

海通证券(600837)

业务发展态势良好，创新业务值得期待

——2010 年度策略会交流纪要

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

本报告导读：

- 收购行为彰显积极发展战略；
- **融资融券第一股**，创新业务发展态势良好；
- 维持增持评级。

事件：

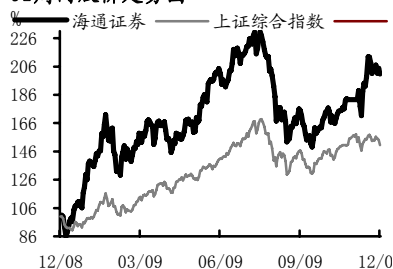
- 国泰君安证券 2010 年投资策略会邀请了海通证券总经理助理、董事会秘书金晓斌博士和投资者进行了交流。金总先就公司的发展现状做了演讲，而后回答了投资者比较关心的问题。以下是我们的记录，未经金总审阅，可能有所疏漏，仅供客户参考。文后也附了我们的观点，供投资者参考。

评级： **增持**
 上次评级： 增持
目标价格： **¥21.00**
 上次预测： ¥21.00
当前价格： **¥17.12**
 2009.12.22

交易数据

52 周内股价区间 (元) 7.16 ~ 19.66
 总市值 (百万元) 140,860
 总股本/流通 A 股 (百万股) 8,228/4,002
 流通 B 股/H 股
 流通股比例 48.6%
 日均成交量 (百万股) 152.7
 日均成交值 (百万元) 2,169.7

52 周内股价走势图



相关报告

深度报告：浮盈可观，创新溢价渐显
 (09.11.24)

更新报告：积极的收购行动，稳健的国际业务推进策略
 (09.11.23)

调研报告：春播秋收，创业板推动直投超预期
 (09.10.09)

1. 公司的基本情况

海通证券是一家历史悠久、规模较大的证券公司，2007 年借壳都市股份成为上市公司。海通证券有以下几个特点：（1）经营稳健，十分重视风险管理，风险管理机制完善；（2）规模较大。注册资本 82 亿元，居行业第 1 位。市值 1400 亿元、居第 2 位；（3）公司已成为一家大型的证券控股集团，目前参股或控股了 6 家子公司；（4）金融创新能力强。

2. 关于上海国际金融中心建设

海通证券作为总部在上海的一家大型证券公司，将从多个方面受益于上海国际金融中心的建设。目前来看，具体而言主要包括以下几个方面：（1）吸引人才；（2）税收优惠；（3）集团化发展；（4）金融产品和业务的先行先试，如 REITs；（5）上海国资整合带来的并购重组业务契机。目前，在吸引人才和税收优惠等方面，公司已经开始受惠。

3. 关于佣金率

目前，经纪业务占公司收入的 70%以上，佣金率对公司的业绩影响十分关键。海通的平均佣金率在 0.15%左右，在业内属于比较高的，也面临着佣金率下调和市场份额下降的压力。公司判断，由于网上交易等的兴起，佣金下降是个长期趋势。但佣金率逐步向成本靠拢、增值服务水平提升这些都将减缓甚至对冲佣金率的下滑，而佣金率的结构也将表现出明显差异。

- 佣金将区分为通道佣金和投资顾问费两块。由于提供的通道服务是无差异服务，仅仅是交易平台，这块佣金下降压力较大；但随着提供的增值服务水平提升，券商收取的投资顾问费将上升，这将有效对冲通道佣金的下滑。这也是监管部门所鼓励的；
- 佣金市场化后，美国证券业形成三种典型的佣金模式：美林的全方位服务模式、嘉信的折扣经纪商模式和 E*Trade 的通道服务模式。海通采取的是美林模式，将以服务取胜；
- 佣金的地区结构差异化。如公司在东北地区处于相对垄断地位，佣金率较高。

4. 收购百瑞信托

海通证券于 2009 年 4 月开始收购百瑞信托，这也是证券行业第一例跨行业收购。公司做出这种尝试的目的在于完善业务链条，提高盈利能力和 ROE 水平。目前还在走程序，如有进展会及时公告。

5. 收购大福证券及国际业务

【**收购目的**】大福证券是香港本地券商的龙头之一，客户有 15 万人，在港澳两地拥有 12 家分行。海通虽然在香港设有子公司、并持有 9 张牌照，但目前排名仅 140 位左右。收购大福证券，旨在通过更高效的资本运作，尽快提升海通的海外市场份额、做大香港金融集团，并辐射亚太地区；同时海通的 ROE 也将得到有效提升。还有一个目的，就是作为人才培训基地，目前公司的创新业务团队已经在香港实习。

【**收购价格**】此次收购大福证券，价格不算便宜，但也合理。

【**收购的远期效应**】目前对大福证券的收购还在进行当中，相关数据还不确定。未来，不仅仅是大福证券，而且是海通整个香港业务都会在整个公司中占据非常重要的地位。

【**国际业务自营风险控制**】公司的香港业务严格遵循香港当地证监会和联交所的相关规定。目前，海通证券自营业务的额度为 70 亿元。决策程序是，由公司投资委员会报董事会，由董事会确定自营额度，而后由投委会和自营部执行。由于没有对冲机制，海通在自营方面向来比较谨慎，以后也会减少博弈性的投资业务。

6. 其他

【**上市对证券公司的推动作用**】大家都认为券商不缺钱，其实恰恰相反，券商非常缺钱，当年代客理财导致很多券商倒闭也是因为缺钱，现在证监会采用净资本管理，很多业务均跟净资本有关。证券公司上市的好处是显而易见的，一是公司治理和管理更为规范，二是打开了融资渠道。

【**直接投资和产业基金**】海通的直接投资业务在业内是比较领先的，拥有海富产业基金、开元投资等多个平台。海富产业基金是国内最早成立的产业基金，其发起设立的中比产业基金目前已经投资了 20 个左右的项目，其中有 3 家已经在中小板上市。第二只基金“海富金汇资本”也在积极筹备中；开元投资注册资本达到 20 亿元，也已投资 10 多个项目，其中银江电子已在创业板上市；公司还计划发起设立海通产业基金管理有限公司及吉林省现代农业和生物技术产业基金。

7. 我们的观点

我们仍然看好海通证券的投资价值，对新业务敏感度最高、浮盈可观是最基本的两个理由。具体而言：

- **综合实力强。**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。**目前无限售条件股票浮盈约 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，对融资融券的弹性最高。**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。净资本居首，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。融资融券、股指期货推出对公司的直接增量收入达到 11%。
- **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。
- **维持增持评级。**我们运用分部估值法得出海通证券的合理价值在 21-23 元，较目前的价格有 30%以上的空间。

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