

非银行金融行业

海通证券 (600837.SH)

公司调研报告

评级: 买入 首次评级

收盘价 (元)	8.95
目标价 (元)	11.00

业务均衡, 创新有力

— 调研简报

市场数据 2012年2月22日

52周最高/最低 (元)	9.01/7.05
总股本 (百万)	8,228
流通B股/H股 (百万)	-/-
总市值 (百万元)	73,639
A股流通市值 (百万元)	73,639

相对股价表现



相关研究

非银行金融研究小组

李项峰

证书编号 S0120511030002

联系人: 张蕾

8621-68761616-8516

zhanglei@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际
中心 26 楼<http://www.tebon.com.cn>

事件: 近日, 我们赴海通证券股份有限公司总部进行实地调研, 与公司董事会秘书就证券行业发展现状、公司经营情况以及未来展望进行了较为深入的交流。

内容要点:

- **行业发展和公司战略:** 未来证券行业将进入放松管制、强化监管的时期, 在适度的风险控制体系下, 创新将带来市场和行业根本性的变化。这种变化主要有以下几个方面: 首先, 监管层改变行业监管思路, 允许创新; 其次, 证券行业将由“无杠杆”经营状态逐步转向“有杠杆”, 杠杆化经营将改变行业盈利状况, 提高ROE; 最后, 市场中投资者需求多元化、客户结构变化, 要求证券行业服务项目必须多元化发展。在此背景下, 公司寻求业务均衡化发展, 传统业务力求保证稳定现金流、创新业务争取超额收益并维持行业领先, 同时维护内外 (境内、境外) 两个平台拉长公司业务链。

• 公司传统业务

1. **经纪业务:** 经纪业务中, 通道服务由于对IT交易系统的依赖且服务内容同质性较高, 未来仍然有下降空间, 但是由于成本和行政上的约束, 下降空间有限; 公司在投资咨询的增值业务上仍然有较大的发展空间, 如提供投顾服务 (海通拥有投顾5千多人, 行业总体1万6千人左右)、两融、期货IB、机构分仓 (2011年机构分仓费用2亿元, 市场份额约4%) 以及未来有望得以逐步放开的券商代销其他金融机构产品等服务, 总体来说海通证券不倡导参与价格竞争, 保持高于可比公司的佣金率水平 (0.09%左右), 且佣金率下调空间较为有限。

2. **投行业务:** 投行股权部分大中小项目兼顾, 以中小项目为主, 因为央企为主的大型项目数量有限且企业议价能力高, 中小项目资源充足且承销费率较高, 目前海通证券具有储备项目200个。除此之外, 公司2012年将加大债券业务 (包括公司债承销) 的投入, 在27个省的194个网点进行全员拓展、属地化管理, 并与多省达成战略合作协议, 预计未来公司承销业务将有较大发展空间。

3. **自营业务:** 自营风格稳健, 共分权益、固定收益和另类投资

请务必阅读正文后的免责条款部分

三个部分，投资规模和结构审批流程到位，风控严格，并已经申报设立另类投资公司，注册资本30亿，专门从事衍生品、量化投资交易等。

- **公司创新业务**

1. **资产管理业务：**海通证券券商集合理财规模相对可比公司较小，目前公司高层已经给予高度重视，在人才引进、机制改革、风控和产品设计创新上加大投入，并即将成立资产管理子公司，注册资本10亿，预计2012年即可见成效，届时业务规模和收入将较大提升。

2. **融资融券业务：**公司融资融券业务位于行业首位，两融余额和成交额均居行业前列，特别是融券交易量市场份额约40%-50%，居绝对优势地位。两融业务优势在于公司资金量大（2012年将追加资金投入，总额达到100-120亿）、券源多（285支融资融券标的均有券源），以及由强大经纪业务所带来的客户基数大（公司目前拥有零售客户400万户，机构和高净值客户100万户）等。未来公司将加大两融业务投入和发展力度，力求继续保持行业第一的市场份额。

3. **直投业务：**公司依托海富产业投资基金、海通开元投资、海通吉禾和海通创新资本开展股权投资业务，截止到目前为止，共完成77个项目，15个已经上市，9个退出，平均投资期限3-6年，年均收益率达到55%。未来公司将加大直投业务投入，筹备海通文化产业基金、海通新能源和低碳产业投资基金、并购基金等。

4. **海外业务：**公司近年来海外业务发展迅速，收购的大福证券为香港本土最大上市券商（目前为海通国际），大福证券原以经纪业务为主，零售业务优势明显，在港澳地区有12家营业部，拥有12-18万客户，曾参与民生银行H股、中国太保H股、交通银行H股发行等，并且业务牌照齐全。海通证券未来战略是将其打造为公司全方位的境外投融资平台，大力发展境外投行业务、资管业务。本次H股发行65%用于投资两融等境内业务，35%用于投资香港业务（海通国际），其中部分用于亚太地区的兼并收购，主要针对有品牌、现金流、客户等优质资源的金融公司，力求控股、拉长公司业务链。

- **投资观点：**从基本面来看，2011年在市场整体不景气的情况下，公司全年实现营业收入92.97亿，归属上市公司股东净利润31.61亿，加权平均ROE7.07%，基本每股收益0.38元/股，业绩同比下滑幅度低于行业平均，基本符合我们预期。2012年随着佣金下滑速度趋缓，以及监管层思路放开很可能带来创新业务的加速发展，预计公司两融业务、直投业务、期货业务、新三板业务将有较大发展，盈利状况和结构也会有所改善。从估值上来看，预计公司2012至2014年摊薄后EPS分别为0.49元/股、0.60元/股和0.73元/

股，BVPS分别为6.08元/股、6.69元/股和7.35元/股，对应PE分别为18.3倍、14.9倍、12.3倍，PB为1.47倍、1.34倍、1.22倍，估值安全性较高，建议关注。

表1 公司重要财务指标（单位：百万）

重要财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	9,768	9,297	10,721	13,318	16,062
(+/-)%	-1.7%	-4.8%	21.2%	24.2%	20.6%
营业利润	4,833	4,260	5,275	6,486	7,806
(+/-)%	-15.7%	-11.9%	20.8%	23.0%	20.4%
利润总额	4,990	4,388	5,365	6,596	7,916
(+/-)%	-16.6%	-12.1%	21.9%	22.9%	20.0%
归属于母公司所有者的净利润	3,686	3,161	4,003	4,963	5,993
(+/-)%	-19.0%	-14.2%	23.2%	24.0%	20.8%
每股净收益（元）	0.45	0.38	0.49	0.60	0.73
每股净资产（元）	5.40	5.47	6.08	6.69	7.35
净资产收益率（%）	8.5%	7.07%	8.2%	9.1%	10.0%

资料来源：德邦研究

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因,不因,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。

投资评级

一、行业评级

- 推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
- 中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
- 回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
- 增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
- 中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
- 减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料,我对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证,不保证该信息未经任何更新,也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下,我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发,需注明出处为“德邦证券有限责任公司”,且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。