

2010年04月19日

华泰证券 (601688)

——稳扎稳打、步步为营

报告原因：有业绩公布需要点评

增持

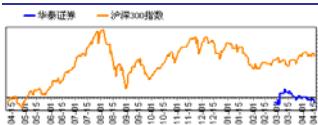
维持

市场数据:	2010年04月16日
收盘价(元)	21.15
一年内最高/最低(元)	23.31/20.53
上证指数/深证成指	3130/12417
市净率	3.9
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	11615

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2010年03月31日
每股净资产(元)	5.41
资产负债率%	74.38
总股本/流通A股(百万)	5600/549
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

- 《华泰证券(601688)--韬光养晦、剩者为王,合理定价 25 元》 2010/02/26
- 《华泰证券(601688)--韬光养晦、剩者为王,券商新龙头呼之欲出!建议 19-21 元询价》 2010/02/04

分析师

孙健 A0230210020004
(8621)23297818×7201
sunjian@swsresearch.com

联系人

顾旭俊
(8621)23297818×7403
guxj@swsresearch.com

地址: 上海市南京东路 99 号
电话: (8621) 63295888
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测:

单位: 百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	市净率
2007	13237		5627		1.25	Na	61%	17	10
2008	6281	-53%	1253	-78%	0.28	Na	14%	75	10
2009	9563	52%	3795	203%	0.79	Na	27%	27	7
2010E	10564	10%	4492	18%	0.80	Na	13%	27	4
2011E	12149	15%	5166	15%	0.80	Na	13%	27	3

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点:

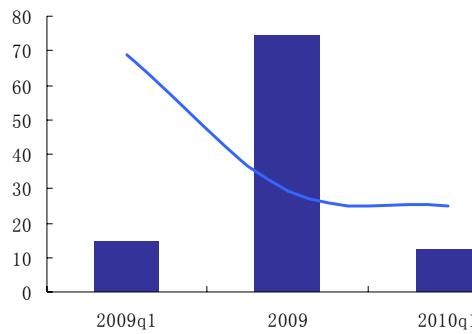
- 华泰证券是我们看好的三家券商股之一（华泰、长江、锦龙），我们认为公司的合理价值在 25 元以上（相对于目前股价仍有 18%上涨空间），对应 10 年 PE31X、PB4X。公司一季报 (EPS0.16 元) 完全符合我们在行业一季报前瞻中的预期，业绩同比增长 17%。一季度公司加权佣金率同比下降 2.4%，而管理费用率则同比上升 3%。
- 经历了 2006-2009 年四次大规模收购、低成本扩张后，华泰未来的增长模式转向强化子公司管理和业务整合方面：在完成股权整合后，华泰联合和母公司分工合作的局面有助于专业化优势的发挥，也有助于保持华泰联合的独立发展能力以及企业的稳定性。
- 公司的一大投资亮点是麾下聚集了众多资质优秀的金融资产：长城伟业期货公司在期货行业内排名前列，拥有全面结算牌照和在商品、金融期货综合拓展的强大实力；公司持有南方基金 45%股权，权益口径基金及集合理财计划管理规模居于行业第四，集合理财规模位列行业第一；直投业务刚刚起步，虽然受到国有股转持政策影响短期投资项目有限，但公司持有的江苏银行 7%股权未来有较强的 IPO 预期。
- 公司经纪业务单点市场份额对应市值以及经纪业务 PS (市值/佣金收入) 指标在券商板块中均处于较低水平，平均较行业折价 17%。我们继续维持对公司的增持评级以及 25 元目标价格。

1、一季报完全符合预期

公司一季报业绩完全符合我们在券商股一季报前瞻中给出的预期：归属于母公司净利润 8.26 亿元（折合 EPS0.16 元），同比增长 16.67%。主要源于承销业务的同比增长和公司 IPO 后的融资效应。佣金率较 2009 年一季度下降约 2.4%，较 2009 年全年水平基本持平，而管理费用率则同比上升了 3%。

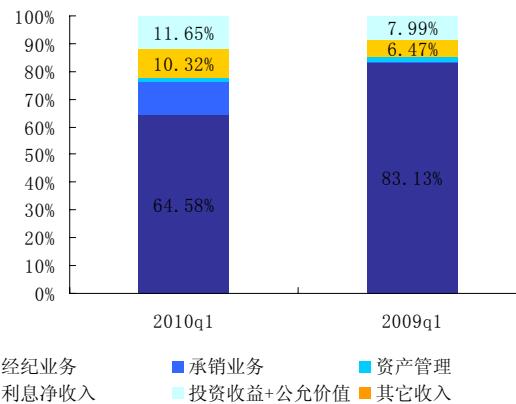
收入结构方面，承销、自营和利息收入占比合计上升 19%，而经纪业务收入占比则下降约 20%。

图 1、公司佣金率趋势



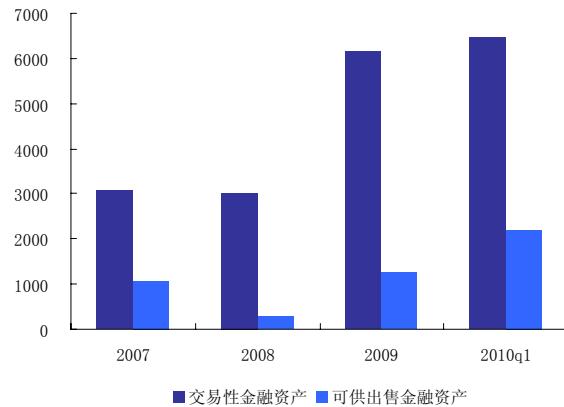
资料来源：公司公告、申万研究

图 2、收入结构以经纪业务为主



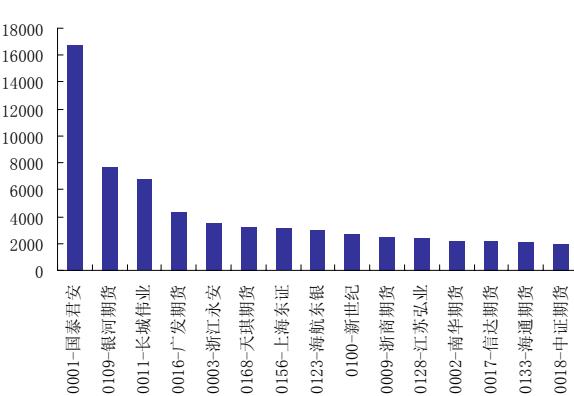
资料来源：公司公告、申万研究

图 3、交易性和可供出售金融资产规模持续扩大



资料来源：公司公告、申万研究

图 4、股指期货首日交易市场份额分布



资料来源：中金所、申万研究

2、外延式扩张告一段落

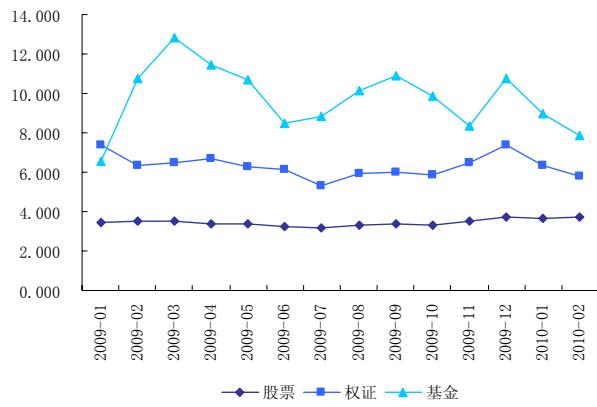
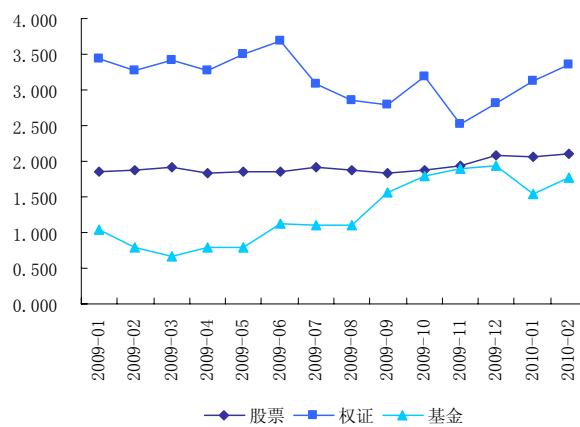
公司 2005 年开始，通过兼并收购实现了大规模的低成本外延式扩张。我们判断在外延式扩张暂告段落后，内生式增长的可能性将成为投资者关注的焦点：

华泰联合证券发展势头良好：（1）据媒体报道，截至 2009 年 11 月底，华泰联合投行体系全年新增 100 多人，达到 300 人，研究业务体系达到 150 人，经纪业务体

系外部经纪人和内部营销人员共增加了 800 多人。(2) 华泰联合分类评级为 BBB 级、净资产 29.58 亿元，在两批融资融券试点名单出台后，融资融券业务资格有望向 BBB 类券商中的优质公司放开。

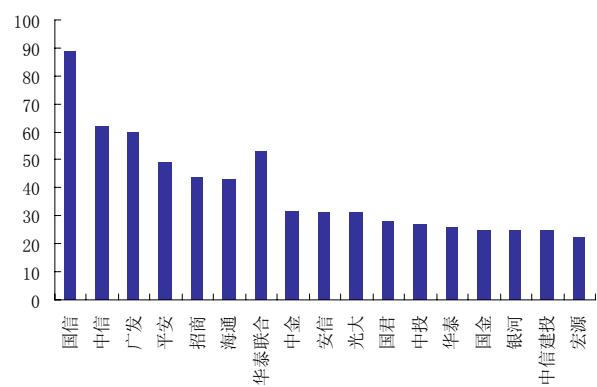
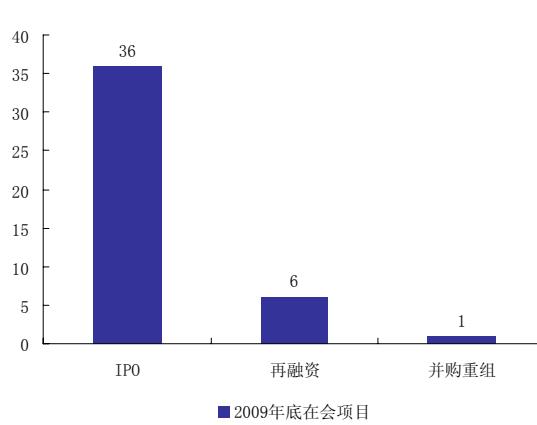
母公司和华泰联合在投行业务上分工，将更有利专业化优势的发挥。目前华泰联合证券拥有 56 名保代，排名行业第五，还有 40 名准保代；华泰证券母公司大致拥有 26 名保代。截至 2009 年 11 月底，公司已有 8 个项目通过发审委审核，已发行 7 个项目。据媒体报道，华泰联合各类项目储备已经达到近 60 个，这些项目储备保证了未来 2-3 年投行业务的增长空间。

再次，母公司仍有进一步扩张潜力：公司满足全国新设条件营业部条件，兰州、靖江、启东等网点即将开业。此外公司的融资融券资格尽管没有进入第一批试点，但我们判断进入二期试点基本没有不确定性，融资融券已确定 50 亿元基本额度。

图 5、华泰证券母公司市场份额持续提升

图 6、华泰联合市场份额持续提升


资料来源：WIND、申万研究

资料来源：WIND、申万研究

图 7、券商保荐人数量排名

图 8、华泰证券（合并口径）2009 年底在会项目


资料来源：证监会网站、申万研究

资料来源：招股说明书、申万研究

表 1、公司在江苏省市场份额高达 30%

排序	公司	价值量	份额	营业部数	部均价值	股基份额	回购交易	权证交易
1	华泰证券	923.85	27.61%	40	23.1	26.92%	14,740	26,224
2	东吴证券	319.91	9.56%	20	16	9.96%	1,019	2,491
3	国联证券	217.88	6.51%	14	15.56	6.84%	68	1,072
4	南京证券	198.27	5.93%	21	9.44	5.99%	286	3,456
5	海通证券	148.26	4.43%	13	11.4	4.22%	5,641	5,239
14	华泰联合	78.37	2.34%	10	7.84	2.30%	19	2,054

资料来源：伟海、申万研究

表 2、2010 年 1-2 月份华泰证券合并口径承销收入居于行业第 6

排序	公司	承保费	承销额	份额	平均费率	家数
1	中金公司	346.03	15,897.05	9.29%	2.18%	2
2	银河证券	332.68	21,049.00	12.30%	1.58%	4
3	平安证券	309.56	8,470.73	4.95%	3.65%	9
4	招商证券	245.05	4,115.50	2.41%	5.95%	6
9	海通证券	157.5	16,241.20	9.49%	0.97%	2
10	中信建投	135	8,500.00	4.97%	1.59%	4
11	华泰联合	131.83	2,975.05	1.74%	4.43%	4
13	广发证券	117.38	6,096.04	3.56%	1.93%	4
14	中信证券	99.94	2,424.80	1.42%	4.12%	2
16	宏源证券	87.05	4,971.90	2.91%	1.75%	4
17	华泰证券	85.3	2,956.48	1.73%	2.89%	5
19	国元证券	73.64	1,922.00	1.12%	3.83%	2
23	长江承销	51.4	1,361.02	0.80%	3.78%	2

资料来源：伟海、申万研究

3、麾下聚集众多优质金融资产

华泰证券旗下聚集了众多优质金融资产，并且这些资产在相关细分行业内又处于领先地位，公司已经具备了金融控股公司雏形：

3.1 长城伟业期货

当前华泰证券控股股东长城伟业比例为 60%、合并报表：公司在商品期货上的代理份额为 2.9%、在郑州、上海、大连三个期交所排名分别为第 2、3、6 名。去年实现利润 5395 万元，注册资本 3 亿元（可支撑保证金 50 亿元），公司有 25 家营业部。2009 年长城伟业保证金超过 31.15 亿元，未来还有进一步增资扩股的可能性。

目前长城伟业客户总数达 12808 户，其中机构客户 839 户，机构客户数量占比为 6.5%，机构客户权益占比为 51.74%。公司具备股指期货全面结算会员资格，未来借

助华泰+华泰联合证券 400 多万的庞大客户资源，我们认为长城伟业的业绩将进一步实现飞跃。

华泰证券 IB 资格已经获批，在介绍业务开展初期，选择了 25 家营业部作为首批 IB 业务营业部。目前公司首批 25 家 IB 业务营业部已有 18 家获得当地证监局出具的无异议函。在股指期货首个交易日中，长城伟业代理成交量为 6813 手，排名市场第三。

图 9、长城伟业期货代理交易量和市场份额趋势

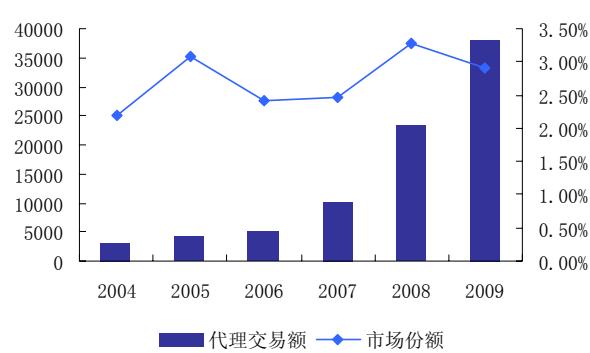
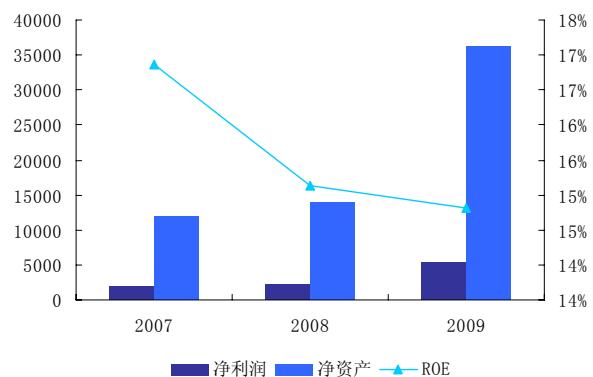


图 10、长城伟业期货 ROE 维持在 15%以上



资料来源：招股说明书、申万研究

资料来源：招股说明书、申万研究

3.2 直投—等待转持政策明确

华泰证券直投业务与投行重点行业相关联，重点关注长三角和珠三角等经济发达地区的项目资源，在机械、化工、医药、有色金属、煤炭电力、信息技术等行业进行深度挖掘。

当前，直投业务已经投资 2-3 单，包括本次季报披露的昆山世名科技有限公司（投资金额为 2000 万元人民币，所占股份比例为 10%）。但受制于国有股转持的因素，我们判断较大的国有控股型企业更符合公司的投资逻辑，因为这样可有效降低国有股转持政策带来的摊薄。目前在非关联券商但当联合主承销商的条件下，券商直投业务可突破 7% 的持股比例上限，这为公司提高对直投项目的持股比例打下了政策基础。

图 11、江苏银行历年经营利润增长情况

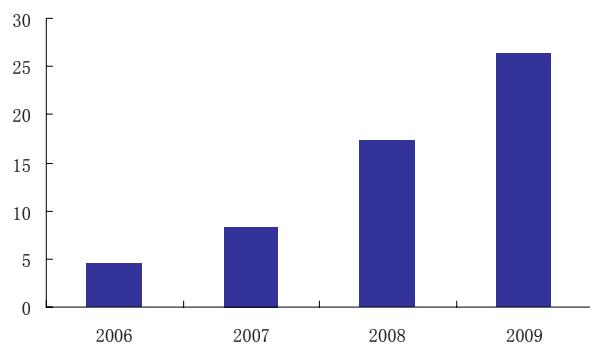
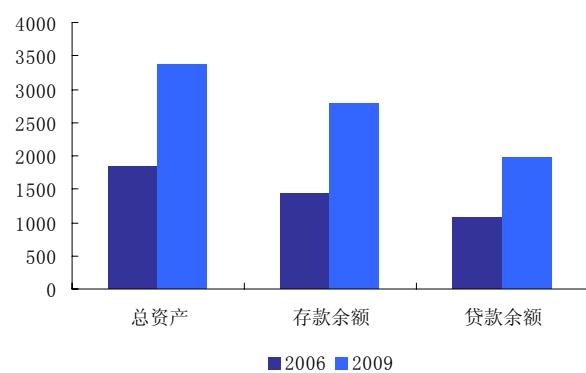


图 12、江苏银行各项主要业务指标



资料来源：江苏银行网站、申万研究

资料来源：江苏银行网站、申万研究

公司持有 7%的江苏银行目前已经提出上市计划，相信将为公司带来一笔不小的增值收入。

3.3 资产管理规模居于行业第四

公司资产管理业务总规模在行业内排名第四，集合理财规模排名行业第一。由于公司资产管理业务方面的独特优势，公司客户对旗下基金、集合理财产品的认同度较高，产品销售中自有渠道占比比较高，为资产管理业务未来和经纪业务的对接创造了良好条件。

公司在公布一季报同时披露：拟以上市募集资金认购上海金融发展投资基金 20 亿元，并出资 2500 万元认购金浦产业投资基金管理有限公司 10%股权。根据网络信息，金浦产业的发起人股东分别为中国国际金融公司和上海国有金融企业集团上海国际集团，华泰证券持股比例为 10%。该基金总规模人民币 200 亿元（华泰出资 20 亿元对应出资份额 10%）。我们认为产业基金项目将为公司带来较好的长效盈利模式。

表 3、各券商资产管理业务规模排名

券商	基金公司	持股比例	基金规模	权益规模	集合理财	总计规模
中信	华夏	100.00%	2623.93	2623.93	113.35	2737.28
海通	海富通	51.00%	458.19	233.68		
	富国	27.78%	633.19	175.90	12.02	421.60
广发	广发	48.33%	1104.71	533.91		
	易方达	25.00%	1585.75	396.44	33.62	963.96
华泰	南方	45.00%	1211.37	545.12		
	友邦	49.00%	220.68	108.13	142.37	795.62
招商	招商	33.00%	361.00	119.13		
	博时	49.00%	1494.25	732.18	43.59	894.90
光大	保德信	67.00%	398.26	266.83		
	大成	25.00%	1077.21	269.30	105.94	642.08
长江	长信	49.00%	283.18	138.76		
	诺德	30.00%	44.73	13.42	31.48	183.66
国元	长盛	41.00%	481.39	197.37	10.43	207.80
东北	银华	21.00%	747.10	156.89		
	东方	46.00%	103.82	47.76	6.50	211.15
西南	银华	29.00%	747.10	216.66	0.00	216.66

资料来源：WIND、申万研究

4、维持增持评级，目标价格 25 元

当前公司经纪业务单点市场份额对应市值水平 137 亿元，与中信证券（147 亿元单点价值、已经考虑股权处置影响）、长江证券（143 亿元单点价值、已考虑 90 亿元公开增发融资影响）处于同一水平。而经纪业务 PS 估值水平则较同业折价 17%。

作为江苏省国资旗下首家市值超越 1000 亿元的公司，华泰在上市前后一直得到和省政府各级领导的高度关注：常务副省长赵克志在公司 IPO 后表示，华泰证券要确立 3 年左右成为全国一流券商、5 年左右成为大型金融控股集团的目标，为建设金融强省做出更大的贡献。我们判断，未来省政府对公司继续发展做强做大的支持力度还将不断加大。

我们继续维持对公司的增持评级，目标价格 25 元。

表 4、省政府各级领导对华泰证券的发展表示了较大关注

时间	相关领导人	表态内容
2010年3月	省委书记、省人大常委会主任梁保华，省委副书记、省长罗志军	建设华泰证券广场，对于进一步加快华泰证券发展，提升华泰证券品牌实力，推动总部经济建设，带动金融资源集聚，必将发挥有力的促进作用。贯彻落实科学发展观，加快转变经济发展方式，必须继续推进金融强省建设，培育一批具有较强核心竞争力和综合实力的金融领军企业
2010年3月	省委、常务副省长赵克志	华泰证券要确立“3 年左右成为全国一流券商、5 年左右成为大型金融控股集团”的目标，为建设金融强省做出更大的贡献
2010年2月	省政府副秘书长、省金融办主任汪泉	通过上市，华泰证券不仅资本实力大大增强，可以充分介入对资本金要求高的创新业务，扩大业务规模，提高盈利能力和抗风险能力，同时也完善了法人治理结构，提升了规范运作水平，为保持长期可持续发展提供了机制保障
2009年5月	江苏省长罗志军	华泰证券要克服困难，加快整合，尽快实现上市的目标，并尽快实现迈入行业第一阵营

资料来源：因特网、申万研究

表 5、券商股经纪业务估值情况

	股价	经纪业务市值	经纪业务份额	每点份额市值	经纪业务 PS
长江	16.57	237.04	1.66	142.79	1177.20
宏源	20.84	231.42	1.34	172.70	1223.95
华泰	21.15	803.37	5.86	137.09	1265.86
国元	17.48	174.47	1.06	164.60	1415.28
东北	33.68	182.04	0.77	236.41	1438.91
中信	28.94	825.30	5.62	146.89	1474.77
招商	28.01	710.24	4.13	171.97	1744.12
广发	52.92	1060.72	4.46	237.83	1750.03
海通	16.10	947.75	4.11	230.60	1801.53
光大	26.32	614.71	3.12	197.02	2020.75
国金	21.18	177.47	0.75	236.63	2577.63

西南	16.56	257.23	0.70	367.47	3349.79
太平洋	17.13	241.22	0.28	861.52	5196.11

资料来源：申万研究

信息披露

分析师承诺

孙健：证券信托。

本人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。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 compliance@swsresearch.com。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- | | |
|-------------------|------------------------|
| 买入 (Buy) | ：相对强于市场表现 20% 以上； |
| 增持 (Outperform) | ：相对强于市场表现 5%~20%； |
| 中性 (Neutral) | ：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现 5% 以下。 |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- | | |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight) | ：行业超越整体市场表现； |
| 中性 (Neutral) | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。 |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

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。本报告所载的资料、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邀请或向人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。