



创新引发新增长, H 股发行顺利推进国际化

传统业务行业领先, 有望快速走出底部拐点

公司股基权交易市场份额稳中有升, 居于行业前列; 佣金率先企稳, 居于相对高位; 投资银行业务持续增长; 资管双轮驱动, 业绩大幅增长; 自营业务彰显优异市场把控能力。

新业务处于领导地位, 直投两融贡献突出

直投布局广, 早占先机, 进入稳定获利期。融资融券业务目前佣金率高达 1% 的居多, 交易对佣金贡献含金量高。随规模放大, 该部分业务对业绩贡献将继续放大。转融后, 在标的券由 90 个变为 280 个。海通在此业务上目前行业第一, 受益最显著。客户 18 个月交易门槛减至 6 个月门槛下潜在增量达 3 万户, 机构客户对冲策略等因素均将极大提振交易量和佣金贡献。

创新业务引发利润新增点

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。

海外布局优势已现, H 股发行助公司更上一层楼

公司持股海通国际 100% 股权, 海外布局优势初现; 同时公司增发 H 股助更上一层楼。公司国际化进程在业内居于前列。

投资评价及建议

我们认为海通证券目前仍是券商股中的首推品种, 11 月 23 日下跌幅度较大属于大盘下跌叠加偶然性事件促发影响, “投行乌龙事件” 属于偶然技术操作问题, 对公司基本面无影响, 下跌重掘修复空间, 目标价维持 12 元不变, 维持增持评级。

(1) 海通的发行价应该不会如媒体报道的那么低, 在人民币 8 元以上, 区间大约为 8-9.5 元。具体的价格仍将取决于询价结果。(2) 估值安全。目前公司估值 2011 年 PE 仅 17.78 倍, PB 仅 1.44 倍, 估值安全, 具有较强的安全边际。同时, 作为高贝塔的弹性品种, 能享受未来市场反弹带来的超额收益。(3) 基本面优异。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, 认为其属于券商板块优质个股。

预测和比率

	2,009A	2,010A	2,011E	2,012E
主营收入 (百万)	9939.72	9767.69	10377.23	12637.66
主营收入增长率	41.86%	-1.73%	6.24%	21.78%
净利润 (百万)	4548.23	3686.26	3812.46	4642.92
净利润增长率	37.76%	-18.95%	3.42%	21.78%
ROAE	11.12%	8.39%	8.32%	9.39%
BVPS	5.276	5.405	5.728	6.293
EPS	0.55	0.45	0.463	0.564
PE	14.96	18.29	17.78	14.59
PB	1.56	1.52	1.44	1.31

海通证券 (600837)

维持

增持

魏涛

weitaotao@csc.com.cn

010-85130975

执业证书编号: S1440510120041

发布日期: 2011 年 11 月 24 日

当前股价: 8.23 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
	-9.56/-12.92	2.88/7.68	-17.61/-0.65
12 月最高/最低价 (元)			10.95/7.61
总股本 (万股)			822782.12
流通 A 股 (万股)			822782.12
总市值 (亿元)			677.15
流通市值 (亿元)			677.15
近 3 月日均成交量 (万)			6560.59
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

11.10.28	投行资管持续增长 自营表现优异
11.09.29	固传统博创新广布局 力占先机进军海外
11.08.29	盈利结构转型正当时 新业务大发展助力业绩提升



目录

传统业务行业领先，有望快速走出底部拐点	1
市场份额稳中有升，行业领先。	1
佣金率率先企稳，居于相对高位。	1
投资银行业务持续增长。	1
资管双轮驱动，业绩大幅增长。	1
自营业务彰显优异市场把控能力。	2
新业务处于领导地位，直投两融贡献突出	2
直投布局广 早占先机 进入稳定获利期	2
融资融券潜力大 转融放开将显著受益	3
创新业务引发利润新增点	4
海外布局优势已现，H 股发行助公司更上一层楼	5
盈利预测及估值	5
投资评价和建议	6
风险提示	6

图例

图 1：海通证券股基权交易市场份额走势	1
图 2：上市券商股基权交易市场份额对比	1
图 3：上市券商净资本、净资产分布	4

表格

表 1：海通证券直投业务已上市公司退出收益测算	2
表 2：海通证券已上市项目业绩释放走势	错误！未定义书签。
表 3：股票约定购回交易收入及贡献度测算	5



传统业务行业领先，快速走出底部拐点

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%，市场排位第七，3 季度在 2 季度基础上再度提升 0.01 个百分点；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：%

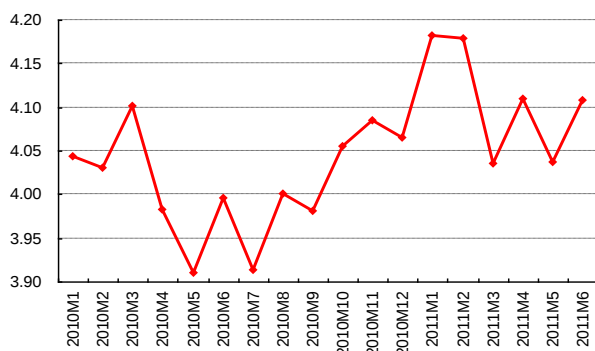
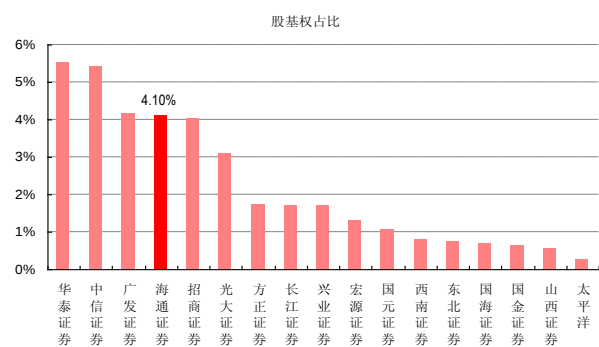


图 2：上市券商股基权交易市场份额对比

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。

目前，在经纪业务转型背景下，佣金率已不仅仅是通道收入，其价值已经包含了以下几个内在因素在内：

- (1) 通道因素，来自于监管万 8 毛佣金率下限及成本佣金率双红线约束，通道佣金降幅企稳；
- (2) 投顾业务，可以提升佣金水平；
- (3) 融资融券、IB 业务、基金分仓等新业务；
- (4) 分销金融新产品

从实践看，技术平台所支撑的通道因素处于下降之中，但其他几类因素所包含的佣金率处于上升之中，所以多重因素互相作用下，佣金率企稳趋势明显。

海通证券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；

投资银行业务持续增长。

1-3 季度共主承销项目 28 单，较去年同期增长 47%；市场第 5 位，排位较去年同期提振 6 位。主承销项目中，股权 18 单，债权 10 单；合计募集金额 309 亿元，市占率 3.6%。

资管双轮驱动，业绩大幅增长。



公司通过本部资产管理部及海富通基金管理公司提供传统资产管理产品。截至报告期末，累计存续期集合理财产品 7 支，最新资产净值合计约 23.5 亿元，规模排位 3 季度较 2 季度提升 4 位；公司持股 51% 和 27.775% 的海富通基金以及富国基金也为母公司贡献利润。

自营业务彰显优异市场把控能力。

截至 3 季度，在市场重心下移，行业普遍亏损的情况下，公司自营实现盈利，且和去年同期基本持平。按交易性金融资产和可供出售金融资产合计口径计算，自营收益率达到 2.9%，远好于同期大盘走势及行业自营收益率。

新业务处于领导地位，直投两融贡献突出

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众多：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。

其中海富产业与中比基金已经项目上市 10 家，年化收益 51%；海通开元现有资金 40 亿元，已投资项目 40 个，已上市的 3 个，年化收益 62%；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目标规模 50 亿元，前期规模达到 10 亿元；西安航天新能源产业基金目标规模 50 亿元，前期规模达到 10 亿元。在与地方政府的合作上，已取得黑龙江、吉林、浙江、陕西、辽宁省政府的合作优先权。

正在筹集的基金有：上海文化产业股权投资基金、海富金汇第二期、海通辽宁低碳新价值等。直投板块投资项目目前已经过 100 单。

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。

融资融券潜力大 转融放开将显著受益

目前海通证券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%。

未来融资融券的空间依然巨大，其增长来自于：

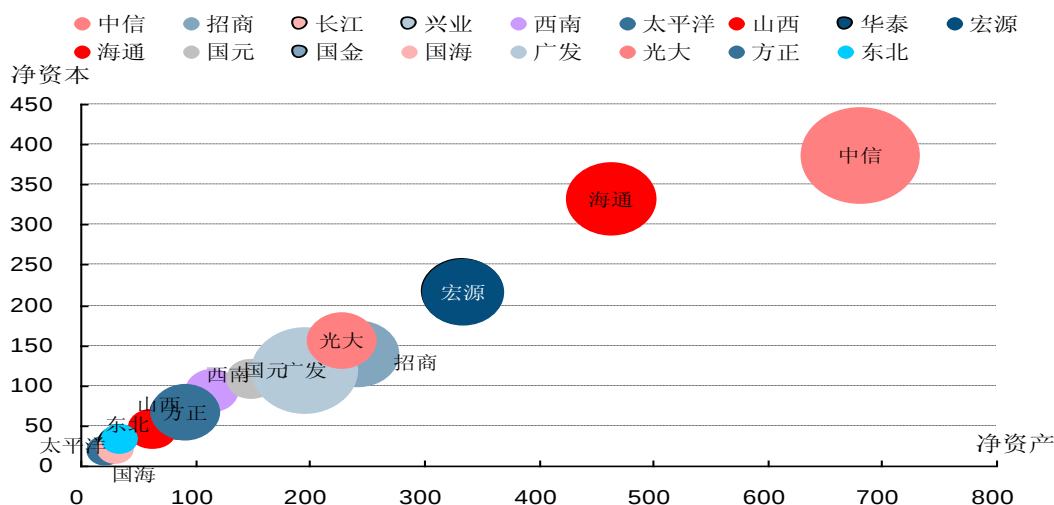
- ◆ 融资融券业务目前佣金率高达 1% 的居多，交易对佣金贡献含金量高。随融资融券规模放大，该部分业务对业绩贡献将继续放大。
- ◆ 转融后，在标的券由 90 个变为 280 个（上证 180、深圳 100）。海通在此业务上目前行业第一，受益最显著。
- ◆ 客户 18 个月交易门槛减至 6 个月门槛下潜在增量达 3 万户，机构客户对冲策略等因素均将极大提振交易量和佣金贡献。
- ◆ 目前融资融券的客户机构以散户为主，未来随着机构投资者对称策略投资的比例加大，机构投资者对转融通后的融券需求将有较大增长。

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 3：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 亿元净资本计算，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。

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。

海外布局优势已现，H 股发行助公司更上一层楼

公司于 2009 年底收购了香港大福证券的控股权，其后更名“海通国际证券”，公司持股海通国际 100% 股权。公司在香港已经具备较为稳固的根基，为进一步拓展海外市场提供了业务平台。海通国际依托母公司资源，易于获得有意募集海外资金的中国大型机构、QDII 客户和企业客户；同时海通国际具备在未来国际板带来机遇中将为母公司提供海外客户优势；海通证券依托海通国际具备利用中刚两地的平台积极拓展 RQFII 和 QDII 业务优势。

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	10377.23	12637.66
主营收入增长率	41.86%	-1.73%	6.24%	21.78%
净利润（百万）	4548.23	3686.26	3812.46	4642.92
净利润增长率	37.76%	-18.95%	3.42%	21.78%
ROAE	11.12%	8.39%	8.32%	9.39%
BVPS	5.276	5.405	5.728	6.293
EPS	0.55	0.45	0.463	0.564
PE	14.96	18.29	17.78	14.59
PB	1.56	1.52	1.44	1.31

资料来源：中信建投研究发展部

投资评价和建议：券商里首推海通

我们认为海通证券目前仍是券商股中的首推品种。

H 股发行价应在 8-9.5 元。我们认为海通的发行价应该不会如媒体报道的那么低，应该在人民币 8 元以上，区间大约为 8-9.5 元。具体的价格仍将取决于询价结果。

估值安全。目前公司估值 2011 年 PE 仅 17.78 倍，PB 仅 1.44 倍，估值安全，具有较强的安全边际。同时，作为高贝塔的弹性品种，能享受未来市场反弹带来的超额收益。

基本面改善优异。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，认为其属于券商板块优质个股。

11 月 23 日，股价有一定下跌，我们认为大盘下跌叠加偶然性事件促发影响，“投行乌龙事件”属于偶然技术操作问题，对公司基本面无影响，下跌重掘修复空间，目标价维持 12 元不变，增持评级。

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首席分析师，金融地产组组长。11 年经济工作经验，4 年证券研究经验。致力于在大金融视野内研究各细分子行业，曾覆盖银行保险业，较早从事信托业和租赁业的相关研究，拓展和引领了资本市场对金融业、特别是新型金融业（信托业、租赁业等）的认识广度和深度。此外，对国内外投资银行和证券经纪业发展历程和未来趋势也有深入研究。

报告贡献人

曾羽 010-85156333 zengyu@csc.com.cn

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

李冠英 021-68825003 liguanying@csc.com.cn

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

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

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

私募销售经理

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



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。本报告清晰准确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。

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