

海通证券(600837.sh)

创新业务具备领先优势，转型过渡期有望脱颖而出

曹恒乾 分析师

电话: 020-87555888-419

eMail: chq@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260210020062

资金雄厚，综合实力处于第一集团

从公司整体来看，海通证券具备了较完整的证券金融控股集团轮廓，业务范围涵盖了基金、期货和直投。公司的各项主要业务指标均排在行业前三位，处于第一集团的地位。截至 2010 年三季度，海通证券自有货币资金依然高达 236 亿元，雄厚的资金规模将有助于公司在创新业务的发展上取得领先地位。

传统业务实力不俗，投行实现跨越发展

海通证券的各项业务发展较为均衡，在一定程度上起到了平滑行业周期性的作用。经纪业务市占率保持 4% 以上，从 2010 年二季度开始，海通证券的市占率下降的势头得到遏制，并且保持连续上升的趋势，对经纪业务较低的依赖度可以使公司受佣金战的冲击低于行业平均水平。投行业务的跨越发展是一大亮点，对收入贡献达到了 9%。并且具备大小项目兼顾的较全面的实力。参股基金公司的规模排名靠前，来自于参股基金公司的收入占比近几年都能保持在 7% 左右，对公司的业绩有较大的稳定作用。

创新业务优势明显，转型有望脱颖而出

公司最大亮点来自于股指期货和融资融券等创新业务。预计 2011 年股指期货业务的业绩贡献能达到 6%。未来随着期货子公司后续的边际费用将逐渐降低，对业绩的贡献潜力将逐渐获得释放。融资融券业务方面，由于拥有较优质的客户资源，融资融券业务开展要明显好于其他券商，交易额市占率排名第一，转融通与券种扩容等配套措施的推出，有望对公司业绩提升达到 9%。

投资建议与风险提示

海通证券投行业务跨越式发展，创新业务实力强劲，在转型中有望脱颖而出。在 2011 年末指数 3200 点，日均股基交易额 2600 亿元的假设下，预计 2011 年 EPS 为 0.53 元，估值优势明显，目标价 13.26 元，给予“买入”评级。未来股市存在交易额大幅下降，券商自营出现重大失误的风险。

预测及评估

单位: 亿元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	70.1	99.4	98.3	110.6	135.0
利润总额	37.0	59.8	49.9	58.5	71.5
净利润	33.0	45.5	36.8	43.7	53.1
净利润增长率	-40%	38%	-19%	19%	22%
每股净资产(元)	4.66	5.28	5.40	5.96	6.67
每股收益(元)	0.40	0.55	0.45	0.53	0.65
市盈率	25.5	18.5	22.6	19.2	15.7
市净率	2.2	1.9	1.9	1.7	1.5
每股红利(元)	0.10	0.20	0.14	0.18	0.21

数据来源: 海通证券股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

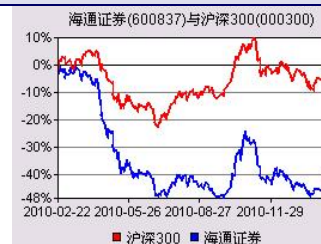
广发证券公司或其关联机构可能会持有报告中所涉及的公司所发行的证券并进行交易，亦可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。本报告中所有观点仅供参考，并请务必阅读正文之后的免责声明。

公司评级

买入

当前价格(元)	10.19
目标价格(元)	13.26
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	8.17%	-0.88%	-40.24%
沪深 300	4.07%	1.52%	-1.03%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	8,227.82/4,765.86
主要股东:	上海上实(集团)有限公司
主要股东持股比例	6.75%

财务比率

ROE	10.48%
ROA	6.12%
资产负债率	63.12%
每股净资产(元)	5.28
2009 年报数据	

目录索引

一、海通证券——资金实力雄厚的一线老牌券商	4
二、传统业务分析——实力较强，投行发展成果显著	7
（一）经纪业务——市占率趋稳，佣金率降幅低于行业，凸显转型决心	7
（二）投行业务——实现跨越发展，投行具备大小通吃的较强实力	9
（三）自营业务——配置灵活实力不俗，收益率稳定	11
（四）资管业务——集合理财产品规模较小，参股基金收入稳定	12
三、创新业务分析——优势明显，助力转型	13
（一）股指期货——行业龙头，将逐渐贡献业绩	13
（二）融资融券——交易额排名行业第一，拥有优质客户资源	17
四、投资建议	19
五、风险提示	20

图表索引

图 1：海通证券股权分散、证券金融控股集团轮廓清晰	5
图 2：海通证券 ROE 水平明显低于上市券商平均水平	6
图 3：海通证券业务结构变化情况	7
图 4：海通证券经纪业务市占率变化情况	8
图 5：招商证券经纪业务市占率变化情况	8
图 6：华泰证券经纪业务市占率变化情况	8
图 7：海通证券投行业务实现跨越式发展	10
图 8：海通证券自营规模对比	11
图 9：海通证券自营权益类配置灵活	11
图 10：自营综合投资收益率对比	12
图 11：参股基金公司成为收入的稳定来源	13
图 12：股指期货日均交易额与股票日均交易额对比（亿元）	14
图 13：全球期货交易量结构	15
图 14：全球期货交易量增长情况（百万份）	15
图 15：日本股指期货交易额与股票交易额对比（万亿日元）	15
图 16：韩国股指期货交易额与股票交易额对比（万亿韩元）	16
图 17：融资融券业务运行情况	17
图 18：融资融券交易额市占率情况	19
图 19：台湾券商融资融券集中度高于整体集中度	19
表 1：2010 上半年海通证券各项指标行业排名（亿元）	5
表 2：2010 上半年海通证券各项业务收入占比情况	6
表 3：上市券商佣金率变化情况	9
表 4：2010 年海通证券投行业务实力对比	10
表 5：2010 年海通证券股权融资项目	10
表 6：海通证券集合理财产品规模较小	12

表 7: 上市券商合计管理资产对比 (亿元)	13
表 8: 上市券商控股期货公司股指期货业务市占率 (进入前 20)	14
表 9: 2011 年股指期货业务利润预测 (亿元)	16
表 10: 2011 年股指期货业务对上市券商业绩贡献.....	17
表 11: 2011 年融资融券业务利润预测 (亿元)	18
表 12: 2011 年融资融券业务对部分上市券商业绩有明显贡献.....	19
表 13: 上市券商 11 年盈利预测与估值对比 (截至 2011-01-21)	20

投资要点

海通证券股份有限公司前身是成立于1988年的上海海通证券公司，注册资本1000万元，是我国最早成立的证券公司之一。从公司整体来看，海通证券具备了较完整的证券金融控股集团轮廓，业务范围涵盖了基金、期货和直投，并开始涉足海外市场业务。公司的各项主要业务指标均排在行业前三位，处于第一集团的地位。

从各项业务来看，海通证券的各项业务发展较为均衡，2010年上半年经纪业务手续费收入占比为52%，低于行业平均61%的水平，较为均衡的收入结构在这在一定程度上起到了平滑行业周期性的作用。

经纪业务上，由于主要收入来源是东部沿海经济发达地区，所以导致了在佣金竞争激烈的这几年，公司的经纪业务发展受到了严重挑战，不过从2010年二季度开始，海通证券的市占率下降的势头得到遏制，并且保持连续上升的趋势，对经纪业务较低的依赖度也可以使公司受佣金战的冲击低于行业平均水平。

投行业务的跨越发展是10年公司发展的亮点，对收入贡献达到了9%。海通证券的投行实力在业内具有较强实力，公司不仅在中小项目上具有较强的实力，同时也拥有承担华泰证券IPO这种大项目的实力。而且10年半年报显示，公司的项目储备有100个以上，投行业绩的持续性有较大保障。

公司自营收益率相对稳定，表现出较保守的取向，股权投资占比表现出明显的随市场行情灵活配置的特点。熊市时依然能够实现正收益。

资管业务特点表现为集合理财产品规模小，实力较弱，但近期已有新产品获批，随着公司的不断投入以及行业发展模式的转变，由于基数较低，相对来说，海通证券在资管业务上具备较大的发展潜力。而参股基金公司的规模排名靠前。公司参股51%海富通基金和28%富国基金，截至2010年底，按照权益法的管理资产净值为415亿元，在上市券商中排名第六。来自于参股基金公司的收入占比近几年都能保持在7%左右，对公司的业绩有较大的稳定作用。

公司最大亮点来自于股指期货和融资融券等创新业务。由于海通期货在业内具有较强的竞争力，且海通证券对其控股比例达到93%，预计2011年股指期货业务的业绩贡献能达到6%。未来随着股指期货业务的逐步推进，期货子公司后续的边际费用将逐渐降低，届时股指期货对业绩的贡献潜力将逐渐获得释放。融资融券业务方面，海通证券由于拥有较优质的客户资源，融资融券业务开展要明显好于其他券商，在该项业务上有较强优势，融资融券交易额的市占率排名第一，转融通与券种扩容等配套措施的推出，融资融券业务有望对公司业绩提升达到9%。

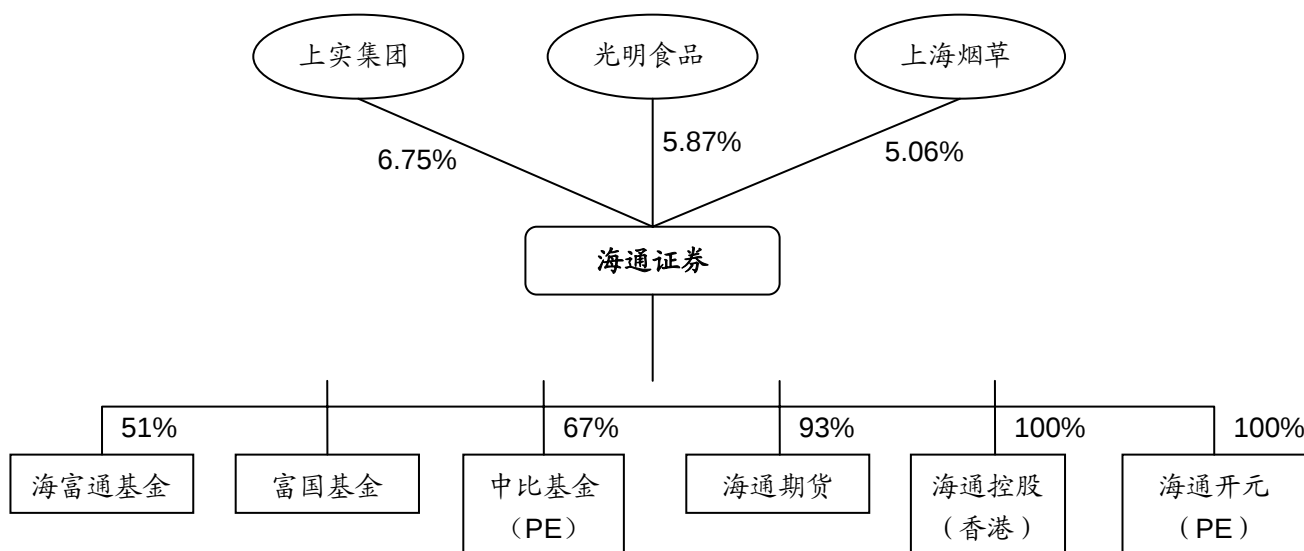
综上所述，无论是从传统业务还是创新业务的角度，海通证券都是在逐步向前推进，特别是创新业务实力强劲，使公司在转型中有望先于其他券商脱颖而出。在2011年末指数3200点，日均股基交易额2600亿元的假设下，预计2011年EPS为0.53元，对应目前股价PE为19X，估值优势明显，目标价13.26元，给予“买入”评级。

一、海通证券——资金实力雄厚的一线老牌券商

海通证券股份有限公司前身是成立于1988年的上海海通证券公司，注册资本1000万元，是我国最早成立的证券公司之一。2001年公司整体改制为股份有限公司，2002年注册资本金增至87.34亿元。2007年7月公司通过借壳都市股份成功登录资本市场，并于当年11月完成非公开发行7亿股，募集资金净额为259亿元。

从股权结构来看，公司股东的持股情况分散，直接持有公司股权5%以上的股东有3家，前十大股东的持股比例均在2%至7%之间，其中第一大股东上海上实（集团）持股比例也仅为6.75%，前十大股东合计持股比例43.5%，公司无控股股东及实际控制人。公司主要控股子公司和参股公司包括了基金、期货、PE和海外子公司等，初步形成以证券为主的金融控股集团模式：

图 1：海通证券股权分散、证券金融控股集团轮廓清晰



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

从公司2010年中期公布的关键财务数据来看，海通证券在各项重要指标上都名列前茅两位，截至2010年12月31日，总市值为810亿元，排名上市券商第三，与华泰证券和招商证券市值相近，海通证券各项指标的行业排名以及总市值相近券商对比如下表：

表 1：2010 上半年海通证券各项指标行业排名（亿元）

海通证券	营业收入	净利润	总资产	净资产	总市值
数值	43.8	19.3	1090.0	427.5	810
行业排名	2	2	2	2	3
华泰证券	营业收入	净利润	总资产	净资产	总市值
数值	35.9	14.4	1049.0	308.9	783
行业排名	4	4	3	3	4
招商证券	营业收入	净利润	总资产	净资产	总市值
数值	27.7	13.7	887.1	238.0	691
行业排名	8	7	6	4	5

数据来源：中国证券业协会、wind资讯、广发证券发展研究中心

表 2：2010 上半年海通证券各项业务收入占比情况

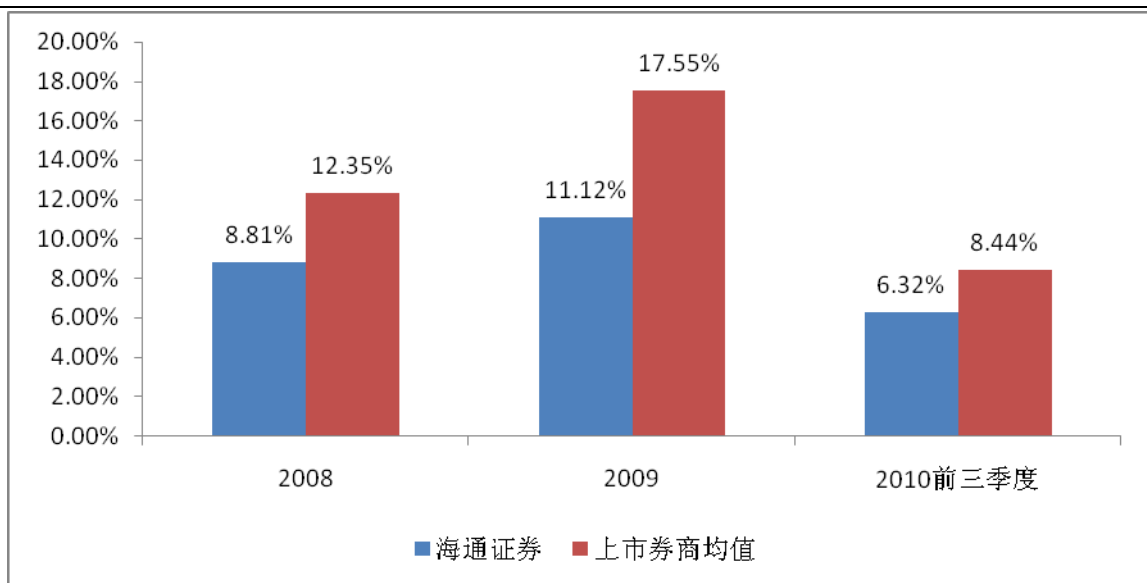
	经纪业务	自营业务	投行业务	资管业务	利息收入	基金公司收入
数值（亿元）	22.7	2.9	5.0	0.1	6.07	3.04
公司收入占比	51.9%	6.7%	11.4%	0.2%	13.9%	6.9%
行业收入占比	61.1%	4.0%	13.1%	1.1%	10.4%	

数据来源：中国证券业协会、公司财报、广发证券发展研究中心

海通证券的各项业务发展较为均衡，2010年上半年经纪业务手续费收入占比为52%，低于行业平均61%的水平，各来自于基金公司的收入占比为7%，较为均衡的收入结构在这在一定程度上起到了平滑行业周期性的作用，而且在佣金竞争激烈的市场环境下，能够使公司受到的冲击比较缓和。不过，相比基金管理收入，公司的资管业务相对较弱，收入贡献落后于行业平均水平。

海通证券收入结构的另外一个显著特点是利息收入占比较高，由于公司在07年借市场上涨的东风增发融资，获得了大量的资金，我们从海通证券历年公布的财报来看，公司并没有马上将其大量地用于发展各项业务，只是以货币资金的形式存入银行，甚至没有用于购买风险较低而收益相对较高的债券，可以看到，截至2010年三季度，海通证券自有货币资金依然高达236亿元，对应每股货币资金2.9元，这在上市券商中极为罕见。事实上，这样的安排也使得公司在上市之后一直由于ROE较低而受到诟病，如下图所示：

图 2：海通证券 ROE 水平明显低于上市券商平均水平



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

不过我们通过2010年海通证券管理层在业绩发布会上的表态或许可以得到答案，海通证券的管理层在发布会上表示，今后海通的发展模式是“美林模式”，也就是在经纪业务上以理财顾问模式为主导，各项创新业务均衡发展的战略构想。而诸如股指期货、融资融券与券商直投这样的创新业务都是资本消耗型业务，雄厚的资金规模将有助于公司在创新业务发展上取得领先地位。公司多次向控股子公司海通期货增资，目前注册资本已经达到5亿元，成为国内注册资本第二高的期货公司（华泰长城期货注册资本6亿元，国泰君安期货、海通期货、中证期货和上海东证注册资本5亿元）。同时，作为融资融券第一批试点券商，海通证券批准了80亿元的融资融券额度，也是所有试点券商中的最

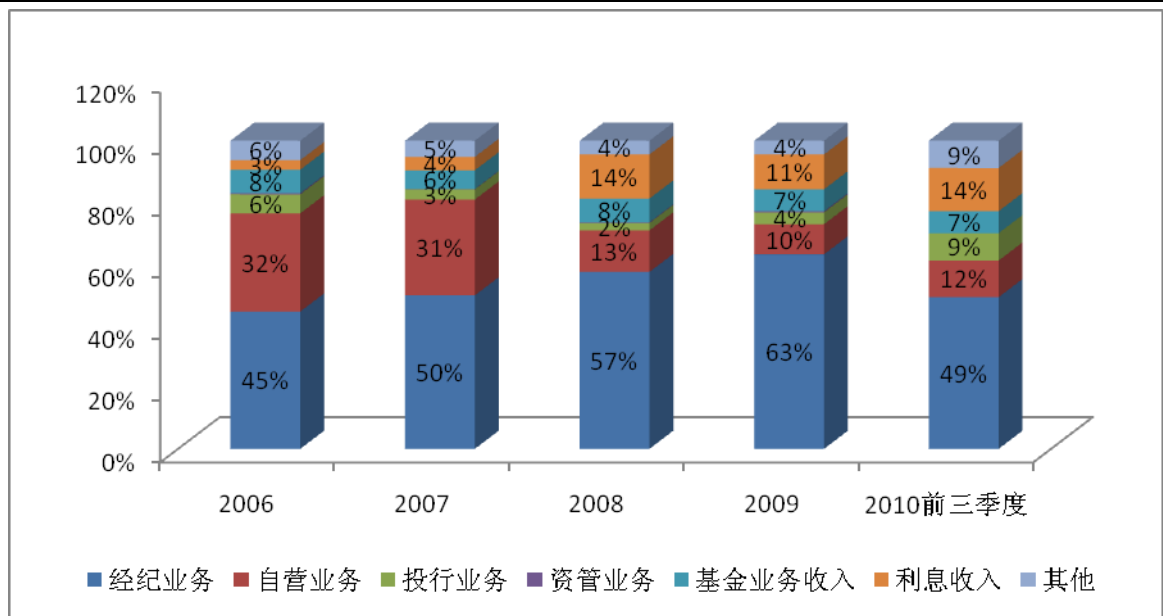
高水平。对直投子公司海通开元的注册资本达到30亿元，成为仅次于中信金石投资60亿元注册资本的第二大券商直投子公司。随着券商业务结构的转型以及创新业务的推进，海通证券强大的资金实力将起到至关重要的作用。

二、传统业务分析——实力较强，投行发展成果显著

整体上来看，海通证券的收入结构也是以经纪业务为主，但是对经纪业务的依赖度要明显低于行业平均水平，2010年前三季度占比为49%，各项业务的发展较为均衡。

从下图可以看出，海通证券在这几年的业务结构逐步趋于多元化，其中，自营的收入占比下降最快，特别是公司上市之后，自营趋向稳健，目前的收入占比在10%左右，通过参、控股基金公司获得的基金管理收入和基金代销收入占比则一直稳定在7%左右，另一方面，投行业务发展迅速，特别是进入2010年，承销收入贡献达到9%，发展成为公司一项十分重要的收入来源。

图 3：海通证券业务结构变化情况



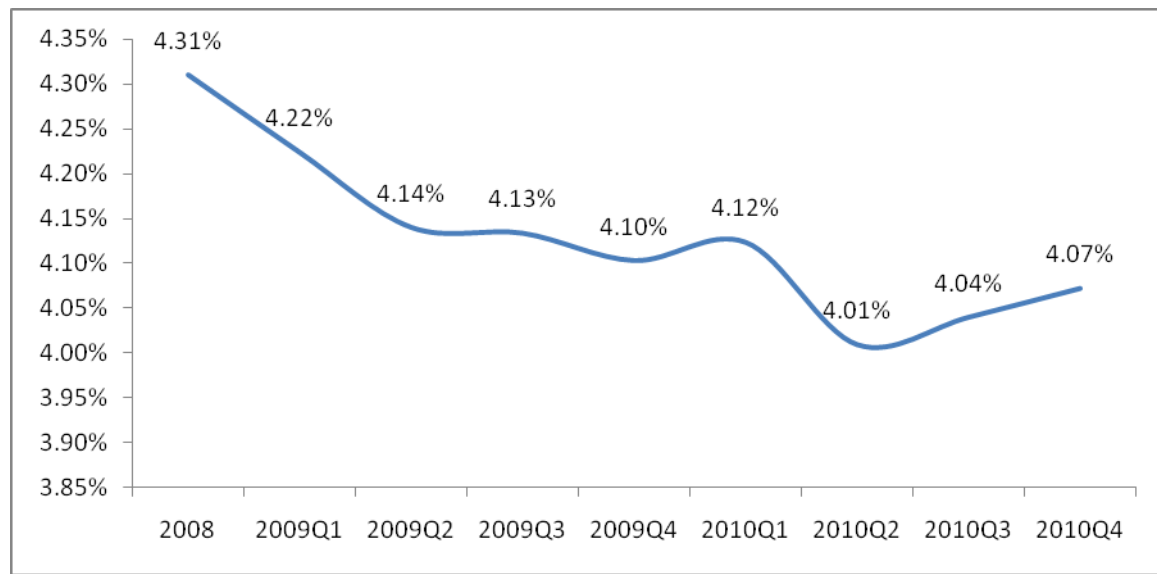
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

（一）经纪业务——市占率趋稳，佣金率降幅低于行业，凸显转型决心

从静态的角度来看，公司的经纪业务实力处于第一梯队的水平，市占率在4%以上，在所有会员中排名第五位。截至上半年公司营业部共181家，主要分布在东部沿海省市，上半年营业收入排名靠前的几个省市包括：上海市（3.6亿），黑龙江（3.6亿），山东（1.6亿），江苏（1.6亿），广东（1.4亿）和甘肃（1.0亿）。

也正是由于公司营业收入的主要来源是东部沿海经济发达地区，所以导致了在佣金竞争激烈的这几年，公司的经纪业务发展受到了严重挑战，从动态的角度来看，海通证券的经纪业务市占率下降较为明显，不过从2010年二季度开始，海通证券的市占率下降的势头得到遏制，并且保持连续上升的趋势。

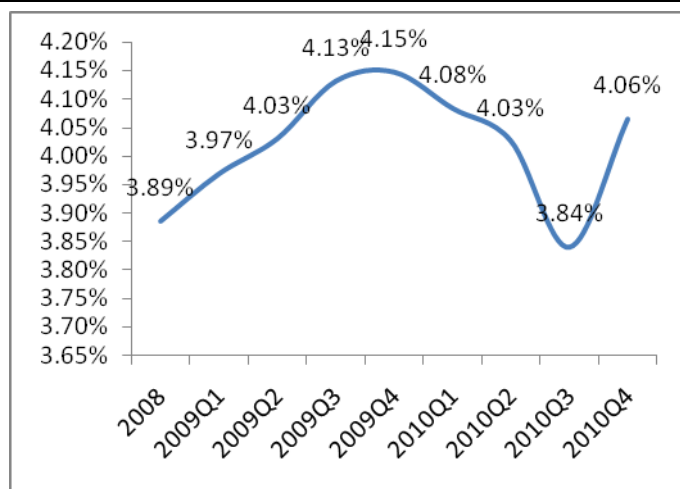
图 4：海通证券经纪业务市占率变化情况



数据来源：wind资讯、广发证券发展研究中心

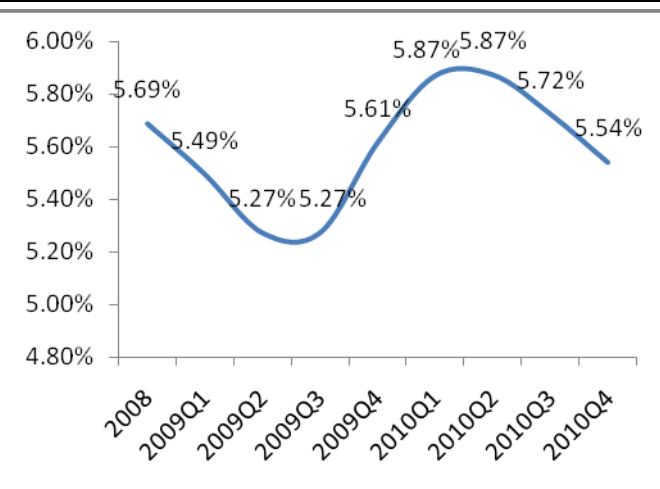
作为对比，我们列举了招商证券和华泰证券这几年的市占率变化情况，在佣金价格战愈演愈烈的背景下，部分实力较强的上市券商市场地位也受到严重挑战，市占率的波动性在一定程度上也反映了市场竞争的激烈程度。

图 5：招商证券经纪业务市占率变化情况



数据来源：wind资讯、广发证券发展研究中心

图 6：华泰证券经纪业务市占率变化情况



数据来源：wind资讯、广发证券发展研究中心

下面我们从佣金率的角度来进行分析，或许能为券商经纪业务市占率的起伏作出一定的解释。海通证券目前的佣金率水平在大型券商中处于较高水平，反映出公司在佣金价格战的压力下，坚持通过提高咨询服务水平，发展“美林模式”的决心，不过这在短期来看，造成了客户流失，市场地位下滑。

表 3：上市券商佣金率变化情况

上市券商	2008	2009	2010Q1	2010Q2	2010Q3	三季度环比	2010Q3-2009	2009-2008
中信证券	0.142%	0.115%	0.094%	0.095%	0.082%	-13%	-28%	-19%
广发证券	0.158%	0.136%	0.108%	0.105%	0.092%	-12%	-32%	-14%
招商证券	0.120%	0.098%	0.085%	0.082%	0.075%	-8%	-23%	-18%
海通证券	0.135%	0.130%	0.121%	0.117%	0.104%	-11%	-20%	-4%
华泰证券	0.113%	0.108%	0.085%	0.085%	0.081%	-5%	-26%	-4%
西南证券	0.143%	0.120%	0.103%	0.101%	0.086%	-14%	-28%	-17%
光大证券	0.122%	0.097%	0.085%	0.079%	0.074%	-7%	-24%	-20%
长江证券	0.126%	0.121%	0.103%	0.105%	0.097%	-7%	-20%	-4%
宏源证券	0.160%	0.138%	0.134%	0.126%	0.113%	-10%	-18%	-13%
国元证券	0.152%	0.117%	0.112%	0.106%	0.102%	-4%	-13%	-23%
东北证券	0.185%	0.162%	0.138%	0.136%	0.124%	-9%	-23%	-12%
国金证券	0.096%	0.118%	0.110%	0.118%	0.102%	-14%	-14%	23%
太平洋证券	0.202%	0.169%	0.156%	0.148%	0.144%	-3%	-15%	-16%
兴业证券	0.110%	0.099%			0.072%		-27%	-10%
山西证券	0.180%	0.162%			0.123%		-24%	-10%
上市券商平均	0.134%	0.117%	0.100%	0.100%	0.090%	-10%	-23%	-13%

数据来源：wind资讯、公司财报、广发证券发展研究中心

海通证券在09年基本保持了佣金率不变，而同期行业佣金率相比08年下降了13%，因此可以看到海通的市占率在09年持续下降，进入10年，公司对佣金率进行了调整，下降幅度与行业水平相当，明显能够看到市占率开始企稳回升。如果对比招商和华泰的市占率和佣金率变动关系，情况也是类似的。

因此从目前的数据分析情况来看，佣金率的下降与市占率的提升有一个较为明显的负相关关系，这也在一定程度上说明，在目前经纪业务转型的起步阶段，由于投资咨询等增值服务对于大部分投资者而言还是新鲜事物，接受起来还需要一定的时日，而佣金价格的下降是实实在在看得到的眼前利益，在公司还没有完全培育出足够的个性之前，为了维持公司的市场地位，调低佣金率就成了竞争的最重要手段。

有了家电业价格战导致行业发展受阻这样的前车之鉴，监管层不大可能会放任这种粗放式的竞争继续长期存在，因此从长远来看，真正能够在转型过渡阶段脱颖而出的，必然是在创新业务，咨询服务和优质客户资源的培育和维护上有较强实力的公司，而海通在这一点上是具备实力的，我们将会在下面有所提及。而至于短期佣金率的变化，由于目前海通的佣金率水平在大型券商中仍处于较高水平，降佣的幅度将取决于公司对于行业短期竞争态势和长期转型趋势之间博弈的理解和发展规划，我们认为海通证券在2011年的佣金率降幅可能会与行业水平相当，不过海通证券对于经纪业务的依赖度相对较低，因此一旦佣金率继续下降，公司受到的冲击应该是低于行业平均水平的。

（二）投行业务——实现跨越发展，投行具备大小通吃的较强实力

海通证券的投行实力在业内同样属于较强水平，10年借助创业板开闸的东风，海通证券总计承揽了35家公司的融资项目，其中股权融资首发项目12家，募资金额254亿元，排名行业第六，债券承销10家，募集资金147亿元。

表 4：2010 年海通证券投行业务实力对比

机构名称	承销家数						募资金额(亿元)					
	总计	首发	增发	配股	可转债	债券	总计	首发	增发	配股	可转债	债券
海通证券	35	12	11	2	0	10	632	254	180	50	0	147
招商证券	40	20	6	1	1	12	469	199	83	6	11	170
华泰+华泰联合	44	30	4	2	1	7	368	252	26	24	7	59
行业总计	892	351	152	33	11	345	15013	4911	2494	1483	717	5408

数据来源：wind资讯、广发证券发展研究中心

同时，从海通证券所承销的项目来看，公司不仅在中小项目上具有较强的实力，同时也拥有承担华泰证券IPO这种大项目的实力。在提交首发申报的13家公司中，仅有一家未获通过，IPO的过会率达到92%，远高于行业平均82%的过会率水平。

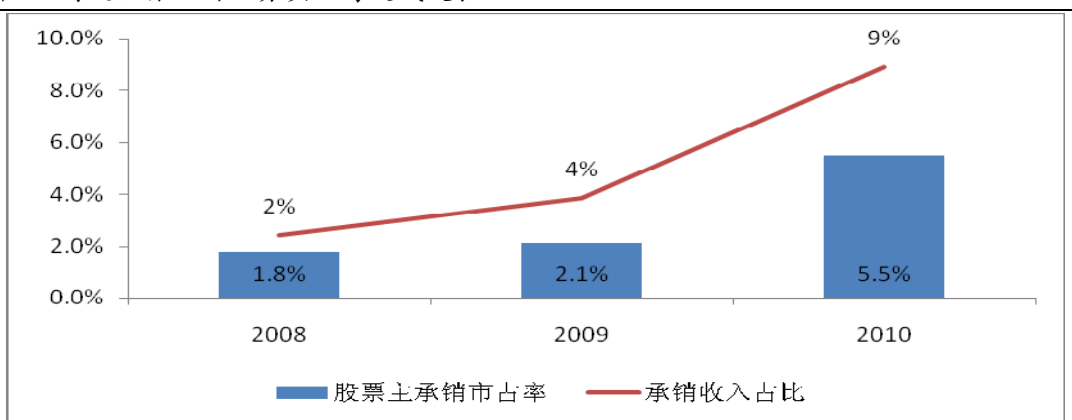
表 5：2010 年海通证券股权融资项目

公司名称	发行类型	发行日期	募资金额(亿元)	公司名称	发行类型	发行日期	募资金额(亿元)
积成电子	首发	2010-01-11	6	天业通联	首发	2010-07-28	10
华泰证券	首发	2010-02-09	157	东力传动	增发	2010-08-17	5
海兰信	首发	2010-03-17	5	金固股份	首发	2010-10-11	7
华东数控	增发	2010-04-19	3	浦发银行	增发	2010-10-14	59
康芝药业	首发	2010-05-13	15	建设银行	配股	2010-11-04	7
复星医药	增发	2010-05-04	7	长城电脑	增发	2010-11-05	10
卧龙电气	增发	2010-05-18	10	天桥起重	首发	2010-12-01	8
中原特钢	首发	2010-05-24	7	天舟文化	首发	2010-12-06	4
凯撒股份	首发	2010-05-26	6	科泰电源	首发	2010-12-20	8
交通银行	配股	2010-06-09	43	上海汽车	增发	2010-12-10	33
闰土股份	首发	2010-06-23	23	三花股份	增发	2010-12-21	10
恒星科技	增发	2010-06-18	3	江中药业	增发	2010-12-29	5
深发展 A	增发	2010-06-29	35				

数据来源：wind资讯、广发证券发展研究中心

从发展速度来看，海通证券的投行实力在2010年实现了跨越式的发展，股票主承销金额的市占率上升至5.5%，对收入贡献达到了9%，成为了10年收入的重要来源。而且10年半年报显示，公司的项目储备有100个以上，投行业绩的持续性有较大保障。

图 7：海通证券投行业务实现跨越式发展

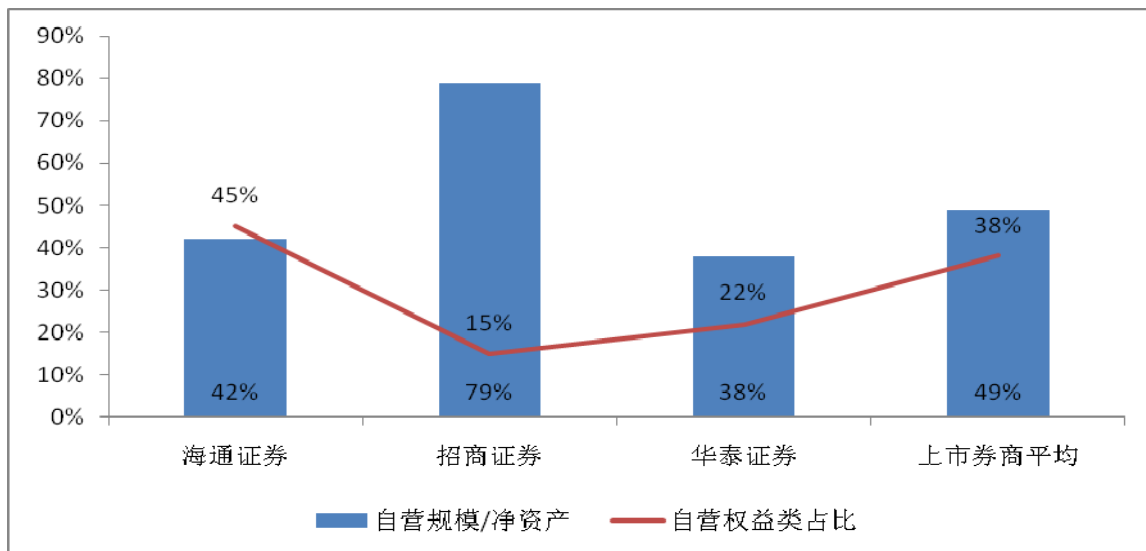


数据来源：wind资讯、公司财报、广发证券发展研究中心

（三）自营业务——配置灵活实力不俗，收益率稳定

从自营的规模和权益类资产的配置比例来看，海通证券的自营规模与行业平均水平相当，其2010年上半年的自营规模占净资产的比例为42%，其中权益类资产配置占比45%。

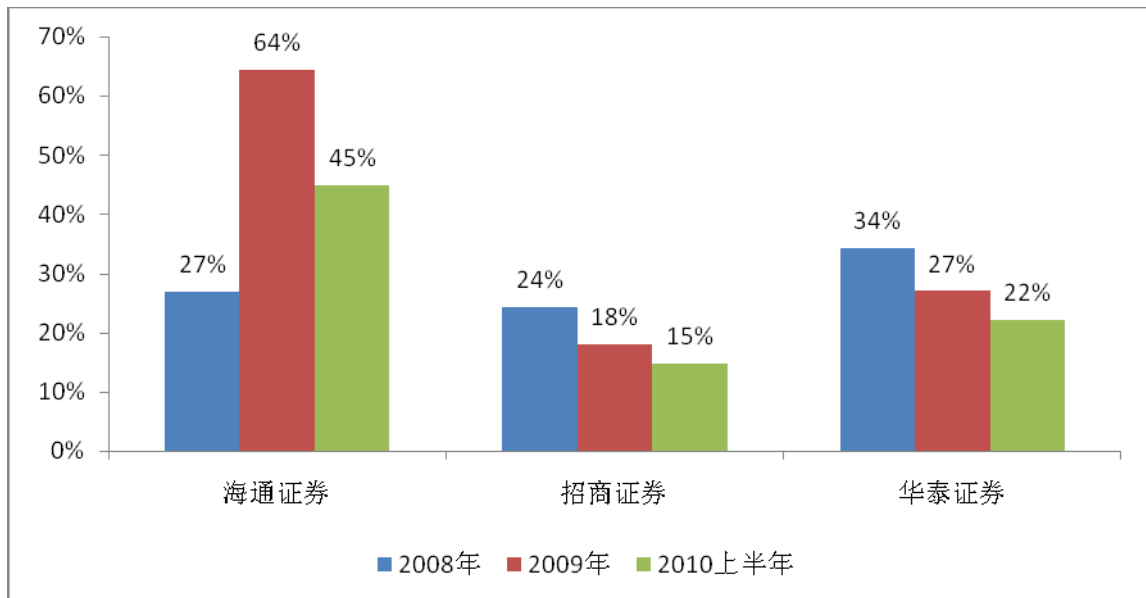
图 8：海通证券自营规模对比



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

公司自营投资的实力较强，股权投资占比表现出明显的随市场行情灵活配置的特点。

图 9：海通证券自营权益类配置灵活



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

因此在市场行情波动的这几年，海通证券的自营业务综合投资收益率一直保持较稳定的水平，在08年熊市的时候，海通证券的自营业务收入依然有9.44亿元，收入占比13%，年化投资收益率8.7%。