

金融 - 证券

2011 年 6 月 28 日

市场数据	2011 年 6 月 27 日
当前价格 (元)	8.90
52 周价格区间 (元)	8.35-13.03
总市值 (百万)	73227.61
流通市值 (百万)	73227.61
总股本 (百万股)	8227.82
流通股 (百万股)	8227.82
日均成交额 (百万)	700.81
近一月换手 (%)	10.11%
Beta (2 年)	
第一大股东	光明食品 (集团) 有限公司
公司网址	http://www.htsec.com

财务数据	FYE	行业均值
毛利率	49.48%	0.00%
净利率	37.74%	0.00%
净资产收益率	8.61%	0.00%
总资产收益率	319.40%	0.00%
资产负债率	60.48%	0.00%
现金分红收益率	0.00%	0.00%
市盈率	19.78	0.00
市净率	1.65	0.00

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
海通证券	-0.78%	-13.17%	-13.76%
沪深 300	2.47%	-7.83%	10.97%

相关报告

谢曙光

0755-83199599-5095

Xiesg@csc.com.cn

分析师申明

本人，谢曙光，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

经纪业务竞争激烈，创新业务仍需等待

——海通证券深度研究报告

评级： 中性

预测指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	9767.69	8774.08	9678.88	10474.61
净利润 (百万元)	3686.26	3256.58	3690.36	4149.16
每股收益 (元)	0.45	0.40	0.45	0.50
净利润增长率%	-18.95%	-11.66%	13.32%	12.43%
每股净资产 (元)	5.40	5.67	5.97	6.30
市盈率	19.78	22.49	19.84	17.65
市净率	1.65	1.57	1.49	1.41

资料来源：世纪证券研究所

- **经纪业务份额企稳，净佣金率难言乐观。**近两年来，公司经纪业务市场份额不断下降，从 2008 年的 4.41% 下降到 2010 年的 4.02%。从季度数据来看，公司经纪业务市场份额下降的趋势得到了遏制，2011 年一季度公司经纪业务市场份额为 4.13%，较去年同期提升了 1.7%；公司净佣金率从 2010 年一季度的 0.1206%，下降到 2011 年一季度的 0.0914%。从今年一季度的数据来看，净佣金率下滑的趋势仍没有得到逆转，只是下降的幅度有所减缓。
- **投行收入大幅增加，多项业务实力较强。**2010 年公司投行业务实现净收入 11.40 亿元，较 2009 年的 4.91 亿大幅增加 132%。公司在 IPO、配股、增发和债券主承销等多方面都有较强的实力。2010 年公司 IPO 主承销金额为 254.25 亿元，市场排名第六位。
- **创新业务走在前列，未来受益较为明显。**公司作为全国首批试点类券商，在资产管理、融资融券、直投业务、期货交易和新三板等创新业务方面都走在前列。虽然目前公司创新业务收入贡献仍较小，但是随着创新业务市场蛋糕的不断做大，公司作为最早进入创新业务、资本实力较强的证券公司之一，未来受益较为明显。
- **估值及投资建议：**我们预计 2011-2013 年公司每股收益分别为 0.40 元、0.45 元和 0.50 元，对应 2011 年 6 月 27 日收盘价的 PE 分别为 22.49、19.48 和 17.65 倍，与证券行业上市公司估值的中位数相当，估值合理。考虑到 2011 年公司经纪业务竞争压力，创新业务难有放量，利润增速下降将导致公司估值有进一步向下修复的需要。因此给予公司“中性”评级。
- **风险因素分析：**经济下滑导致市场低迷，经纪业务收入面临进一步大幅下降；大股东进一步减持。

公司概况

公司历史背景显赫，合并收购助其成长

公司成立于 1988 年，原名为上海海通证券公司，1994 年改制成为海通有限公司。2005 年 5 月公司成为首批创新试点类公司。2007 年 6 月 7 日，都市股份将全部资产与负债售予公司控股股东光明食品（集团）有限公司，同时吸收合并原海通证券。同年公司完成定向增发，募集资金近 260 亿元。2007 年 11 月公司合并兴安证券，成为黑龙江省市场份额最大的证券公司。2008 年 1 月公司再次收购甘肃证券，成为全国布点营业部最多的证券公司之一。

经过 2007 年的上市，以及 2007、2008 年的两次收购合并，公司的多项业绩指标在全国 106 家证券公司中位列前几位。截止到 2010 年底，公司总资产、净资产排名第二，营业收入排名第三位。经纪业务净收入和投行净收入排名分别为第六位、第七位。盈利能力方面，2010 年公司共实现净利润 34.17 亿元，排名第四位。

Figure 1 2010 年公司多项经营业务指标位列行业前 10 位

单位：百万元

总资产		净资产		营业收入		经纪业务净收入		投行净收入		净利润	
中信证券	109,371	中信证券	41,050	中信证券	19,086	银河证券	5,642	中金公司	2,466	中信证券	11,814
海通证券	100,718	海通证券	32,460	广发证券	10,188	华泰证券	5,250	平安证券	2,406	广发证券	4,887
国泰君安	93,572	华泰证券	21,658	海通证券	7,914	国泰君安	5,041	中信证券	2,405	国泰君安	3,738
广发证券	91,036	光大证券	17,647	国信证券	7,692	国信证券	4,886	国信证券	1,738	海通证券	3,417
银河证券	90,115	国泰君安	17,347	银河证券	7,589	广发证券	4,720	华泰证券	1,475	国信证券	3,115
招商证券	89,584	招商证券	14,063	国泰君安	7,451	海通证券	4,576	招商证券	1,340	招商证券	3,012
华泰证券	86,479	国信证券	12,490	申银万国	6,217	中信证券	4,474	海通证券	1,063	申银万国	2,835
中信建投	66,886	申银万国	12,084	招商证券	5,980	申银万国	4,363	中银国际	1,017	银河证券	2,756
国信证券	63,726	广发证券	11,963	中信建投	5,553	中信建投	3,497	中信建投	980	华泰证券	2,369
申银万国	60,215	国元证券	11,771	华泰证券	5,312	招商证券	3,325	广发证券	923	中信建投	2,122

数据来源：SAC、世纪证券研究所

股权结构较为分散，解禁压力仍将存在

公司股东持股情况较为分散，截止到 2010 年一季度末，直接持有公司股权 5%以上的股东有 3 家，其中第一大股东上海上实（集团）持股比例为 6.75%，公司无控股股东及实际控制人。2011 年 5 月 10 日，上实集团减持所持股份 2.29 亿股（占公司总股本的 2.783%），减持后，上市集团持股比例下降至 3.97%，退居第五大股东。目前公司第一大股东为光明食品（集团）有限公司，持股比例为 5.87%。

Figure 2 公司前十大股东明细

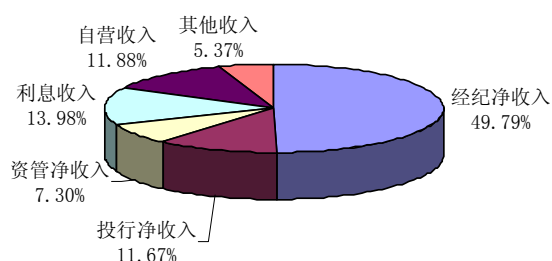
股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)	股本性质
光明食品(集团)有限公司	482,686,582	5.87	A 股流通股
上海烟草集团有限责任公司	416,420,568	5.06	A 股流通股
上海电气(集团)总公司	392,474,762	4.77	A 股流通股
中能(集团)有限公司	338,164,142	4.11	A 股流通股
上海上实(集团)有限公司	326,569,986	3.97	A 股流通股
上海久事公司	242,911,998	2.95	A 股流通股
上海百联集团股份有限公司	214,471,652	2.61	A 股流通股
文汇新民联合报业集团	208,210,284	2.53	A 股流通股
上海兰生股份有限公司	191,150,000	2.32	A 股流通股
辽宁能源投资(集团)有限责任公司	159,130,342	1.93	A 股流通股
合 计	2,972,190,316	36.12	A 股流通股

数据来源：公司公告、世纪证券研究所

经纪业务仍是主业，创新业务难挑大梁

2010 年，公司实现营业收入 97.68 亿元，其中经纪业务净收入 48.64 亿元，占比 49.79%。公司投行业务和自营业务净收入占比较往年有所提高，2010 年公司投行净收入 11.40 亿元，占比 11.67%；自营业务净收入 11.60 亿元，占比 11.88%。公司作为全国首批试点类券商，在资产管理、融资融券、直投业务、期货交易和新三板等创新业务方面都走在前列，但由于创新业务现阶段仍处于培育期，且监管较严，业绩贡献度仍较小。截止到 2010 年底，公司资产管理、融资融券、直投业务和期货交易共实现营业收入 5.65 亿元，占比仅为 5.78%。

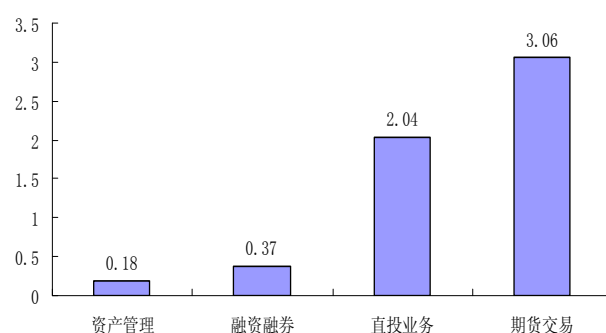
Figure 3 2010 年公司各项业务收入占比



数据来源：公司年报、世纪证券研究所

Figure 4 2010 年公司创新业务收入

单位：亿元



数据来源：公司年报、世纪证券研究所

公司营业布局全国，沪黑苏粤占比较大

截止到 2011 年 6 月 19 日，公司共有 195 家营业部，分布在除西藏和青海以外的全国各省市，主要分布于黑龙江、上海市、江苏省和广东省等省市，占比超过一半。由于黑龙江省经纪业务在全国市场份额较小，公

司大量营业部（45 家）分布在该省，导致公司部均经纪业务量在全国排名较为靠后（见公司经纪业务部分）。

Figure 5 公司营业部分布情况



数据来源：同花顺 iFind、世纪证券研究所

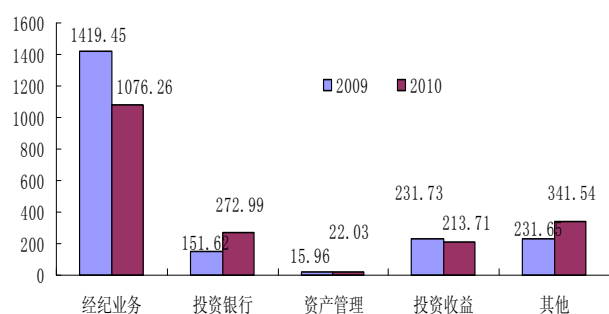
公司所处行业背景

经纪业务半壁江山，创新业务有序推进

近年来，在资本市场快速发展的同时，国内证券行业也在不断进行业务转型。从目前的情况来看，大多数证券公司仍难以摆脱经纪业务为主的经营模式。据证券业协会的统计数据显示，2010 年证券行业共实现经纪业务净收入 1076.26 亿元，在证券行业总收入中占比 55.87%。2010 年受益于一级市场的活跃，全行业投资银行业务共实现净收入 272.99 亿元，较 2009 年大幅增加 80%，但在证券公司营业总收入中的占比仍不足 15%。2010 年证券行业自营业务共实现收入 213.71 亿元，占比为 11.09%。另外，从 2010 年证券行业的经营情况来看，始于 2005 年的券商理财业务业绩贡献度仍较小。2010 年全行业证券公司资产管理业务共实现净收入 22.03 亿元，占比仅为 1.14%。

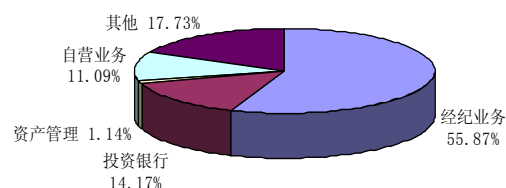
Figure 6 证券行业业务收入

单位: 亿元



数据来源: SAC、世纪证券研究所

Figure 7 2010 年证券行业业务收入占比



数据来源: SAC、世纪证券研究所

经纪业务量升价跌，激烈竞争仍将延续

经过 2005 年的股改，我国股票市场成交量呈现爆发式增长，除 2008 年受国际金融危机影响，市场成交低迷外，2007-2010 年日均股票基金成交额均基本维持在 2000 亿元左右。国内证券成交量大幅增加，高换手率也是其一大原因。据国际证券交易所联合会的数据显示，2010 年深圳证券交易所以 344.3% 的换手率跃居全球第一；上海证券交易所的换手率为 178.5%，排名第三。从交易所上市公司市值的角度来看，国内证券市场仍有巨大发展空间，上海证券交易所上市公司总市值仅为纽约泛欧交易所（美国）的 20.28%。

Figure 8 2010 年深圳和上海证券交易所交易量全球排名靠前

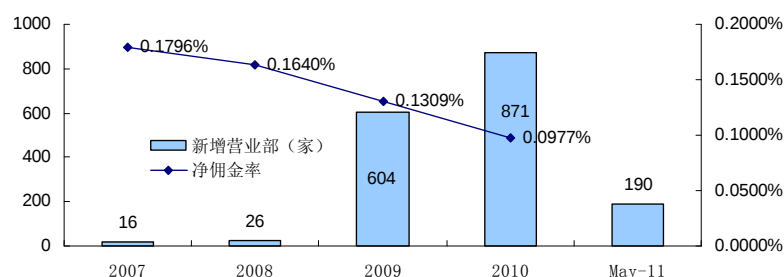
单位: 百万美元

Market capitalization		Value of share trading		Turnover velocity	
Exchange	2010	Exchange	2010	Exchange	2010 Avg
NYSE Euronext (US)	13,394,081.8	NYSE Euronext (US)	17,795,600.2	Shenzhen SE	344.3%
NASDAQ OMX	3,889,369.9	NASDAQ OMX	12,659,197.9	NASDAQ OMX	340.4%
Tokyo SE Group	3,827,774.2	Shanghai SE	4,486,484.4	Shanghai SE	178.5%
London SE Group	3,613,064.0	Tokyo SE Group	3,792,715.4	Korea Exchange	176.3%
NYSE Euronext (Europe)	2,930,072.4	Shenzhen SE	3,563,792.0	Istanbul SE	150.6%
Shanghai SE	2,716,470.2	London SE Group	2,749,532.9	Taiwan SE Corp.	135.3%
Hong Kong Exchanges	2,711,316.2	NYSE Euronext (Europe)	2,022,207.4	Deutsche Börse	119.3%
TSX Group	2,170,432.7	Deutsche Börse	1,632,061.6	Taiwan SE Corp.	135.3%
Bombay SE	1,631,829.5	Korea Exchange	1,604,550.9	NYSE Euronext (US)	130.2%
Shenzhen SE	1,311,370.1	Hong Kong Exchanges	1,496,215.2	Deutsche Börse	119.3%

数据来源: WFE、世纪证券研究所

虽然我国证券市场的交易量在最近几年出现了大幅增长，但是证券公司的经纪业务收入并未能同比例增加，主要是因为证券公司营业部的迅速扩张，导致佣金率出现大幅下滑。据证券业协会的统计数据显示，2009-2010 年新增证券营业部 1475 家，而同期代理买卖证券净佣金率从 2008 年的 0.1640% 下降到 0.0977%，下降幅度高达 40.43%。

Figure 9 新增营业部直接导致净佣金率大幅下降



数据来源：上海证券交易所、SAC、世纪证券研究所

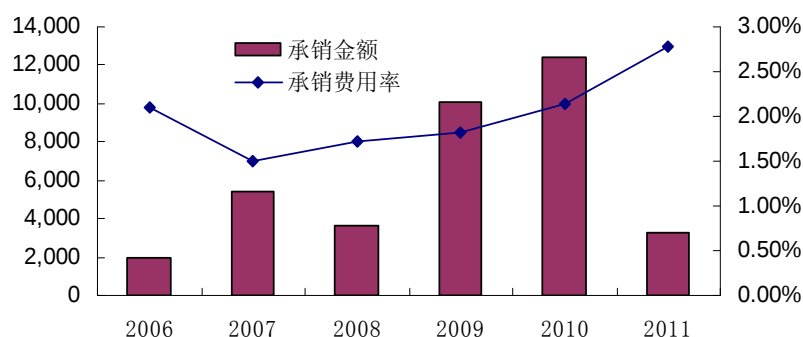
针对佣金率的大幅下降，去年证券业协会出台了《关于进一步加强证券公司客户服务和证券交易佣金管理工作的通知》，证券公司也逐步通过投资顾问等差异化服务来提升佣金率。但是由于证券行业基本上处在完全竞争的格局（2010 年前十大大证券公司股票交易量占比为 40.6%），未来证券公司经纪业务仍将处在十分激烈的竞争格局。

投行业务量价齐升，市场份额不断下降

2009 年证券行业投行承销金额大幅增加，首次突破万亿元大关。2010 年得益于创业板 IPO 的火爆、上市银行再融资，投行业务延续高速增长，共实现承销金额 12441 亿元。2008 年以来，承销金额在大幅增加的同时，承销费用率也处在上升通道之中。2011 年前 5 个月承销费用率为 2.78%，较 2008 年提升一个百分点。承销费用的大幅增加主要原因是中小项目 IPO 承销费用较高，2010 年 4 月，华泰联合保荐双箭股份上市的费率高达 12.29%，刷新了 2009 年 8% 的费率新高。

Figure 10 投行业务量价齐升

单位：亿元



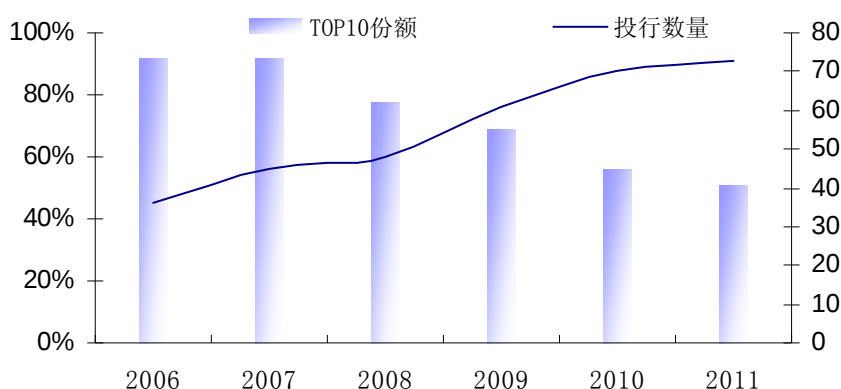
数据来源：威海证券精英、世纪证券研究所

注：承销金额包括 IPO、增发、配股、可转债和公司债。

近年来，国内证券公司都在积极备战投行业务，2010 年共有 70 家证券

公司参与投行业务，较 2008 年的 48 家增加了 22 家。投资银行数量的增加，导致国内投资银行业务市场集中度有所下降。2011 年 1-5 月，前十家证券公司投行业务市场份额占比为 51.19%，相比 2007 年的 91.35%，下降 43.96%。虽然从更长的视角来看，投行业务的集中度将会集中在几家超级证券公司，但由于我国资本市场仍处于初级发展期，并且国内券商区域经营还较为明显。因此我们预计，短期之内券商投行业务的市场集中度难能出现上升趋势。

Figure 11 投行数量增加导致市场集中度下降



数据来源：威海证券精英、世纪证券研究所

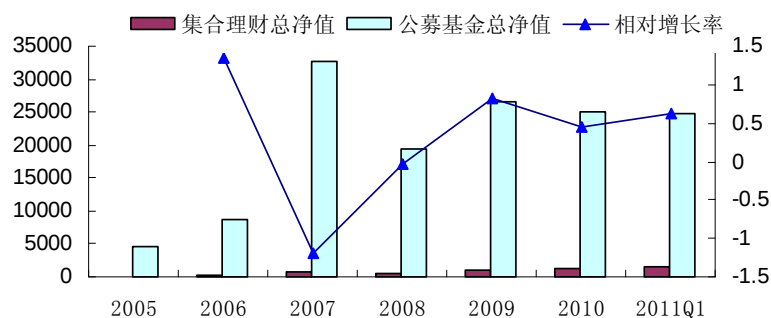
随着我国资本市场创新的不断深入，证券公司已经开始了多项创新业务的试点工作。券商资产管理、股指期货、直投业务、融资融券等多项创新业务已经进行了一段时间，虽然短期之内在证券公司的总收入中贡献较小，但随着创新业务市场蛋糕的不断做大，最早进入创新业务、资本实力较强的证券公司将会在未来持续受益。另外，新三板、国际板等新业务也在不断的推进，未来对证券公司整体营业收入都会有一定的贡献。

券商资产管理快速发展

经过前几年的试点摸索，证券公司集合理财业务在近几年得到了快速发展，2009 年以来券商集合理财业务增长速度较公募基金增速明显增快。从政策的角度来看，下半年资产管理业务有望实现由审批制到备案制的突破性转变，资产管理业务发展将面临再次提速。但是由于券商资产管理业务的规模较小（截止 2010 年底基金总净值仅为公募基金的 5.43%），短期之内在证券公司总收入的贡献比例仍较小。

Figure 12 券商集合理财业务相对公募基金快速发展

单位：亿元



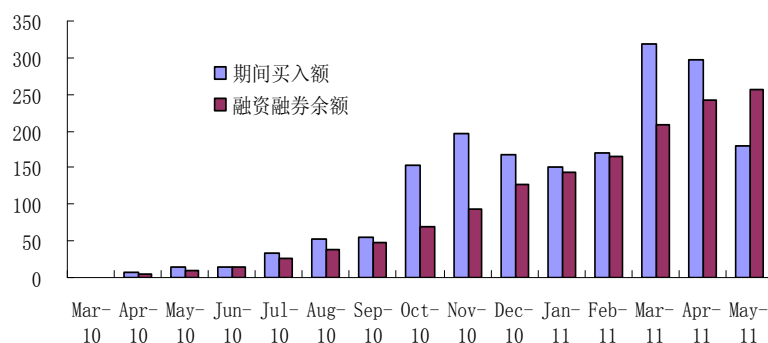
数据来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

融资融券稳定增长，但市场规模仍较小

自 2010 年 3 月 31 日，融资融券业务试点开始以来，已有三批券商开展该项业务。自试点以来，融资融券额一直处于稳定的增长，但市场规模仍较小。截止到 2011 年 5 月底，融资融券余额为 257.63 亿元，仅为 A 股总市值的 0.13%。

Figure 13 融资融券业务市场交易量

单位：亿元



数据来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

公司主营业务分析

相对于公司的总资本水平，公司的经营业绩略低于同等规模的中信证券、华泰证券，但公司的经纪业务和投行业务在同业中的排名仍属于前几位。据威海证券精英的统计数据显示，2010 年公司综合业务价值在全国排名第七位，其中经纪业务价值排名第五位，投行业务价值为排名第九位。在上市券商中，公司综合排名稍逊于招商证券，略高于广发证券。

Figure 14 2010 年公司综合价值排名第七位 单位: 百万元

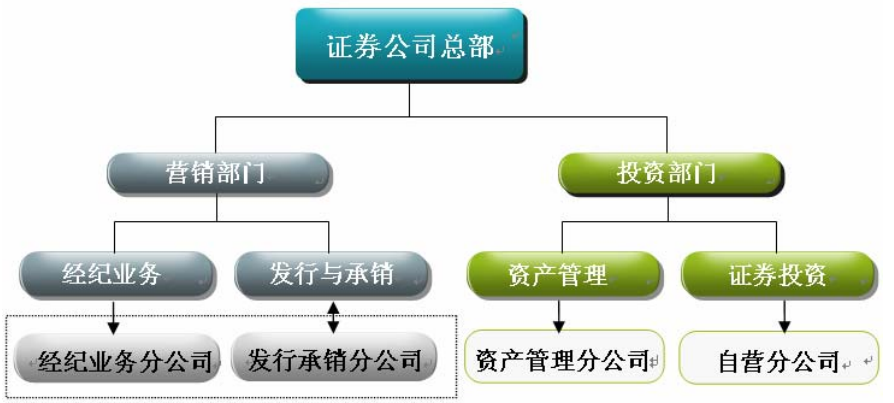
公司	本期	综合	份额%	经纪	份额%	投行	份额%
华泰证券*	1	9,580.20	5.75%	8,042.92	5.75%	1,537.27	5.78%
中信证券*	2	8,932.77	5.36%	7,371.18	5.27%	1,561.59	5.87%
银河证券	3	8,233.39	4.94%	7,192.39	5.14%	1,041.01	3.92%
国信证券	4	8,045.01	4.83%	6,285.31	4.49%	1,759.70	6.62%
国泰君安	5	7,577.44	4.55%	6,812.24	4.87%	765.21	2.88%
招商证券	6	6,887.28	4.14%	5,614.16	4.01%	1,273.12	4.79%
海通证券	7	6,650.15	3.99%	5,673.75	4.05%	976.4	3.67%
广发证券	8	6,626.80	3.98%	5,785.42	4.13%	841.38	3.17%
中信建投	9	5,726.53	3.44%	4,624.50	3.30%	1,102.03	4.15%
申银万国	10	5,627.77	3.38%	5,331.43	3.81%	296.35	1.11%
光大证券	11	4,929.76	2.96%	4,394.49	3.14%	535.27	2.01%

数据来源：威海证券精英、世纪证券研究所
注：综合、经纪、投行数据为根据不同业务对公司收入的贡献进行加权计算所得。华泰证券包括华泰证券和华泰联合证券，中信证券包括中信证券、中信金通和中信万通证券，除特别说明，下同。

分公司经营模式，提升管理效率

由于证券公司营业部较多，并且分布较为分散，因地域限制带来的沟通、时间成本等因素会使证券公司对营业部管理存在许多缺陷，分公司作为连接公司总部和营业部桥梁的管理模式就应运而生。

Figure 15 证券分公司结构图



数据来源：世纪证券研究所

根据公司年报显示，截止到 2010 年底，公司共成立 10 家分公司，分别管理相应地区的经纪业务和投行业务。分公司经营模式的转变将大大提高公司的运行效率，减少一些因地域限制造成的费用，并且分公司可以根据地区的经营特点制定相应的策略，提升经营效率。

市场份额企稳回升，净佣金率难言乐观

2010 年公司经纪业务市场份额为 4.02%，在上市券商中仅次于华泰证券、中信证券和广发证券。近两年来，公司市场份额不断下降，从 2008 年

的 4.41% 下降到 2010 年的 4.02%。不过,从季度数据来看,公司经纪业务市场份额下降的趋势得到了遏制,2011 年一季度公司经纪业务市场份额为 4.13%,较去年同期提升了 1.7%。我们认为这有可能是公司经纪业务市场份额企稳回升的迹象。公司在积极调整经纪业务结构、采取分公司经营模式之后,作为国内几家大型券商之一的竞争优势将会得到体现。

Figure 16 公司市场经纪业务份额或企稳回升

证券公司	股基权市场份额						市场份额同比变化				
	2007	2008	2009	2010	2010Q1	2011Q1	2007	2008	2009	2010	2011Q1
华泰证券	5.37%	6.85%	5.76%	5.79%	6.02%	5.51%	48.56%	27.66%	-15.90%	0.56%	-8.54%
中信证券	4.57%	4.61%	4.72%	5.22%	4.97%	5.42%	5.40%	0.76%	2.51%	10.41%	9.11%
广发证券	3.80%	3.75%	3.88%	4.11%	3.93%	4.17%	3.25%	-1.13%	3.33%	6.06%	6.09%
海通证券	4.11%	4.41%	4.06%	4.02%	4.06%	4.13%	5.16%	7.37%	-7.97%	-0.81%	1.70%
招商证券	3.40%	3.80%	4.10%	4.02%	4.09%	3.97%	-2.24%	11.82%	8.07%	-1.94%	-2.97%
光大证券	2.27%	3.12%	3.13%	3.15%	3.11%	3.11%	-15.85%	37.63%	0.44%	0.51%	0.04%
长江证券	1.34%	1.29%	1.42%	1.64%	1.16%	1.72%	6.07%	-3.82%	9.69%	16.18%	47.44%
兴业证券	1.52%	1.53%	1.43%	1.63%	1.49%	1.72%	-8.35%	0.19%	-6.38%	14.23%	15.59%
宏源证券	0.70%	1.09%	1.30%	1.27%	1.35%	1.28%	-0.45%	56.01%	19.05%	-2.37%	-4.90%
国元证券	0.81%	0.88%	1.10%	1.05%	1.09%	1.07%	-8.49%	8.48%	26.04%	-5.14%	-1.63%
东北证券	0.76%	0.67%	0.73%	0.74%	0.78%	0.72%	-0.14%	-11.37%	8.45%	2.30%	-7.73%
山西证券	0.47%	0.51%	0.61%	0.59%	0.58%	0.56%	2.45%	8.47%	19.05%	-3.34%	-3.09%
国金证券	0.50%	0.59%	0.69%	0.66%	0.72%	0.66%	8.57%	17.76%	17.59%	-5.23%	-8.43%
西南证券	0.60%	0.52%	0.63%	0.75%	0.72%	0.79%	-18.84%	-13.45%	21.63%	19.73%	10.02%
太平洋	0.21%	0.24%	0.29%	0.28%	0.28%	0.27%	0.39%	13.37%	23.43%	-3.75%	-4.63%
中位数	1.34%	1.29%	1.42%	1.63%	1.35%	1.72%	0.39%	8.47%	8.45%	0.51%	-1.63%

数据来源: Wind、世纪证券研究所

2010 年以来上市券商净佣金率一直处在大幅下滑的趋势,公司净佣金率从 2010 年一季度的 0.1206%, 下降到 2011 年一季度的 0.0914%。从今年一季度的数据来看,净佣金率下滑的趋势并没有得到逆转,只是下降的幅度有所减缓。2011 年公司净佣金率同比下降 24.19%, 环比下降 3.03%。预计公司净佣金率 2011 年全年下降 14.79%, 明后年公司净佣金率维持在 0.09%。

Figure 17 证券公司净佣金率及其变化情况

	净佣金率					同比变化		环比变化	
	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2010Q4	2011Q1	2010Q4	2011Q1
宏源证券	0.1337%	0.1256%	0.1132%	0.1125%	0.1096%	-20.26%	-18.07%	-0.65%	-2.59%
东北证券	0.1377%	0.1361%	0.1241%	0.1308%	0.1200%	-20.18%	-12.87%	5.44%	-8.29%
国元证券	0.1117%	0.1060%	0.1021%	0.0975%	0.0876%	-16.04%	-21.59%	-4.44%	-10.19%
长江证券	0.1028%	0.1046%	0.0973%	0.0814%	0.0834%	-33.65%	-18.89%	-16.38%	2.42%

山西证券	0.1454%	0.1363%	0.1233%	0.1220%	0.1234%	-22.46%	-15.11%	-1.12%	1.18%
国金证券	0.1104%	0.1177%	0.1016%	0.1035%	0.0983%	-44.35%	-10.95%	1.80%	-5.01%
西南证券	0.1029%	0.1007%	0.0865%	0.0855%	0.0760%	-21.95%	-26.15%	-1.16%	-11.10%
海通证券	0.1206%	0.1172%	0.1040%	0.0943%	0.0914%	-22.20%	-24.19%	-9.38%	-3.03%
招商证券	0.0852%	0.0818%	0.0752%	0.0748%	0.0692%	-16.36%	-18.80%	-0.54%	-7.47%
太平洋	0.1559%	0.1484%	0.1438%	0.1405%	0.1298%	-12.35%	-16.77%	-2.30%	-7.61%
兴业证券	0.0750%	0.0772%	0.0724%	0.0534%	0.0533%	-38.47%	-28.95%	-26.20%	-0.21%
光大证券	0.0853%	0.0794%	0.0738%	0.0730%	0.0692%	0.52%	-18.81%	-1.08%	-5.12%
中位数	0.1110%	0.1116%	0.1018%	0.0959%	0.0895%	-21.10%	-18.81%	-1.14%	-5.06%

数据来源：公司年报、世纪证券研究所

经纪业务效率较低，仍有较大提升空间

截止到 2011 年 4 月底，公司共有营业部 195 家，从业人数 8438 人。从公司经纪业务部均价值和人均价值指标来看，仍有较大提升空间。2010 年公司部均经纪价值 31.70，在全国 100 家证券公司中排名第 37 位。2011 年 1 至 4 月，公司人均经纪 22.50 万元，在全国 104 家证券公司中排名第 23 位。

Figure 18 公司部均、人均经纪业务量仍有提升空间

单位：百万元

公司	营业部数	2010 年			2011 年 1-4 月	
		经纪	部均经纪	人数	经纪价值	人均经纪（万元）
银河证券	208	7192.39	34.58	9,594	2396.90	24.98
国泰君安	172	6812.24	39.61	7,630	2295.45	30.08
国信证券	58	6285.31	108.37	10,922	2036.36	18.64
广发证券	184	5785.42	31.44	10,757	1932.19	17.96
海通证券	179	5673.75	31.70	8,438	1898.31	22.50
招商证券	74	5614.16	75.87	5,639	1854.19	32.88
申银万国	143	5331.43	37.28	4,096	1745.75	42.62
华泰证券	127	5260.87	41.42	6,522	1726.17	26.47
中信建投	119	4624.50	38.86	5,292	1490.07	28.16
光大证券	100	4394.49	43.94	7,524	1432.02	19.03

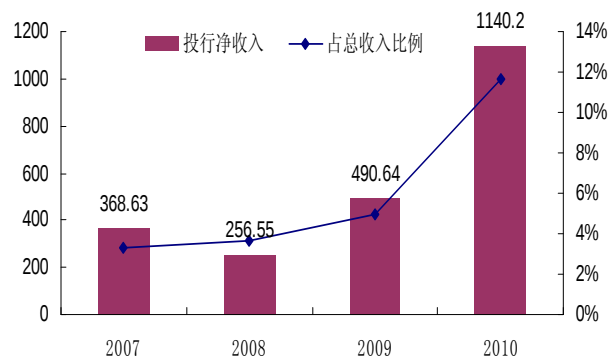
数据来源：威海证券精英、世纪证券研究所

投行收入大幅增加，多项业务实力较强

2010 年公司投行业务实现净收入 11.40 亿元，较 2009 年的 4.91 亿大幅增加 132%。投行业务净收入大幅增加的同时，其在营业收入中的占比也不断提高，从 2007 年的不足 5%，提升到 2010 年的 11.67%。另外，从投行业务收入的构成来看，财务顾问和保荐收入也出现了稳定增长，2010 年分别实现净收入 1.44 亿元、0.77 亿元。

Figure 19 公司投行净收入及其占比

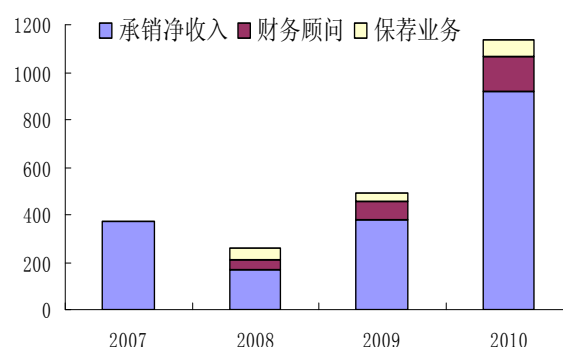
单位: 百万元



数据来源: 公司年报、世纪证券研究所

Figure 20 投行业务净收入细分项

单位: 百万元



数据来源: 公司年报、世纪证券研究所

从公司 2006-2011 年主承销额细分项目来看, 公司在首次公开发行、配股、增发和债券承销等多方面都有较强的实力。2010 年公司 IPO 主承销金额为 254.25 亿元, 市场份额为 5.18%, 市场排名第六位。2011 年公司投行 IPO 主承销项目继续保持快速发展, 截止到 6 月 21 日, 共主承销 56.39 亿元, 市场排名第七位。但是公司在可转债方面斩获较少, 近四年来一直没有承销项目。

Figure 21 公司 2006-2011 年主承销额细分项目

单位: 亿元

	2006	2007	2008	2009	2010	2011*
首发	11.14	122.40	13.20	31.64	254.25	56.39
市场份额	0.68%	2.74%	1.28%	1.56%	5.18%	3.55%
市场排名	12	8	13	13	6	7
增发	6.77	219.85	26.69	26.51	180.45	31.06
市场份额	0.75%	7.52%	1.94%	1.83%	7.19%	3.22%
市场排名	16	5	17	12	4	9
配股	2.19	0.00	5.08	16.90	50.27	0.00
市场份额	18.99%	0.00%	3.64%	15.95%	3.39%	0.00%
市场排名	2	N.A.	6	3	8	N.A.
可转债	13.90	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
市场份额	9.73%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
市场排名	4	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
债券	43.00	21.00	6.00	198.83	147.00	163.59
市场份额	0.97%	0.33%	0.06%	1.00%	0.81%	1.49%
市场排名	7	16	30	11	12	8
合计	77.00	363.25	50.97	273.88	631.98	251.04
市场份额	1.08%	2.53%	0.38%	1.16%	2.28%	1.79%
市场排名	9	7	20	12	8	8

数据来源: Wind、世纪证券研究所

注: 2011 年数据为截止到 6 月 21 日

首发长在中小项目, 增发配股大小兼顾

自 2010 年初至 2011 年 6 月 21 日, 公司共主承销了 19 次 IPO 项目, 除

华泰证券募集资金 156.91 亿元外，其余主承销项目募集资金都在 30 亿以下，并且大多不足 10 亿元。从承销费用率角度来看，2010 年下半年以来公司 IPO 主承销项目承销费用率大都在 5% 以上。

Figure 22 2010 年以来公司主承销 IPO 项目

单位：百万元

名称	发行类型	发行日期	发行规模	承销及保荐收入	承销费用率
海兰信	首发	2010-3-17	454.28	21.17	4.66%
天业通联	首发	2010-7-28	965.78	48.15	4.99%
康芝药业	首发	2010-5-13	1,500.00	48.00	3.20%
华泰证券	首发	2010-2-9	15,691.23	130.00	0.83%
积成电子	首发	2010-1-11	550.00	27.50	5.00%
科泰电源	首发	2010-12-20	800.00	54.00	6.75%
凯撒股份	首发	2010-5-26	594.00	27.82	4.68%
中原特钢	首发	2010-5-24	711.00	27.38	3.85%
金固股份	首发	2010-10-11	660.00	47.90	7.26%
闰土股份	首发	2010-6-23	2,303.18	136.90	5.94%
天舟文化	首发	2010-12-6	415.72	29.97	7.21%
天桥起重	首发	2010-12-1	780.00	39.50	5.06%
闽发铝业	首发	2011-4-20	652.74	50.14	7.68%
N 开尔	首发	2011-6-14	240.00	26.00	10.83%
高盟新材	首发	2011-3-28	586.38	46.90	8.00%
国电清新	首发	2011-4-11	1,710.00	112.15	6.56%
三江购物	首发	2011-2-21	708.00	38.40	5.42%
徐家汇	首发	2011-2-23	1,120.00	74.80	6.68%
中化岩土	首发	2011-1-19	621.60	43.33	6.97%

数据来源：Wind、世纪证券研究所

在上市公司股权再融资方面，公司大小兼顾的较好，2010 年公司联席主承销了多家银行的增发配股。

Figure 23 2010 年公司主承销增发配股项目

单位：百万元

名称	发行类型	发行日期	发行规模	发行费用	发行费用率	联席保荐
建设银行	配股	2010-11-4	746.03	4.02	0.54%	True
交通银行	配股	2010-6-9	4,281.29	31.26	0.73%	True
东力传动	增发	2010-8-17	548.00	14.22	2.60%	False
上海汽车	增发	2010-12-10	3,333.33	40.33	1.21%	True
拓日新能	增发	2011-3-9	808.50	20.91	2.59%	False
长城电脑	增发	2010-11-5	1,000.00	18.95	1.89%	False
华东数控	增发	2010-4-19	350.00	15.91	4.54%	False
北京旅游	增发	2011-4-18	537.50	11.82	2.20%	False
浦发银行	增发	2010-10-14	5,918.89	38.97	0.66%	True
深发展 A	增发	2010-6-29	3,465.57	11.93	0.34%	True
恒星科技	增发	2010-6-18	253.18	16.38	6.47%	False
三花股份	增发	2010-12-21	1,001.06	21.00	2.10%	False

江中药业	增发	2010-12-29	549.84	16.74	3.05%	False
卧龙电气	增发	2010-5-18	969.85	44.02	4.54%	False
复星医药	增发	2010-5-4	655.49	20.10	3.07%	False
洪城水业	增发	2011-1-5	1,160.00	46.25	3.99%	False
得润电子	增发	2011-3-3	600.00	20.94	3.49%	False

数据来源: Wind、世纪证券研究所

在债券发行主承销方面,公司也是成绩斐然。2010 年以来,公司参与了农业银行、民生银行的次级债,深发展的混合资本债的发行。另外公司还参与了多家公司债、企业债的发行。

债券全称	发行日期	发行规模	联席保荐
2010 年重庆市渝兴资产经营有限公司企业债券	2010-12-8	500.00	False
2010 年德州德达城市建设投资运营有限公司公司债券	2010-8-9	700.00	False
2010 年北京住总集团有限责任公司公司债券	2010-11-19	800.00	False
2011 年中国农业银行股份有限公司次级债券(第一期)	2011-6-2	7,142.86	True
2011 年常州市中小企业集合债券	2011-3-10	508.00	False
2010 年湘潭九华经济建设投资有限公司企业债券	2010-12-16	1,000.00	False
2010 年上海豫园旅游商城股份有限公司公司债券	2010-12-22	500.00	False
2011 年湘电集团有限公司公司债券	2011-2-25	550.00	False
2010 年无锡市城市投资发展总公司市政项目建设债券	2010-10-14	1,200.00	False
2010 年重庆市南岸区城市建设发展(集团)有限公司企业债券	2010-12-24	1,000.00	False
2010 年中国民生银行次级债券(固)	2010-6-10	5,800.00	False
2010 年武汉市中小企业集合债券	2010-4-28	200.00	False
兴业银行股份有限公司 2010 年第一期次级债券	2010-3-29	3,000.00	False
2011 年武汉国有资产经营公司企业债券	2011-6-17	300.00	False
2011 年淮安清河新区投资发展有限公司市政项目建设债券	2011-4-26	700.00	False
2011 年陕西东岭工贸集团股份有限公司公司债券	2011-6-14	400.00	False
2011 年中国民生银行次级债券(10 年)	2011-3-18	2,000.00	True
2011 年中国民生银行次级债券(15 年)	2011-3-18	1,333.33	True
2011 年新疆广汇实业投资(集团)有限责任公司公司债券	2011-4-14	1,600.00	False
2011 年深圳发展银行股份有限公司第一期混合资本债券	2011-4-27	1,825.00	True

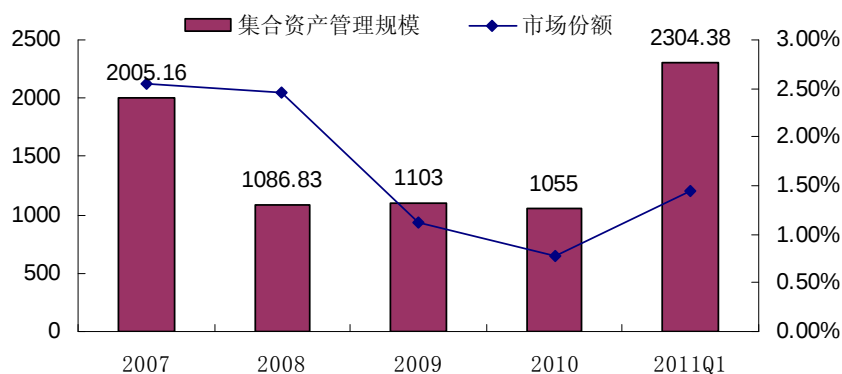
数据来源: Wind、世纪证券研究所

资产管理发展较慢,管理业绩排名靠后

公司资产管理业务发展速度较慢,2008 年以来公司集合资产管理规模基本上维持在 10 亿元左右。2011 年 2 月份公司海通海蓝内需价值优选集合理财产品顺利发行,募集资金 14.98 亿元,公司集合资产管理规模再次上升到 20 亿元上方,市场份额为 1.45%。

Figure 24 公司集合资产管理规模及其市场份额

单位: 百万元



数据来源: Wind、世纪证券研究所

公司集合资产管理发展速度较慢和产品管理业绩有关, 据 Wind 资讯统计, 最近一年来公司管理的四只基金业绩在同类基金中的排名中都较为靠后, 其中债券型基金海通季季红在同类中排名倒数第一。

Figure 25 公司集合理财业务概况

单位: 亿元

产品简称	截至日期	最新份额及资产净值		最近 1 年		所属概念	成立日期	成立规模
		份额 (亿)	资产净值	总回报 (%)	同类排名			
海通新兴成长	2011-3-31	2.17	2.23	-3.94	67/85	混合型	2010-5-26	8.52
海通稳健成长	2011-3-31	3.69	3.53	-10.06	80/85	混合型	2009-8-28	11.80
海通金中金	2011-3-31	1.43	1.51	-2.84	65/85	FOF	2008-6-30	9.05
海通海蓝内需价值优选	2011-2-10	14.98	14.98			混合型	2011-2-10	14.98
海通季季红	2011-3-31	1.12	1.12	-4.58	27/27	债券型	2009-1-19	10.30

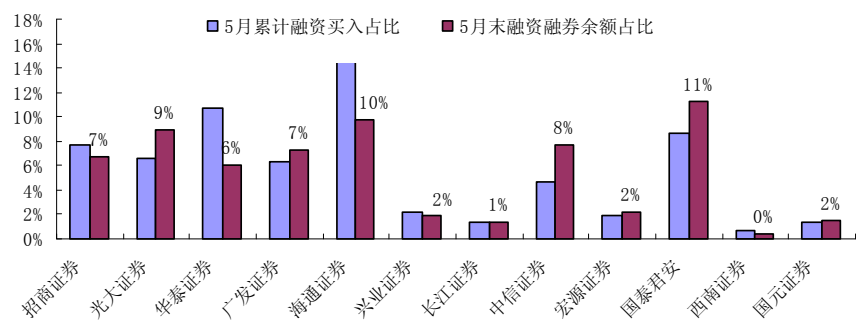
数据来源: Wind、世纪证券研究所

融资融券同业领先, 制度放开受益最大

公司作为首批开展融资融券业务的试点类券商之一, 市场份额在同业领先。据深交所的统计数据显示, 公司 2011 年 5 月累计融资买入市场份额为 15.55%, 排名第一; 截止 5 月末融资融券余额市场份额为 9.75%, 排名第二, 仅次于国泰君安。

融资融券试点工作已进行一年多, 但由于标的较少、门槛较高等多方面的限制, 融资融券业务在公司总收入中的贡献度还较小 (海通证券 2010 年融资融券利息收入为 3687 万元), 未来仍需转融通等制度方面进一步放开。

Figure 26 海通证券融资融券业务市场份额同业领先



数据来源：深交所、世纪证券研究所

直投业务多点布局，花开结实开始收获

公司旗下有两家直投子公司，分别是海通开元投资有限公司，注册资本 30 亿元人民币，海通证券持有 100%的股权；海富产业投资基金管理有限公司，注册资本 2000 万元人民币，海通证券持有 67%的股权。另外，2010 年公司完成了吉林省现代农业和新兴产业投资基金的设立工作和西安航天新能源产业基金的申报工作，上海文化产业股权投资基金业已获批，直投业务管理资金规模稳居券商行业前列。

公司作为国内首批获得直投业务资格的券商，已进入收获期。海通开元投资的银江股份和东方财富已上市，闽发铝业也已过会。海富产业投资基金投资的金风科技、长信科技、赣锋锂业等多家公司已经上市。2010 年公司直投子公司实现营业收入 1.06 亿元，净利润 0.81 亿元。随着直投业务的放开，公司直投业务收入有望大幅增加。

公司财务分析

新开营业部、设立分公司、筹备开展创新业务等多方面因素造成公司费用率出现上升，2010 年公司费用率为 46.19%，较 2009 年上升了 8.71%。公司费用率略高于 15 家上市券商的中值 45.64%。随着公司管理结构调整的完成，我们预计管理费用率未来将出现稳步下降。

2009-2010 年公司实际有效税率较为稳定，基本上处在略高于 22%的水平。相对于上市券商而言，公司实际有效税率较为合理，略低于行业中位数。

Figure 27 公司费用率、有效税率

	费用率			有效税率		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
招商证券	41.81	37.56	35.24	17.73	22.06	17.70
中信证券	37.60	36.43	37.90	15.80	24.16	25.64

光大证券	39.81	31.08	38.51	15.87	25.97	24.16
西南证券	66.60	33.95	40.35	0.01	20.84	22.96
广发证券	13.90	29.32	40.85	13.66		26.19
宏源证券	46.93	41.08	41.20	26.31	26.04	25.36
国元证券	45.00	33.95	41.46	11.28	21.21	22.66
长江证券	41.66	40.21	43.64	28.44	24.73	23.43
华泰证券	52.77	39.26	44.72	16.26	23.20	22.70
海通证券	42.14	37.48	46.19		22.07	22.48
兴业证券	54.73	41.88	51.22	23.00	24.25	24.47
东北证券	48.29	34.86	53.94	20.27	23.30	23.09
山西证券	45.92	42.31	55.99	23.99	25.98	25.59
国金证券	30.79	47.67	57.78	24.88	25.13	26.68
太平洋		47.29	57.80		0.04	16.60
中位数	45.92	39.74	45.46	20.27	23.30	23.26

数据来源: Wind、世纪证券研究所

从净资产收益率和总资产收益率两个指标来看,公司的资本利用效率较低,2010 年公司净资产收益率仅为 8.02%,在所有上市券商中排名倒数第二,并且从历年的数据来看,公司的净资产收益率排名都较为靠后。这可能和公司在转型中,经纪业务面临下滑,而创新业务难有较大贡献有关。

Figure 28 公司 ROE、ROA 较低

	净资产收益率 (ROE)			总资产收益率 (ROA)		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
广发证券	4.23	(3.41)	19.74	3.43	(2.21)	8.72
宏源证券	4.68	20.08	18.76	2.84	5.20	4.68
中信证券	13.48	15.31	17.23	4.93	5.87	6.74
东北证券	19.68	34.33	16.20	3.65	6.56	2.75
国金证券	29.76	21.12	14.95	9.62	5.67	3.98
招商证券	25.88	29.84	13.70	3.27	5.45	3.37
长江证券	13.76	23.80	13.25	3.23	5.12	3.61
山西证券	12.50	21.44	12.97	2.92	5.48	2.70
兴业证券	5.58	24.82	12.58	2.12	6.62	3.30
华泰证券	13.22	33.14	11.87	2.18	5.42	3.28
西南证券		24.75	11.62	7.87	13.12	4.27
太平洋	(37.80)	25.60	10.89	(15.32)	8.58	3.45
光大证券	11.98	18.75	9.34	3.34	6.09	3.73
海通证券	6.78	10.61	8.02	3.98	4.77	3.28
国元证券	11.31	17.54	6.21	3.39	5.05	3.41
中位数	12.24	21.44	12.97	3.34	5.48	3.45

数据来源: Wind、世纪证券研究所

估值及投资评级

我们预计 2011-2013 年公司每股收益分别为 0.40 元、0.45 元和 0.50 元, 对应 2011 年 6 月 27 日收盘价的 PE 分别为 22.49、19.48 和 17.65 倍, 与证券行业上市公司估值的中位数相当, 估值合理。2010 年 4 月份以来, 公司 PE 一直处在 16.9-27.8 倍之间, 目前估值有一定的安全边际, 但考虑到 2011 年公司经纪业务竞争压力, 创新业务难有放量, 利润增速下降将导致公司估值有进一步向下修复的需要。因此给予公司“中性”评级。

Figure 29 证券行业上市公司估值对比

简称	最新价格 (元)	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	每股收益			市盈率 PE			市净率 PB(MRQ)
				TTM	11E	12E	TTM	11E	12E	
中信证券	13.11	1,303.88	1,292.08	1.1230	0.8122	0.9082	11.67	16.14	14.44	1.81
海通证券	8.90	732.28	732.28	0.4691	0.4000	0.4500	18.97	22.49	19.48	1.60
华泰证券	12.15	680.40	215.24	0.5880	0.6826	0.7892	20.66	17.80	15.40	2.03
长江证券	10.85	257.28	257.27	0.5074	0.6042	0.6527	21.38	17.96	16.62	2.09
宏源证券	16.75	244.75	244.75	0.8384	0.9320	1.0712	19.98	17.97	15.64	3.20
招商证券	17.90	641.80	338.11	0.9040	0.9838	1.1104	19.80	18.19	16.12	2.59
光大证券	13.91	475.44	152.04	0.7081	0.7039	0.8066	19.64	19.76	17.24	2.04
国元证券	11.30	221.94	221.94	0.4665	0.5407	0.6192	24.22	20.90	18.25	1.45
东北证券	20.22	129.27	129.26	0.6740	0.9188	1.1094	30.00	22.01	18.23	3.67
广发证券	37.85	948.92	293.32	1.5248	1.6138	1.8700	24.82	23.45	20.24	4.75
国金证券	14.49	144.94	144.94	0.5056	0.5348	0.6157	28.66	27.09	23.54	4.58
西南证券	11.87	275.69	45.03	0.4186	0.4318	0.4838	28.35	27.49	24.53	2.41
山西证券	9.16	219.82	36.62	0.0000	0.2618	0.2978	52.93	35.00	30.76	3.53
兴业证券	17.02	374.44	44.76	0.0000	0.4527	0.5462	45.20	37.60	31.16	4.35
太平洋	9.65	145.07	143.24	0.1494	0.2071	0.2414	64.55	46.59	39.97	7.07
行业中值	13.11	275.69	215.24	0.5074	0.6042	0.6527	24.22	22.01	18.25	2.59

数据来源: Wind、世纪证券研究所

风险因素分析

经济下滑导致市场低迷, 佣金收入面临进一步大幅下降; 大股东进一步减持。

附件（盈利预测及主要指标）

盈利预测

	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						同比增长					
经纪业务净收入	6,274.18	4,863.82	3,992.15	4,237.95	4,349.03	手续费净收入	-	-22.48%	-17.92%	6.16%	2.62%
投资银行净收入	490.64	1,140.20	1,261.77	1,557.13	1,895.21	投资银行净收入	-	132.39%	10.66%	23.41%	21.71%
资产管理净收入	34.97	17.51	44.16	57.13	75.02	资产管理净收入	-	-49.95%	152.24%	29.38%	31.33%
基金业务净收入	708.58	696.00	700.00	750.00	800.00	期货经纪净收入	-	222.83%	-1.91%	16.67%	14.29%
期货经纪净收入	88.42	285.46	280.00	326.67	373.34	投顾业务净收入	-	52.47%	62.88%	38.89%	44.00%
投顾业务净收入	72.48	110.51	180.00	250.00	360.00	营业收入合计	-	-1.73%	-10.17%	10.31%	8.22%
净利息收入	1,124.00	1,402.39	1,120.00	1,200.00	1,270.00	管理费用	-	21.11%	-10.54%	7.91%	3.41%
投资收益	1,038.73	1,160.03	1,196.00	1,300.00	1,352.00	营业支出合计	-	17.30%	-10.45%	8.12%	3.83%
其他业务收入	107.71	91.78	-	-	-	税前利润	-	-15.67%	-9.89%	12.53%	12.49%
营业收入合计	9,939.72	9,767.69	8,774.08	9,678.88	10,474.61	归属股东净利润	-	-18.95%	-11.66%	13.32%	12.43%
管理费用	3,725.20	4,511.73	4,036.08	4,355.49	4,504.08	主要财务指标					
营业税金及附加	474.90	422.39	379.04	418.13	452.50	经纪业务市场份额	4.06%	4.02%	4.12%	4.14%	4.16%
资产减值损失	3.10	-3.77	-	-	-	净佣金率	0.1297%	0.1068%	0.0910%	0.0900%	0.0900%
营业支出合计	4,203.20	4,930.35	4,415.12	4,773.62	4,956.58	首发主承销市场份额	1.56%	5.17%	5.50%	5.60%	6.00%
税前利润	5,736.52	4,837.34	4,358.96	4,905.25	5,518.02	主承销费率	4.44%	2.19%	2.23%	2.35%	2.50%
所得税	1,320.09	1,121.53	980.77	1,108.59	1,258.11	费用率	37.48%	46.19%	46.00%	45.00%	43.00%
净利润	4,661.74	3,868.16	3,378.20	3,796.67	4,259.91	有效税率	22.07%	22.48%	22.50%	22.60%	22.80%
少数股东权益	113.52	181.89	121.62	106.31	110.76	营业利润率	180	183	195	-	-
归属股东净利润	4,548.23	3,686.26	3,256.58	3,690.36	4,149.16	员工人数	6746	8846	-	-	-
每股收益	0.55	0.45	0.40	0.45	0.50	PE	16.18	19.78	22.49	19.84	17.65

数据来源：Wind、世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.