



固传统博创新广布局 力占先机进军海外

传统业务：佣金战中的赢家

份额稳中有升，行业领先。公司股基权交易市场份额稳中有升，达到 4.1%；行业市场排位第七；在上市券商中居于第四。佣金率率先企稳，居于相对高位。海通证券现阶段实现了佣金率 and 市场份额在行业的双双相对高位，同时佣金率环比提升幅度领先行业及上市券商其他公司；从历程上看，海通证券以佣金率的走势也显示出其更为敏锐的市场嗅觉及高效战术调整步调。

新业务：直投占先机 转融将受益

直投布局广，早占先机，进入稳定获利期。公司布局直投较早，并多元化操作进军直投市场；由于介入较早，占高收益回报先机并进入稳定获利期。

融资融券潜力大，转融放开将显著受益。海通证券目前融资融券市场份额居于行业之首。转融通放开后融资融券业务的开展受各券商经纪业务市占率影响；但在放开的过程中，只要融资屏障未放开，券商资本金仍然成为牵制业务发展的重要因素。海通证券资本金充足，居于行业前列，为业务发展提供了资金保障。

创新业务：股票约定购回交易引发利润新增点

净资本收益率将受益于该业务；试点模式促海通证券等净资本充足券商领先受益；转常规后海通仍将受益于经纪业务市占率高。

国际化：积极布局海外市场，H 股发行在即

公司持股海通国际 100% 股权，报告期内该子公司实现归属母公司净利润 1.88 亿港元。公司增发 H 股，公司国际化进程在业内居于前列。

投资评价及建议

在底部逐渐确立的前提下，券商股业绩反弹将较快，可给予配置。流通市值较大券商估值较低，安全边际较高，在估值修复行情中也是反弹的配置品种。同时，公司传统业务现新生态稳固营收底线；新业务占先机进入稳定获利期熨平盈利周期；创新业务具备试点优势引发利润新增长契机；香港子公司业务开展稳健，H 股发行将推进公司国际化。我们看好公司发展，给予“增持”评级，目标价 12 元。

预测和比率

	2,009A	2,010A	2,011E	2,012E
主营收入（百万）	9939.72	9767.69	11653.00	13687.20
主营收入增长率	41.86%	-1.73%	19.30%	17.46%
净利润（百万）	4548.23	3686.26	4281.17	5028.51
净利润增长率	37.76%	-18.95%	16.14%	17.46%
ROAE	11.12%	8.39%	9.30%	10.03%
BVPS	5.276	5.405	5.785	6.396
EPS	0.550	0.450	0.520	0.611
PE	15.1	18.4	16.0	13.6
PB	1.573	1.536	1.435	1.298

海通证券 (600837)

维持

增持

魏涛

weitaotao@csc.com.cn

010-85130975

执业证书编号：S1440209080391

联系人：曾羽

zengyu@csc.com.cn

010-85156333

发布日期：2011 年 9 月 30 日

当前股价：8.00 元

目标价格 6 个月：12 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-0.87/7.56	-9.09/4.18	-7.87/1.11
12 月最高/最低价 (元)		13.14/7.61
总股本 (万股)		822782.12
流通 A 股 (万股)		822782.12
总市值 (亿元)		658.23
流通市值 (亿元)		658.23
近 3 月日均成交量 (万)		3489.22
主要股东		
光明食品 (集团) 有限公司		5.87%

股价表现



相关研究报告

11.08.29	盈利结构转型正当时 新业务大发展助业绩提升
11.04.27	广布局占先机 行业领先度进一步提升

传统业务：佣金战中的赢家

市场份额稳中有升，行业领先。

纵向梳理，自 2010 年以来，海通证券经纪业务市场份额一直稳定在 3.9% 以上，进入 2011 年则一直稳定在 4% 以上，总体市场份额呈现稳中略升态势；横向对比。截至 2011 年 6 月 30 沪深两市数据，海通证券股基权交易额市场占比 4.10%，市场排位第七；在上市券商中居于第四，市占率水平处于中信及华泰之后的第二梯队，介于广发证券及招商证券之间。

图 1：海通证券股基权交易市场份额走势

单位：%

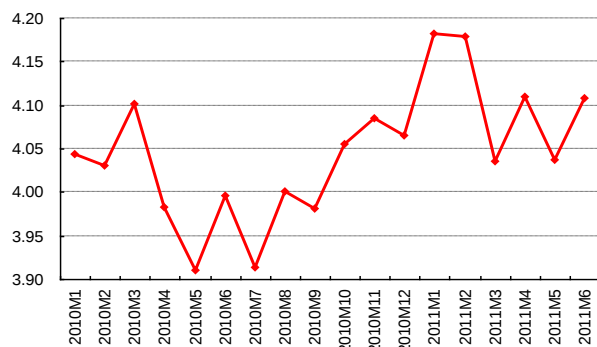
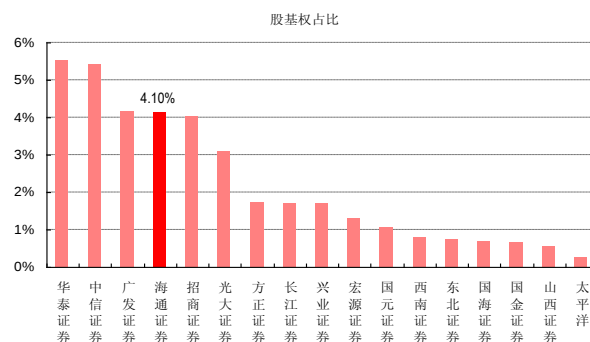


图 2：上市券商股基权交易市场份额对比

单位：%



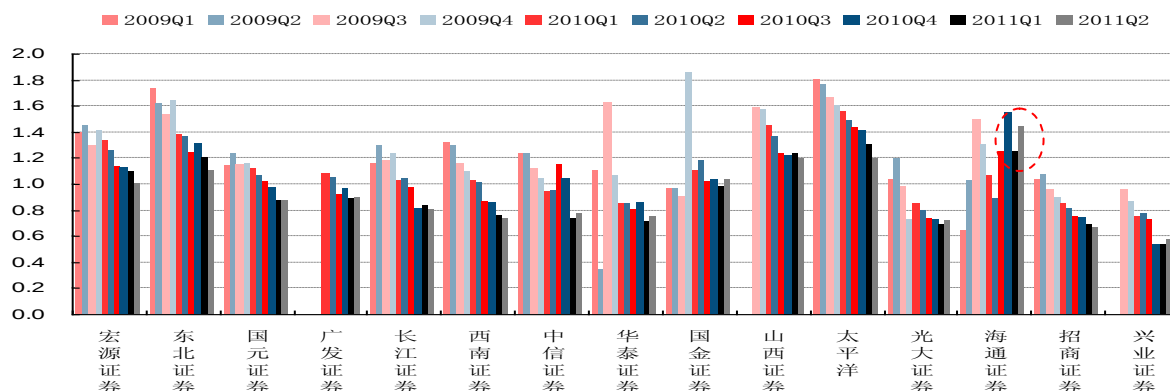
资料来源：wind，中信建投研究发展部

佣金率率先企稳，居于相对高位。

在券商的佣金战中，券商总是试图的市场份额、绝对佣金水平、佣金环比企稳这几个指标中取舍博弈，试图在佣金之殇中获得利润的最大化。群体博弈的结果多数分布于佣金率绝对水平保持、相对排位提升，市场份额下降；市场份额提升，佣金率绝对水平及相对排位大幅下滑；更有甚者，遭遇的是对于市场份额和佣金率下滑无法阻止的双重打击，并且佣金企稳迹象遥遥无期。从结果上看，海通证券可以算得上战役的赢家，现阶段实现了佣金率和市场份额在行业的双双相对高位，同时佣金率环比提升幅度领先行业及上市券商其他公司；从历程上看，海通证券以佣金率的走势也显示出其更为敏锐的市场嗅觉及高效战术调整步调。纵览绝对市场地位及相对发展趋势，能与海通证券媲美者无几，其营销和服务能力可见一斑。

图 3：上市券商佣金率走势对比

单位：%



资料来源：wind，中信建投研究发展部



新业务：直投占先机 转融将受益

新业务方面，海通证券直投业务和融资融券稳健快速发展，有望成为新的利润贡献生力军。

直投布局广 早占先机 进入稳定获利期

多元化操作进军直投市场

海通证券进入直投市场较早，迄今已形成多元化直投平台，旗下控股、参股直投公司以及产业基金有海通开元投资有限公司、海富产业投资基金管理有限公司、中国一比利时直接股权投资基金、海富金汇基金、海通开元控股 51% 的海通吉禾股权投资基金管理有限责任公司、海通吉禾管理的吉林省现代农业和新兴产业投资基金有限公司、西安航天新能源产业基金以及上海文化产业股权投资基金。

表 1：海通证券直投业务已上市公司退出收益测算

上市公司名称	券商直投或服务的创投公司	投资时间	上市时间	投资金额 (万)	投资价格 (元)	解锁日	解锁日市价	当前市价	实现投资回报率	实现投资收益 (亿)	隐含投资回报率	隐含退出收益 (亿)
辰州矿业	中比基金	Jan-05	Aug-07	4700	2.63	Aug-08	9.29	32.3	353%	0.22		
云海金属	中比基金	Dec-05	Nov-07	4500	7.83	Nov-08	7.01	12.54	90%	0.06		
金风科技	中比基金	Sep-05	Dec-07	4000	5	Dec-08	21.79	14.72	436%	0.26		
海利得	中比基金	Oct-06	Jan-08	4312	5.39	Jan-11	20	13.1	371%	0.21		
双箭股份	中比基金	Oct-07	Apr-10	2880	3.6	Apr-11	29.73	16.75	826%	0.32		
长信科技	中比基金	Apr-07	May-10	4350	2.9	May-11	38.05	19.9	1312%	0.73		
百川股份	中比基金	May-07	Aug-10	3590	5.13	Aug-11	17.01	25.01			488%	0.175
赣锋锂业	中比基金	Apr-07	Aug-10	2000	5.71	Aug-11	28.65	45.58			798%	0.160
银江股份	海通开元	Mar-09	Oct-09	750	5	Oct-11	11.98	44.37			887%	0.67
东光微电	中比基金	Dec-05	Nov-10	4000	1.96	Nov-11	19.3	22.65			1156%	0.462
东方财富	海通开元	Jul-09	Mar-10	5500	11	Mar-13	23.51	34.04			309%	1.70
闽发铝业	海通开元	Mar-10	Apr-11	2790	4.65	Apr-14	14.1	14.14			304%	0.85

资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

注：当前市价使用后复权价格。

占高收益回报先机，进入稳定获利期

海通证券直投业务已上市项目 12 家，其中项目已经过锁定期的有 6 单，计算账面投资退出收益为 1.8 亿元，账面回报率达到 542%。预计 2011 年、2012 年、2013 年及 2014 年的业绩释放将分别为 0.54 亿元、2.73 亿元、1.70 亿元及 0.85 亿元。

表 2：海通证券已上市项目业绩释放走势

单位：亿元

年份	2008	2011	2013	2014
直投项目收入	0.54	2.73	1.70	0.85

资料来源：中信建投研究发展部

直投业务和很多其他业务一样，在初期市场进入者少、制度博弈不充分的情况下，其利润率高于稳定发展期。海通证券由于介入直投较早，充分占领了业态布局、资源蓄集以及利润积累的先机，在直投业务仍强依赖于资本金的大背景下为直投业务转常规后更为激烈的竞争奠定了基础，储备了粮草。

融资融券潜力大 转融放开将显著受益

融资融券市场份额居于行业之首

海通证券自 2010 年 4 月融资融券业务试点以来，作为首批参与试点的券商在布局上已占先机，规模的以培育。从截至 8 月的市场数据来看，在转融通放开前具备融资融券资格的 25 家券商中，海通证券融资余额 37.81 亿元，融券余额 1.43 亿元，市场占比达到 11.1% 和 46.0%；从 8 月的融资融券交易情况来看，融资买入额市场占比达到 17.7%，融券卖出额占比达到 62.9%。

图 4：上市券商融资融券交易额占比

单位：%

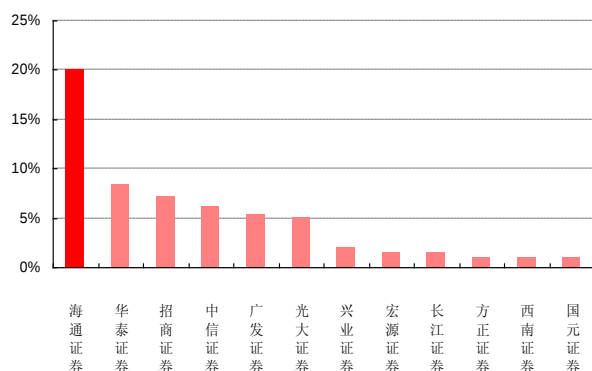
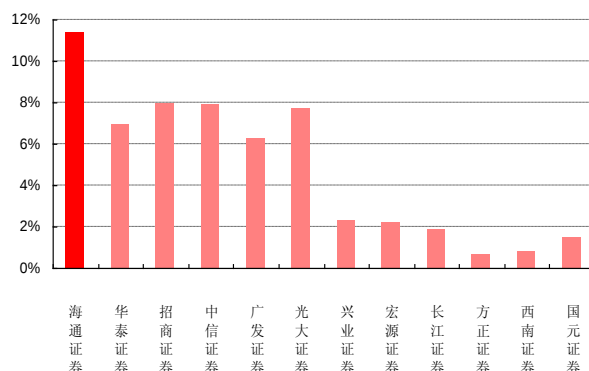


图 5：上市券商融资融券余额占比

单位：%



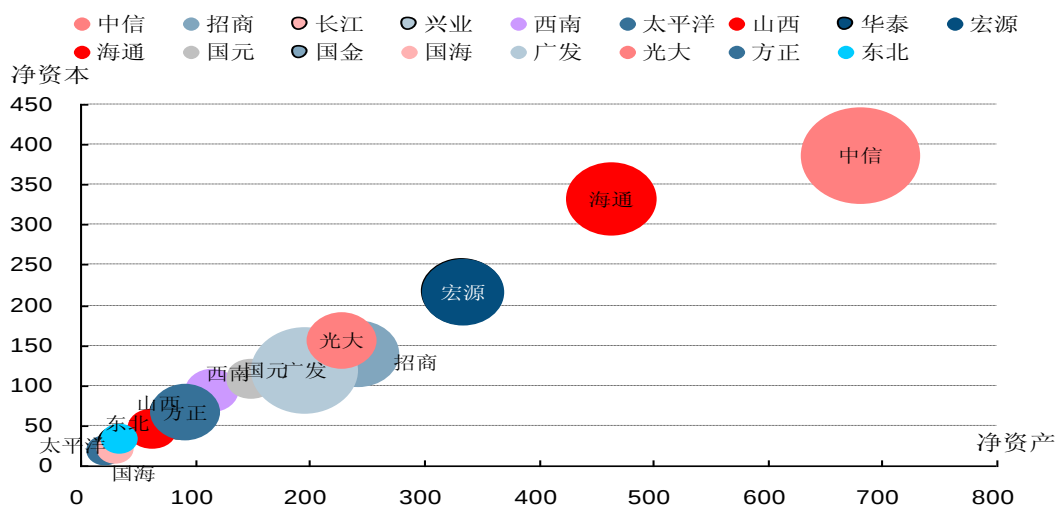
资料来源：wind，中信建投研究发展部

转融放开将显著受益

转融通放开以后，虽然融资融券业务常规化将带来业务竞争者的增多，公司该业务份额占比可能会下降，但是市场规模的放大将为公司提供更大的利润空间。再者，转融通放开后融资融券业务的开展受各券商经纪业务市占率影响；但在放开的过程中，只要融资屏障未放开，券商资本金仍然成为牵制业务发展的重要因素。海通证券资本金充足，居于行业前列，为业务发展提供了资金保障。

图 6：上市券商净资本、净资产分布

单位：%



资料来源：wind，中信建投研究发展部

注：圆点大小代表公司市值

按照我们之前对融资融券业务放开测算，转融通业务完全放开以后将为券商整体潜在贡献高达 585 亿元的年收入贡献，占 2010 年行业收入的 27%。按照海通证券经纪业务市场占比测算，将有 24.04 亿元的年新增收入，占 2010 年海通证券总收入的 25%，发展空间巨大。

创新业务：股票约定购回交易引发利润新增点

股票约定购回交易，亦即股票买断式回购交易，是指符合条件的投资者以约定价格向证券公司卖出特定股票，并约定在未来某一日期按照另一约定价格从证券公司购回的交易行为。该业务一方面能够缓解大小非的解禁压力，另一方面能够为股市提供新的增量资金，同时券商也能够提升资本收益率。在此情形下，券商的资本收益率水平有大幅度提升的空间。

创造券商利润新增长点

截至 2010 年 12 月 31 日，国内券商资本金超过 4009.34 亿元，按照 15% 可以用于该业务测算，可用于该业务的资金高达 601.40 亿元；以年化 10% 的收益率计算，预计市场总收益可以达到 60 亿元。按照市场集中度测算，前十大券商有望分享 28.8 亿元新收入。

试点模式促海通证券等净资本充足券商领先受益

出于稳步推行的政策考虑，该业务一旦推行，将极大可能和业内其他子业务一样使用先试点后转常规的操作模式。在此模式下，净资本金充足的海通（截至 2010 年末为 324.6 亿元）及中信证券（截至 2010 年末为 410.5 亿元）均有望成为首批试点券商，提前布局市场把握先机。按照海通证券截至 2011 年中报公布 332.71 亿元净资产计算，海通证券有每年 5 亿元的新增潜在收入，占同期营业收入的 9.5%。

表 3：股票约定购回交易收入及贡献度测算

公司名称	净资本金额 (亿元)	可动用 比例	可动用资本金 (亿元)	年化收 益率	年收入 (亿元)	2010 年 营业收入	收入贡 献度
中信	385.97	15%	57.90	10%	5.79	75.08	7.71%
海通	332.71	15%	49.91	10%	4.99	52.47	9.51%
华泰	216.58	15%	32.49	10%	3.25	33.95	9.57%
光大	156.02	15%	23.40	10%	2.34	26.50	8.83%
招商	139.00	15%	20.85	10%	2.09	32.45	6.43%
广发	118.31	15%	17.75	10%	1.77	32.71	5.43%
上市券商平均	111.13	15%	16.67	10%	1.67	20.71	8.05%
国元	107.55	15%	16.13	10%	1.61	10.35	15.58%
长江	93.75	15%	14.06	10%	1.41	10.96	12.83%
西南	92.94	15%	13.94	10%	1.39	8.21	16.97%
方正	66.20	15%	9.93	10%	0.99	9.66	10.28%
兴业	61.43	15%	9.22	10%	0.92	13.87	6.64%
行业平均	52.55	15%	7.88	10%	0.79	10.71	7.36%
宏源	49.88	15%	7.48	10%	0.75	15.55	4.81%
山西	46.24	15%	6.94	10%	0.69	5.44	12.75%
东北	32.28	15%	4.84	10%	0.48	5.78	8.38%
国金	29.40	15%	4.41	10%	0.44	7.04	6.26%
国海	21.37	15%	3.21	10%	0.32	7.50	4.27%
太平洋	18.88	15%	2.83	10%	0.28	4.55	6.22%

资料来源：wind，中信建投研究发展部。

转常规后海通仍将受益于经纪业务市占率高

即使经过 1-2 年的试点期，该业务试点成功转为常规业务，海通证券凭借既有的经纪业务市占率和优秀的管理、研究及营销能力，按照目前净资本 332.71 亿元、位居行业第二的情况，仍将在门槛放开后继续突出受益。

净资本收益率将受益于该业务

券商净资本包括自有资金（现金资产），目前券商自有资金大致有五个用途：一是自营业务；二是融资融券业务；三是对外收购；四是对子公司增资；五是日常业务开支。从现状来看，这五个用途均不能对资产收益率形成确定性的提升，比如自营业务风险极大，令券商资本收益率曲线时常大幅波动。而股票约定式回购给券商业绩带来的是相当于利息收入，收入较稳定；同时由于买断性质，其客户融出证券可以被证券公司较为灵活运用；这两点对于提高和稳定券商资本收益率大有均有益处。但股票约定购回交易对券商业绩将带来多大的贡献，则取决于两个方面：一是券商自身的净资本实力；二是回购交易的利率高低。基于此，海通证券庞大的净资本能力为该业务提供了资金保证。

国际化：积极布局海外市场，H 股发行在即

公司持股海通国际 100% 股权，报告期内该子公司实现归属母公司净利润 1.88 亿港元。公司增发 H 股，募集资金将用于：对海通开元投资和海通期货增资；增加运营资本；在海外择机设立或收购证券相关机构。公司国际化进程在业内居于前列。

盈利预测及估值

公司盈利预测及估值见下表：

预测和比率

	2,009A	2,010A	2,011E	2,012E
主营收入（百万）	9939.72	9767.69	11653.00	13687.20
主营收入增长率	41.86%	-1.73%	19.30%	17.46%
净利润（百万）	4548.23	3686.26	4281.17	5028.51
净利润增长率	37.76%	-18.95%	16.14%	17.46%
ROAE	11.12%	8.39%	9.30%	10.03%
BVPS	5.276	5.405	5.785	6.396
EPS	0.550	0.450	0.520	0.611
PE	15.1	18.4	16.0	13.6
PB	1.573	1.536	1.435	1.298

资料来源：中信建投研究发展部



投资评价和建议

在底部逐渐确立的前提下，券商股业绩反弹将较快，可给予配置。流通市值较大券商估值较低，安全边际较高，在估值修复行情中也是反弹的配置品种。同时，公司传统业务现新生机稳固营收底线；新业务占先机进入稳定获利期熨平盈利周期；创新业务具备试点优势引发利润新增长契机；香港子公司业务开展稳健，H 股发行将推进公司国际化。我们看好公司发展，给予“增持”评级，目标价 12 元。

风险提示

大盘指数大幅下挫；市场成交量持续萎缩；制度获益类业务进程低于预期。



分析师介绍

魏涛：北京大学管理学博士，CPA，中信建投非银行金融业分析师，金融地产组组长。对信托行业本质和证券行业发展趋势有深入了解，擅长在大金融视野内研究各细分金融子行业。

研究服务

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。