

目 录

1 地利：海通证券盈利增长优于同业	4
2 人和：市场对券商股关注正逐渐升温	6
3 天时：政策面可能已经到达最紧位置	6
4 投资建议：维持“买入”评级	7
5 催化剂：更多创新业务启动、H股发行路演等	8
6 风险提示：海外宏观环境恶化对A股市场的间接影响	9

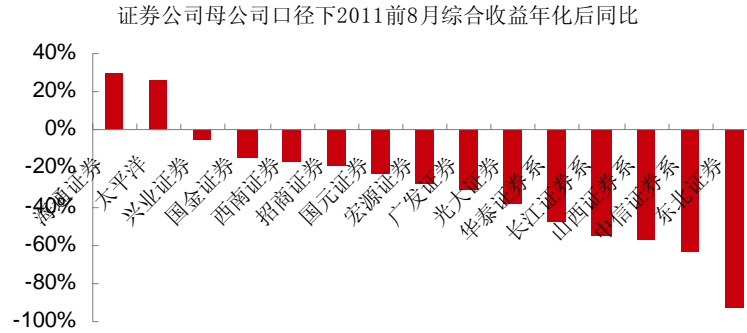
图表目录

图 1: 海通证券盈利增速位居上市券商中的首位	4
图 2: 海通证券融资融券月市场份额位居同业第一	4
图 3: 海通开元投资的项目投资金额逐年翻番	5
图 4: 海通国际市场地位在香港的中资券商中位居前列	5
图 5: 证券股 9 月以来表现远超沪深 300	6
图 6: 需求端收缩	6
图 7: 供给端成本压力减轻	7
图 8: 海通证券 PB 已处于历史底部	7
图 9: 海通证券 PB 在 H 股发行后将降至 1.36 倍	8
表格 1: 2011 年证券公司股权一级市场转让价格	8

1 地利：海通证券盈利增长优于同业

1) 短期看，截至 2011 年 8 月，海通证券盈利增速继续位居上市券商中的首位。

图 1： 海通证券盈利增速位居上市券商中的首位



资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

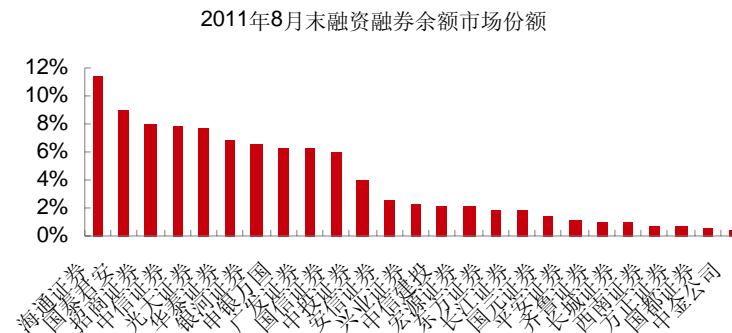
2) 中长期看，公司在未来盈利增长点的创新业务上正稳健布局。

随着佣金率降幅趋缓，传统业务对盈利的负面影响正逐渐减弱；同时，创新业务将逐渐承担起未来盈利增长点的重任，公司在此类创新业务上正稳健布局。

A. 融资融券：市场份额第一

在全部 25 家融资融券试点券商中，海通证券市场份额位居第一位，截止 2011 年 8 月末达到 11.4%。

图 2： 海通证券融资融券月市场份额位居同业第一

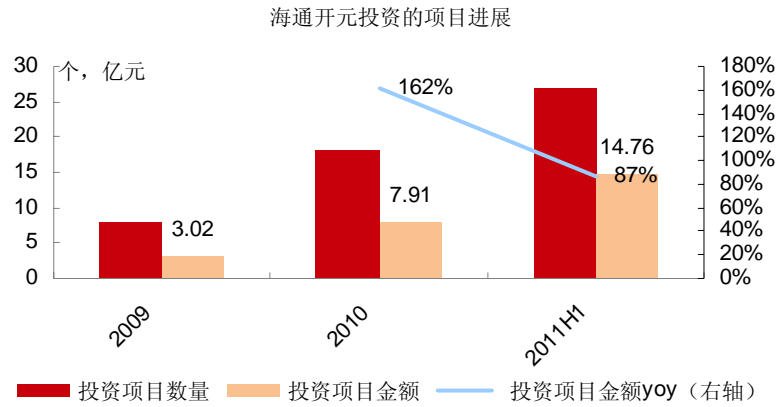


资料来源：沪深交易所，华泰联合证券研究所

B.直投业务：投资金额逐年翻番

海通开元投资自 08 年成立、09 年开展业务以来，近年来实现项目投资金额逐年翻倍，2011H1 近半年时间，投资金额已相比期初增长了 87%。

图 3： 海通开元投资的项目投资金额逐年翻番

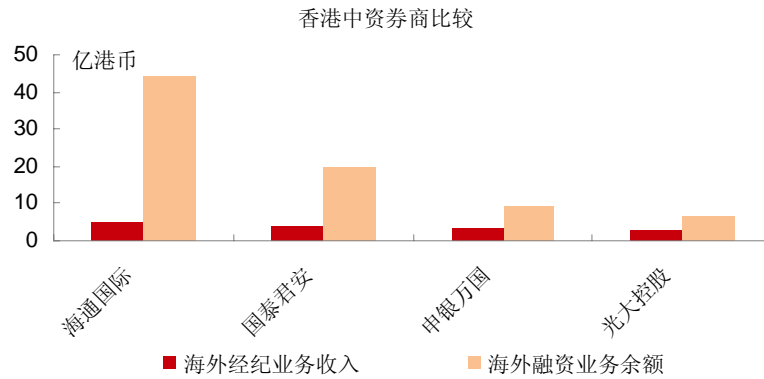


资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

C.海外业务：并购大福获先发优势

海通证券 2010 年初收购大福证券，目前海通国际（前身为大福证券）在港澳两地拥有 13 家营业部、14 万经纪业务客户，市场地位在香港的中资券商中位居前列。

图 4： 海通国际市场地位在香港的中资券商中位居前列

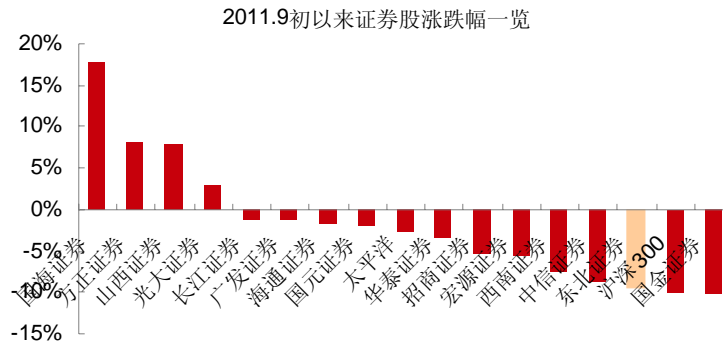


资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

2 人和：市场对券商股关注正逐渐升温

受益于股指触底、更多创新业务启动等预期，近期流通市值较小的国海、方正股价均有不俗表现，9月以来在股指下行背景下证券股超额收益明显，市场对券商股的关注度正逐渐升温。

图 5： 证券股 9 月以来表现远超沪深 300

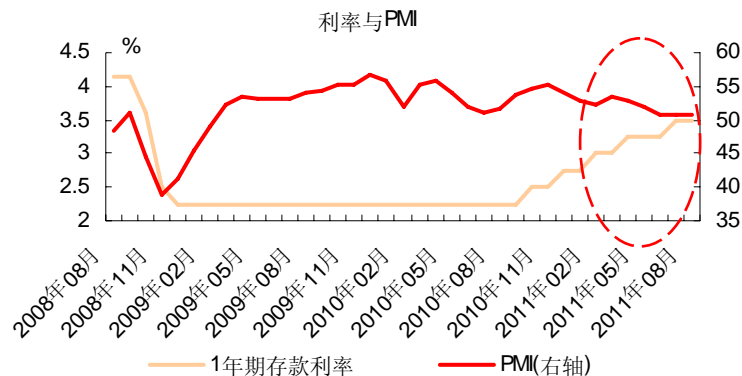


资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

3 天时：政策面可能已经到达最紧位置

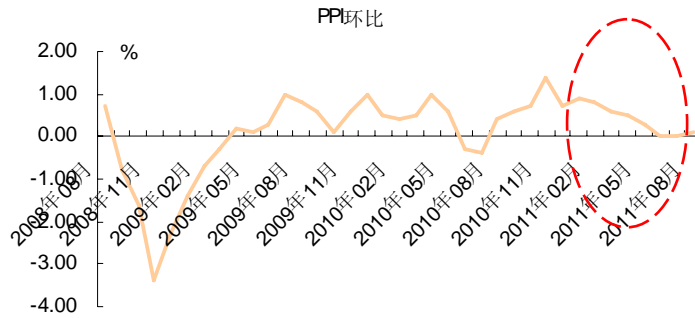
今年的货币紧缩政策主要紧盯通胀，通胀成因归于两类：需求拉动、成本推动。目前国内紧缩的货币政策压制住总需求，同时欧美债务危机使得大宗商品价格下行，两股力量势必导致通胀回落，同时考虑到 10 月初到年末基本无假期采购因素对物价的扰动，通胀环比逐渐向下的概率较大。兼顾近期微观层面包括温州在内等地显现出货币过紧信号，政策面可能已经达到最紧位置。

图 6： 需求端收缩



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 7: 供给端成本压力减轻



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

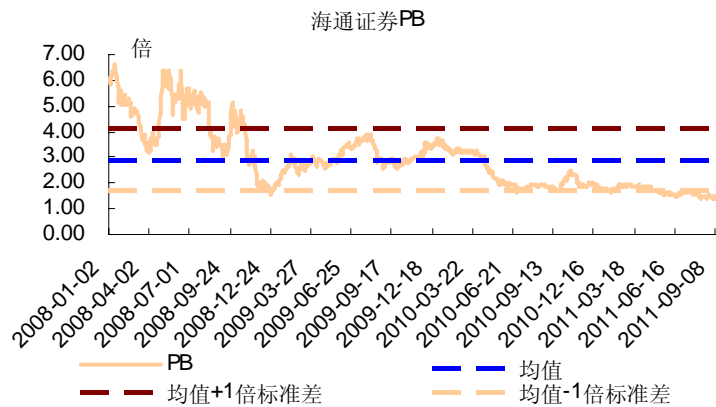
4 投资建议: 维持“买入”评级

我们认为, 往下看, 海通证券 PB 估值已触底; 往上看, 券商股的高弹性特征将始终存在。因此, 在目前的时间点和估值上, 无论 4 季度股指向上或向下, 预计海通证券均有望获得相对收益。

根据历史经验, 股指弱市环境下证券行业适用 PB 估值法寻底, 据此判断, 目前海通证券的股价已处于底部位置。

1) 海通证券 2011 年末 PB 预计仅为 1.44 倍, 已处于历史底部水平。

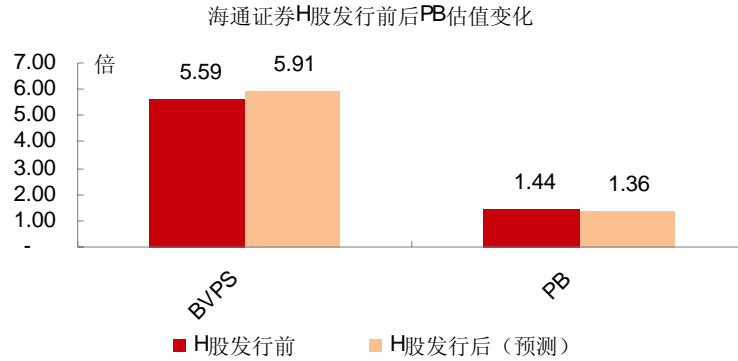
图 8: 海通证券 PB 已处于历史底部



资料来源: Wind, 公司资料, 华泰联合证券研究所

2) 海通证券 BVPS 在 H 股发行后将进一步提升, 届时 PB 还将下降至更加安全的位置, 预计为 1.36 倍。

图 9: 海通证券 PB 在 H 股发行后将降至 1.36 倍



资料来源: Wind, 公司资料, 华泰联合证券研究所

关于 PB 寻底, 除了前述的在横轴上跟历史值作比较外, 我们还可以在纵轴上将二级市场估值与一级市场进行比较。参考今年以来证券公司股权在一级市场的转让价格, PB 估值区间为【1.32,2.77】, 均值为 2.08 倍, 海通证券目前二级市场的 PB 甚至已大幅低于一级市场的估值水平, 估值非常安全。

表格 1: 2011 年证券公司股权一级市场转让价格

标的股权	转让 PB	时间
国泰君安	2.27	2011 年 6 月
申银万国	2.77	2011 年 6 月
新时代证券	1.32	2011 年 7 月
国都证券	1.83	2011 年 8 月
东方证券	2.19	2011 年 9 月
均值	2.08	2011 年

资料来源: 公司资料, 产权交易所, 华泰联合证券研究所

我们认为, 如果未来股指下行, 在 PB 估值框架下, 海通证券股价跌幅将小于股指跌幅; 而一旦股指反弹, 海通证券股价仍将呈现出相比股指更大的向上弹性。因此, 在目前的时点和估值上, 我们预计海通将始终能够获取相对收益。

5 催化剂: 更多创新业务启动、H 股发行路演等

1) 更多创新业务启动

融资融券标的券扩容、转融通、新三板扩容等启动都将为券商带来更多增量收入。

2) H 股发行路演

预计公司高层在 4 季度内就会启动 H 股发行路演, 参考中信证券 H 股发行路演期间的超额收益表现, 海通证券同样值得期待。

6 风险提示：海外宏观环境恶化对 A 股市场的间接影响

欧美债务危机问题除了直接影响外需进而影响国内经济之外，对 A 股市场还存在着一些重大的间接影响。比如：欧美国家主权债务评级下调之后，海外对冲基金此前提升财务杠杆时所用于抵押的此类国债将面临抵押率下调进而导致的降杠杆问题，此时对于海外机构投资者占比较高的市场如香港股市将会面临短期的资金流出压力，而 H 股估值下行又将一定程度上通过 A/H 两地上市的股票传导到 A 股市场上。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准20%以上
增持 股价超越基准10%-20%
中性 股价相对基准波动在±10%之间
减持 股价弱于基准10%-20%
卖出 股价弱于基准20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层
邮政编码: 518048

电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层
邮政编码: 200120

电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。