

# 海通证券 (600837): 成本控制能力有待提升

中性 (下调)

## 证券业

当前股价: 35.83 元

报告日期: 2008 年 4 月 10 日

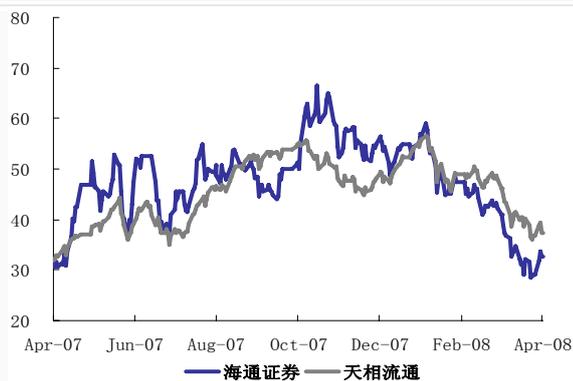
### 主要财务指标 (单位: 百万元)

	2007	2008E	2009E	2010E
手续费净收入	5,830	4,496	5,496	6,048
(+/-%)	375.44	-22.88	22.24	10.04
承销净收入	369	609	826	948
(+/-%)	123.70	65.24	35.53	14.79
投资净收益及 其他	2,501	2,028	2,776	3,618
(+/-%)	193.98	-18.93	36.92	30.31
净利润	5,457	3,883	5,297	6,399
(+/-%)	1159.30	-28.83	36.41	20.80
摊薄 EPS (元)	1.33	0.94	1.29	1.56

### 公司基本情况 (2007 年 12 月 31 日止)

总股本/流通 A 股 (万股)	411391/11693
流通市值 (亿元)	64.22
每股净资产 (摊薄, 元)	8.90
净资产负债率 (%)	13.04

### 股价表现 (近一年来)



天相宏观金融房地产小组

分析师—张春雷 (执笔)

010-66045620 zhangcl@txsec.com

首席分析师—石磊

010-66045557 shil@txsec.com

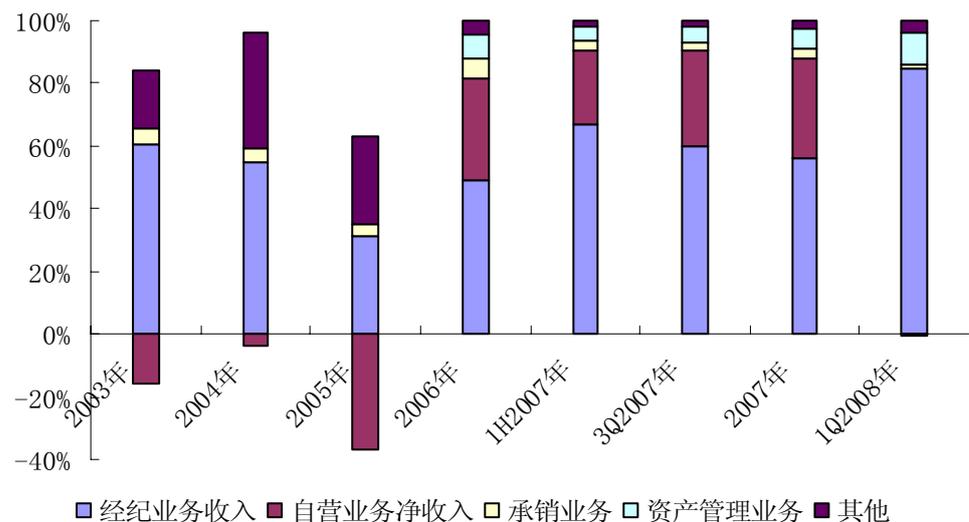
联系人—郭静

010-66045556 guoj@txsec.com

- 截止到 2007 年底, 海通证券净资产为 345.22 亿元, 比 2006 年末增长 14.41 倍; 公司全年实现营业收入 112.65 亿元, 同比增长 321%; 实现归属母公司净利润 54.57 亿元, 同比增长 1159%; 全面摊薄每股收益 1.33 元, 略高于我们此前 1.29 元的预测。分配预案为每 10 股送 3 股 (含税) 转增 7 股派现 1.00 元 (含税)。公司代理成交额的快速增加以及市场繁荣是公司 07 年业绩大幅增长的主要原因。公司 07 年代理成交额为 5.14 万亿元, 同比增长 394%, 高于市场同期平均水平 47 个百分点。另外公司 08 年一季度业绩依然保持增长势头, 同比增长 26.29%, 实现净利润 8.98 亿元。
- **收入结构:** 07 年公司实现经纪业务 (手续费+利息收入)、自营业务 (投资收益+公允价值变动) 和资产管理业务净收入分别为 63 亿元、36 亿元和 7 亿元, 分别同比增长 383%、310% 和 243%; 分别占营业收入的 56.10%、31.80% 和 6.22%, 经纪和自营业务合计占比为 87.90%。
- **部均成交额仍有较大提升空间:** 由于公司托管的兴安证券和甘肃证券营业部及服务部在 07 年末的陆续复牌, 公司市场份额快速提升 07 年末达到 4.59%, 较上年同期提高 0.44 个百分点, 而一季度公司市场份额已达 4.86%, 较 07 年提高 0.27 个百分点, 一季度经纪业务收入同比增长 72.8%; 07 年公司部均代理成交额为 415 亿元, 虽高于市场平均水平, 但与市场份额前 10 的其他券商相比仍较低, 营业部利用率仍有较大提升空间。
- **自营业务萎缩:** 07 年公司自营证券规模同比增长了 379% 达到 62 亿元, 但随着股市震荡的加剧, 公司自营规模有所萎缩, 08 年一季度自营规模已下降至 36 亿元, 但公允价值变动仍导致一季度自营业务有 480 万元的亏损; 另外公司 07 年共创设权证 10.12 亿份, 实现收入约 3.71 亿元。
- **投行业务发展较快:** 07 年公司担任了 7 家 IPO 项目的主承销商以及 6 家增发项目的主承销商, 承销公司数和集资金额均较 06 年大幅增长, 股票 IPO 主承销市场份额达到 2.82% 较 06 年提高 2.55 个百分点, 市场排名提高了 11 位至第 7 名。(转下页)

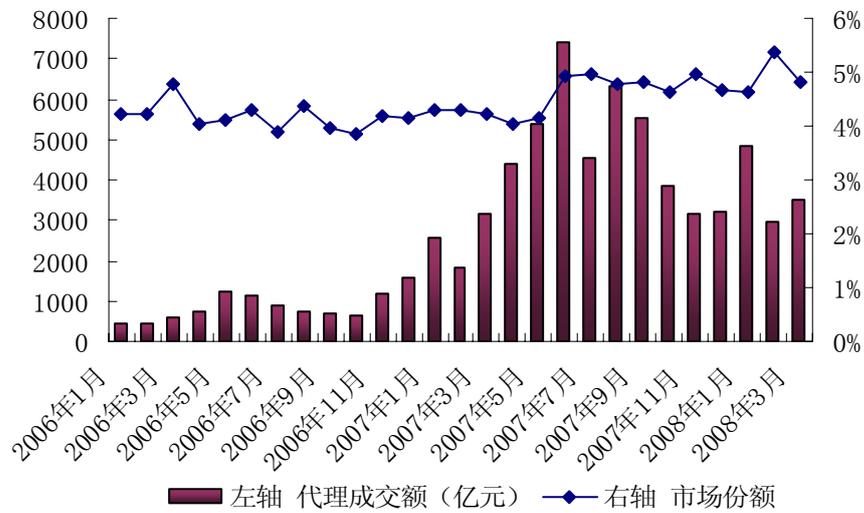
- **创新业务迎来发展机会：**07 年公司实现资产管理业务收入 7 亿元，占营业收入的 6.22%，08 年一季度占营业收入的比例已达 9.87%；公司 07 年末净资产已达 345 亿元，在已披露 07 年年报的 53 家券商中，排名第二，充足的净资产为公司申请券商直投、融资融券、股指期货等新业务以及营业网点扩张提供了保障，但存在政策性风险。另外控股子公司海通期货已取得中金所交易结算会员资格。
- **营业费用率上升：**职工薪酬的增长是公司营业费用率略微上升的主要原因，07 年公司职工薪酬同比增长 262%，工资占营业费用的比例由 06 年的 30% 提升至 07 年的 50%，营业费用率由 07 年上半年的 21% 上升到 07 年末的 29%。
- **盈利预测及评级：**我们预测公司 2008-2010 年净利润分别为 38.83 亿元、52.97 亿元和 63.99 亿元，相应 EPS 分别为 0.94 元、1.29 元和 1.56 元，动态 PE 分别为 38 倍、28 倍和 23 倍，考虑到 08 年市场成交额的下滑、波动的加剧，以及公司营业费用率的上升，给予公司“中性”投资评级。

图表 1 海通证券近年来收入构成变化



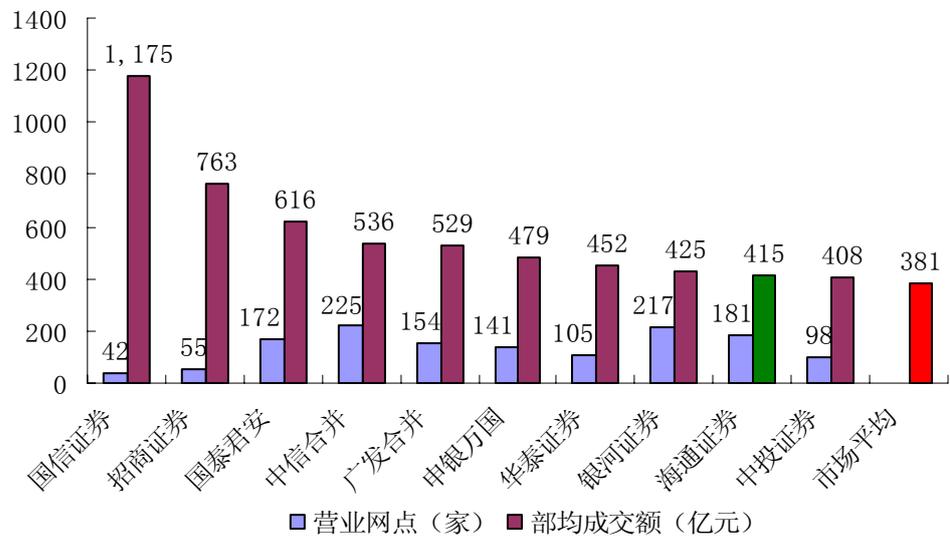
数据来源：公司年报及半年报，天相投顾整理

图表 2 海通证券经纪业务月度代理成交额及市场份额变化情况



资料来源：上海证券交易所，深圳证券交易所，天相投顾整理  
注：代理成交额为股票、基金、权证、债券的总计

图表 3 市场份额前 10 大券商部均成交额比较



资料来源：上海证券交易所，深圳证券交易所，中国证券业协会，天相投顾整理  
注 1：中信证券、广发证券为合并数据  
注 2：营业网点包括营业部和服务部  
注 3：部均成交额=代理成交额/营业部家数



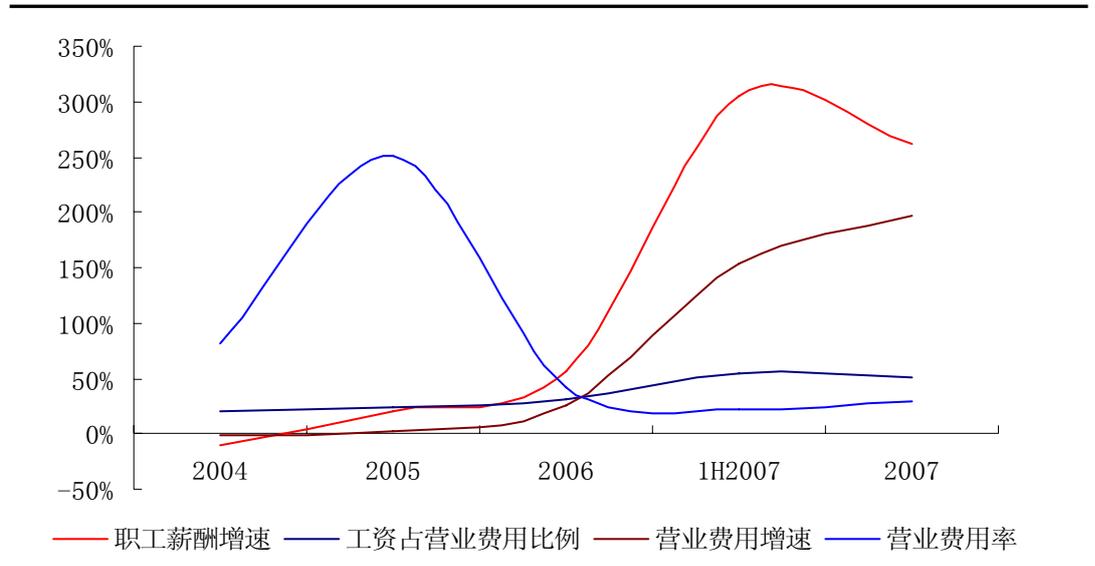
表格 1 海通证券股票主承销情况

代码	名称	主承销商(首发)	发行数量(万股)	集资金额(万元)	日期
600317	营口港	海通证券	10,000	57,153	20020131
600327	大厦股份	海通证券	4,000	36,360	20020625
600579	*ST黄海	海通证券	6,000	28,617	20020809
600449	赛马实业	海通证券	4,800	30,770	20030829
600491	龙元建设	海通证券	2,800	45,841	20040524
600483	福建南纺	海通证券	8,000	33,449	20040531
002063	远光软件	海通证券	2,750	14,630	20060823
002098	浔兴股份	海通证券	5,500	27,505	20061222
002116	中国海诚	海通证券	2,900	18,273	20070215
601003	柳钢股份	海通证券	10,700	104,018	20070227
601328	交通银行	银河、中信、海通证券	319,035	2,474,957	20070515
002164	东力传动	海通证券	3,000	22,981	20070823
002189	利达光电	海通证券	5,000	23,512	20071203
002193	山东如意	海通证券	2,000	24,385	20071207
002202	金风科技	海通证券	5,000	174,466	20071226
代码	名称	主承销商(增发)	发行数量(万股)	集资金额(万元)	日期
600590	泰豪科技	海通证券	4,560	32,332	20060531
600303	曙光股份	海通证券	6,000	32,600	20061201
600791	天创置业	海通证券	6,000	41,235	20070323
002025	航天电器	海通证券	2,100	41,892	20070404
600016	民生银行	海通证券	238,000	1,815,000	20070618
600755	厦门国贸	海通证券	3,700	68,469	20070807
002092	中泰化学	海通证券	3,243	96,979	20071220
000903	云内动力	海通证券	7,850	123,017	20071224
600629	ST棱光	海通证券	11,762	20,937	20080118
600825	新华传媒	海通证券	12,437	202,594	20080124
代码	名称	主承销商(配股)	配股数(万股)	集资金额(万元)	日期
600102	莱钢股份	海通证券	5,109	38,082	20020730
600635	大众公用	海通证券	7,000	41,846	20021125
000920	*ST 汇通	海通证券	2,100	21,850	20030715
600628	新世界	海通证券	3,682	19,204	20040518
600824	益民商业	海通证券	5,471	20,823	20061220
000680	山推股份	海通证券	6,664	48,998	20080306

数据来源：天相投资分析系统

注：数据截止到 08 年 4 月 9 日

图表 4 海通证券营业费用变化情况



资料来源：公司公告，天相投顾整理

表格 2 海通证券 08 年日均换手率敏感性分析

日均换手率	1.70%	1.75%	1.80%	1.85%	1.90%	1.95%
日均成交额 (亿元)	1,526.69	1,571.59	1,616.49	1,661.39	1,706.30	1,751.20
净利润 (亿元)	36.33	37.16	38.00	38.83	39.67	40.51
EPS (元)	0.88	0.90	0.92	0.94	0.96	0.98

资料来源：天相投顾预测

**盈利预测主要假设:**

- 1、假设 08 年日均换手率为 1.85%
- 2、2008—2010 年手续费率均为 0.13%
- 3、2008—2010 年市场份额分别为 4.86%、5.00%和 5.1%
- 4、自营业务综合收益率 2008—2010 年分别为 13.23%、15.07%和 16.95%

表格 3 海通证券 2008--2010 年盈利预测表

单位: 千元	2007A	2008E	2009E	2010E
<b>一、营业收入</b>	11,264,850.66	9,351,858.79	12,029,415.65	14,231,429.88
手续费及佣金净收入	6,899,520.79	6,016,327.29	7,460,541.41	8,362,303.72
其中: 代理买卖证券业务净收入	5,830,079.31	4,496,151.05	5,496,183.88	6,048,102.42
证券承销业务净收入	368,632.49	609,124.56	825,542.93	947,623.77
受托客户资产管理业务净收入	700,808.99	911,051.68	1,138,814.61	1,366,577.53
利息净收入	490,008.46	831,661.04	1,121,385.25	1,375,347.15
投资收益	2,501,225.39	2,027,709.14	2,776,296.29	3,617,879.48
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	79,457.12	87,402.83	96,143.11	105,757.42
公允价值变动收益	1,080,819.87	756,573.91	794,402.60	834,122.73
汇兑收益	(13,838.94)	(15,222.84)	(16,745.12)	(18,419.63)
其他业务收入	307,115.10	491,384.16	687,937.82	894,319.17
<b>二、营业支出</b>	3,940,529.41	4,876,335.24	6,018,808.23	7,149,065.44
营业税金及附加	416,407.05	357,369.29	448,842.60	503,692.29
业务及管理费	3,267,599.48	4,235,465.95	5,258,165.63	6,302,573.16
资产减值损失	253,028.72	280,000.00	308,000.00	338,800.00
其他业务成本	3,494.15	3,500.00	3,800.00	4,000.00
<b>三、营业利润</b>	7,324,321.25	4,475,523.55	6,010,607.42	7,082,364.44
加: 营业外收入	523,382.32	837,411.71	1,214,246.98	1,639,233.42
减: 营业外支出	53,615.98	37,531.19	30,024.95	33,027.44
<b>四、利润总额</b>	7,794,087.59	5,275,404.07	7,194,829.45	8,688,570.42
减: 所得税费用	2,233,956.63	1,318,851.02	1,798,707.36	2,172,142.60
<b>五、净利润</b>	5,560,130.96	3,956,553.05	5,396,122.09	6,516,427.81
归属母公司净利润	5,456,721.21	3,883,356.82	5,297,373.05	6,399,132.11
少数股东收益	103,409.75	73,196.23	98,749.03	117,295.70
每股收益 (摊薄)	1.33	0.94	1.29	1.56

资料来源: 天相投顾预测

## 天相投资顾问有限公司投资评级说明

### 判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+ )5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

### 重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

### 天相投资顾问有限公司

<b>北京富凯</b>	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566	传真：010-66573918	邮编：100032
<b>北京新盛</b>	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577	传真：010-66045500	邮编：100034
<b>北京德胜园</b>	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566	传真：010-66045700	邮编：100088
<b>上海天相</b>	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282	传真：021-58824283	邮编：200120
<b>深圳天相</b>	地址：深圳市福田区振中路鼎诚国际大厦2801室 电话：0755-83234800	传真：0755-82722762	邮编：518041
<b>山东天相</b>	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582	传真：0531-82602622	邮编：250014