

价值回归合理水平

投资要点:

● 经纪业务市场份额有望逐渐提升

海通证券收购甘肃证券、兴安证券营业部资产后，经纪业务市场份额逐渐提升，特别是在代理股票交易方面。

公司现有网络基础较强，假设证券公司现有服务部均能如期完成升级转换，那么升级完毕后，海通证券营业部数量将由行业第四上升为行业第三。

公司有望取得融资融券业务先行试点机会，试点效应及较强的融资融券业务潜力将为公司吸引到更多的经纪业务资源。

不过部均产出较低可能使公司无法满足在全国新设营业部的条件，这对公司来说是一个挑战。

● 投行、资管等业务保持平稳，但对业绩贡献度有限

投行、资产管理等业务不断有新的增长点出现，包括并购重组、企业主体债承销、创业板、集合资产管理计划、产业基金等，但短期内难以形成主要盈利贡献。

● 资本运作压力仍然较大

较大的资本规模和狭窄的资本运作渠道冲突，加大了公司的资金运作难度。尽管公司已在积极拓展直投业务、海外业务，融资融券也有望很快推出，但仍有超过 200 亿元的资金尚未找到有效的运作途径，直投等业务实现收益也需要时间，这在短期内给公司整体回报能力带来较大的压力。

● 盈利预测与估值

受市场环境的影响，我们预测公司 2009 年净利润将较 2008 年下滑 18%，实现每股收益 0.32 元，2010 年业绩开始回升。我们认为，基于公司 2009 年业绩预测，海通证券合理估值中枢为 8 元；参考美国多元金融公司确定的 1.36 倍 PB（股价 6.34 元）的估值可以较好的衡量公司估值的安全底线；此外，公司股价可能在宏观经济刺激政策带动的带动下显著上涨，但我们认为在当前环境下，如果股价高于 10.1 元则是有所高估的。

主要财务指标

	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入（百万元）	11,265	7,080	6,123	8,419
增长率		-37%	-14%	37%
净利润（百万元）	5,457	3,235	2,647	3,967
增长率		-41%	-18%	50%
每股收益	0.66	0.39	0.32	0.48
ROE	27.1%	8.6%	6.9%	9.7%

资料来源：中国银河证券研究所

投资评级：中性

目标价格：8.0 元

分析师

迟晓辉，CFA

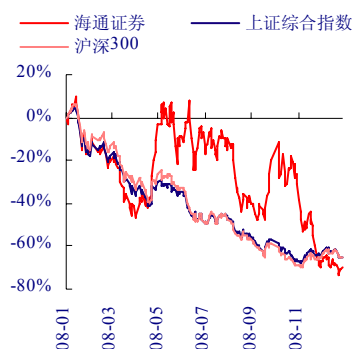
✉: chixiaohui@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8286

市场数据 时间 2008.12.29

A 股收盘价(元)	8.14
A 股一年内最高价(元)	30.74
A 股一年内最低价(元)	7.16
上证指数	1850.48
市净率	1.77
总股本（万股）	822,782.12
流通 A 股（万股）	375,257.26
流通 A 股市值(亿元)	305.46

相对沪深 300 及上证综指表现图



资料来源：中国银河证券研究所

相关研究

1. 证券行业：投资选择兼顾防御与成长

08.11.12

目 录

一、盈利预测与估值分析.....	3
1、盈利预测.....	3
2、估值分析与投资建议.....	4
二、股票交易市场份额呈上升态势.....	7
三、现有网络基础较强，但营业部新设政策使公司面临挑战.....	8
四、投行业务加大并购与企业主体债发行项目的拓展力度.....	10
五、资产管理业务多头布局.....	10
集合资产管理业务稳步发展.....	10
通过控股与参股基金管理公司拓展资产管理业务.....	11
六、融资融券试点机会一箭双雕.....	12
融资融券利息收入将在 2009 年贡献 0.03 元EPS.....	12
融资融券业务还将促进代理证券交易市场份额的提升.....	13
七、资本运作压力仍然较大.....	13

一、盈利预测与估值分析

1、盈利预测

我们的盈利预测所使用的关键假设如下：

表 1 盈利预测的关键假设

	2008Q4E	2009E	2010E
经纪业务			
股票日均交易量（百万元）	102,000.00	67,000.00	100,000.00
股权市场份额	4.20%	4.50%	4.50%
佣金率	0.125%	0.125%	0.125%
客户保证金增长率	0%	0%	30%
客户保证金净息差	0.99%	0.99%	0.99%
投行业务			
证券承销业务净收入（百万元）	60.00	N.A.	N.A.
证券承销净收入增速	N.A.	0.00%	20.00%
委托资产管理			
海通稳健增值净值增长率(年末/年初)	-6%	10%	N.A.
海通金中金净值增长率(年末/年初)	-5%	10%	15%
海通基金资产规模增速(年末/年初)	-5%	15%	15%
资金运作			
综合投资回报率	4%	4.69%	6.44%
长期股权投资			
富国基金净利润增长率	-6%	-10%	10%
融资融券			
公司提供信用规模（百万元）		4,000.00	10,000.00
信用交易换手率		10.00	10.00
利率		8.00%	8.00%
营业支出			
营业税金及附加税率	6.87%	6.85%	6.85%
职工薪酬/营业收入	15%	13%	13%
其他营业费用增长率	N.A.	0%	5%
投资者保护基金比例	1.00%	1.00%	1.00%
所得税有效税率	25%	25%	25%

资料来源：中国银河证券研究所

基于上述假设，我们预测公司 2009 年净利润将较 2008 年下滑 18%，实现每股收益 0.32 元，2010 年业绩开始回升，具体预测结果见表 2。

表 2 海通证券财务数据摘要

	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入（百万元）	11,265	7,080	6,123	8,419
增长率		-37%	-14%	37%
净利润（百万元）	5,457	3,235	2,647	3,967
增长率		-41%	-18%	50%
每股收益	0.66	0.39	0.32	0.48
ROE	27.1%	8.6%	6.9%	9.7%

资料来源：中国银河证券研究所

2009 年及 2010 年每股收益对股票日均交易额的敏感性分析如下：

表 3 海通证券 2009 年 EPS 敏感性分析

		股票日均交易额（百万元）				
		40,000	60,000	67,000	80,000	100,000
资金运作综合 回报率	3.00%	0.21	0.26	0.28	0.31	0.36
	4.00%	0.24	0.29	0.30	0.34	0.38
	4.69%	0.26	0.30	0.32	0.35	0.40
	5.00%	0.26	0.31	0.33	0.36	0.41
	6.00%	0.29	0.34	0.36	0.39	0.44

资料来源：中国银河证券研究所

表 4 海通证券 2010 年 EPS 敏感性分析

		股票日均交易额（百万元）				
		60,000	80,000	100,000	120,000	140,000
资金运作综合 回报率	0.48					
	4.00%	0.33	0.37	0.42	0.47	0.52
	5.00%	0.35	0.40	0.45	0.49	0.54
	6.44%	0.39	0.43	0.48	0.53	0.58
	7.00%	0.40	0.45	0.50	0.54	0.59
	8.00%	0.42	0.47	0.52	0.57	0.62

资料来源：中国银河证券研究所

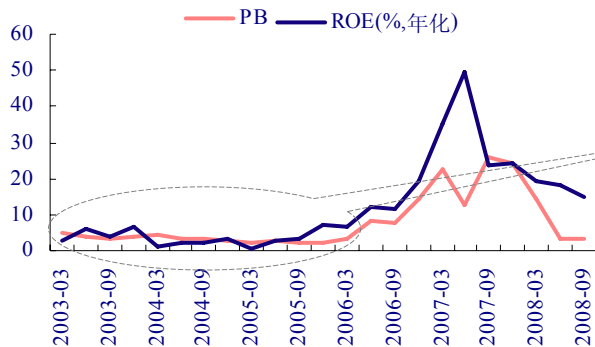
2、估值分析与投资建议

PB 估值

为确定合理的 PB 估值水平，我们考察了中信证券上市以来的 PB 水平。除 2006-2007 年牛市外，中信证券 PB 多位于 2-4 倍区间，在 2003-2005 年的微利年代，平均 PB 为 3 倍，最低 1.94 倍（计算频率为每季），出现在 2005 年一季度，当季中信证券加权平均 ROE 仅为 0.15%。

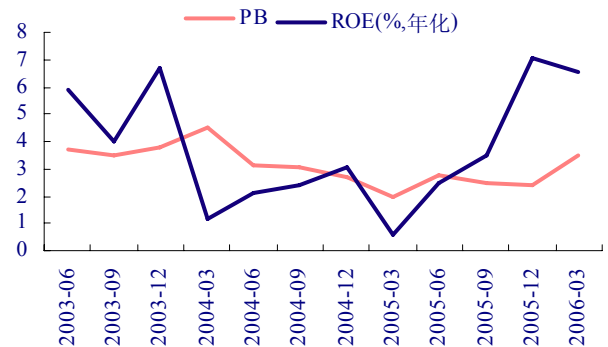
我们认为，考虑到我国资本市场 2006 年以来市场规模和上市公司结构的显著变化，以及证券公司资本扩张的因素，当前低盈利状态下的估值应该较 2003-2005 年有适当折扣。

图 1 中信证券历史 PB 及 ROE



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究所

图 2 中信证券历史上微利时期平均 PB 为 3 倍

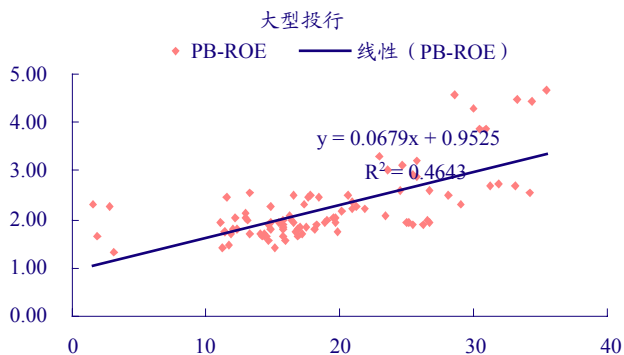


资料来源: 中国银河证券研究所

与此同时,我们也考察了美国多元金融公司 2000-2007 年的 PB 估值与 ROE 的关系,结果显示,10%的 ROE 对应 PB 平均为 1.75 倍,20%对应 PB 平均为 2.98 倍(PB 与 ROE 的线性关系详见图 3-图 5)。

参考美国多元金融公司 PB 与 ROE 的关系进行估值,则在我们的中性假设下,海通证券 2009 年 ROE 为 6.9%,对应合理 PB1.36 倍,按 2008 年底预计每股净资产 4.66 元计算,合理股价 6.34 元(其他情景下的估值结果详见图 6)。

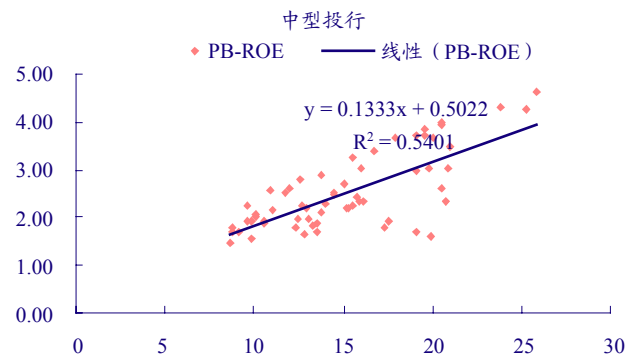
图 3 美国大型投行 PB-ROE



注: 样本为高盛、摩根斯坦利、美林 2000-2007 年数据

资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究所

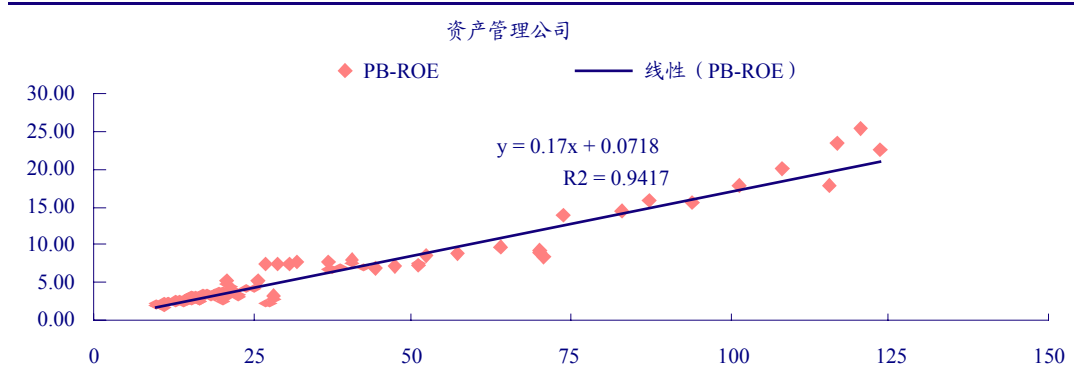
图 4 美国中型投行 PB-ROE



注: 样本为 JEF、RJF 2000-2007 年数据

资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究所

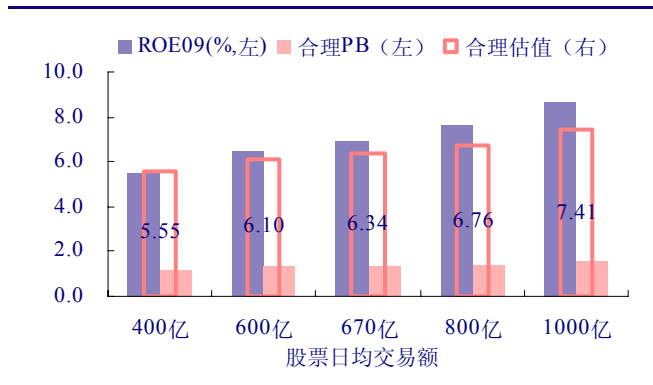
图 5 美国资产管理公司 PB-ROE



注：样本为 FII、BEN、LM 2000-2007 年数据

资料来源：Bloomberg，中国银河证券研究所

图 6 海通证券 PB 估值



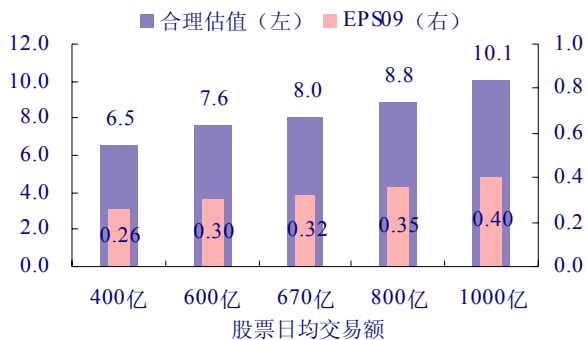
资料来源：中国银河证券研究所

PE 估值

中信证券 2007 年 3 月以来的数据显示 (鉴于数据的可获得性, 我们只能以 2007 年 3 月以后的数据进行分析), 在 2007 年年底以前的预测业绩上升阶段, 预测市盈率大体介于 20-30 倍区间, 中枢约为 25 倍。

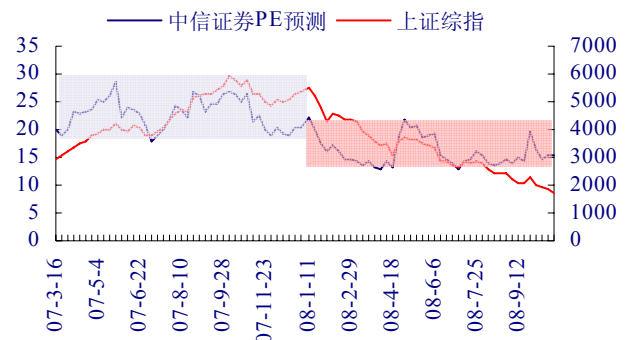
鉴于我们预计公司业绩将在 2009 年见底, 我们选取中信证券 2007 年 3 月以来业绩预测上升阶段的中枢水平 25 倍进行估值。根据我们的中性假设, 预计海通证券 2009 年 EPS0.32 元, 对应估值 8 元 (其他情景下的估值结果详见图 7)。

图 7 海通证券 PE 估值



资料来源：中国银河证券研究所

图 8 中信证券在业绩预测上升阶段的预测 PE 约为 25 倍



资料来源：Bloomberg

投资建议

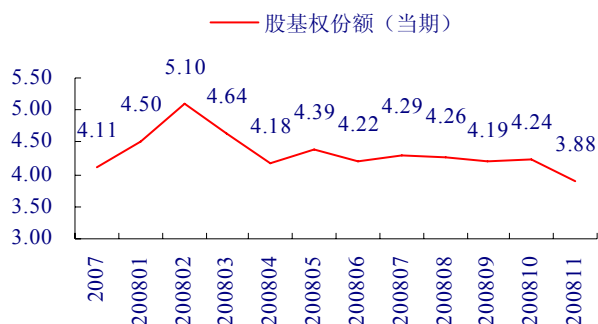
综合上述估值结果，我们认为，基于公司 2009 年业绩预测，海通证券合理估值中枢为 8 元，相当于 1.72 倍 PB；而参考美国多元金融公司确定的 1.36 倍 PB（股价 6.34 元）的估值可以较好的衡量公司估值的安全底线；此外，由于证券股业绩及股价对股票市场弹性较大，公司股价可能在宏观经济刺激政策带动的带动下显著上涨，从而给投资者带来较好的交易机会，但我们认为在当前环境下，高于 10.1 元的股价是有所高估的。

二、股票交易市场份额呈上升态势

海通证券在 2005 年公司收购了甘肃证券营业部资产，2007 年又收购了兴安证券经纪业务资产。收购完成后，整合效应逐渐显现，公司（按海通、原兴安、原甘肃证券合并计算）的经纪业务市场份额逐渐提升，特别是代理股票交易方面。

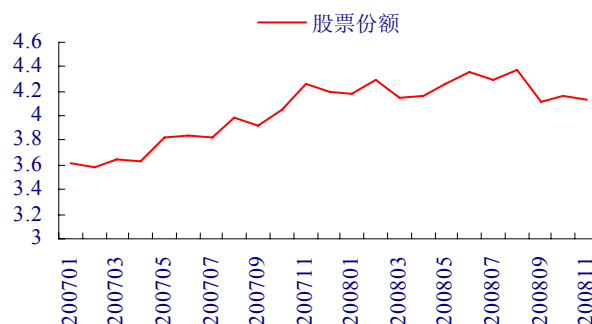
2008 年以来，海通证券的代理证券（股票、权证、基金）交易市场份额基本保持稳定，值得注意的是，公司代理股票交易市场份额呈现逐步上升的态势，而代理权证和基金交易市场份额下滑明显（图 1-图 4）。也正是由于股票基金与权证交易量占比结构的变化，公司能够在 2008 年代理股票交易价格竞争异常激烈的情况下保持证券交易综合佣金率的稳定。

图 9 代理证券交易市场份额



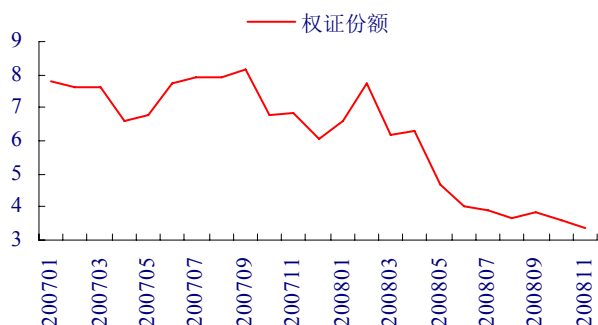
资料来源: Wind, 中国银河证券研究所

图 10 代理股票交易市场份额



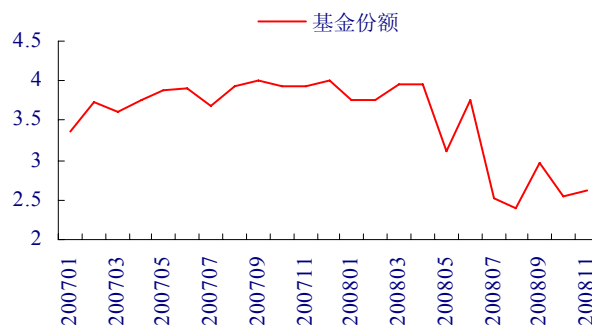
资料来源: Wind, 中国银河证券研究所

图 11 代理权证交易市场份额



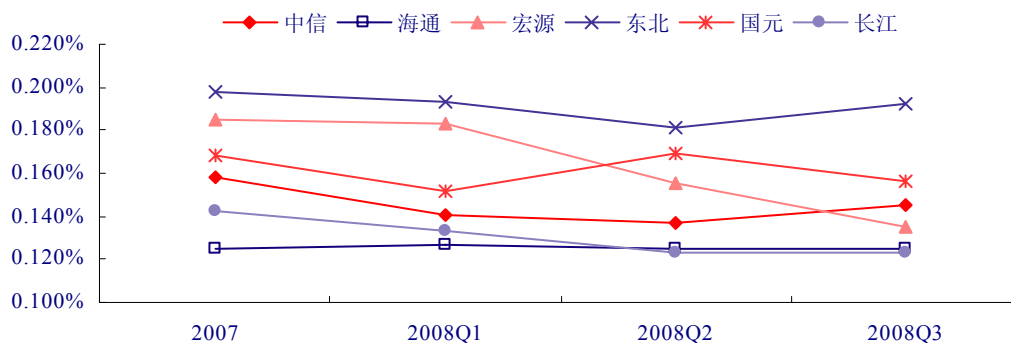
资料来源: Wind, 中国银河证券研究所

图 12 代理基金交易市场份额



资料来源: Wind, 中国银河证券研究所

图 13 上市证券公司 2007 年以来佣金率变化



资料来源: 公司资料, Wind, 中国银河证券研究所

三、现有网络基础较强，但营业部新设政策使公司面临挑战

作为一家全国性券商，公司的营业网点布局较为广泛，目前除内蒙古、宁夏、青海、西藏外，公司在内地 31 个省市拥有 124 个营业部、57 家证券服务部。营业部数量位居国内券商前列，仅在银河、中信系、广发之后。其中，公司在上海、浙江、江苏、广东等经济发达地区集

中布有较多的网点。

根据 2008 年 5 月发布的《关于进一步规范证券营业网点的规定》，假设证券公司现有服务部均能如期完成升级转换，那么升级完毕后，海通证券营业部数量将达到 181 家，由服务部升级前的行业第四上升为行业第三。

根据《关于进一步规范证券营业网点的规定》，可在全中国申请新设营业部的证券公司需满足：（1）上一年度公司代理买卖证券业务净收入位于行业前 20 名，且证券营业部平均代理买卖证券业务净收入不低于行业平均水平；（2）或者证券营业部平均代理买卖证券业务净收入位于行业前 3 名。

2007 年，海通证券证券营业部平均代理买卖证券业务净收入是低于行业平均水平的；而对于 2008 年，目前我们无法得到全部证券公司的代理买卖证券业务净收入数据，如果使用代理股票基金权证交易量数据来近似计算，则会发现海通证券今年前 11 个月的部均交易量也未达到行业平均部均交易量水平。这意味着海通证券可能在 2009 年无法取得在全国新设营业部的资格。而如果按照 2007 年代理买卖证券业务净收入数据来确定，有 16 家证券公司可以符合在全国新设营业部的条件，这将给海通证券造成一定的竞争压力，尽管新设营业部的速度是受到一定限制的（《规定》指出符合条件可在全中国设点的证券公司，一次申请设立证券营业部不得超过 5 家）。

表 5 符合在全国新设营业部条件的证券公司——按 2007 年数据确定

公司名称	代理买卖证券业务 净收入（万元）	代理买卖证券业务 净收入排名	部均代理买卖证券业务 净收入（万元）	部均代理买卖证券业务 净收入排名
银河证券	1,048,686.90	1	6,279.56	
国泰君安	859,479.80	2	7,606.02	
申银万国	799,090.85	3	7,331.11	
广发证券	740,371.62	4	5,404.17	
国信证券	598,131.21	5	15,336.70	
中信建投	583,522.65	6	6,707.16	
招商证券	518,427.29	8	7,513.44	
华泰证券	507,877.79	9	6,270.10	
安信证券	427,416.55	10	5,855.02	
光大证券	426,805.97	11	5,846.66	
中信证券	366,748.83	13	9,168.72	
联合证券	261,351.11	15	6,877.66	
中信金通	255,181.17	16	12,759.06	
兴业证券	221,619.97	18	9,234.17	
华西证券	216,780.87	20	7,226.03	
中金公司				1
行业平均			5250.58	

资料来源：公司资料，中国银河证券研究所

四、投行业务加大并购与企业主体债发行项目的拓展力度

2008 年截至 12 月 28 日，海通证券 IPO、增发及配股承销 11 家，股票型（含可转债）证券承销家数业内排名第五，承销金额市场占比 1.41%，股票型证券承销业务份额及排名基本稳定，但由于 2008 年公司没有大型项目承销，因此，承销金额排名与占比较 2007 年明显下降。

表 6 海通证券投行业务排名及市场占比

	股票型承销家数		股票型承销家数		股票型承销金额	
	排名	市场份额	排名	市场份额	排名	市场份额
2007	13	7	4.13%	3,328,703	6	4.19%
200801-06	5	8	3.36%	312,509	16	1.23%
200801-12	11	5	5.58%	417,180	17	1.41%

资料来源：Wind，中国银河证券研究所

表 7 海通证券承销项目情况

代码	名称	发行类型	发行日期	募资金额/发行规模(万元)	发行费用(万元)
000680.SZ	山推股份	配股	20080220	50783	1790
600300.SH	维维股份	增发	20080522	69926	1870
002248.SZ	华东数控	首发	20080603	29400	2200
600499.SH	科达机电	增发	20080612	34720	1130
600284.SH	浦东建设	增发	20080623	127680	4982
002262.SZ	恩华药业	首发	20080714	17040	1955
002261.SZ	拓维信息	首发	20080714	30740	1720
002263.SZ	大东南	首发	20080718	33792	3010
002265.SZ	西仪股份	首发	20080725	21024	1999
111041.SZ	08 铁岭债	债券发行	20080821	60000	-
088025.IB	08 铁岭债	债券发行	20080821	60000	-
000540.SZ	中天城投	增发	20081006	2075	-
601727.SH	上海电气	首发	20081113	-	-

资料来源：Wind

当前，面对债券市场及并购重组业务的发展机遇，海通证券也加大了拓展并购项目及企业主体债券发行项目的力度。未来债券发行及并购重组业务有望成为公司投行业务的一个增长点。但鉴于国内债券发行及并购重组业务发展的现状，短期内代理的增量收入有限。

综合来看，由于市场环境的制约，我们对 2009 年投行业务的增长持谨慎态度，我们认为如果创业板市场没有推出，2009 年公司的投行业务可能实现零增长；而如果创业板推出，公司的证券承销收入有望实现较高增速，但这对于公司整体业绩的贡献是十分有限的。

五、资产管理业务多头布局

集合资产管理业务稳步发展

今年以来，证监会已审批获准超过 24 只证券公司集合资产管理计划的发行，除中金公司的 QDII 产品外，核定的目标规模合计 916 亿元。除中金公司的 QDII 产品外，今年已获准发行的产品中已成立的产品 15 只，成立规模 156 亿元。

海通证券今年截至目前有两只集合资产管理计划获准发行，目前海通金中金已经成立，成立规模 9.05 亿元，海通季季红正在推广过程中。此外，公司在 2006 年发行的海通稳健增值计划截至 2008 年 9 月底资产净值为 9.82 亿元，该产品将于 2009 年 3 月底到期。公司还在上半年获得了 QDII 资格。然而监管层对于证券公司集合资产管理计划的审批制度限制了证券公司集合资产管理业务的大规模发展，同时受股票市场低迷的影响，集合资产管理业务短期内难以成为主要盈利贡献。

表 82008 年获准发行的证券公司集合资产管理计划情况

序号	名称	管理人	投资类型	存续期(年)	推广起始日	成立日期	管理费率(%)	成立规模(亿元)	目标规模(亿元)
1	中金大中华股票配置	中金公司	股票型	10	20080116	20080228	1.8	3.72	300
2	东方红 3 号	东方证券	混合型	3	20080225	20080317	0	32.87	33
3	平安年年红 1 号	平安证券	混合型	3	20080226	20080307	0.8	2.94	3
4	长江超越理财 2 号	长江证券	FOF	3	20080310	20080424	1.2	10.07	35
5	申银万国 1 号	申银万国	混合型	2	20080324	20080407	1	8.51	10
6	中金股票策略二号	中金公司	股票型	3	20080324	20080508	1.5	3.82	35
7	东海东风 2 号	东海证券	FOF	5	20080505	20080613	1	9.05	35
8	海通金中金	海通证券	FOF	5	20080519	20080630	1	9.05	40
9	光大阳光 3 号	光大证券	混合型	3	20080701	20080806	1.2	16.76	50
10	中投汇盈核心优选	中投证券	混合型	5	20080610	20080901	-	7.25	35
11	南京神州 1 号	南京证券	FOF	3	20080728	20080911	1.2	11.39	50
12	华泰紫金鼎步步为盈	华泰证券	混合型	5	20080908	20081027	0.8	21.13	40
13	华泰紫金鼎造福桑梓	华泰证券	混合型	5	20080908	20081027	1.2	2.41	40
14	华泰紫金鼎锦上添花	华泰证券	混合型	5	-	-	1.2	-	40
15	国元黄山 2 号	国元证券	FOF	5	20080922	20081219	1.2	9.23	50
16	国信金理财 4 号	国信证券	混合型	5	20081008	20081121	1	6.13	50
17	长江超越理财 3 号	长江证券	混合型	5	20081103	-	1	-	30
18	中银国际中国红 1 号	中银国际	股票型	5	20081110	-	1.5	-	50
19	光大阳光 5 号	光大证券	债券型	8	20081215	-	1	-	50
20	长江超越理财增强债券	长江证券	债券型	5	20081114	20081218	0.88	1.97	50
21	海通季季红	海通证券	债券型	5	20081120	-	0.8	-	50
22	中信债券优化	中信证券	债券型	10	20081120	-	0.8	-	50
23	平安年年红债券宝	平安证券	债券型	8	20081118	-	0.5	-	50
24	东方红 4 号	东方证券	-	7	-	-	-	-	40

资料来源: Wind

通过控股与参股基金管理公司拓展资产管理业务

公司目前控股海富通基金管理公司，持股比例 51%；持有富国基金管理公司 27.78% 的股权；持有海富产业基金管理公司 67% 的股权。海富产业基金现受托管理中国—比利时直接股权投资基金（简称“中比基金”），中比基金是经中国国务院批准设立、中比两国政府及商业机构共同注资的产业投资基金，规模 10 亿元人民币，投资了金风科技、辰州矿业等 18 个项目。目前海富产业基金正在申报第二只基金。三家基金管理公司中，海富通基金和海富产业基金纳入公司合并报表。除这三家公司外，公司还准备成立海通产业基金投资管理公司，与地方政府合作开展产业基金管理业务。我们对海富通基金未来两年资产规模增速的预测为每年 15%，对于富国基金，我们预计 2009-2010 年净利润增速分别为-10%、10%，暂未考虑其他新产业基金设立的影响。

六、融资融券试点机会一箭双雕

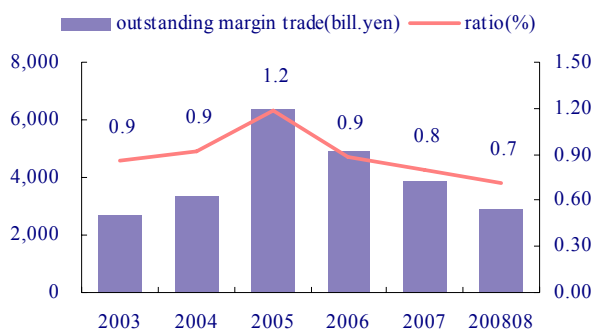
在引入以净资本为核心的证券公司风险管理体系后，证券公司的业务规模全面受到资本规模的约束，更多的资本有机会开展更多的业务。同时，风险控制能力已经成为证券公司业务资格审批的最关键要素。海通证券雄厚的资本实力，以及其日渐完善的风险控制能力（2008 年公司在证监会评审中获评 AA 级，较 2007 年提升一级）为公司业务创新和扩张确立了优势。

根据资本实力与风险控制能力，我们预计海通证券能够取得融资融券第一批试点的资格。一旦取得，将带来一箭双雕的效果。

融资融券利息收入将在 2009 年贡献 0.03 元 EPS

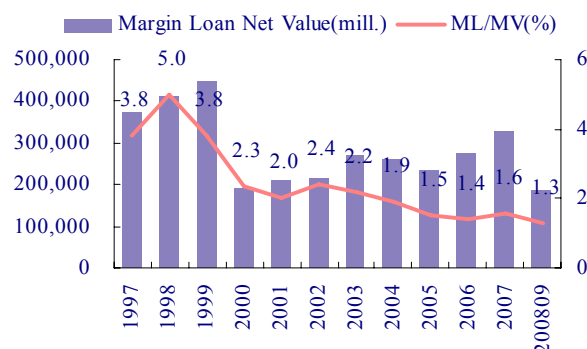
台湾和日本的信用交易经验显示，成熟期融资及融券的余额（信用规模）占总市值的比例一般为 1%-2%（鉴于数据可获得性，台湾市场只统计了融资余额占总市值比例）。以当前 A 股市场总市值 15 万亿计算，占总市值比例为 1%-2% 的融资融券余额大约为 1500-3000 亿元。

图 14 日本融资及融券余额及占总市值比例



资料来源：Bloomberg, TSE, 中国银河证券研究所

图 15 台湾融资余额及占总市值比例



资料来源：Bloomberg, 中国银河证券研究所

然而，2009 年，如果融资融券能够推出，作为“试点年”，试点证券公司都会从业务经验和风险控制的角度出发核定有限的融资融券规模。海通证券公告称试点期投入的资金规模不超过 40 亿元计算，如果全年平均余额按照 40 亿元计算，利率按 8% 计算，则将贡献 3.2 亿元利息收入，对 EPS 的贡献约为 0.03 元。

融资融券业务还将促进代理证券交易市场份额的提升

如果公司能够先行试点融资融券业务，试点效应将为公司吸引到更多的经纪业务资源。此外，由于公司资本实力雄厚、具有较大的融资融券业务潜力，这也将成为公司确立经纪业务优势的核心竞争要素。融资融券业务优势将有效的促进公司代理证券交易业务应的市场份额提升。

七、资本运作压力仍然较大

公司较大规模的资本，在为公司带来未来业务扩张机遇的同时，由于受制于证券行业发展现状，也在短期给公司整体回报能力带来较大的压力。截至 2008 年 9 月底，公司净资本 377 亿元，结算备付金、交易保证金、固定资产、无形资产、长期股权投资、投资性房地产等占用资金规模约 27 亿元，剩余资金 350 亿元，如果扣除公司计划的 40 亿元投资于融资融券业务、35 亿元股票自营投资额度（董事会核定）、30 亿元直投规模，以及约 20 亿元用于香港公司注资，尚有约 225 亿元资金面临运作压力。我们对公司 2009、2010 年资金运作（指扣除结算备付金、交易保证金、固定资产、无形资产、长期股权投资、投资性房地产等资产以外的资金运作）综合回报率的预测分别为 4.69%和 6.44%。

表 9 海通证券财务数据

	2007A	2008E	2009E	2010E		2007A	2008E	2009E	2010E
预测利润表					盈利增长率				
一、营业收入	11,265	7,080	6,122	8,417	一、营业收入	-37%	-14%	37%	
手续费及佣金净收入	6,900	4,895	3,421	4,742	手续费及佣金净收入	-29%	-30%	39%	
其中：代买卖证券	5,612	3,853	2,395	3,543	其中：代买卖证券	-31%	-38%	48%	
证券承销	369	235	235	282	证券承销	-36%	0%	20%	
受托资产管理	701	568	539	653	受托资产管理	-19%	-5%	21%	
利息净收入	490	793	658	1,189	利息净收入	62%	-17%	81%	
投资收益	3,582	1,146	1,768	2,198	投资收益	-68%	54%	24%	
其他业务收入	307	262	275	289	其他业务收入	-15%	5%	5%	
二、营业支出	3,941	2,655	2,485	2,966	二、营业支出	-33%	-6%	19%	
营业税金及附加	416	354	253	344	营业税金及附加	-15%	-29%	36%	
业务及管理费	3,268	2,312	2,232	2,622	业务及管理费	-29%	-3%	17%	
三、营业利润	7,324	4,424	3,637	5,451	三、营业利润	-40%	-18%	50%	
加：营业外收入	523	13	-	-	加：营业外收入	-98%	-100%	#DIV/0!	
减：营业外支出	54	16	-	-	减：营业外支出	-69%	-100%	#DIV/0!	
四、利润总额	7,794	4,421	3,637	5,451	四、利润总额	-43%	-18%	50%	
减：所得税费用	2,234	1,092	909	1,363	减：所得税费用	-51%	-17%	50%	
五、净利润	5,560	3,329	2,728	4,088	五、净利润	-40%	-18%	50%	
其中：归属于母公司	5,457	3,235	2,646	3,966	母公司净利润	-41%	-18%	50%	
少数股东损益	103	94	82	123	少数股东损益	-9%	-13%	50%	
预测资产负债表					盈利能力				
自有货币资金	30,115	4,002	3,812	3,636	ROE	27.1%	8.6%	6.7%	9.3%
自有结算备付金	242	2,001	1,906	1,818	成本收入比	35.0%	37.5%	40.6%	35.2%
存出保证金	3,079	-	169	247					
客户保证金	53,475	34,146	34,146	44,390	每股指标				
融出资金或证券	-	-	4,000	10,000	每股收益	0.66	0.39	0.32	0.48
交易性金融资产	3,452	18,008	17,153	16,361	每股净资产	4.45	4.66	4.96	5.43
生息流动资产	-	4,002	3,812	3,636					
可供出售金融资产	2,767	12,006	11,435	10,907	估值指标				
长期股权投资	321	435	538	651	市盈率	12.27	20.70	25.31	16.89
固定资产	985	1,035	1,086	1,141	市净率	1.83	1.75	1.64	1.50
无形资产	179	197	216	238					
其他资产	264	275	275	275					
资产总计	95,345	76,215	78,657	93,407					
卖出回购金融资产款	101	700	805	805					
代理买卖证券款	53,475	34,146	34,146	44,390					
应付职工薪酬	596	425	367	505					
应交税费	2,017	1,274	1,102	1,515					
其他负债	1,078	997	997	997					
负债合计	58,462	37,542	37,417	48,212					
股本	4,114	8,228	8,228	8,228					
少数股东权益	251	345	427	550					
母公司所有者权益	36,632	38,328	40,812	44,646					
所有者权益合计	36,884	38,673	41,239	45,196					
负债及股东权益总计	95,345	76,215	78,657	93,407					

资料来源：公司资料，中国银河证券研究所

插图目录

图 1 中信证券历史PB及ROE	5
图 2 中信证券历史上微利时期平均PB为 3 倍	5
图 3 美国大型投行PB-ROE	5
图 4 美国中型投行PB-ROE	5
图 5 美国资产管理公司PB-ROE	6
图 6 海通证券PB估值	6
图 7 海通证券PE估值	7
图 8 中信证券在业绩预测上升阶段的预测PE约为 25 倍	7
图 9 代理证券交易市场份额	8
图 10 代理股票交易市场份额	8
图 11 代理权证交易市场份额	8
图 12 代理基金交易市场份额	8
图 13 上市证券公司 2007 年以来佣金率变化	8
图 14 日本融资及融券余额及占总市值比例	12
图 15 台湾融资余额及占总市值比例	12

表格目录

表 1 盈利预测的关键假设	3
表 2 海通证券财务数据摘要	4
表 3 海通证券 2009 年EPS敏感性分析	4
表 4 海通证券 2010 年EPS敏感性分析	4
表 5 符合在全国新设营业部条件的证券公司——按 2007 年数据确定	9
表 6 海通证券投行业务排名及市场占比	10
表 7 海通证券承销项目情况	10
表 8 2008 年获准发行的证券公司集合资产管理计划情况	11
表 9 海通证券财务数据	14

分析师简介

迟晓辉

中国银河证券研究所证券信托行业分析师。北京大学光华管理学院金融学硕士，2007 年加入中国银河证券研究所，负责证券信托行业研究。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032
电话：010-66568888
传真：010-66568641
网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：
北京地区联系：010-66568849
上海地区联系：010-66568281
深圳广州地区联系：010-66568908