少数股东权益	1149	1146	1146	1146
三、营业利润	4833	6265	7141	8238	归属于母公司所有者权益	44467	61310	65598	70694
四、利润总额	4990	6265	7141	8238	盈利能力 (%)				
减：所得税	1122	1504	1714	1977	毛利率	49.48%	58.50%	57.50%	56.50%
五、净利润	3868	4762	5427	6261	净利率	37.74%	42.68%	42.17%	41.44%
减：少数股东损益	182	190	190	219	ROE	8.29%	7.46%	7.98%	8.55%
归属于母公司所有者的净利润	3686	4571	5237	6042	每股指标 (元)				
资产负债表摘要 (单位：百万元)					EPS	0.45	0.48	0.55	0.63
总资产	115413	122721	129509	139716	BVPS	5.40	6.43	6.88	7.42
客户存款	60629	43689	45873	50461	估值比率				
自有存款	17342	15806	15054	14281	P/E		16.74	14.61	12.66

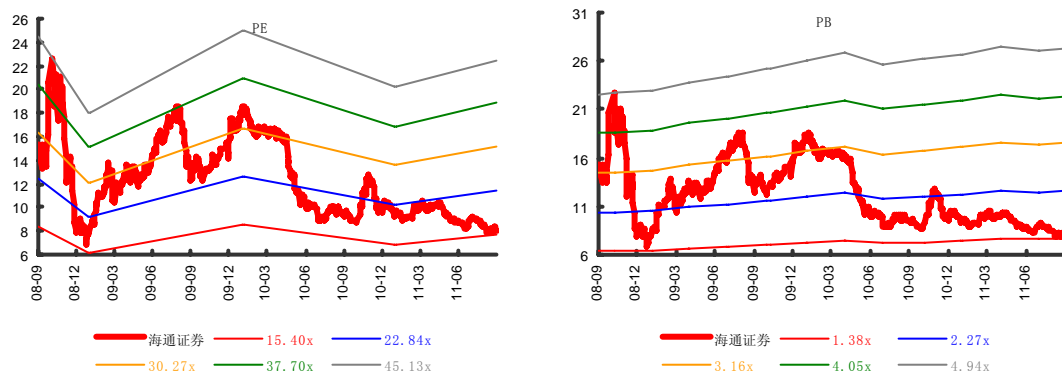
交易性金融资产	15018	21860	25696	30173	P/B	1.25	1.17	1.08
买入返售金融资产	2120	10244	10346	10450				

图表 6：海通证券估值在上市券商中几乎最低

截至：2011-8-30

证券简称	盈利增长率(%)			PE		PB	ROE(%)		总市值 (亿元)
	2011	2012	TTM	2011	2012	MRQ	2011	2012	
中信证券	-30.40	5.51	10.32	15.29	14.49	1.78	11.00	10.04	1203.43
广发证券	-15.11	17.75	25.06	27.34	23.22	2.97	16.20	16.77	934.66
海通证券	24.01	14.57	16.20	16.74	14.61	1.46	7.46	7.98	660.69
华泰证券	-8.45	21.48	18.36	18.43	15.17	1.74	9.03	10.57	577.92
招商证券	-0.52	13.48	16.78	17.43	15.36	2.40	12.15	12.82	559.80
光大证券	3.86	16.06	15.80	17.29	14.90	1.78	9.62	10.55	395.12
方正证券	-22.60	23.48	30.34	38.45	31.14	2.56	8.94	8.70	371.49
兴业证券	19.23	18.62	40.32	35.77	30.15	3.98	10.74	11.81	335.72
西南证券	32.94	19.15	26.95	24.65	20.68	2.30	8.57	8.16	263.84
宏源证券	-0.79	17.53	17.83	16.37	13.93	2.85	14.17	15.42	212.17
长江证券	-6.99	14.32	17.21	17.41	15.23	1.90	13.46	13.26	207.72
国元证券	4.35	18.00	21.00	20.51	17.38	1.33	6.58	7.47	197.98
山西证券	15.66	17.82	56.17	38.33	32.53	3.27	9.23	10.71	194.38
国金证券	16.11	15.17	37.93	25.90	22.49	4.10	11.92	11.29	131.83
东北证券	-15.03	25.10	24.30	27.43	21.93	3.67	12.72	13.59	122.88
太平洋	52.80	16.56	41.98	38.09	32.68	5.66	13.29	13.90	118.61
国海证券		16.57	69.23	24.76	21.24	5.02	14.16	14.59	103.93

图表 7：海通证券估值均处历史最低水平



国元证券投资评级体系：

(1)公司评级定义

二级市场评级	
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 $\pm 5\%$ ” 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn

