

海通证券(600837)

浮盈可观，创新溢价渐显

梁静 董乐
 021-38676850 021-38676650
 liangjing@gtjas.com dongle@gtjas.com

本报告导读：

- 对融资融券和股指期货的弹性大；
- 提升目标价和投资评级。

投资要点：

- **融资融券和股指期货推动估值提升。**融资融券和股指期货已准备充分。创业板成功推出之后，融资融券和股指期货适时推出的时间窗口已经来临。融资融券和股指期货的推出将采取审慎推进的方式，试点期对业绩的贡献有限，但全面铺开之后，其对业绩的贡献将达到10%以上，更为重要的是，这些业务的推出将从根本上改变经纪、承销和自营等传统业务的业务模式和竞争格局。行业的二次革命即将拉开帷幕。
- **综合实力强。**海通证券尽管与行业领先的中信证券仍有不小差距、短期内也难以赶超，但在“一超多强”的竞争格局中仍占据一席之地，综合实力已稳居行业前列，尤其是在资本实力、创新业务实力上远远超越其他券商。
- **可供出售金融资产潜在收益可观。**目前无限售条件的深发展、世茂股份等前10大重仓股目前浮盈约10亿元；按照目前的价格、不考虑流动性折价，尚在限售期内的浦发银行和京东方的浮盈近20亿元。两者总计约30亿元。
- **创新推进速度超预期，对融资融券的弹性高。**新业务布局完善，竞争力仅次于中信证券，产业基金行业领先。净资产居首，使其争取融资融券牌照优势明显；与中信相比，可投入的资本相仿，但业绩基数较低，这使得其对融资融券等业务的弹性要高于中信证券，因而将是融资融券等创新业务推出的最大受益者。我们测算，融资融券、股指期货推出将分别给公司带来14%和6%的直接的增量收入。
- **持续增长可期。**我们预期公司2009-2011年净利润将分别达到51亿元、62亿元及72亿元，增速54%、22%以及16%，对应摊薄后每股收益分别为0.62元、0.75元和0.87元。
- **提升评级至增持。**我们运用分部估值法得出海通证券的合理价值在20-23元，较目前的价格有30%以上的空间。提升目标价至21元。

财务摘要(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	11,265	7,007	9,992	12,349	15,355
(+/-)%	320.7%	-37.8%	42.6%	23.6%	24.3%
经营利润(EBIT)	7,324	3,664	6,428	7,944	9,878
(+/-)%	713.5%	-50.0%	75.4%	23.6%	24.3%
净利润	5,457	3,302	5,079	6,189	7,165
(+/-)%	1159.3%	-39.5%	54%	22%	16%
每股净收益(元)	1.33	0.40	0.62	0.75	0.87
每股股利(元)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率	65.0%	52.3%	64.3%	64.3%	64.3%
净资产收益率(ROE)	14.9%	8.6%	11.9%	13.2%	15.1%
总资产收益率(ROA)	5.7%	4.4%	5.1%	5.5%	6.2%
市净率	1.7	3.3	3.0	2.7	2.5
市盈率	11.8	39.0	25.1	20.8	17.9
股息率	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%

评级：

增持

上次评级：谨慎增持

目标价格：

¥21.00

上次预测：¥18.00

当前价格：

¥15.63

2009.11.25

交易数据

52周内股价区间(元)	7.16 ~ 19.66
总市值(百万元)	128,601
总股本/流通A股(百万股)	8,228/4,002
流通B股/H股	0/0
流通股比例	0.49
日均成交量(百万股)	154.1
日均成交值(百万元)	2,098.3

资产负债表摘要(06/09)

股东权益(百万元)	41,898.53
每股净资产	5.13
市净率	3.0
净负债率	7.3%

EPS(元)	2008A	2009E
Q1	0.11	0.12
Q2	0.14	0.18
Q3	0.08	0.13
Q4	0.08	0.19
全年	0.40	0.62

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	14.2	-10.2	14.7
相对指数	6.1	-11.2	-49.9

相关报告

- 季报点评：业绩平淡，直投有突破 (09.10.29)
- 调研报告：春播秋收，创业板推动直投超预期 (09.10.09)
- 中报点评：自营稳健，浮盈储备仍丰厚 (09.08.20)

模型更新时间: 2009.11.12

股票研究

金融服务业
金融服务业

海通证券(600837)

评级: **增持**

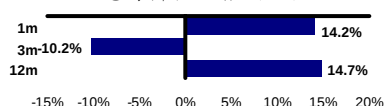
上次评级: 谨慎增持

目标价格: **¥20.00**

上次预测: ¥18.00

当前价格: **¥15.63**

绝对价格回报 (%)

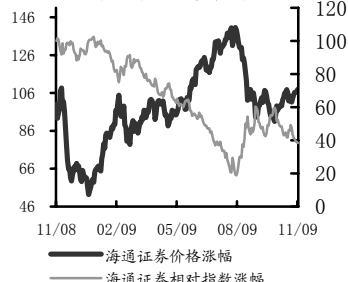


52 周价格范围 14.79~31.56
市值 (百万) 0

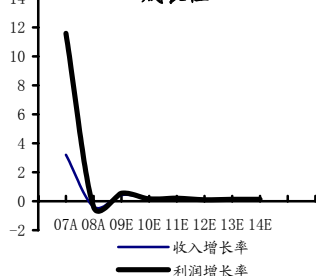
财务预测 (单位: 百万元)

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
损益表								
营业收入	11,265	7,007	9,992	12,349	15,355	16,156	17,871	19,244
代理买卖证券业务净收入	5,612	4,023	7,056	7,759	8,531	9,381	10,315	11,342
市场日均股票基金成交额(亿元)	1,939	1,110	2,130	2,343	2,578	2,835	3,119	3,431
公司经纪份额	4.09%	4.35%	4.04%	4.12%	4.20%	4.28%	4.37%	4.46%
公司股票基金权证成交额(亿元)	44,715	29,841	53,116	59,596	66,867	75,024	84,177	94,447
公司股票基金净佣金率	0.126%	0.135%	0.133%	0.130%	0.128%	0.125%	0.123%	0.120%
证券承销业务净收入	369	168	198	473	664	714	769	827
公司股票承销额(亿元)	312	31	32	87	125	135	146	158
公司债券承销额(亿元)	29	6	9	9	9	9	9	9
受托资产管理业务净收入	701	536	573	673	776	893	1,038	1,170
公司资产管理规模(亿元)	3,498	6,643	9,476	12,829	15,394	18,473	22,168	26,602
投资收益+公允价值变动	3,582	1,041	758	852	1,343	1,072	1,318	925
上证指数涨幅	97%	-65%	65%	9%	15%	14%	17%	7%
股票投资规模(亿元)	4,893	963	2,417	3,028	3,910	4,284	4,823	4,883
其中: 交易性金融资产	2,218	2	186	241	289	318	350	385
可供出售金融资产	2,675	961	2,231	2,787	3,621	3,966	4,473	4,498
基金投资规模(亿元)	1,011	1,972	522	759	934	1,026	1,136	1,222
债券投资规模(亿元)	258	7,843	5,756	7,460	8,952	9,848	10,832	11,916
利息收入	490	1,003	1,198	1,283	1,379	1,441	1,508	1,579
营业支出	3,941	3,342	3,564	4,404	5,477	5,763	6,374	6,864
税金及附加	416	335	566	700	870	916	1,013	1,091
业务及管理费用	3,268	2,953	2,998	3,705	4,607	4,847	5,361	5,773
营业利润	7,324	3,664	6,428	7,944	9,878	10,394	11,497	12,380
所得税	2,234	313	1,386	1,668	2,074	2,183	2,414	2,600
少数股东损益	103	83	83	97	129	145	165	182
净利润	5,457	3,302	5,130	6,179	7,675	8,066	8,918	9,598
资产负债表								
货币资金	80,276	57,182	70,905	78,135	85,746	91,475	98,462	105,476
交易性金融资产	3,452	9,761	10,749	11,695	12,738	13,838	15,083	16,314
可供出售金融资产	2,767	1,126	10,749	11,695	12,738	13,838	15,083	16,314
长期股权投资	321	300	348	403	467	542	628	728
资产合计	95,345	74,686	101,438	111,828	123,076	131,726	142,312	152,802
代理买卖证券款	53,686	33,778	66,599	71,927	76,961	82,349	88,113	94,281
应付职工薪酬	596	670	999	1,235	1,536	1,616	1,787	1,924
负债总计	58,462	36,049	72,870	79,109	85,262	91,237	97,869	104,815
股东权益合计	36,884	38,637	43,078	46,875	51,079	55,496	60,496	65,440
每股净资产	8.97	4.70	5.24	5.70	6.21	6.74	7.35	7.95
收入构成								
经纪佣金	50%	57%	71%	63%	56%	58%	58%	59%
承销	3%	2%	2%	4%	4%	4%	4%	4%
资产管理	6%	8%	6%	5%	5%	6%	6%	6%
自营收入	32%	15%	8%	7%	9%	7%	7%	5%
利息收入	4%	14%	12%	10%	9%	9%	8%	8%
其它	5%	3%	2%	11%	17%	16%	16%	18%
财务指标								
成长性								
经纪份额增长率	5%	7%	-7%	2%	2%	2%	2%	2%
收入增长率	320.7%	-37.8%	42.6%	23.6%	24.3%	5.2%	10.6%	7.7%
营业利润增长率	713.5%	-50.0%	75.4%	23.6%	24.3%	5.2%	10.6%	7.7%
净利润增长率	1159.3%	-39.5%	55.4%	20.5%	24.2%	5.1%	10.6%	7.6%
盈利能力及风险指标								
净资产收益率(ROE)	15%	9%	12%	13%	15%	15%	15%	15%
总资产收益率(ROA)	6%	4%	5%	6%	6%	6%	6%	6%
营业费用率	29%	42%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
所得税率	29%	8%	21%	21%	21%	21%	21%	21%
自营资产/净资产	17%	28%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
股票投资/净资产	13%	2%	6%	6%	8%	8%	8%	7%
估值比率								
PE	11.8	39.0	25.1	20.8	16.8	15.9	14.4	13.4
PB	1.7	3.3	3.0	2.7	2.5	2.3	2.1	2.0
股息率	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%

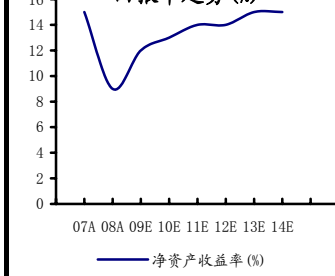
股价绝对涨幅和相对涨幅



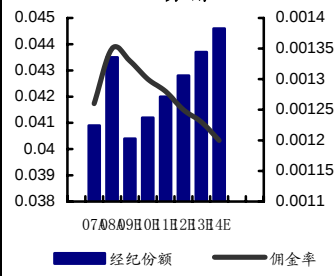
成长性



回报率趋势(%)



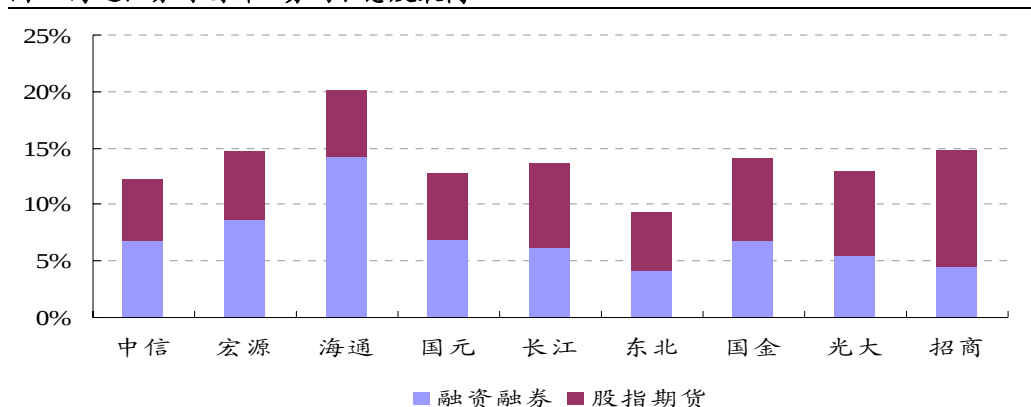
经纪业务情况



1. 投资要点：浮盈较多，对新业务敏感度较大

- **可供出售金融资产潜在收益可观。**目前无限售条件的深发展、世茂股份等前 10 大重仓股目前浮盈约 10 亿元；按照目前的价格、不考虑流动性折价，尚在限售期内的浦发银行和京东方的浮盈约 20 亿元。
- **对新业务弹性高，新业务推出的最大受惠者。**公司新业务布局完善，竞争力仅次于中信，产业基金行业领先。净资本居首也使得其在争取融资融券牌照上处于极有利地位；与中信相比，可投入资本相仿，但业绩基数低，这使得其弹性高于中信，因而将是融资融券推出的最大受益者。我们测算，融资融券、股指期货将给公司带来 14% 和 6% 的增量收入。
- **收购大福证券彰显国际化思路，并购整合和混业经营仍具想象空间。**目前公司以 18 亿港元收购大福证券已基本尘埃落定。尽管收购对业绩的影响甚微，但将对公司未来的国际化经营以及创新业务的发展奠定坚实基础。公司资本实力雄厚，现金充沛，未来的并购仍有想象空间。
- **最大程度的受益于上海国际金融中心建设。**作为最具影响力的本地上市券商，海通证券已经在税收、人才等方面受惠于此，公司还将在金融控股、金融产品创新、业务范围拓展以及上海本地国资重组并购等多个方面将更多受益。

图 1 海通证券对创新业务的敏感度最高



数据来源：国泰君安证券

2. 证券行业：创新驱动行业第二次革命

2.1. 规模驱动：传统业务的成长尚未结束

始于 2005 年的证券市场规模化扩张带来了我国证券行业发展的第一次飞跃，我国证券行业由此进入规模化发展阶段，这一过程还远未结束。参照境外经验，假设未来 5 年内我国资本化率保持每年 10%-15% 左右的增幅，在 GDP 保持 8% 增速的前提下，到 2014 年前后我国股票流通市值将达到 25-30 万亿元，复合增长率将在 20% 以上，约为目前的 2-2.5 倍，届时资本化程度将接近日本等国家目前的水平。在这一过程中，证券行业的经纪、承销等传统业务将在很大程度上享受快速增长机遇。

表 1 根据资本化率对流通市值增长的测算

资本化率年均增速假设	5%	10%	15%	20%	25%
2014 年流通市值(亿元)	170,860	215,604	269,267	333,119	408,548
2014 年的资本化率	52.2%	65.9%	82.3%	101.9%	124.9%
市值复合增速(2010-2014)	13.4%	18.8%	24.2%	29.6%	35.0%

数据来源：国泰君安证券

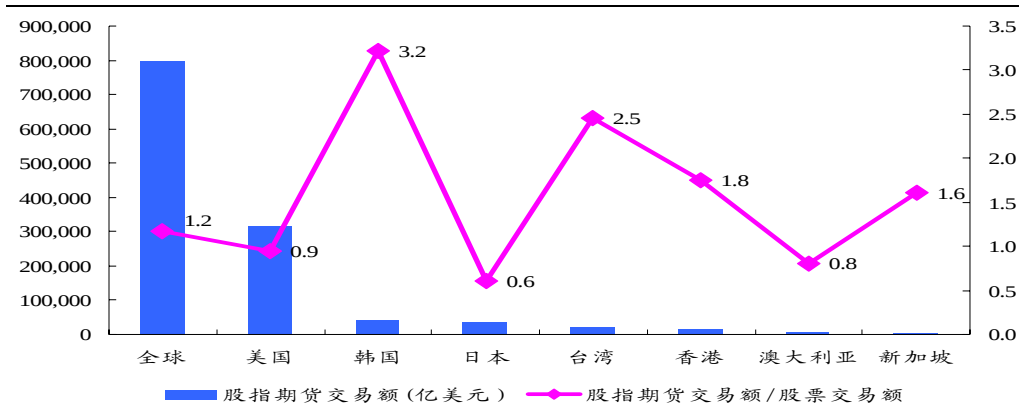
2.2. 创新驱动：迎来再次爆发性增长机遇

以直接投资、融资融券和股指期货为代表，我国证券行业的金融创新已进入加速启动阶段。创新业务将推动我国证券行业迎来再次爆发性增长的机遇，而融资融券和股指期货的推出将成为催化剂。

融资融券：增量贡献或将达到 10% 以上。融资融券将从多个方面改变证券公司的业绩预期：（1）带来利息收入和手续费收入；（2）推动市场交易活跃，带来增量经纪佣金收入；（3）推动市场份额向试点证券公司集中，改变经纪业务竞争格局；（4）改变投资业务的盈利模式。境外经验表明，利息收入可占到证券商总收入的 5%-10%、或经纪佣金收入的 30% 以上；而融资交易额可占到市场总交易额的 10%-20%。

股指期货：证券公司将双重获益。从全球范围来看，近 5 年来全球交易额复合增速 30%，远远超过了股票现货的 16%，全球主要股指期货合约成交额已超过股票交易额，韩国和我国台湾等地甚至达到 2-3 倍。由于主要证券公司均控股了期货公司、并获得经纪和交易结算资格，因此，股指期货推出后，券商将可能从现货和期货两个市场获益。单就佣金来看，稳态而言对经纪佣金的贡献度可达 10%-15%；而推出初期，由于推出品种较少、门槛较高，贡献可能只有 5% 左右。

图 2 全球股指期货交易额超过了股票现货交易额



数据来源：FIA

表 2 证券行业融资融券和股指期货收入测算

融资融券					
融资规模/净资本	5%	10%	15%	20%	25%
融资利率	10%	10%	10%	10%	10%
利息收入(百万元)	456	913	1,369	1,825	2,282
手续费收入(百万元)	154	308	463	617	771
合计(百万元)	611	1,221	1,832	2,442	3,053
融资融券收入/营业收入	1.45%	2.89%	4.34%	5.79%	7.23%
股指期货					
股指期货/交易额	20%	30%	40%	50%	60%
佣金率	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%
股指期货收入(百万元)	1018	1527	2035	2544	3053
股指期货收入/营业收入	1.54%	2.30%	3.07%	3.84%	4.61%

3. 海通证券在行业中的定位

3.1. 综合实力在“一超多强”的竞争格局中稳居一席之地

海通证券尽管与行业领先的中信证券仍有不小差距、短期内也难以赶超，但在“一超多强”的竞争格局中仍占据一席之地，综合实力已稳居行业前列，尤其是在资本实力、创新业务实力上远远超越其他券商。

表3 海通证券主要指标排名居行业前列

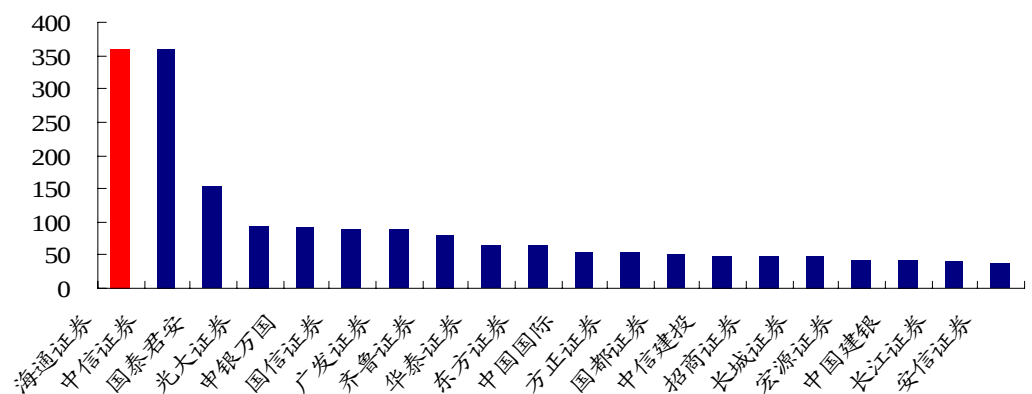
指标排名	2004	2005	2006	2007	2008	2009.1H
业务规模排名						
股票基金交易额	4	4	2	3	4	4
股票承销家数	2		4	8	5	-
股票承销额	3		12	6	9	-
受托管理资金				6	3	20
资产规模及质量排名						
总资产	3	4	6	3	2	2
净资产	2	2	7	2	2	2
净资本	2	2	11	2	2	1
盈利能力排名						
营业收入	4	17	6	7	3	4
净利润		>20	12	6	3	3
ROE				94	>54	

数据来源：中国证券业协会，沪、深交易所，中国货币网。其中 2009 年上半年数据为银行间市场券商成员的排名

3.2. 资本实力和创新能力是海通证券最大的竞争优势

资本实力居行业领先地位。2009 年上半年末，公司净资本增至 360 亿元，超过中信成为行业第一，但公司净资产 407 亿元，仍较中信低 40%。在资本为王的竞争模式下，海通证券的资本优势已在准入门槛和业务规模上逐步显现出来，未来资本转化为盈利的能力的优势将逐步体现。

图3 海通证券资本规模居于业内领先地位（2009.1H）

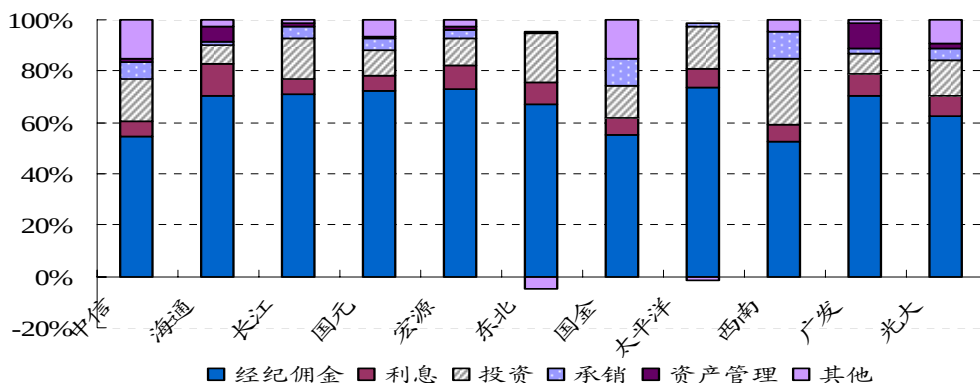


数据来源：公司公告，国泰君安证券

业务布局全面，创新居先发优势。公司的创新业务起步较早，布局全面，业务形态完

备。2002 年，公司发起设立富国基金与海富通基金，并收购黄海期货；2004 年，由公司控股的海富产业投资基金正式运作，这也是国内第一家产业基金；2008 年，香港公司与直投资公司开始运作。至此，公司已初步形成了多元化的业务结构，今年上半年，经纪、自营业务占比为 78%，在上市券商中处于较低水平；而以资产管理、直接投资和基金管理为主的创新业务收入占比已达 9%，规模化效应初步显现。

图 4 海通证券业务分布结构较为均衡



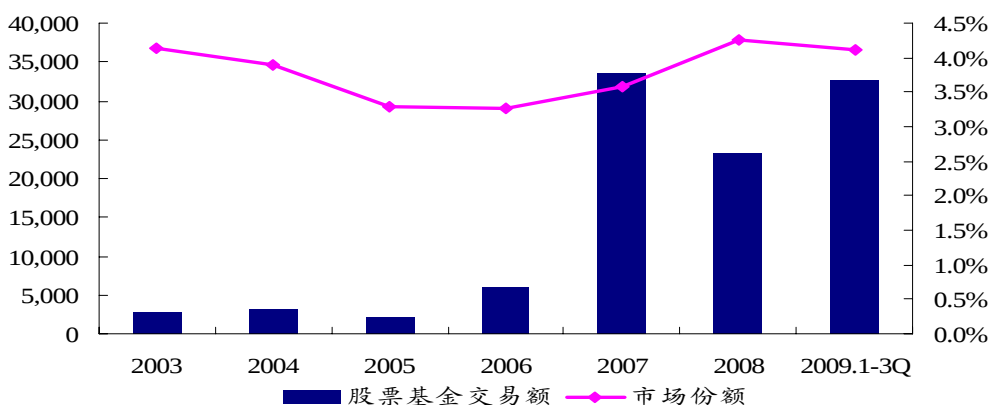
数据来源：公司公告，国泰君安证券

4. 传统业务规模增长，竞争力可望逐步提升

4.1. 经纪业务：短期面临份额和佣金双降的压力，但规模增长可期

经纪佣金收入增长 60% 以上，但规模扩张是主要驱动因素，市场份额因竞争激烈有所下滑。1-10 月，市场股票基金交易额 2150 亿元、同比增长 89%。但竞争日趋激烈使得市场份额和佣金率双双下降，因此，佣金收入增速要低于业务量的增长。1-10 月，海通证券股票基金份额 4.12%，较上年下降 0.13 个百分点。表现在业务量上，1-10 月公司股票基金交易额 35,281 亿元、同比增长 79%，低于行业水平。

图 5 海通证券经纪份额有所下滑

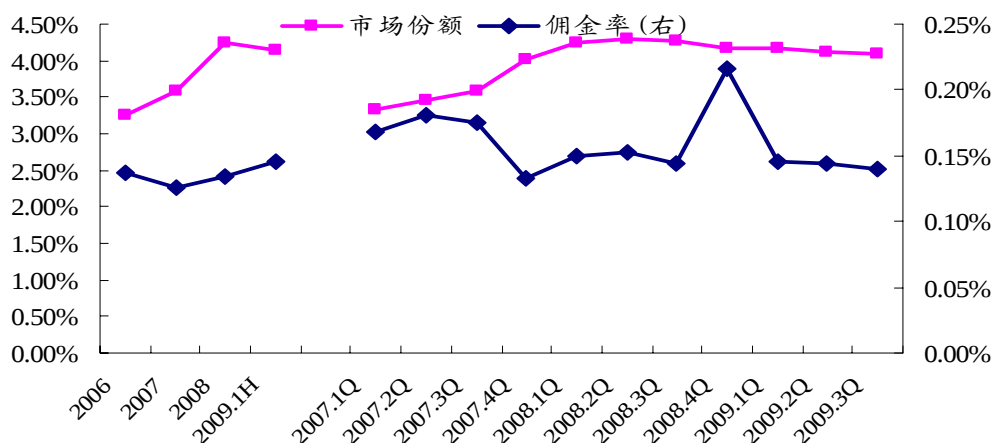


数据来源：公司公告，国泰君安证券

佣金下降趋势明显放缓，不必过分担心佣金率的下降。1-3 季度公司股票基金佣金率 0.141%，较 2008 年下降 12.9%。佣金率是大家一直所担心的经纪业务的最大风险。今年 1 季度在经纪人制度规范、服务部升级、以及中小券商以佣金换市场的竞争策略冲击下，行业佣金率水平快速下降。我们认为，网点设立逐步放开、市场竞争日益充分、市场效率不断提升，都将导致佣金率的下降，其中，最大风险来自于营业网点放开设

立，从监管取向来看，逐步渐进放开将是必然选择。同时，佣金率的结构也将发生实质性变化，即通道佣金下降、增值服务佣金上升，这也意味着不同券商、不同地域的佣金率将差异化。从这个角度来判断，1季度的快速下降并非常态。行业和海通2、3季度的情况也证实了这一点。海通2季度佣金为0.146%、环比下降2.9%，3季度佣金率0.136%，环比下降5%，降幅虽有波动，但较1季度已明显减缓。

图6 市场份额与佣金率降幅趋缓



数据来源：公司公告，国泰君安证券

网点布局优化提升竞争力，市场份额的长期提升应无悬念，但经营效率仍有待提升。

到2009年6月末，海通证券的营业部家数达到143家，其中上半年有19家服务部获准翻牌营业部。公司计划将于明年之前完成剩余的38家服务部翻牌工作，并计划通过新设营业部、营业部迁址等举措提升网点密度、优化网点布局。我们认为，营业网点在未来一段时间内仍将是稀缺资源，网络密度增加和布局优化将有利于提升经纪业务规模和效率；海通拥有的资本优势和融资融券等创新业务先发优势，也将成为未来提升经纪业务竞争的有力砝码。因此，我们判断，公司经纪业务份额尽管短期有所波动，但长期提升没有悬念。

表4 海通证券网点布局较为合理（2008）

	中信	海通	招商	光大	宏源	东北	国元	长江
长三角	63	39	10	27	14	12	8	12
珠三角	18	9	22	18	4	2	4	9
环渤海	62	17	15	9	5	4	9	8
黑龙江	3	21	1	4	0	0	0	3
甘肃	1	5			0	0	0	0
其他	41	33	21	21	27	30	27	24
总计	188	124	69	79	50	48	48	56

数据来源：公司公告，国泰君安证券

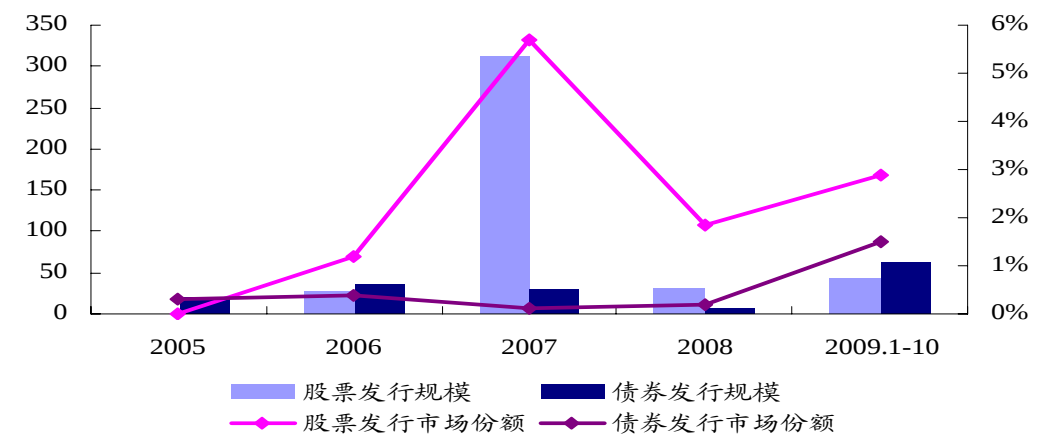
4.2. 投行业务：在中小股票承销上有较强竞争力

“抓大放小”，债券有所突破。股票承销方面，公司确立了“抓大放小”的策略，但优势集中于中小项目，大项目仅偶有斩获，这也使得股票承销份额波动较大。今年IPO重启以来，公司完成股票公开发行45亿元，市场份额2.9%，排名第7位。财务顾问方面，已完成了爱建股份重组等多个项目。公司已经在并购和财务顾问业务上确立了品牌优势。债券承销方面，上半年理顺了业务流程、加大了资源投入，并完成了

民生债、深发债等金融债以及 09 广汇债等 3.5 家企业债的发行，募集资金 62 亿元，市场份额 1.51%。

项目储备丰富，创业板带来机遇。在主板项目上，公司已经储备了华泰证券等 20 多个 IPO 项目，创业板已上报 7 家公司，其中有 2 家已经过会。目前公司拥有保荐人 44 人，准保 35 人，未来保荐人队伍还将继续扩充，庞大的人才队伍将为承销业务进一步的规模扩张奠定基础。

图 7 2009 年以来海通证券投行业务份额呈现稳步上升趋势



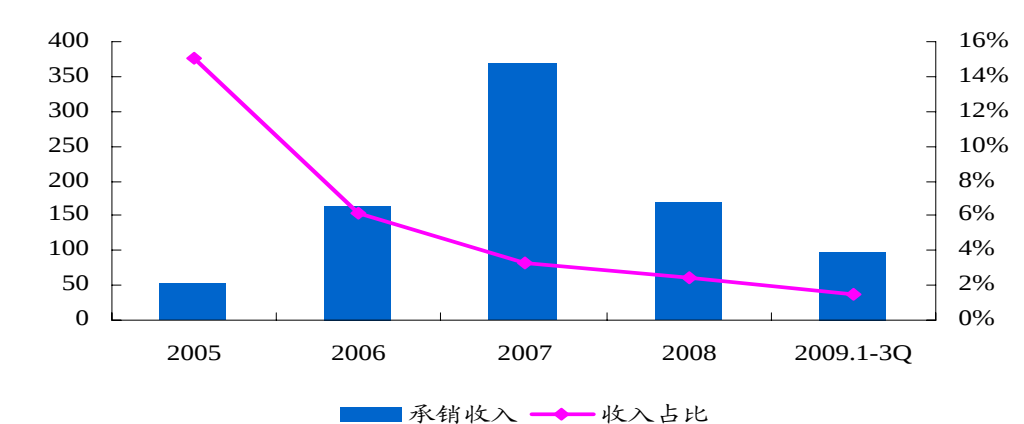
数据来源：国泰君安证券，wind

表 5 今年 IPO 启动以来海通证券股票发行呈现加速趋势

公司	发行方式	募集资金合计(亿元)	发行费用(亿元)	发行日期
中天科技	定向增发	4.30	0.14	2009-3-6
*ST 上航	定向增发	10	0.20	2009-6-26
泰豪科技	配股	6.42	0.31	2009-7-27
博云新材	IPO	1.95	0.24	2009-9-10
中元华电	IPO	1.85	0.37	2009-9-28
银江股份	IPO	1.70	0.38	2009-10-9
平高电气	公开增发	17.55	-	2009-11-5
合计		43.77	1.34	

数据来源：WIND，国泰君安证券

图 8 2005 年以来海通证券承销收入及其占比

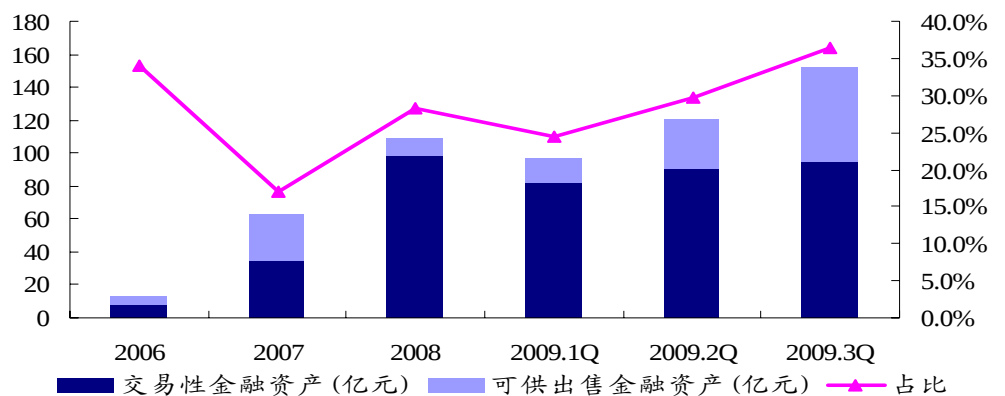


数据来源：公司公告

4.3. 自营业务：风格稳健，浮盈丰厚

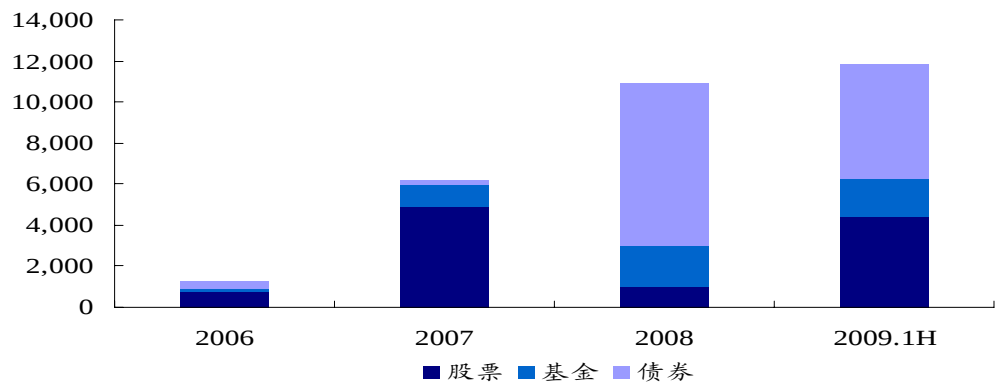
权益投资适度提升，但投资风格仍以稳健为主。公司在 2-3 季度分别增加了 25 亿元和 10 亿元的权益类证券投资额度，最大投资规模由 35 亿元提高到 70 亿元；季末交易性金融资产 94.6 亿元，可供出售金融资产 57.8 亿元，分别较中期末增加 4.6%与 90.4%。但我们判断总体仍谨慎：(1)中期权益类证券/自营证券为 38%、权益类证券规模/净资产 11%。其中，交易性权益证券/净资产仅 4.5%；在交易性权益证券中，套利性质的权益投资（攀钢钢钒）占比高达 46%；(2)公司 3 季度增大权益类投资额度的目的是参与浦发银行的定向增发。这些都体现了海通证券的谨慎风格。

图 9 海通证券自营投资规模明显提升



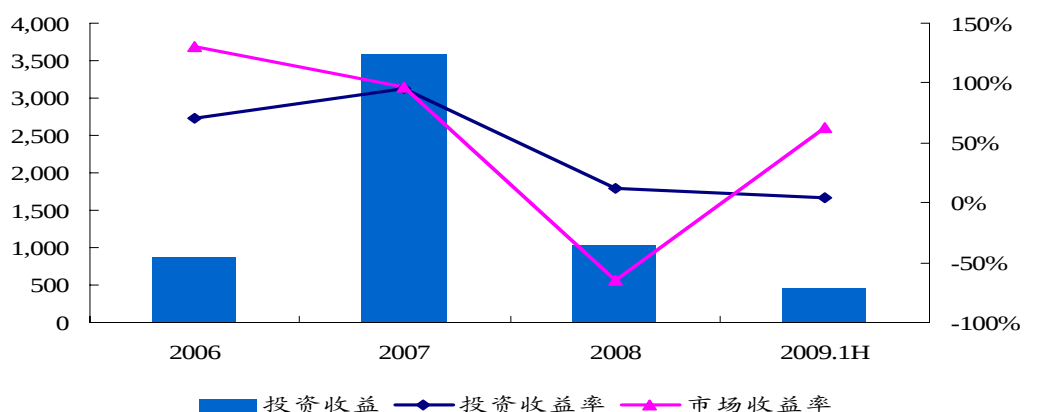
数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 10 海通证券自营资产结构仍以固定收益类证券为主



数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 11 海通证券投资收益规模及投资收益率变化



数据来源：公司公告，国泰君安证券

收益率预期相对稳定, 浮盈仍有较大释放空间, 未来参与新股发行将是自营收益的主要源泉。由于自营较多的配置于债券类资产以及可供出售金融资产, 资产收益率不高、波动也显著小于大盘。今年3季度以来, 虽然指数波动较大, 但由于权益类证券在相当大程度上配置于可供出售, 自营仍略有 0.12 亿收入。按照公司中报披露的信息静态计算, 目前无限售条件的深发展、世茂股份等前 10 大重仓股目前浮盈已达到 10 亿元。而公司利用充沛资金参与定向增发、新股申购, 这也有助于资金收益率的提升。其中, 京东方即为典型一例。按照目前的价格、不考虑流动性折价, 京东方的浮盈约为 12 亿元。公司近期以 20 亿元参与浦发银行的定向增发, 浮盈已有 7.7 亿元。总体来看, 包括可兑现和未兑现的浮盈在内约 30 亿元。

表 6 海通证券可供出售金融资产浮盈变化

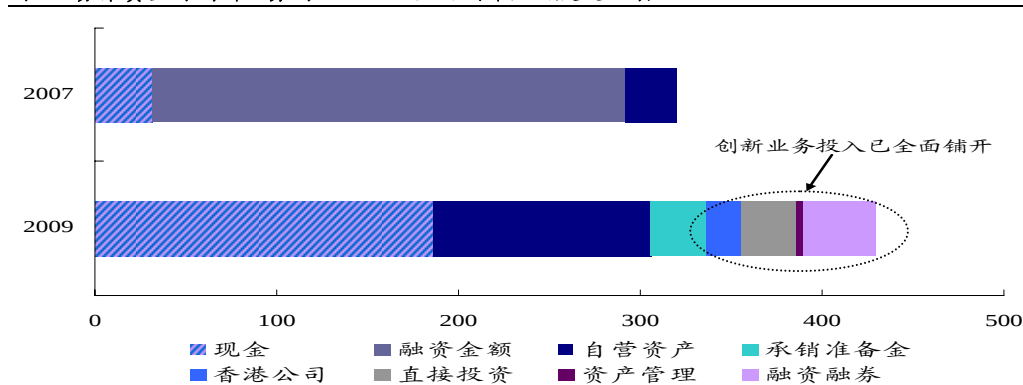
上市公司	成本价 (元)	现价(元, 09/11/23)	持股数量 (百万股)	期末账面值 (百万元)	浮盈(百万 元)	限售及兑现情况
浦发银行	16.59	23.01	120	2,761	770	2010-9-29,解禁
京东方 A	2.4	5.44	400	2,176	1216	2010-6-21,解禁
深发展 A	7.29	25.55	46	1,175	840	
世茂股份	1.03	18.17	13	236	223	
沈阳化工	9.55	8.81	19	167	-14	
青岛碱业	4.84	6.80	13	88	25	
总计				6,605	3,061	

数据来源: 公司公告, wind, 国泰君安证券

5. 关注融资融券和股指期货对公司业绩和价值的影响

5.1. 创新业务已全面铺开

图 12 募集资金对创新业务的投入已经全面铺开, 进度超预期



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

表 7 海通证券主要创新业务进展情况

创新业务	进展情况	对业绩的贡献
权证创设	2006 年开始涉足权证创设业务;	2006-2008, 累计贡献营业收入 11.9 亿元, 占证券投资收入的 21.6%
资产管理	2006 年 1 月推出首只集合理财产品, 截止到目前, 已发行 4 只集合理财产品, 规模近 20 亿元	累计贡献管理费收入 0.43 亿元
QDII	2008 年 1 月 31 日获得 QDII 资格; 酝酿发行 QDII 产品	

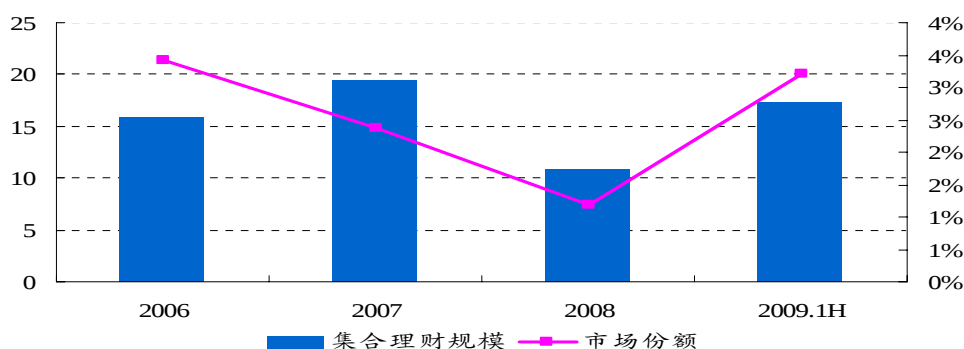
融资融券	组织、人员、制度、流程和营销等工作已准备就绪； 2008 年 11 月，作为沪、深交易所首批试点测试券商，全程参加了融资融券业务两次全网测试，并圆满通过	
产业基金	2004 年成立海富产业基金，公司持有 67%的股权，旗下中比基金规模 1 亿欧元；	该基金已开始减持辰州矿业，对海通潜在的收入贡献可达 1700 万元，而云海金属也已流通，但相关业绩贡献需等基金到期清算后方能体现
直接投资	2008 年 8 月取得直投业务试点资格； 成立全资直投公司，目前投入资金 10 多亿元，已投资多个项目，其中部分项目即将实现 IPO	
金融期货	于 2005 年收购上海黄海期货，更名为海通期货 已获得金融期货经纪业务资格以及结算业务资格； 积极拓展商品、黄金和股指期货业务，已经完成开展金融期货业务的各项准备工作； 2008 年 4 月获得为期货公司提供中间介绍业务的资格（IB 资格）	期货公司上半年实现净利润 432 万元，对公司业绩贡献为 0.18%
国际化	公司于 2007 年设立香港子公司； 2008 年增资后，香港公司注册资本增至 10 亿，计划增资至 20 亿元。	海通香港公司上半年扭亏为盈，实现净利润 1861 万港币，业绩贡献度 0.75%

数据来源：公司公告，国泰君安证券

5.2. 已发牌业务：产业基金和直投业务先发优势明显，资产管理需加强

资产管理：定向理财居行业前列。目前尽管公司在 2006 年就开始发行集合理财产品，但目前净值规模仅 17 亿元、在上市券商中落后于中信和光大；定向理财好于集合理财，目前规模已达到 35 亿元。资产管理业务的盈利模式是提管理费，费率 1%-1.6%。

图 13 海通证券集合理财规模及份额变化



数据来源：公司公告，国泰君安证券

表 8 海通证券集合理财产品基本情况

名称	类型	存续期(年)	成立日期	管理费率	期末规模(亿元)
海通金中金	FOF	5	20080630	1%	3.64
海通季季红	债券型	5	20090119	0.8%	1.85
海通稳健成长	混合型	5	20090828	1.2%	11.80
合计					17.29

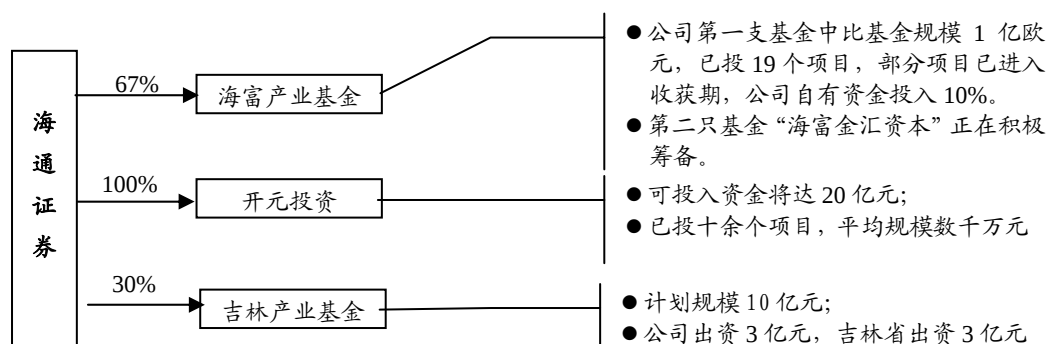
数据来源：WIND，国泰君安证券

产业基金进入收获期。（1）**海富产业基金：**成立于 2004 年，是国内首家合资产业基金公司，目前处于行业领先地位。所管理的中比产业基金规模 1 亿欧元，公司投入 10% 自有资金，已投 22 个项目，辰州矿业、云海金属等 4 个项目已上市，其他项目也将进入收获期。仅目前已在中小板上市的 4 家公司对公司业绩的贡献 3-4 亿元，2009 年 1 季度，中比基金的净利润已达到 1.06 亿元、ROE 为 9%。第二只基金“海富金汇资本”在积极筹备，拟发行规模 30 亿元。（2）**公司拟成立海通产业基金公司，**与吉林省投资（集团）共同发起设立吉林省现代农业和生物技术产业基金，计划规模 10 亿元，公

司计划以自有资金首期投入 3 亿元；远期规划规模 50 亿元。需要指出的是，产业基金的盈利模式与直接投资不同，在封闭期内，只能收取管理费，利润的增长主要来自于分红和基金到期清算，这推后了利润贡献的周期、增大了利润贡献的不确定性。但随着所投企业逐步退出，产业基金也将开始显著贡献业绩。

直接投资：创业板驱动直投业务进入黄金增长时期。公司的直投业务起步晚于中信，但领先于其他券商。据公司介绍，海通开元目前已投资十几个创业板项目，项目平均投资金额数千万元。其中 2009 年 3 月投资的浙江银江电子即将在创业板上市，这也开创了公司直投+承销业务模式的新纪元。按照目前的股价表现来看，潜在的净收入近 5000 万元，直投潜在收益 1.55 亿元，合计为 2 亿元。单个而言，直投业务对业绩的驱动并不明显，但规模化之后，其对业绩的推动将达到 5%-10%。

图 14 海通证券的直投业务平台已经多元化和规模化



数据来源：公司公告

表 9 中比产业基金投资项目中已上市公司情况

投资对象	持股公司	投入时间	持股数 (万股)	持股比例 (发行前)	投资成本 (万元)	预期收益(万元,E)			限售期
						承销	直投	小计	
武汉中元华电	中比基金	2009.1.22	365	7.5%	2,363	2,931	13,990	16,921	上市后 1 年后可转让； 但 2 年内不能超过 50%
浙江银江电子	海通开元	2009.3.28	150	2.5%	750	1,800	1,500	3,300	
合计					31,13	4,731	15,490	20,221	

数据来源：各公司公告。其中：2009 年辰州矿业已经出售 1422 万股，减持收入 1.86 亿元。

收购大福证券将推动国际业务快速发展。大福证券是香港市场上较为领先的本地券商之一。此次收购大福证券，尽管短期而言对海通证券的业绩影响并不明显，但作为海通证券拓展国际业务的主要载体，随着投入持续增加、业务竞争力将逐步提升，其对海通证券的业绩贡献也将逐步显现。另一方面来看，大福证券在股指期货、融资融券等业务上具备丰富经验，未来也将为海通证券开展融资融券等业务积累经验（具体评论可参见 11 月 22 日的点评报告《积极的收购行动，稳健的国际业务推进策略》）。

5.3. 未发牌业务：融资融券和股指期货潜力巨大

融资融券先发优势明显。海通证券强大的净资本优势使得公司在争取融资融券试点资格的竞争中、以及在融资融券的业务规模上处于领先地位。试点期间，公司拟投入自有资金规模 40 亿元，照此测算，收入将达到 4 亿元左右，对收入贡献度约 4%。正如我们在一系列报告中所指出的，融资融券推出将带来利息收入以及增量佣金和管理费收入、改变经纪业务竞争格局等多个方面对行业产生重大影响，而海通证券则是最大的受益者。投资者应积极关注融资融券推出前后海通证券的投资机会。

期货业务也是海通证券投入的一个重点方向。今年以来，在商品期货交易额的爆发性增长的推动下，海通期货的经营业绩已有实质性提升。为应对股指期货，公司今年已拟连续两次对期货公司增资扩股，注册资本将增至 5 亿元，持股比例将增至 93.33%。雄厚的资本实力、庞大的营业网络以及丰富客户资源都将使得券商系期货公司具备明显竞争优势。股指期货推出将加速海通期货业绩提升。

表 10 融资融券和股指期货对公司营业收入的影响测算（假设 2010 年初推出）

融资融券	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
融资规模/净资本	10%	12%	14%	16%	18%
融资利率	8%	8%	8%	8%	8%
利息收入(百万元)		323	439	746	946
手续费收入(百万元)		42	56	93	115
合计(百万元)		365	495	839	1,061
融资融券收入/营业收入		3.7%	4.4%	6.7%	7.7%
股指期货					
股指期货/交易额		30%	50%	100%	150%
佣金率		0.015%	0.015%	0.015%	0.015%
股指期货收入(百万元)		226	422	948	1,595
股指期货收入/营业收入		2.3%	3.8%	7.5%	11.5%

数据来源：公司公告，国泰君安证券

6. 海通证券的盈利预测及估值

6.1. 盈利预测：预期 3 年复合增速 20%

对海通证券的业绩预期。在上述假设条件下，我们预期公司 2009-2011 年净利润将分别达到 51 亿元、62 亿元及 72 亿元，增速分别达 54%、22%以及 16%，对应摊薄后每股收益分别为 0.62 元、0.75 元和 0.87 元。

表 11 对我国证券市场发展的基本假设

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
GDP 增速	11.9%	9.0%	8.0%	8.0%	8.0%
流通市值/GDP	12%	15%	35%	40%	45%
股票基金日均交易额(亿元)	1,939	1,110	2,130	2,450	2,695
上证综指点位	5,262	1,821	3,000	3,400	4,100
股票承销额/GDP	2.2%	0.6%	0.8%	1.2%	1.5%
企业债承销额/GDP	2.2%	3.5%	2.0%	2.3%	2.6%

表 12 2009-2011 年海通证券主要业务份额及费率假设

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经纪业务					
市场份额	4.45%	4.35%	4.26%	4.39%	4.48%
佣金率	0.126%	0.135%	0.129%	0.127%	0.12%
投行业务					
承销份额					
股票公开发行	5.7%	1.8%	1.4%	1.4%	1.4%
企业主体债	1.44%	0.18%	0.22%	0.26%	0.31%
承销费率					
股票公开发行	1.1%	5.6%	5.0%	5.0%	5.0%

企业主体债	0.88%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
资产管理					
受托资产管理					
市场份额	2.36%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
费率	0.48%	0.72%	0.72%	0.72%	0.72%
基金管理					
市场份额	1.6%	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%
费率	1.13%	1.29%	1.29%	1.29%	1.29%
利息收入					
保证金余额增速	184%	-37%	72%	12%	12%
保证金利差	0.95%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%
自有资金利息率	2.30%	2.30%	2.30%	2.30%	2.30%
证券投资					
股票/净资产	13.3%	2.5%	5.8%	7.5%	8.4%
自营投资收益率	95.9%	12.2%	7.0%	9.8%	12.8%
创新业务					
直接股权投资收益率			0%	5%	20%
融资融券收益率			0%	4%	6%
股指期货/现货交易额			0%	30%	60%

表 13 2009-2011 年海通证券费率及税率假设

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
业务及管理费用率	29.0%	42.1%	29.0%	29.0%	29.0%
营业税率	3.7%	4.8%	5.5%	5.5%	5.5%
所得税率	29%	28%	25%	25%	25%
股利分配率	8%	25%	33%	42%	34%

表 14 2009-2011 年海通证券业绩预期 (百万元)

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	11,265	7,007	10,170	12,594	14,399
手续费及佣金净收入	6,900	4,908	7,656	9,145	10,222
利息净收入	490	1,003	1,173	1,262	1,332
投资收益+公允价值	3,582	1,041	1,222	1,723	1,916
其他业务收入	307	72	119	464	929
营业支出	3,941	3,342	3,522	4,366	4,848
营业税金及附加	416	335	573	714	816
业务及管理费	3,268	2,953	2,949	3,652	4,032
营业利润	7,324	3,664	6,648	8,228	9,551
利润总额	7,794	3,698	6,818	8,330	9,653
所得税费用	2,234	313	1,631	1,993	2,310
净利润	5,560	3,385	5,187	6,337	7,344
归属于母公司所有者的净利润	5,457	3,302	5,079	6,189	7,165

表 15 2009-2011 年海通证券主要业绩指标预测

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
EPS(元)	1.56	0.36	0.62	0.75	0.87
BVPS(元)	4.45	4.66	5.28	6.03	6.90
ROE	14.9%	8.6%	11.7%	14.6%	15.4%
g	1159%	-39%	54%	22%	16%
(经纪佣金+自营)/净收入	77%	82%	77%	74%	71%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

以上我们对 2010 年海通证券的盈利预测对应的（日均交易额/市场点位）的假设是（2350 亿元/3400 点）。我们对日均交易额和市场点位的敏感性分析表明，若日均交易额在 2000-2600 亿元变动、市场点位在 3000-3800 点变动，对应海通证券的 EPS 在 0.68 元-0.82 元，即我们认为在目前的市场环境下，海通证券的业绩波动在-10%-10%之间。

表 16 海通证券业绩对于交易额和市场趋势的敏感性分析（2010E,元）

日均交易额 上证指数	1800	2000	2350	2600	2800
3000	0.56	0.60	0.67	0.71	0.75
3400	0.60	0.64	0.71	0.75	0.79
3600	0.63	0.66	0.73	0.78	0.81
3800	0.65	0.68	0.75	0.80	0.83
4000	0.67	0.71	0.77	0.82	0.86

注：日均交易额单位为亿元；EPS 单位为元

6.2. 海通证券的估值

海通目前的股价对应于 2009-2010 年动态 PE 分别为 25 倍和 21 倍、动态 PB 为 2.9 倍，在上市公司中处于较低位置，且尚未反映业绩增长预期和创新溢价。我们对海通证券的分部估值法结果表明，在目前的市场假设水平下，海通证券的每股合理价值在 20-23 元，较目前的价格仍有 30%-50%的估值提升空间。基于此，我们将对海通证券的目标价提升至 21 元，对应 2009 年动态 PB 4 倍，提升评级至增持。创新业务预期的明朗将是最大的催化剂。

表 17 分部估值方法得出海通证券的合理价值在 20-23 元

	2009E	2010E	2011E	2012E
经纪业务				
每股收益(元)	0.45	0.51	0.56	0.61
PE 倍数	25	25	25	25
每股价值(元)	11.16	12.79	14.00	15.31
自营业务				
每股净资产(元)	1.45	1.48	1.62	1.78
PB 倍数	1.2	1.2	1.2	1.2
每股价值(元)	1.74	1.77	1.95	2.14
承销业务				
每股收益(元)	0.01	0.01	0.01	0.01
PE 倍数	25	25	25	25
每股价值(元)	0.14	0.23	0.27	0.29
资产管理				
集合理财规模(亿元)	78	111	155	213
基金管理规模(亿元)	444	581	700	833
Price/Aum	8%	8%	8%	8%
每股价值(元)	0.51	0.67	0.83	1.02
现金价值(元)	3.82	4.57	5.44	6.42
合计(元)	17.37	20.03	22.49	25.17
创新溢价	15%	15%	15%	15%
每股价值(元)	19.97	23.04	25.87	28.94

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券销售交易总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券销售交易总部网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com