东兴证券
DONGXING SECURITIES

传统奠定基石 创新引领增长

——海通证券（600837）

2012 年 01 月 06 日

强烈推荐/维持

海通证券 | 深度报告

东兴证券

报告摘要:

- **行业革新及周期轮动为证券行业带来发展机会。**证券行业是典型的周期性行业，从市场发展的空间以及对经济的扶持程度看，证券行业仍处于行业的发展初期，未来前景广阔。创新业务的发展以及监管的放松为证券行业打开了创新的空间，或将开启行业新的周期。
- **公司传统业务基础坚实，将成为业绩增长的良好支撑。**公司的经纪业务、投行业务以及自营业务是公司最重要的利润来源。公司经纪业务的市场份额排名行业第六，部均产能的提高是公司经纪业务发展的后续潜力；投行业务排名行业第七，公司在再融资以及债券承销上的快速发展将使公司受益于这两项业务未来的发展；公司自营规模自 2007 年以来显著增长，但从资产配置上看，公司自营业务秉承了灵活与稳健的双策略。相对而言，公司的资产管理业务没能很好抓住市场扩容良机，竞争力较弱。
- **公司创新业务处于行业领先地位，将成为业绩新的增长点。**公司融资融券业务市场份额处于行业第一，在业务常规化以及标的证券扩容的背景下，两融业务将为公司贡献更多盈利；作为第一批试点券商，公司直投业务已进入回收期，在 2012 年，公司将有两个项目获得解禁，带来近 6000 万元浮盈。公司及早进行了国际化布局，并首批获得了 RQFII 的试点资格，未来有望进一步收益 RQFII 的扩大运营。
- **公司当前股价处于低位，估值优势明显。**通过杜邦分析对净资产收益率进行分解，明确了资产周转率的提高是 ROE 提升的关键，公司当前的 ROE 显著低于行业均值，同时随着两融业务、直投业务等资本消耗型业务的发展，公司的估值有较大的提升空间。我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.45、0.62 和 0.70 元，综合考虑 DDM 模型、PE 估值法以及 PB 估值法，我们认为公司的合理股价区间为 10.8 元-12.16 元，公司当前股价仍处于低位，估值优势明显，维持“强烈推荐”的评级。

财务指标预测

指标	09A	10A	11E	12E	13E
营业收入（百万元）	9,939	9,767	9,162	12,509	14,187
增长率（%）	41.86%	-1.73%	-6.20%	36.54%	13.41%
净利润（百万元）	4，61	3,868	3,819	5,283	5,982
增长率（%）	37.72%	-17.02%	1.26%	38.33%	13.22%
每股收益(元)	0.55	0.45	0.45	0.62	0.70
净资产收益率（%）	11.12%	8.39%	7.93%	10.10%	10.20%
PE	34.7	21.5	15.73	11.42	10.11
PB	3.63	1.78	1.31	1.23	1.09

王明德
执业证书编号：S1480511100001

联系人：黄琳
非银行金融行业
010-66554013
msn:huanglin329@msn.cn

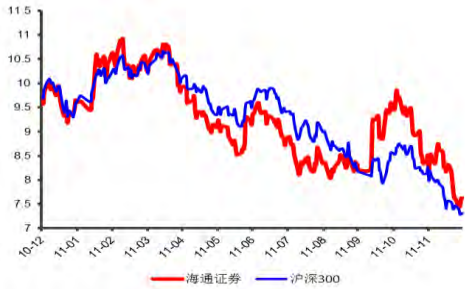
资产负债表数据 （9. 30）

总资产（百万元）	100,866
股东权益（百万元）	46,014
每股净资产（元）	5.45
市净率（X）	1.32
负债率（%）	54.38%

交易数据

52 周股价区间（元）	7.05-10.76
总市值（万元）	6,039,200
流通市值（万元）	6,039,200
总股本/流通 A 股	100%
流通 B 股/H 股	0
52 周日均换手率	0.6%

52 周股价走势图



资料来源：wind 资讯

相关研究报告

1. 《处改革节点 转型突破并进》 2011.08.19
2. 《行情预期与创新红利的双引擎》 2011.11.05
3. 《非经纪业务亮眼 受益多项行业新政—海通证券三季报点评》 2011.10.28

目 录

1. 历史与现状：内生拓展与外延扩张打造行业龙头 4
2. 发展机遇：行业革新 周期轮动带来发展机会 5
2.1 短周期震荡不改行业发展大趋势 6
2.2 行业革新或将开启新的增长周期 7
3. 传统业务：基础坚实 铸就良好业绩支撑 7
3.1 经纪业务：市场份额靠前 部均产能有待提高 7
3.2 投行业务：再融资与债券承销发展迅速 9
3.3 自营业务：灵活与稳健的双策略 10
3.4 资管业务：资产规模较小 具备较大提升空间 11
4. 创新业务：市场领先 培育新的盈利增长点 12
4.1 融资融券业务：市场领先 受益常规化 12
4.2 直投业务：已进入回收期 贡献丰厚盈利 13
4.3 海外业务：国际化布局受益 RQFII 试点 14
5. 从杜邦分析看公司估值提升 15
6. 估值分析 17
6.1 公司盈利预测 17
6.2 绝对估值法——DDM 模型 18
6.3 相对估值法——PE 估值法 20
6.4 相对估值法——PB 估值法 21
7. 投资评级和建议 22

表格目录

表 1：2010 年公司主要盈利和财务指标 5
表 2：公司主承销项目数量及市场份额 9
表 3：上市券商自营权益类及衍生品/净资本比值 11
表 4：公司集合理财产品一览表 12
表 5：2012 年部分上市券商融资融券业务收入测算 13
表 6：海通开元直投项目 13
表 7：2010 年上市证券公司净资产收益率 17
表 8：关键假设 18
表 9：公司盈利预测简表 18
表 10：公司历年来分红水平 19
表 11：DDM 模型主要假设 19
表 12：DDM 模型的敏感性分析 19

东兴证券

表 13: 上市公司 PE 及 PB 数据 20
表 14: 公司资产负债表预测简表 23
表 15: 公司各项财务指标预测 24

插图目录

图 1: 公司发展大事记 4
图 2: 公司业务结构 5
图 3: 1991-2011 年上证综指收盘价 6
图 4: 2011 年上证综指收盘价 6
图 5: 1990-2010 年道琼斯工业指数和标普 500 指数 6
图 6: 纳斯达克和纽交所会员资产及收入情况（百万美元） 6
图 7: 股基成交额及市场份额比较（2011 年 1 月-10 月） 8
图 8: 公司股基交易额市场份额变动 8
图 9: 营业部数量（截至 2011 年 10 月） 8
图 10: 部均成交额及市场排名（2011 年 1 月-10 月） 8
图 11: 公司净佣金率与上市券商综合净佣金率对比 8
图 12: 公司营业部区域分析 8
图 13: 公司 IPO 项目的板块分析（2009 年-2011 年） 9
图 14: 公司 IPO 项目的区域分析（2009 年-2011 年） 9
图 15: 公司自营收益率与沪深 300 指数收益率比较 10
图 16: 公司自营资产规模变化 10
图 17: 公司自营资产配置（截至 2011 年 6 月 30 日） 10
图 18: 权益类资产比重与沪深 300 指数收益率变化对比 10
图 19: 券商集合理财产品净值及数量（数量排名前二十） 11
图 20: 公司在深交所融资融券余额及占比 12
图 21: 公司直投业务平台 14
图 22: 基于杜邦分析看影响证券公司 ROE 提升的因素 15
图 23: 公司历史 PE 波动区间 21
图 25: 公司的合理估值区间（单位：元） 22

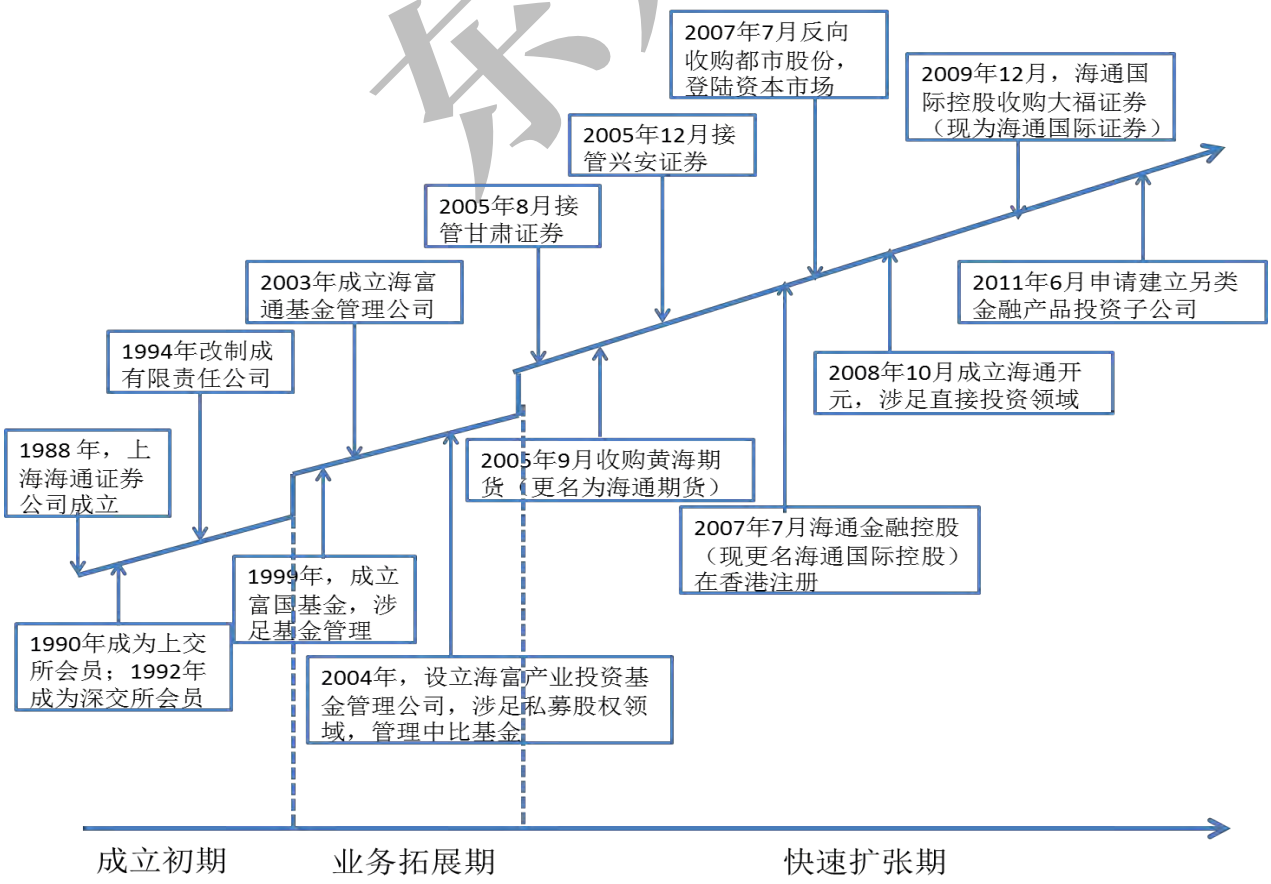
东兴证券

1. 历史与现状：内生拓展与外延扩张打造行业龙头

海通证券成立于 1988 年，是我国首批成立的证券公司之一。从阶段发展特征来看，公司发展经历了成立初期（1988-1998 年）、业务拓展期（1999-2004 年）和快速扩张期（2005 年至今）三个阶段。

从发展路径上看，内生拓展和外延扩张相结合是公司主要的战略：一方面，公司通过发起设立全资子公司或控股子公司的形式拓展至基金业务、私募股权业务以及另类投资业务；另一方面，公司在行业整合期通过接管部分证券公司扩大了公司的经营领域与市场份额，通过收购期货公司进军期货领域，通过收购海外证券公司实现国际化战略。

图 1：公司发展大事记



资料来源：公司 H 股招股书 东兴证券研究所

积极拓展前沿业务领域与以并购实现快速扩张的战略推动了公司乘着行业的东风快速发展，奠定了行业龙头的地位。

从**资产规模**来看，2010 年公司以 1,007 亿的总资产、438.5 亿的净资产规模位于全行业以及上市券商第二位；从**盈利水平**来看，2010 年公司营业收入和净利润分别为

79 亿和 34 亿元，分别位列全行业第三名和第四名，位于上市券商第三名；从**创新品质**来看，公司均是首批获得创新业务的券商之一，并且市场份额均位于行业前列；从**监管级别**来看，公司是首批获得证监会创新类试点券商的证券公司，在 2010 年的分类评级为 A 类 AA 级。

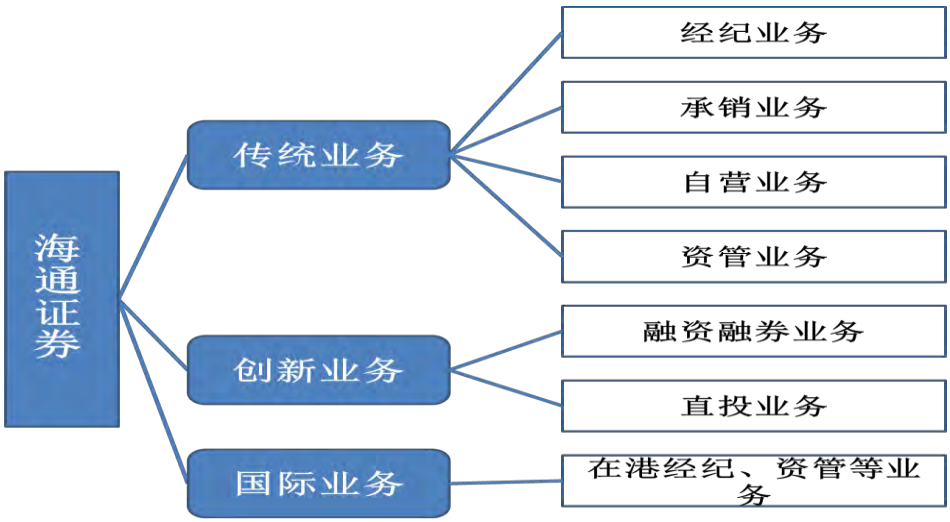
表 1：2010 年公司主要盈利和财务指标

		行业排名	备注
资产规模	总资产	第二位	1,007 亿
	净资产	第二位	438.5 亿
盈利水平	营业收入	第三位	79 亿
	净利润	第四位	34 亿
创新品质		融资融券业务市场份额排名第一 投行业务已进入回收期	首批获得创新业务试点资格的券商之一
监管级别		A 类 AA 级	

资料来源：证券业协会 东兴证券研究所 （注：证券业协会的数据均为母公司数据）

经过二十多年的发展，公司业务涵盖了包括经纪、自营、承销和资管在内的全部传统业务和以融资融券、直投业务为主的创新业务，同时公司的国际业务以控股子公司的形式开展了经纪、资管等多项业务。**目前，公司形成了以传统业务为业绩支撑、创新业务引领业务增长、国际业务提升业务空间的较为完善的盈利结构。**

图 2：公司业务结构



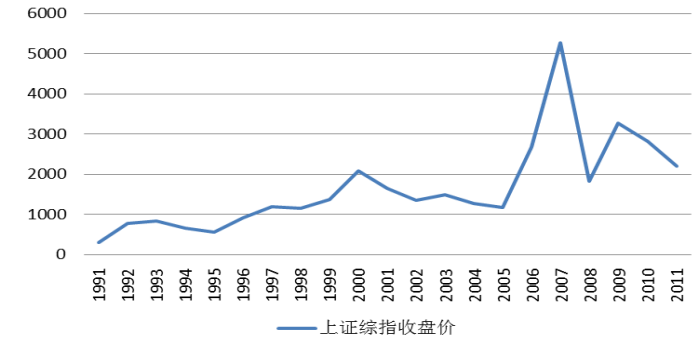
资料来源：公司网站 东兴证券研究所

2. 发展机遇：行业革新 周期轮动带来发展机会

2011 年已经过去，A 股市场在国内通胀压力和外围欧债危机和美债风波的重压之下呈现先高后低的态势，上证综指全年下跌了 22.15%。市场的下跌导致了证券行业收入的下滑，截至三季度，17 家上市券商的营业收入同比下降了 17.81%。市场的波动

引发的行业业绩的起伏并不能从根本上改变行业的发展趋势，而 2011 年一系列政策的出台以及导向将为行业带来新的发展机会。

图 3：1991-2011 年上证综指收盘价



资料来源：Wind 资讯 东兴证券研究所

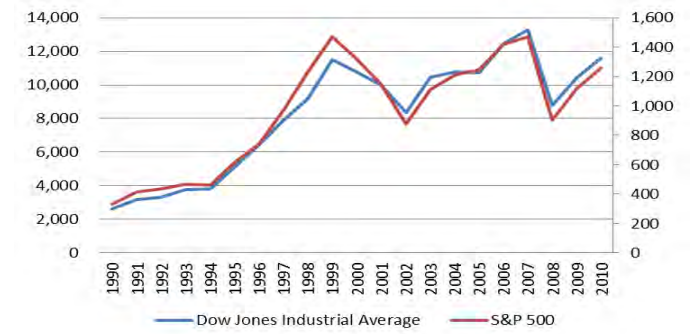
图 4：2011 年上证综指收盘价

资料来源：Wind 资讯 东兴证券研究所

2.1 短周期震荡不改行业发展大趋势

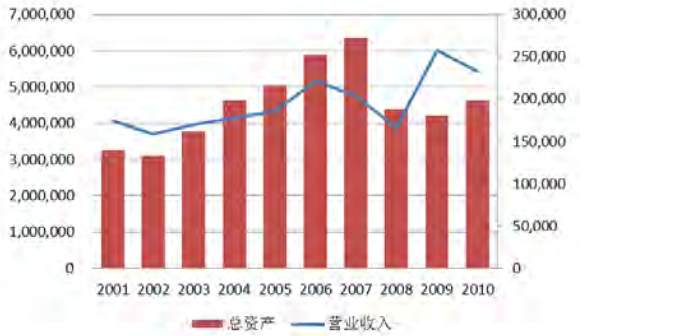
证券市场带有典型的周期性，因此依托于市场开展业务的证券行业无疑也是一个周期性行业，即使是投资银行业已发展近百年的美国，证券市场和证券行业仍旧存在明显的周期性。1990 到 2010 年的 20 年间，道琼斯工业指数和标普 500 指数经历了两个完整的周期，2008 年次贷危机后新的周期开启；纳斯达克和纽交所会员的近十年的资产及收入在很大程度上与市场指数的波动相吻合，2008 年次贷危机后两大交易所会员的总资产与营业收入开始回升，开启新的周期。

图 5：1990-2010 年道琼斯工业指数和标普 500 指数



资料来源：SIFMA 东兴证券研究所

图 6：纳斯达克和纽交所会员资产及收入情况（百万美元）



资料来源：SIFMA 东兴证券研究所

上证综指近 20 年来的变化轨迹也在一定程度上体现了周期性，虽然在 2005 年以前由于市场总量较小，周期性体现得并不明显，但是 2005 年之后市场体现了较强的周期性。因此我们认为当前市场的下跌以及行业营业收入的下滑只是长期周期中的一个环节。

从证券化率来看，我国证券市场仍有很大的发展空间；从经济发展的实际来看，中小企业的不断壮大和新兴产业的成长需要更多的金融支持，直接融资在企业融资体系中的比重不断加大，企业发展和产业成长拉动的融资需求扩大了行业的成长空间。因此，

从产业生命周期来看，证券行业仍属于行业的发展初期，当前短周期下的行业收入下滑不改行业发展的大趋势。

2.2 行业革新或将开启新的增长周期

创新，或将成为证券行业今后发展的关键词。2011 年，创新业务的常规化政策将使 2012 年将成为创新红利释放的时期，同时，监管层对于行业“自下而上”的创新的鼓励吹响了行业创新的号角。

2011 年 7 月 8 日发布的《证券公司直接投资业务监管指引》和 10 月 26 日发布的《证券公司融资融券业务管理办法》表明当前最重要的两项创新业务进入了常规化阶段。从业务的盈利模式上看，这两项业务均属于资本消耗型业务，对于改变当前证券公司过度依赖通道业务，资金利用率过低的情况，完善证券公司的盈利结构有重要的意义。

相对于直投业务有一定的项目周期，融资融券业务的开展对证券行业业绩有更直接的影响。一方面，随着融资融券业务开展主体的增多和标的证券的扩容，我们预计融资融券余额将有明显的上升，证券公司的资金利用效率得到提升；另一方面，融资融券业务改变投资者在证券市场只能单边获利的局面，在一定程度上减小了市场波动对业务收入的影响。因此，我们认为创新业务的常规化将使证券行业在 2012 年获得明显收益。

2011 年 10 月 27 日证监会发布了《证券公司业务（产品）创新工作指引（试行）》（以下简称《指引》）征求意见稿，鼓励证券公司为提高竞争力、满足客户需求、适应经济发展，探索推出先行监管规则尚未明确的创新性业务（产品）。《指引》的推出，从政策的层面上开启了证券行业“自下而上”创新的进程。国际证券行业发展表明了创新是证券公司发展的灵魂，是核心竞争力，因此监管的放松为证券行业打开了创新的空间，或将开启行业新的周期。

公司雄厚的资本实力以及在创新业务上的领先市场优势，无疑使公司在创新业务常规化以及行业革新的浪潮中具有更强的竞争力。行业革新以及周期轮动将为公司带来良好的发展机遇。

3. 传统业务：基础坚实 铸就良好业绩支撑

从行业发展的历史看，经纪、承销、自营以及资产管理业务是证券公司最初的业务模式，也是最重要的收入来源。以市场份额以及盈利增长衡量，公司传统业务基础坚实，为业绩增长奠定了良好的支撑。

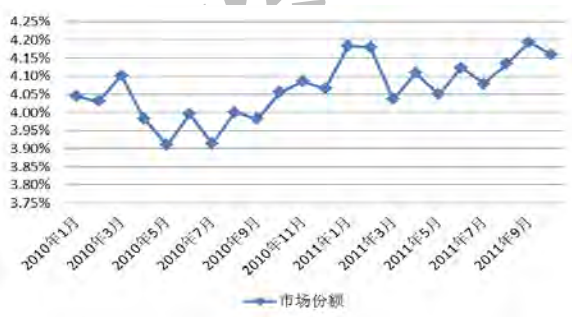
3.1 经纪业务：市场份额靠前 部均产能有待提高

经纪业务收入是公司最大的收入来源。公司经纪业务市场份额较为稳定，近两年来的市场份额均值为 4.05%，以合并口径计算位居行业第六位，在上市券商中排名第三位，领先地位稳固。截至 2011 年 10 月，公司在全国共有 182 家营业部，营业部数量位居行业第五位。从部均产能来看，公司部均成交额在同等业务规模公司中排名靠后，在全行业排名第 30 位。**部均产能的提升是公司经纪业务发展的后续潜力。**

图 7：股基成交额及市场份额比较（2011 年 1 月-10 月）

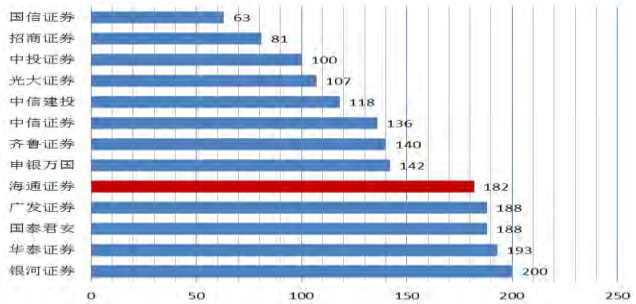
资料来源：同花顺 东兴证券研究所（中信证券和华泰为合并数据）

图 8：公司股基交易额市场份额变动



资料来源：同花顺 东兴证券研究所

图 9：营业部数量（截至 2011 年 10 月）



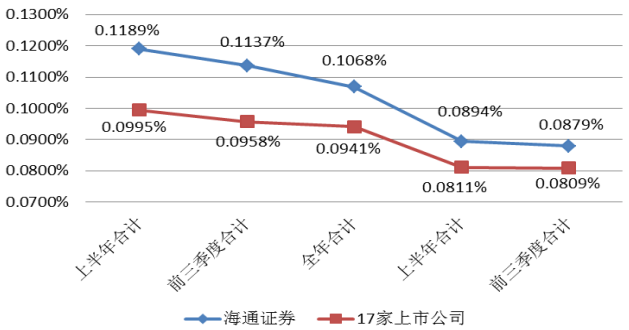
资料来源：同花顺 东兴证券研究所

图 10：部均成交额及市场排名（2011 年 1 月-10 月）

资料来源：同花顺 东兴证券研究所

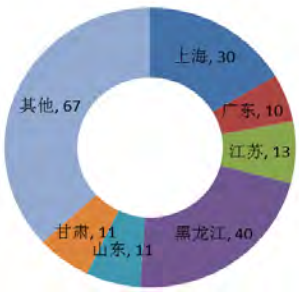
从绝对数值上看，公司佣金率水平高于上市券商综合佣金率；从相对变化上看，公司的佣金率变动与行业整体变动趋势基本一致，从 2010 年上半年到今年前三季度，公司佣金率下跌幅度略大于上市券商整体水平，佣金率差额收窄。公司佣金率的变化与经纪业务的经营区域与集中度密切相关，一方面，公司营业部在黑龙江、甘肃等竞争较弱地区的密集分布使得公司在前期获得较高的佣金率，另一方面公司在上海、江苏、广东等地的营业部数量占比达到了 1/3，激烈的市场竞争以及前期较高的佣金率水平加速了公司佣金率的下降。2011 年三季度，公司佣金率降幅缩小，有望在 2012 年实现企稳。

图 11：公司净佣金率与上市券商综合净佣金率对比



资料来源：Wind 资讯 东兴证券研究所

图 12：公司营业部区域分析



资料来源：Wind 资讯 东兴证券研究所

3.2 投行业务：再融资与债券承销发展迅速

近年来，公司投行业务相对于同业获得了快速的发展。在 IPO 项目上，公司业务数量与市场整体发展保持一致，市场份额虽有所波动但均值仍保持在 4%左右，行业排名在第 7 位。从 2006 年至今，公司在增发以及债券承销商上获得了快速的发展，市场份额提升明显。**基于我们在此前报告中的判断，政策引导下的再融资与债券承销将是投行业务的亮点，因此公司在这两项业务上的领先市场份额将使公司受益于再融资与债券市场的发展。**

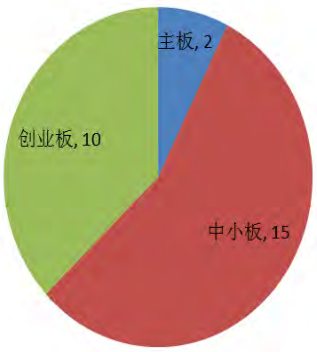
表 2：公司主承销项目数量及市场份额

	首发家数	首发市场份额	增发家数	增发市场份额	债券发行家数	债券市场份额
2006	3	3.80%	2	3.77%	2	1.80%
2007	7	5.22%	6	3.82%	3	1.88%
2008	6	7.50%	4	4.21%	1	0.44%
2009	5	4.39%	3	3.19%	11	2.32%
2010	12	3.42%	11	7.14%	10	2.63%
2011	10	4.07%	8	7.02%	11	3.40%

资料来源：Wind 资讯 东兴证券研究所（2011 年为截止到 11 月数据）

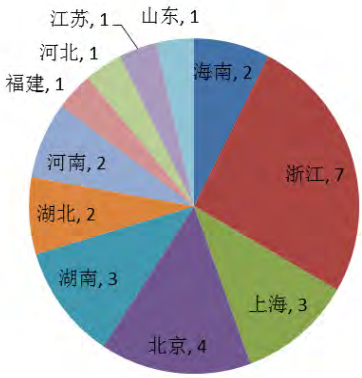
从 2009 年到 2011 年，公司的 IPO 项目主要集中在中小板和创业板上；从区域构成看，公司的首发项目主要集中在上海、浙江、北京和湖南等地，一方面，上述四个地区是公司投行业务所在区域或相邻区域，表明公司在区域项目的获取上有较强的能力；另一方面，上述地区的中小企业、创新型企业数量较多，有利于公司项目的储备。**综合公司投行项目的板块分析以及区域分析，公司偏重选择相邻区域的中小企业或创新型企业并积累了一定的经验与优势，符合未来投行业务发展的方向。**

图 13：公司 IPO 项目的板块分析（2009 年-2011 年）



资料来源：Wind 资讯 东兴证券研究所

图 14：公司 IPO 项目的区域分析（2009 年-2011 年）



资料来源：Wind 资讯 东兴证券研究所

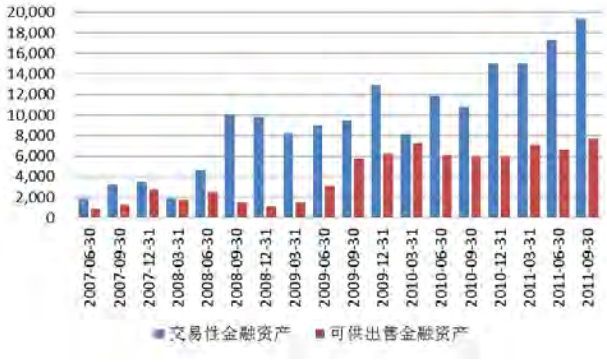
3.3 自营业务：灵活与稳健的双策略

2007 年以来，公司自营规模（以交易性金融资产和可供出售金融资产衡量）有了显著增加，从 2006 年底的 60 亿元上升到 2011 年三季度的 260 亿元。同时，公司的自营收益率与沪深 300 指数收益率相比波动较小，尤其是在市场下跌的情况下公司均能获得高于市场的收益率。

图 15：公司自营收益率与沪深 300 指数收益率比较

资料来源：Wind 资讯 东兴证券研究所

图 16：公司自营资产规模变化

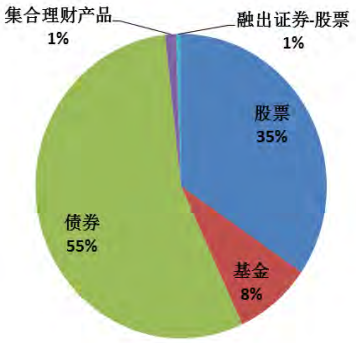


资料来源：Wind 资讯 东兴证券研究所

当前，由于投资工具的缺乏以及政策的限制，证券公司自营资产配置主要集中在股票、基金和债券上，因此市场波动对自营业务的业绩有直接而强烈的影响，自营业务事实上更像是一把业绩的双刃剑。**从资产构成以及配置变化上看，公司秉承了灵活与稳健的策略。**

权益类资产是受市场行情影响最直接的资产类型，从 2007 年到今年三季度，公司自营资产中权益类资产的比重变化与沪深 300 指数呈现了一致的变化，根据市场行情调整自营资产的配置是公司自营业务灵活策略的体现。另一方面，从权益类及衍生品与净资本的比重来看，公司从 2008 年-2010 年平均的比重为 18.5%，小于上市券商平均 24.1%的水平，对权益类资产规模的控制在一定程度上降低了市场剧烈波动给业绩带来的冲击。

图 17：公司自营资产配置（截至 2011 年 6 月 30 日）



资料来源：Wind 资讯 东兴证券研究所

图 18：权益类资产比重与沪深 300 指数收益率变化对比

资料来源：Wind 资讯 东兴证券研究所

表 3：上市券商自营权益类及衍生品/净资本比值

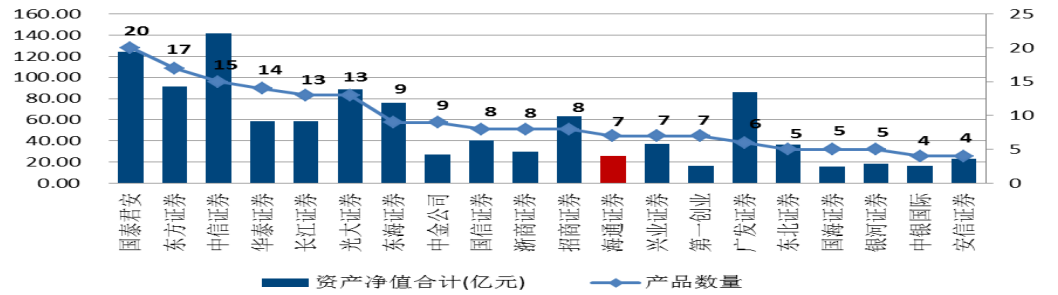
	自营权益类及衍生品类/净资本			
	2008 年	2009 年	2010 年	平均值
中信证券	8.10%	40.40%	61.90%	36.80%
西南证券	19.70%	50.20%	38.50%	36.10%
东北证券	13.70%	58.10%	34.10%	35.30%
太平洋	51.30%	39.70%	10.50%	33.80%
广发证券	11.30%	31.10%	54.10%	32.20%
招商证券	11.00%	11.00%	71.00%	31.00%
宏源证券	26.80%	30.70%	28.30%	28.60%
华泰证券		21.00%	32.00%	26.50%
方正证券	2.90%	15.50%	57.20%	25.20%
长江证券	12.70%	30.70%	25.60%	23.00%
海通证券	**3.20%**	**25.30%**	**26.90%**	**18.50%**
兴业证券	17.50%	23.60%	14.50%	18.50%
东吴证券	4.20%	31.80%	15.40%	17.10%
光大证券	16.80%	7.50%	18.30%	14.20%
山西证券	0.00%	27.00%	9.20%	12.10%
国元证券	0.80%	7.90%	13.10%	7.30%
国金证券	6.60%	11.00%	2.70%	6.70%
上市券商平均	**13.50%**	**26.90%**	**31.10%**	**24.10%**

资料来源：上市公司公告 东兴证券研究所

3.4 资管业务：资产规模较小 具备较大提升空间

截至到 2011 年三季度，公司共有 7 只集合理财产品，资产净值为 25.56 亿元；以数量计行业排名为第 12 名，以规模计行业排名为第 15 名。相对于公司的综合实力以及同规模公司的资管业务的规模，公司的资产管理业务产品数量较少，资产规模较小，仍有较大的提升空间。

图 19：券商集合理财产品净值及数量（数量排名前二十）



资料来源：Wind 资讯 东兴证券研究所

资产管理业务属于典型的收费型业务，受益于居民财富管理需求的增长，在人均可支配收入提高和证券公司大力发展收费型业务的背景下，业务增长空间巨大。同时，集合理财产品发行由“审批制”改“备案制”已越来越近，政策的松绑将进一步推动资产管理业务的发展。因此，公司若能抓住业务发展的机遇，在资产管理业务上获得新的突破，将成为公司传统业务新的亮点。

表 4：公司集合理财产品一览表

			最新份额		最新资产净值(亿元)		
单位：亿份	成立日期	成立规模	截至日期	份额	资产净值	投资类型	计划类型
海通金中金	2008-6-30	9.05	2011-9-30	1.32	1.25	平衡混合型基金	非限定性
海通季季红	2009-1-19	10.30	2011-9-30	1.31	1.17	混合债券型二级基金	限定性
海通稳健成长	2009-8-28	11.80	2011-9-30	3.35	2.62	偏股混合型基金	非限定性
海通新兴成长	2010-5-26	8.52	2011-9-30	1.92	1.68	平衡混合型基金	非限定性
海通海蓝内需价值优选	2011-2-10	14.98	2011-9-30	10.82	8.93	平衡混合型基金	非限定性
海通海蓝消费精选	2011-8-3	5.51				平衡混合型基金	非限定性
海通海蓝宝益	2011-11-18	4.42				混合债券型一级基金	限定性

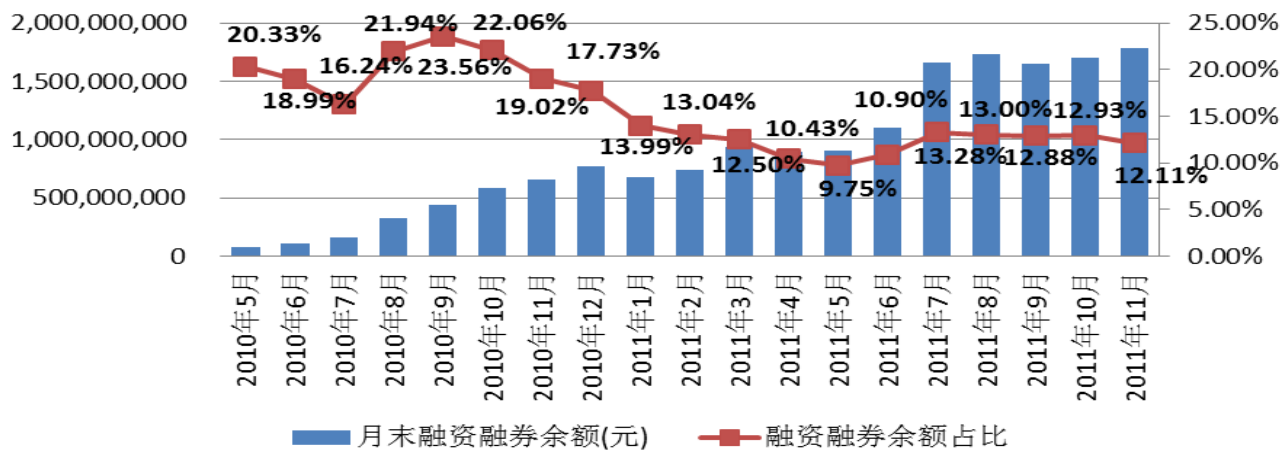
资料来源：Wind 资讯 东兴证券研究所

4. 创新业务：市场领先 培育新的盈利增长点

4.1 融资融券业务：市场领先 受益常规化

公司是第一批获得融资融券业务试点资格的券商之一，市场先发优势、经纪业务的良好基础以及雄厚的资本实力使得公司在两融业务市场保持着较高的市场份额以及领先优势，截至 2011 年 11 月，公司在深交所的融资融券余额 17.82 亿元，占比为 12.11%，位列行业第一位。

图 20：公司在深交所融资融券余额及占比



资料来源：深交所 东兴证券交易所

2011 年 12 月 5 日，标的证券扩容拉开了两融业务常规化的序幕。在开展业务营业部数量翻番、投资者数量扩大以及标的证券扩容的背景下，我们预计明年月均融资融券余额将实现翻番。参考第三批试点券商对前两批试点券商市场份额的影响，我们认为两融业务的市场份额与经纪业务的市场份额存在一定的关联性，综合考虑前两批试点券商、第三批试点券商以及余下的预计开展业务的 60 家券商的经纪业务市场份额，我们预计三类券商市场份额整体占比为 3:1.2:0.8，对应的市场份额为 60%、24%和 16%，并且假设试点券商中的相对市场占比保持不变，我们依次测算了 2012 年上市试点券商的业务收入以及对利润的贡献度。

我们预计公司 2012 年融资融券业务的平均市场份额下降为 9.22%，预计业务所带来的佣金收入和利息收入共 6.45 亿元，以 2010 年营业收入和利润衡量，占营业收入和利润的比重将分别达到 6.61%和 16.69%。常规化带来的业务增长以及公司领先的市场份额将使融资融券业务成为公司盈利的新的增长点。

表 5：2012 年部分上市券商融资融券业务收入测算

	2011 年 5-9 月平均融资融券余额占比	预计 2012 年底市场占有率	预计业务收入（亿元）	2010 年营业收入（亿元）	营业收入占比（%）	2010 年净利润（亿元）	利润占比（%）
兴业证券	2.43%	2.52%	1.76	27.38	6.44%	9.23	19.11%
光大证券	7.77%	5.99%	4.19	50.54	8.29%	22.65	18.50%
海通证券	**11.96%**	**9.22%**	**6.45**	**97.68**	**6.61%**	**38.68**	**16.69%**
宏源证券	2.41%	2.61%	1.83	33.05	5.54%	13.06	14.01%
国元证券	1.44%	1.55%	1.09	22.42	4.85%	9.26	11.75%
华泰证券	6.13%	5.72%	4.01	89.00	4.50%	34.79	11.52%
招商证券	6.53%	5.03%	3.52	64.86	5.43%	32.29	10.90%
广发证券	7.29%	5.62%	3.94	102.19	3.85%	41.98	9.37%
长江证券	1.49%	1.61%	1.13	31.99	3.52%	12.83	8.79%
方正证券	0.49%	1.25%	0.88	30.88	2.83%	12.72	6.88%
西南证券	0.51%	0.55%	0.39	19.36	2.00%	8.05	4.82%
中信证券	6.82%	8.26%	5.78	277.95	2.08%	121.36	4.76%

资料来源：东兴证券研究所

4.2 直投业务：已进入回收期 贡献丰厚盈利

2008 年 10 月，公司获得直投业务试点资格并设立海通开元开展业务。截至 2011 年 11 月底，公司共有银江股份、东方财富、新天科技和闽发铝业四个直投项目实现了 IPO，其中东方财富和新天科技将在 2012 年进入解禁期，以 12 月 15 日收盘价计算，若在解禁后公司出售所有的份额，则公司 2012 年直投业务的浮盈达到 6,701 万元。

表 6：海通开元直投项目

直投项目	上市时间	预计解禁时间	解禁份额（万）	投资成本（万）	当前股价（元）
银江股份	2009.10.31	2010.11.01	150	750	13.51
		2011.10.30	150		

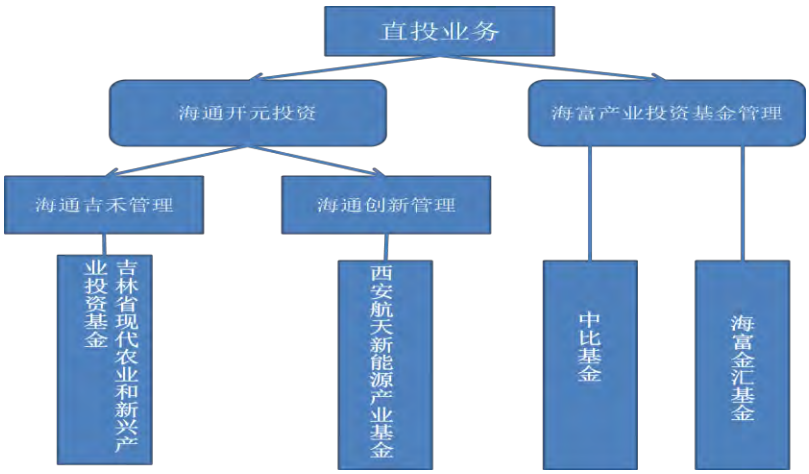
		2011.11.01	225		
东方财富	2010.03.19	2012.07.22	500	5,500	20.04
新天科技	2011.08.31	2012.08.31	156	1,080	21.55
闽发铝业	2011.04.28	2014.04.28	600	2790	10.71

资料来源：Wind 资讯 东兴证券研究所

受制于直投资金与净资本的比重限制，同时考虑到政策层面的放开以及支持，直投基金或产业基金将成为未来的发展方向。2011 年 7 月 8 日颁布的《证券公司直接投资业务监管指引》明确了证券公司可以通过直投子公司设立直投基金，而在此前，证券公司通过设立基金管理公司发起产业基金开展直投业务的形式已经获得了显著的发展。公司在 2004 年成立的海富产业投资基金管理公司是我国首个产业基金的管理公司，在产业基金管理上处于领先地位。

当前，公司在直投业务上形成了较为完善的业务平台，除了海通开元投资有限公司，还有海富产业投资基金管理有限公司，其中海通开元还设立了海通吉禾管理和海通创新管理两家子公司，目前共管理中比基金、海富金汇基金、吉林省现代农业和新兴产业投资基金和西安航天新能源产业基金四只基金。随着项目进入成熟期，公司直投业务将在多个领域持续贡献丰厚盈利。

图 21：公司直投业务平台



资料来源：公司 H 股招股书 公司网站 东兴证券研究所

4.3 海外业务：国际化布局受益 RQFII 试点

2011 年 12 月 16 日，中国证监会、中国人民银行、国家外汇管理局联合发布了《基金管理公司、证券公司人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法》（以下简称《试点办法》），市场期待已久的 RQFII 正式试点推出。

此次 RQFII 的试行是从境内基金管理公司、证券公司的香港子公司为试点，运用在香港募集的人民币资金投资境内证券市场的行为。根据《试点办法》的规定，香港子公司申请开展在香港募集人民币资金境内证券投资业务试点，应该具备四个方面的条件：一是在香港监管部门取得资产管理业务资格并已经开展资产管理业务；二是公司

治理和内部控制有效，从业人员符合香港地区的有关从业资格要求；三是申请人及其境内母公司经营行为规范，最近 3 年未收到所在地监管部门的重大处罚；四是申请人境内母公司具有证券资产管理业务资格。

公司的海外业务主要通过海通国际控股有限公司及其控股子公司海通国际证券来进行。截止到 2011 年 11 月，公司通过海通资产管理（香港）有限公司开展了资产管理业务，管理了海通中国基金、海通 SRI 亚洲基金以及海通大中华机遇基金等，同时还发起了香港首只人民币基金——海通环球人民币收益基金。同时，公司的控股子公司海富通基金管理公司的香港子公司也符合此次试点申请的资格。12 月 22 日，证监会公布了获得试点资格的证券公司和基金公司的香港子公司名单，海通国际和海富通基金公司的香港子公司均获得了此次试点资格，公司将双重受益于 RQFII 的试点推出。

首批 RQFII 的规模为 200 亿元，要在 12 家符合条件的证券公司和 9 家基金公司中进行分配。从总额来看，当前 RQFII 的试点并不能对公司盈利带来重要影响，但是我们看好 RQFII 试点所尝试建立的人民币回流机制，我们认为这一机制完善后，在港的近 6000 亿元的人民币存款将成为 A 股市场的重要资金来源，RQFII 将成为证券行业的重要常规业务，公司在这一领域的领先优势将提升公司国际业务的发展空间。

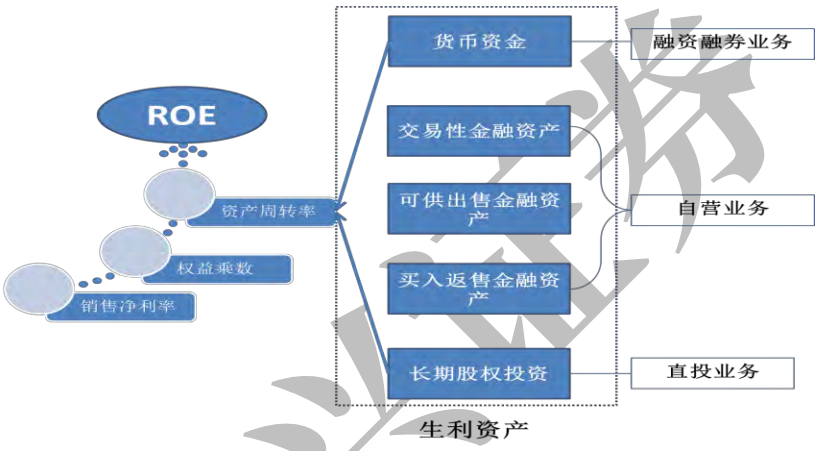
5. 从杜邦分析看公司估值提升

ROE，即净资产收益率，用来衡量公司净资产的获利能力。从估值的角度看，在公司的分红水平稳定的情况下，ROE 水平和公司的永续增长率存在着正相关的关系，ROE 的提升是公司长期增长率提升的关键。若采用杜邦分析（三因素法）对 ROE 进行分解，即

ROE=销售净利率×总资产周转率×权益乘数

我们可以明确影响公司 ROE 提升的重要因素。

图 22：基于杜邦分析看影响证券公司 ROE 提升的因素



资料来源：东兴证券研究所

销售净利率反映公司的净利润在营业收入中的比重，通常，销售净利率也在一定程度上衡量公司的成本管理的能力。而在证券公司的经营过程中，职工薪酬是最主要的成本来源，而根据经营的实际情况，以职工薪酬为主的管理成本具有一定的刚性，因此在一定的刚性管理成本的基础上，总体营业收入的提升是销售净利率提升的关键因素。同样，历史数据来表明，销售净利率通常保持在一个较为稳定的水平，因此通过提高销售净利率来提升 ROE 水平并不是一个有效的途径。

权益乘数反映公司的财务杠杆水平。从我国证券行业的发展之初，通道业务为主的业务模式以及风险控制为先的监管模式直接造成了证券公司的负债水平较低。当前，证券行业的负债主要是在通道业务开展过程中造成的经营性负债，而对于以长期借款为主的财务性负债则极少涉及，且当前权益乘数较高的公司多是由于历史原因造成的净资产水平过小，并不是主动负债经营所致。当前，以净资本为主的监管短期内不会改变，因此通过提高权益乘数提升公司的 ROE 也不是有效的途径。

因此，ROE 的提升归根到底在于提升公司的资产周转率水平，而总资产周转率的提升在于资产的利用效率和盈利能力。从证券公司的资产负债表来看，借鉴银行的“生息资产”的概念，我们将能主动获得资本利得的资产定义为“生利资产”，则证券公司的“生利资产”主要包括货币资金（扣除客户保证金）、交易性金融资产、可供出售金融资产、买入返售金融资产以及长期股权投资。如果将交易性金融资产、可供出售金融资产和买入返售金融资产归为自营的范畴，当前自营投资主要在二级市场的股票和债券投资，市场波动对自营收益率的影响较大，因此，从长期来看总资产周转率的提升在于货币资金带来的收益以及长期股权投资带来的投资回报。

综合以上分析，提升资金利用效率的资本消耗型业务是 ROE 提升的关键。从业务性质来看，融资融券业务以及直投业务是典型的资本消耗型业务，有助于提升资金的利用率以及资本的回报率从而提升公司的 ROE 水平。

在 17 家上市公司中，2010 年的净资产收益率的均值为 13.49%，而公司的净资产收益率只有 8.39%，低于均值 5 个百分点；从杜邦分析来看，总资产周转率以及权益乘数偏低是主要原因。结合上述分析，融资融券业务常规化带来的业务量的扩大以及公司在该业务上的领先市场份额无疑将提高公司的资金利用效率；直投业务的常规化以及产业基金的进一步发展为公司带来多个领域的长期投资收益，长期股权投资回报的提升也是公司 ROE 提高的重要方面。因此，公司在资本消耗型业务上的领先布局和领先市场份额，在业务受益政策放开的背景下，公司的 ROE 水平有较大的提升空间，有助于公司当前估值水平的提升。

表 7：2010 年上市证券公司净资产收益率

证券简称	ROE	归属母公司股东的净利润 / 净利润	净利润 / 营业总收入	总资产周转率	权益乘数
广发证券	22.51%	95.92%	41.08%	10.20%	5.60
宏源证券	18.88%	100.00%	39.53%	11.84%	4.03
中信证券	17.13%	93.20%	43.66%	15.44%	2.73
东北证券	16.17%	99.92%	31.03%	8.86%	5.88
国金证券	15.63%	100.00%	26.65%	14.92%	3.93
方正证券	15.61%	98.09%	41.21%	10.82%	3.57
华泰证券	14.64%	98.43%	39.10%	8.39%	4.54
东吴证券	14.56%	99.18%	32.12%	9.26%	4.93
招商证券	13.86%	100.00%	49.78%	6.76%	4.12
长江证券	13.76%	100.00%	40.10%	8.99%	3.81
兴业证券	11.70%	85.30%	33.71%	9.79%	4.16
太平洋	10.89%	100.00%	30.19%	11.43%	3.16
西南证券	10.19%	100.00%	41.59%	10.26%	2.39
光大证券	9.74%	97.14%	44.81%	8.31%	2.69
山西证券	9.45%	99.88%	29.35%	9.20%	3.51
海通证券	**8.39%**	**95.30%**	**39.60%**	**8.27%**	**2.69**
国元证券	6.14%	99.90%	41.30%	8.26%	1.80
均值	13.49%	97.78%	37.93%	10.06%	3.74

资料来源：Wind 资讯 东兴证券研究所

6. 估值分析

6.1 公司盈利预测

公司的盈利受到市场因素和公司业务市场份额的影响。基于我们对未来市场的判断，在货币政策回归中性、地产理财政策受限以及行业组合政策推出的综合效应下，2012 年 A 股市场的活跃性将好于 2011 年，体现为市场指数和成交量的上升。从融资的角度看，预计 2012 年股权融资总额与 2011 年基本持平，但是再融资的比重仍将进一步加大，同时政策扶持下的债券发行将是亮点。在一系列市场运行以及公司市场份额

的假设下，我们预计公司 2011 年、2012 年和 2013 年的 EPS 分别为 0.45 元、0.62 元和 0.71 元。

表 8：关键假设

单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
股基权日均成交额	229,300	190,000	230,000	250,000
公司市场份额	4.31%	4.40%	4.35%	4.35%
毛佣金率	0.110%	0.095%	0.092%	0.090%

资料来源：东兴证券研究所

表 9：公司盈利预测简表

单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	**9,767.69**	**9,162.14**	**12,509.74**	**14,187.57**
手续费及佣金收入	7,208.24	5,909.71	7,083.46	7,558.29
代理买卖证券业务净收入	4,863.82	3,162.01	3,874.90	4,004.56
证券承销业务净收入	919.74	898.56	1,030.04	1,181.49
受托客户资产管理业务净收入	713.52	844.49	974.33	1,087.34
利息净收入	1,365.52	1,647.55	1,716.19	1,778.56
投资净收益+公允价值变动净收益	1,160.03	1,571.88	3,677.09	4,817.71
其他业务收入	33.90	33.00	33.00	33.00
营业支出	**4,934.76**	**4,333.69**	**5,792.01**	**6,568.84**
营业税金及附加	422.39	393.97	537.92	610.07
管理费用	4,511.73	3,939.72	5,254.09	5,958.78
资产减值损失	-3.77	0.00	0.00	0.00
其他业务成本	4.41	0.00	0.00	0.00
营业利润	**4,832.93**	**4,828.45**	**6,717.73**	**7,618.72**
加：营业外收入	159.17	100.00	100.00	100.00
减：营业外支出	2.41	0.00	0.00	0.00
利润总额	**4,989.69**	**4,928.45**	**6,817.73**	**7,718.72**
减：所得税	1,121.53	1,108.90	1,533.99	1,736.71
净利润	**3,868.16**	**3,819.55**	**5,283.74**	**5,982.01**
减：少数股东权益	181.89	180.00	190.00	200.00
归属于母公司所有者的净利润	**3,686.26**	**3,639.55**	**5,093.74**	**5,782.01**
基本每股收益（元）	**0.45**	**0.45**	**0.62**	**0.70**

资料来源：东兴证券研究所

6.2 绝对估值法——DDM 模型

在绝对估值法中， DCF 方法适用于有稳定现金流的企业，而证券公司是以资产为开展业务的基础，由于资产的变现能力较强，因此现金流并不能恰当地衡量公司的经营

东兴证券

状况。公司自 2007 年登陆资本市场后一直保持着较为稳定的红利分配，因此本报告采用 DDM 模型来衡量公司的价值。

表 10：公司历年来分红水平

单位：元	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
EPS	1.58	0.4	0.55	0.45
股利	0.1	0.1	0.2	0.15
股利支付率	6.33%	25.00%	36.36%	33.33%

资料来源：公司公告 东兴证券研究所

基于我们对行业发展的判断，行业对创新业务的常规化以及对“自下而上”创新的放开或将开启行业新的发展周期，作为行业中的龙头并且随着资金利用效率的提高，公司将能受益行业的发展，我们预计公司在 2011-2015 年间将能保持一个较快的发展势头，在 2016-2025 年间公司维持在一个 15%的平稳发展阶段，在 2026 年之后，预计公司将以百分之 3%的增长率维持发展。与公司的发展水平同步，我们预计公司的分红水平也将呈现一个三阶段上升的趋势，在 2011-2015 年的快速发展阶段，公司将实施 30%的分红水平，在平稳发展阶段，公司将实施 70%的分红水平，在 2026 年以后，公司的分红水平将达到 95%以上。

表 11：DDM 模型主要假设

估值时点	2011/12/31		增长率	股利支付比例
红利发放时间	每年的 6/30	第一阶段	-	30%
无风险利率	3.50%（十年期国债利率）	第二阶段	15%	70%
Rm	11.00%	第三阶段	3%	95%
β值	1.3（公司股价与上证综指回归结果）			
Ke	13.25%			

资料来源：东兴证券研究所

在上述假设及综合考虑公司各项业务未来的发展的情况下，公司 DDM 模型估值的结果为 11.32 元，在股权回报率上下浮动 0.5 个百分点和永续增长率分别浮动 0.2 个百分点的情况下，公司的估值区间为 10.36 元-12.16 元。

表 12：DDM 模型的敏感性分析

单位：元		股权回报率 Ke						
		11.75%	12.12%	12.75%	13.25%	13.75%	14.25%	14.75%
永续增长率 g	2.40%	13.85	13.00	11.72	10.83	10.03	9.32	8.68
	2.60%	14.05	13.17	11.86	10.95	10.14	9.41	8.76
	2.80%	14.25	13.35	12.01	11.08	10.25	9.50	8.84
	3.00%	14.46	13.54	12.16	11.21	10.36	9.60	8.92
	3.20%	14.69	13.74	12.32	11.34	10.47	9.70	9.01

3.40%	14.92	13.94	12.49	11.48	10.60	9.80	9.10
3.60%	15.17	14.16	12.66	11.63	10.72	9.91	9.19

资料来源：东兴证券研究所

6.3 相对估值法——PE 估值法

由于证券行业的周期性，公司盈利具有一定的波动性，因此相对应公司的估值也有一定程度的波动范围，因此根据公司盈利所计算的 PE 估值法并不能准确地计算公司的价格，而只能根据同期同类公司的平均 P E 和历史 PE 波动的区间中值来衡量公司的价格。

在 17 家上市公司中（由于数据的可得性，这里不包括东吴证券），2010 年的 PE 和 PE (TTM)的均值分别为 24.81 倍和 27.31 倍，而由于股本较小，太平洋证券和山西证券的 PE 均较大程度地偏离均值，若剔除这两个公司，则余下的 15 家券商的 2010 年的 PE 和 PE(TTM)的均值分别为 21.9 倍和 23.4 倍。与上市券商相比，公司的 PE 均低于行业平均水平，在同业中仅略高于中信证券。

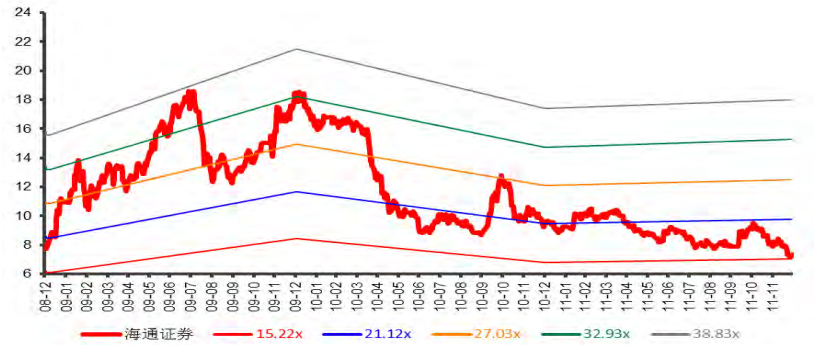
表 13：上市公司 PE 及 PB 数据

	2010EPS	2010PE	PE(TTM)	PB（最新）
宏源证券	0.89	21.24	17.98	2.09
国金证券	0.44	28.32	28.00	2.97
西南证券	0.39	26.82	31.52	1.98
海通证券	**0.45**	**17.44**	**16.11**	**1.32**
招商证券	0.90	18.24	15.37	1.89
太平洋	0.14	40.28	54.94	4.68
兴业证券	0.39	30.85	29.07	2.21
华泰证券	0.63	20.24	18.55	1.30
光大证券	0.64	18.08	15.54	1.57
东北证券	0.82	15.61	43.66	2.39
国元证券	0.47	23.22	23.50	1.13
广发证券	1.62	32.80	21.49	1.93
长江证券	0.59	17.88	25.12	1.47
山西证券	0.22	47.17	54.39	2.57
方正证券	0.27	-	31.79	1.73
中信证券	1.14	13.94	9.95	1.37
均值		**24.81**	**27.31**	**2.04**
均值（不包括太平证券和山西证券）		**21.90**	**23.40**	**1.81**

资料来源：Wind 资讯 东兴证券研究所 （最新价格选取 2011 年 12 月 28 日收盘价）

从公司近三年来 PE(以当前股价和上年 EPS 计算)波动区间来看，公司 PE 在 15.22 倍-38.83 倍的区间内波动，区间的中值为 27 倍。在预计明年市场不会出现如 2007 年的急剧上涨的情况下，公司近三年的 PE 波动区间有一定的参考价值。综合考虑当前证券公司的 PE 均值以及历史估值区间，给予公司 24-28 倍 PE，对应的合理公司股价区间为 10.8 元-12.6 元。

图 23：公司历史 PE 波动区间



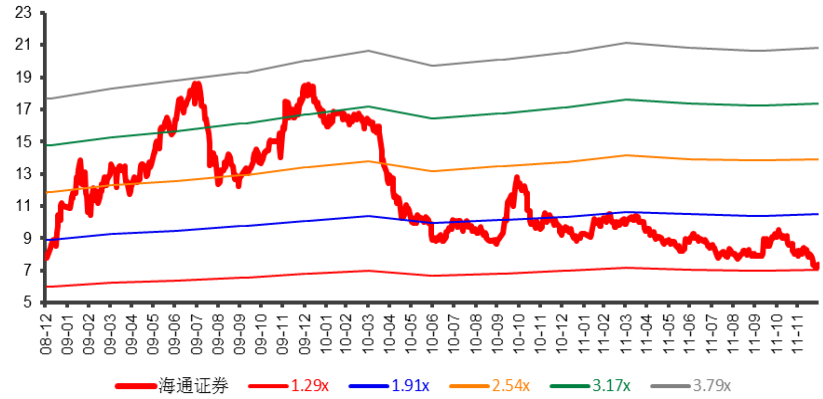
资料来源：Wind 资讯 东兴证券研究所

6.4 相对估值法——PB 估值法

由于资产的可变现程度较高，因此相对于 PE 估值法，从理论上来说，PB 估值法用于衡量证券公司的价值有更强的说服力。

从表 14 中可以看出， 当前 17 家上市券商的均值为 2.04 倍，剔除太平洋证券和山西证券的均值为 1.81 倍，而公司目前的 PB 为 1.32 倍，远低于行业平均水平。公司近三年的 PB 估值在 1.29 倍-3.79 倍之间，区间中值为 2.45 倍。综合考虑当前上市券商的 PB 均值以及公司的历史 PB 区间，同时，考虑到随着融资融券业务、直投业务等资本消耗型业务的增长，公司的估值仍有提升的空间，给予公司 2-2.2 倍的 PB 水平，对应的股价区间为 10.8-11.88 元。

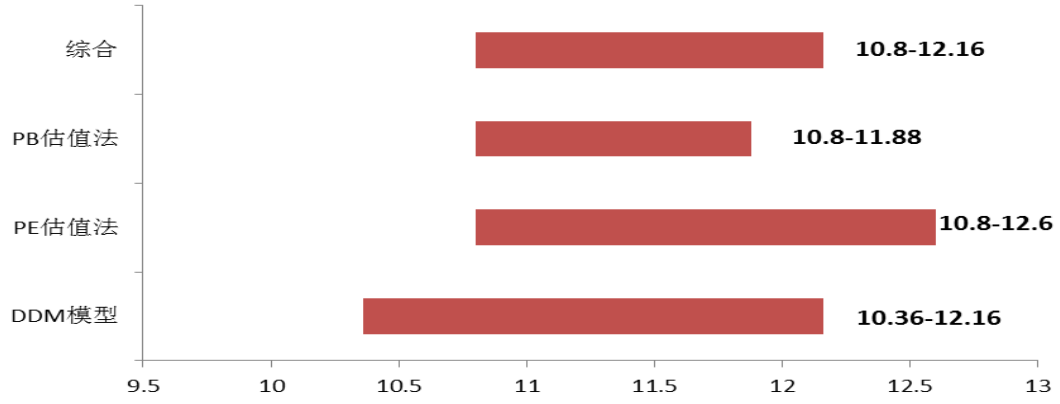
图 24：公司历史 PB 波动区间



资料来源：Wind 资讯 东兴证券研究所

综合上述三种估值方法，我们以 PB 估值法和 DDM 模型为主，同时综合考虑 PE 估值法的估值结果，我们认为公司的合理股价区间为 10.8 元-12.16 元。

图 25：公司的合理估值区间（单位：元）



资料来源：东兴证券研究所

7. 投资评级和建议

公司经过多年的发展和积极的业务布局，已经形成了以传统业务为业绩支撑、创新业务引领业务增长、国际业务提升业务空间的较为完善的盈利结构。基于杜邦分析，我们认为随着创新业务的进一步发展，公司自有资金的利用率以及长期股权投资的回报率将得到提升，公司估值仍将获得进一步提升。我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.45 元、0.62 元和 0.70 元，对应当前的 PE 分别为 15.73、11.42 和 10.11 倍。综合 DDM 模型、PE 估值法和 PB 估值法，我们认为公司的合理估值区间为 10.8-12.16 元，公司当前的股价仍处于低位，具备估值优势，继续维持公司“强烈推荐”的评级。

风险提示

公司的业绩在一定程度上受到市场情况的影响。受国内外经济形势或心理预期的影响，若二级市场交易量持续低迷，公司经纪业务收入有可能因成交额的减少继续下跌。

如果二级市场受到重大事件的冲击出现大幅下滑，则会影响公司自营业务以及资产管理业务的收益，致使相关业务的收入存在下跌可能。

东兴证券

附表:

表 14：公司资产负债表预测简表

	2010A	2011E	2012E	2013E
资产				
货币资金	58,318.12	50,695.10	51,755.05	49,009.75
结算备付金	19,652.58	12,289.20	14,707.35	15,986.25
交易性金融资产	15,018.08	17,931.12	25,215.64	31,519.55
衍生金融资产		0.00	0.00	0.00
买入返售金融资产	2,120.00	2,544.00	2,798.40	3,078.24
存出保证金	3,229.58	2,457.84	2,941.47	3,197.25
可供出售金融资产	6,033.47	7,833.00	12,336.97	17,271.75
长期股权投资	1,433.59	1,433.59	1,433.59	1,433.59
固定资产	988.31	949.48	954.53	919.08
其他资产	8,619.37	3,545.83	3,541.73	3,779.15
资产合计	**115,413.10**	**99,679.16**	**115,684.73**	**126,194.61**
负债				
短期借款	2,922.32	1,000.00	1,000.00	1,000.00
卖出回购金融资产款		0.00	0.00	0.00
代理买卖证券款	63,682.35	47,108.60	56,378.18	61,280.63
应付职工薪酬	905.14	995.65	1,075.31	1,129.07
其他负债	5,208.86	3,299.22	3,621.60	3,027.72
负债合计	**69,796.35**	**52,403.47**	**62,075.08**	**66,437.42**
所有者权益				
股本	8,227.82	8,227.82	8,227.82	8,227.82
资本公积金	23,080.28	22,160.02	23,400.24	23,765.78
盈余公积金	1,671.43	2,053.38	2,581.76	3,179.96
一般风险准备	1,671.43	2,053.38	2,581.76	3,179.96

交易风险准备	1,671.43	2,053.38	2,581.76	3,179.96
未分配利润	8,234.01	10,727.69	14,236.31	18,223.72
少数股东权益	1,149.38			
归属于母公司所有者权益合计	44,467.36	47,275.68	53,609.65	59,757.20
所有者权益合计	**45,616.75**	**47,275.68**	**53,609.65**	**59,757.20**
负债和所有者权益合计	**115,413.10**	**99,679.16**	**115,684.73**	**126,194.62**

资料来源：东兴证券研究所

表 15：公司各项财务指标预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
每股指标				
EPS(最新股本摊薄）	0.45	0.45	0.62	0.70
每股营业收入（最新股本摊薄）	1.19	1.11	1.52	1.72
每股资本公积（最新股本摊薄）	2.81	2.69	2.84	2.89
每股盈余公积（最新股本摊薄）	0.20	0.25	0.31	0.39
每股未分配利润（最新股本摊薄）	1.00	1.30	1.73	2.21
盈利指标				
净资产收益率（ROE）	8.39%	7.93%	10.10%	10.20%
总资产收益率（ROA）	4.32%	4.94%	5.89%	6.12%
净利润率	39.60%	41.69%	42.24%	42.16%
杜邦分析				
归属于母公司的净利润/净利润	95.3%	95.29%	96.40%	96.66%
净利润率(income/sales)	39.60%	41.69%	42.24%	42.16%
资产周转率(sales/assets)	8.27%	8.52%	11.62%	11.73%
权益杠杆(assets/equity)	2.69	2.34	2.13	2.13
净资产收益率（ROE)	8.39%	7.93%	10.10%	10.20%

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

黄琳

中国人民大学经济学硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，从事非银行金融行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

东兴证券

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。