

非银行金融行业

海通证券 (600837.SH)

公司深度报告

评级: 买入 维持

最新收盘价(元) 9.31

目标价(元) 11.50

市场数据 2012年3月2日

52周最高/最低(元) 9.39/7.05

总股本(百万) 8,228

流通B股/H股(百万) -/-

总市值(百万元) 76,601

A股流通市值(百万元) 76,601

基础数据 2011年12月31日

每股收益(元) 0.38

每股净资产(元) 5.47

ROE(%) 7.07

相对股价表现



相关研究

《海通证券调研简报—业务均衡, 创新有力》2012/02/23

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>

业务均衡力保稳健, 转型空间大提升价值

投资要点:

- **资本市场建设推进+监管趋松—2012年券商业务逢转型机遇。**受益于金融体制改革的进一步推进以及监管层思路逐步放开, 2012年债券、新三板、期货等市场建设以及融资融券、券商理财及直投等创新业务有望获得重大发展, 预计具备牌照和资源优势的券商将率先从中受益。
- **公司收入结构均衡, 力保业绩维持稳健。**海通证券 2011 年前三季度代理买卖证券/承销/受托资产管理/自营/净利息收入贡献分别为 36.65%/10.63%/10.29%/12.09%/22.04%, 在上市券商中相对较均衡, 并且从公司历史数据来看 2007 年以来收入结构也逐渐趋于均衡。其中, 代理买卖证券业务净收入占比远低于营业部数量相当的广发证券、华泰证券, 对传统经纪业务依赖性低。
- **受益于资本市场建设推进, 公司债券承销业务、新三板、期货业务 2012 年将获重大发展。**08 年至今公司承销业务收入逐年上升, 预计 11 年全年贡献将达 12% 左右, 同年债券承销获较大突破, 承销收入贡献逐年提升, 未来在债券项目开拓和获取上优势明显; 2012 年新三板扩容可期, 公司加强与各地高新区管委会战略合作, 补充业务短板; 海通期货成交额行业领先, 07 年以来期货公司资产规模和利润贡献逐年提升, 预计 11 年利润贡献将达 1.7% 左右。
- **监管趋松, 公司两融业务、集合理财、直投等创新业务空间巨大。**公司两融余额位列行业首位, 2011 年预计两融收入达 4.4 亿, 收入贡献约达 4.8%, 12/13 年两融收入预计可达 12.6/20.4 亿, 收入贡献将达 10%/14%; 券商理财业务空间巨大, 资产管理子公司成立将给 2012 年业务规模和收入带来成效; 直投业务进入收获期, 年均收益达到 55%, 其中海富产业基金 2010 年 ROE 达到 26.3%, 在上市券商直投子公司中居首位, 2010 年海通开元和海富产业基金利润贡献达 2.38%。
- **看好业务转型的行业先锋, 维持“买入”评级。**我们预测 12/13/14 年 EPS 分别为 0.49/0.66/0.78 元/股。运用分部估值法得出海通证券传统经纪/承销/自营价值分别为 261.3/122.7/274.3 亿元, 受托资产管理/融资融券/直投/海外业务价值分别为 36.0/163.9/66.5/60.7 亿元, 总价值约 985.3 亿元。考虑本次 H 股发行且募集资金后业务扩张的溢价, 公司总价值约为 1100.3 亿, 对应每股价值为 11.50 元。因此, 我们上调海通证券 6 个月目标价至 11.50 元 (隐含 24% 的上涨空间), 维持“买入”评级。

请务必阅读正文后的免责声明部分

正文目录

1. 证券行业：转型提升价值	4
1.1 2011 年弱市之下，资本市场建设推进孕育行业新机遇	4
1.2 监管放松，创新业务创造业绩新增长点	6
1.2.1 融资融券业务将获显著增长	7
1.2.2 财富管理需求旺盛，券商理财前景看好	9
1.2.3 直投业务全面展开，自有资金利用率和回报率将显著提升	11
2. 海通证券：业务转型的行业先锋	12
2.1 收入结构多元化、均衡化发展	12
2.2 资本市场转型年，分享行业盛宴	13
2.2.1 投行业务稳定增长，债券业务立足创新	13
2.2.2 “新三板”业务短板，2012 年将大力发展	15
2.2.3 期货加大网点布局，业绩增长加快	16
2.3 以创新促转型，催化价值进一步提升	16
2.3.1 融资融券业务行业领导者	16
2.3.2 集合理财业务空间广阔	18
2.3.3 直投业务初见成效，行业领先地位稳固	20
2.3.4 内外平台兼顾，拉长业务链	21
3. 传统业务力保稳定现金流——转型进程中稳步前行的保障	22
3.1 经纪业务：佣金率下滑趋缓，两融业务协同增长	22
3.2 投行业务：承销获重大突破，收入贡献逐步提升	24
3.3 自营业务：风格稳健，业绩平稳	25
4. 盈利预测及估值	27
4.1 基本假设和盈利预测	27
4.2 分部估值及投资建议	28
4.2.1 传统业务价值	28
4.2.2 创新业务价值	28
4.2.3 考虑本次 H 股发行的估值	29
5. 风险提示	30

图表目录

表 1	“十二五”规划纲要资本市场建设中的券商机遇	4
表 2	两融业务试点券商基本情况	7
表 3	融资融券业务预测	9
表 4	海通证券与可比券商经纪业务对比	12
表 5	海通证券历年债券承销情况	15
表 6	海通期货资产和收入状况	16
表 7	海通证券融资融券收入预测	17
表 8	大型上市券商多数持股实力雄厚的基金公司	18
表 9	海通资管与券商系资产管理公司比较	20
表 10	海通证券与上市公司直投业务比较	21
表 11	海通证券股基成交排名市场前列	22
表 12	盈利预测关键假设表 (单位: 亿元)	27
表 13	公司利润表预测 (单位: 百万元)	27
表 14	海通证券分部估值	29
图 1	2011 年全行业公司债承销金额及收入显著增长	5
图 2	主办券商家数和三板挂牌企业数量逐年提升	5
图 3	商品期货和股指期货历史交易额 (单位: 万亿)	6
图 4	2010 年 3 月以来两融余额和交易量稳步上升	8
图 5	券商理财产品发行数量提升, 平均发行份额下滑	10
图 6	券商理财和其他类型理财对比	10
图 7	2011H1 上市券商直投子公司注册资本及占净资本比例	11
图 8	海通证券收入结构在上市券商中相对比较均衡 (单位: %)	12
图 9	海通证券收入结构趋于均衡化 (单位: %)	13
图 10	海通证券承销业务收入及占比逐年提升	14
图 11	2011 年海通证券债券承销业务在上市券商中排在前列	14
图 12	上市证券公司新三板报价情况	15
图 13	海通证券融资融券余额市场占有率位列行业第一 (截止 2011 年底)	17
图 14	公募基金份额和资产净值变化	19
图 15	上市券商 2011 年底集合理财管理概况	20
图 16	海通证券营业部地区分布	23
图 17	海通证券 2011 年股基部均交易额在上市券商排在中位偏上	23
图 18	海通证券佣金率下滑空间有限	24
图 19	海通证券在债券承销上具有优势	25
图 20	海通证券自营规模及占净资本比例逐年提升	26
图 21	海通证券自营收入稳定	26

1. 证券行业：转型提升价值

1.1 2011 年弱市之下，资本市场建设推进孕育行业新机遇

对于证券行业来说，2011 年是个机遇与挑战并存的年度。在全球经济增速放缓、欧债危机不断恶化带来外围市场动荡，以及国内应对通胀宏观调控的综合影响下，二季度以来股指持续下滑，年末市场成交量创历史新低，券商业绩遭受重挫。但是，2011 年同时也是“十二五”时期的开端，随着金融体制改革的大力推进，一场资本市场全新的变革正给在弱市中重伤的证券行业带来新的机遇。

表 1 “十二五”规划纲要资本市场建设中的券商机遇

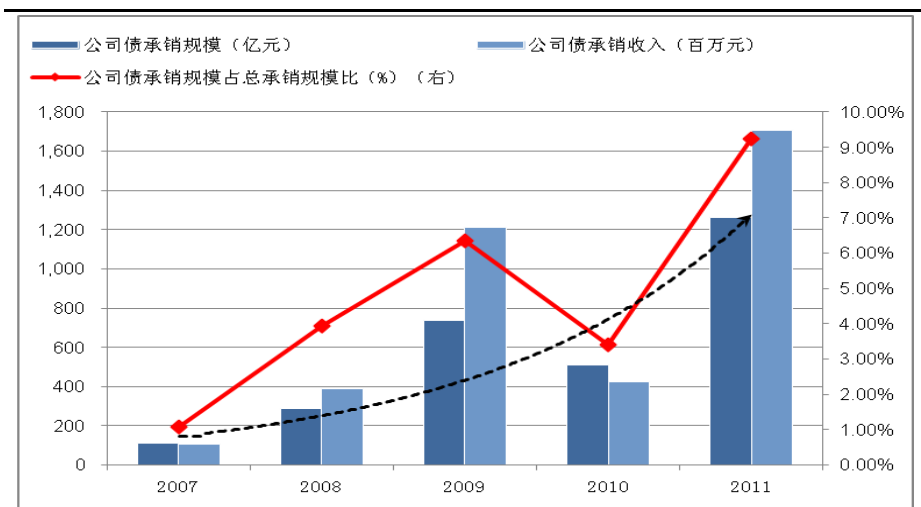
分类	政策内容
市场建设	扩大代办股权转让系统试点，推进“新三板”等场外交易市场建设
	加快资本市场国际化进程，探索建立“国际板”
直接融资结构优化	显著提高直接融资比重
	深化股票发审制度市场化改革
	积极发展债券市场，大力发展包括高收益债在内的公司债
投资品种和投资主体扩张	推进期货和金融衍生品市场发展
	促进创投和股权投资发展

资料来源：德邦研究

“绿色通道”助力公司债发行爆发式增长。 在我国的直接融资中，债权融资（尤其是企业债和公司债）规模远远落后于股权融资规模。Wind 数据显示，2011 年全年 IPO、增发和配股的融资总规模为 4,960.2 亿元，而企业债和公司债的融资规模为 4,084.7 亿元。相比国外成熟资本市场，债权融资与股权融资规模之比较低，从而显示出我国直接融资结构的不平衡。为鼓励债权融资，目前证监会已经大大缩短了上市公司发行公司债的审批时间，同时 2011 年 11 月证监会提出允许创业板公司非公开发行公司债，显示管理层大力推进公司债融资的决心。

2011 年 3 季报显示 A 股上市公司总资产为 982,729.9 亿元，整体法计算资产负债率达到 85.8%，而同期存量公司债票面总额为 2543.6 亿元，可见上市公司虽然负债率不低，但过度依赖于银行信贷。在当前总体偏紧的信贷环境下，公司债融资不仅可以一定程度上解决上市公司融资需求，还有助于融资主体优化自身借贷结构，在监管政策的鼓励下，我们预计 2012 年乃至未来公司债发行都有广阔的空间。

图 1 2011 年全行业公司债承销金额及收入显著增长

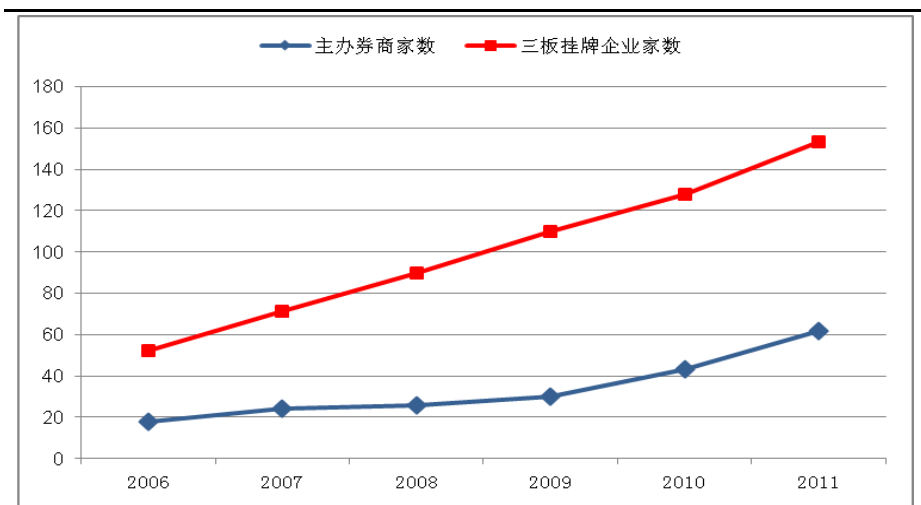


资料来源: Wind, 德邦研究

场外市场建设加快，“新三板”扩容可期。中小企业特别是高新技术企业是未来中国经济发展的生力军，伴随着经济和企业自身的飞速发展，其对资金的需求也越来越多。虽然目前商业银行信贷上对小微企业有所鼓励，但对高新技术类的小微企业贷款占比还比较低，这部分企业的融资渠道亟待拓展。另一方面，盈利规模较小但成长性较好的小型高新技术企业尚不能满足交易所上市条件，因此场外市场发展迫在眉睫。

相比发达国家资本市场，我国场外市场发展较为滞后。“十二五”规划中有“扩大代办股份转让系统试点，加快发展场外交易市场”的内容，可见未来一年中“新三板”扩容可期。“新三板”扩容主要包括主办券商的扩容和挂牌企业的扩容，截止1月底，有63家券商取得代办系统主权业务资格，105家企业挂牌新三板，现在纳入新三板的只有中关村科技园区，全国有83个高新技术园区，首批扩容园区可能在20个左右。

图 2 主办券商家数和三板挂牌企业数量逐年提升

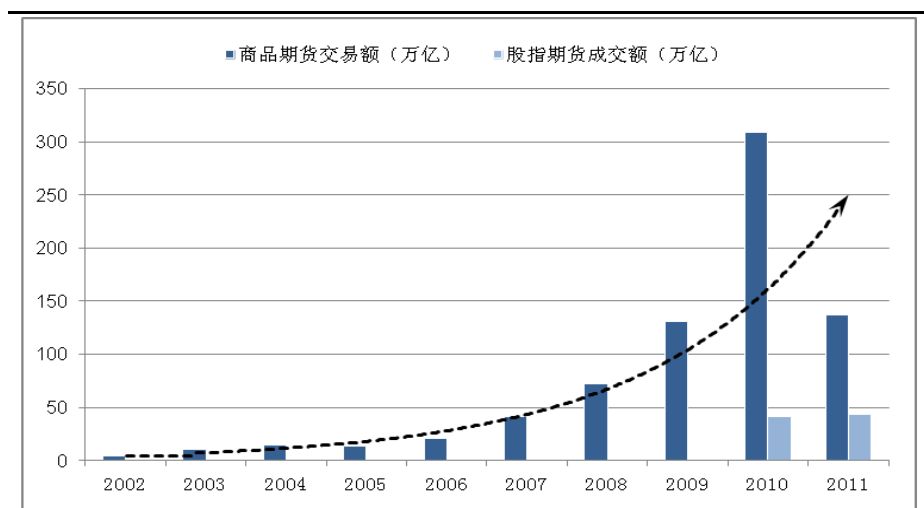


资料来源: 代办股权转让系统, 中国证券业协会, 德邦研究

产品创新推进期货业务迅速发展。金融期货推出以前，主要进行商品期货交易的期货公司由于成本因素利润比较微薄，股指期货推出后利润有较为明显的提高，但由于金融期货产品种类和数量有限，加上推出时间较短，大部分券商系期货公司利润对母公司贡献较小。

2月13日中金所开始进行国债期货仿真交易，不仅可以预期到国债期货若正式推出后给期货公司带来的巨大收益，同时也反应了金融期货产品丰富速度的加快。2011年5月，证监会发布《合格境外机构投资者参与股指期货交易指引》中明确QFII可通过股指期货从事套期保值交易，《信托公司参与股指期货交易指引》也已经通过，预计首批试点期货公司将达10家左右，至此股指期货市场投资主体将包括期货公司、券商、基金、QFII和信托，机构投资者的套保需求将大大增加股指期货成交额。

图3 商品期货和股指期货历史交易额（单位：万亿）



资料来源: Wind 资讯, 德邦研究

作为“十二五”规划第二个年头，面对中央经济工作会议赋予资本市场新的历史任务，我们认为2012年资本市场建设课题中的各项措施将给券商业务拓展和深化带来更多惊喜。并且可以预期，在资本市场转型过程中将得到大力发展的业务上具备牌照和资源优势的券商将从中受益。

1.2 监管放松，创新业务创造业绩新增长点

随着资本市场建设与业务改革的推进，上市公司强制分红、完善退市机制、发行体制改革等措施进一步落实带来基础市场环境改善，信托账户有望放开、加速审批QFII及RQFII等政策措施将带来投资者结构多元化发展，投行业务减少审批程序、券商资产管理投资范围逐步放开、转融通机制和股票约定式回购推出、直投业务、国债期货仿真交易以及场外市场交易模式的进一步探讨等券商业务改革与丰富，均反应了监管层市场化改革的决心和方向。

证监会监管思路的放开，未来在适当的风险控制体系下，创新业务加速发展将带来行业盈利模式和结构的重大变革，证券行业将更好地发挥其资本和专业优势，以资本撬动业务扩展，超额收益不断体现，净资产收益率也将不断得到提升。

1.2.1 融资融券业务将获显著增长

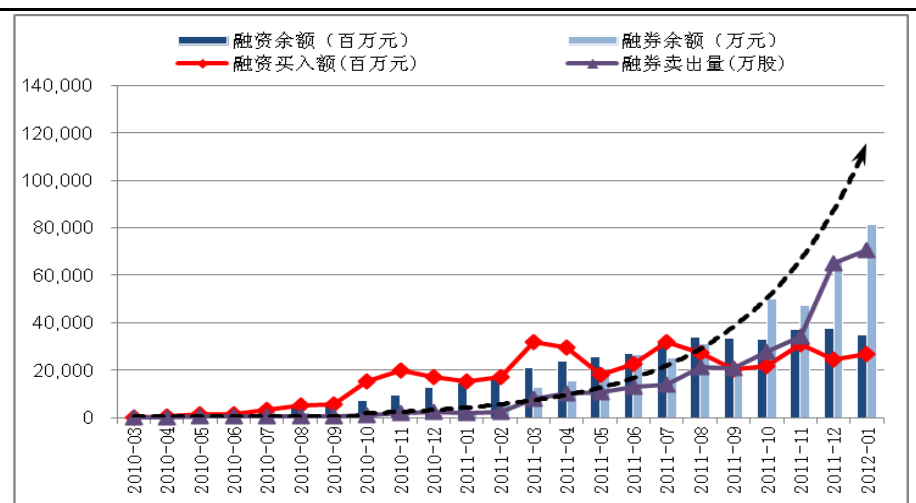
2010年共核准三批两融业务试点（3月核准6家，6月核准5家，11月核准14家）共25家券商，这25家试点券商共有营业部2638家，营业部数量约占全行业营业部总数的53.2%。2010年3月以来，两融业务得到重大发展，投资者认可度和交易需求逐步提高，融资融券运行规模增长迅速，2010年底两融余额为127.7亿元，2011年底两融余额达382.1亿元。

表2 两融业务试点券商基本情况

机构名称	获得试点资格时间	营业部数量	2011年底深交所两融 余额市场份额	2011年底深交所两融 余额行业排名
海通证券	2010年3月	194	11.76%	1
国泰君安	2010年3月	192	8.85%	2
广发证券	2010年3月	200	7.58%	3
申银万国	2010年6月	150	6.99%	4
国信证券	2010年3月	63	6.96%	5
光大证券	2010年3月	112	6.73%	6
银河证券	2010年6月	223	6.43%	7
招商证券	2010年6月	83	6.21%	8
华泰证券	2010年6月	213	5.99%	9
中信证券	2010年3月	60	5.92%	10
中信建投	2010年11月	129	4.59%	11
安信证券	2010年11月	117	2.65%	12
方正证券	2010年11月	89	2.65%	13
中投证券	2010年11月	109	2.42%	14
兴业证券	2010年11月	60	2.39%	15
宏源证券	2010年11月	83	1.93%	16
长江证券	2010年11月	107	1.88%	17
平安证券	2010年11月	38	1.49%	18
齐鲁证券	2010年11月	156	1.35%	19
东方证券	2010年6月	62	1.26%	20
长城证券	2010年11月	40	1.15%	21
国元证券	2010年11月	78	1.07%	22
国都证券	2010年11月	23	0.80%	23
西南证券	2010年11月	41	0.59%	24
中金公司	2010年11月	16	0.38%	25

资料来源：中国证监会，深交所，德邦研究

图 4 2010 年 3 月以来两融余额和交易量稳步上升



资料来源: Wind 资讯, 德邦研究

2011 年 8 月, 中国证监会起草了《关于修改〈证券公司融资融券业务试点管理办法〉的决定(草案征求意见稿)》, 对原《试点办法》中相关内容进行了修改, 以适应转常规需要。其中包含适当降低准入条件, 删除了《试点办法》中关于“申请人的净资本应当在 12 亿以上”等规定, 对净资本等风控指标只要求达到常规监管标准; 另外, 对注册资本的要求也有所放宽。这样, 行业内大约有 100 家券商满足申请两融业务资格的条件, 届时开展业务的营业部将达到 4500 家以上。

2011 年 10 月中国证券金融股份有限公司正式成立, 主要职责为为证券公司融资融券业务提供转融通服务, 对证券公司融资融券业务运行情况进行监控等。同年 7 月, 证监会已在《转融通业务监督管理试行办法》明确了证金公司的相关经营规则, 可见转融通业务呼之欲出。转融通的推出将极大的拓展两融业务的资金来源和券源, 两融余额和交易额将获得显著提高。

我们假设: (1) 2012 年融资融券转常规、转融通正式推出, 届时两融余额和成交额将有显著提高, 2013 年后维持相对稳定增长; (2) 2012 年后, 随着做空交易被投资者逐渐接受, 转融通推出后券源种类的丰富, 融券余额占比逐渐提升; (3) 12/13 年沪深股市日均交易额为 2250/2500 亿元(全年假设 240 个交易日); (4) 行业融资、融券年化利率分别为 9%、12%, 信用交易佣金率为 0.15%。

预计 2012 年、2013 年全行业两融业务总收入将达到约 130 亿元、231 亿元。同时, 由于两融业务的开展均依托券商经纪业务的营业网点和人力等资源, 边际成本较低, 因此整体利润率也将相对较高, 预计可以达到 65%-70%, 保守的以 65% 的利润率计算, 预计 2012 年、2013 年两融业务给全行业利润贡献将达到约 84 亿元、150 亿元。

表 3 融资融券业务预测

	2011E	2012E	2013E
A 股流通市值 (亿元)	163,597	200,000	210,000
融资融券标的流通市值占比 (%)	68.22%	68.50%	68.70%
融资融券余额占比 (%)	0.234%	0.746%	0.946%
年底市场融资融券余额 (亿元)	382	1,492	1,987
全年平均融资融券余额 (亿元)	255	937	1,740
融券余额占比 (%)	1.725%	3.50%	6.00%
年底市场融券余额 (百万元)	37,548	143,978	186,740
年底市场融券余额 (百万元)	659	5,222	11,920
两融利息收入 (百万元)	2,304	8,522	15,911
沪深 A 股总成交额 (亿元)	420,339	540,000	600,000
市场融资融券交易额占比 (%)	0.83%	2.78%	4.00%
市场融资融券交易额 (亿元)	3,491	15,000	24,000
信用交易佣金率 (%)	0.150%	0.150%	0.150%
两融佣金收入 (百万元)	1,047	4,500	7,200
两融总收入 (百万元)	3,351	13,022	23,111

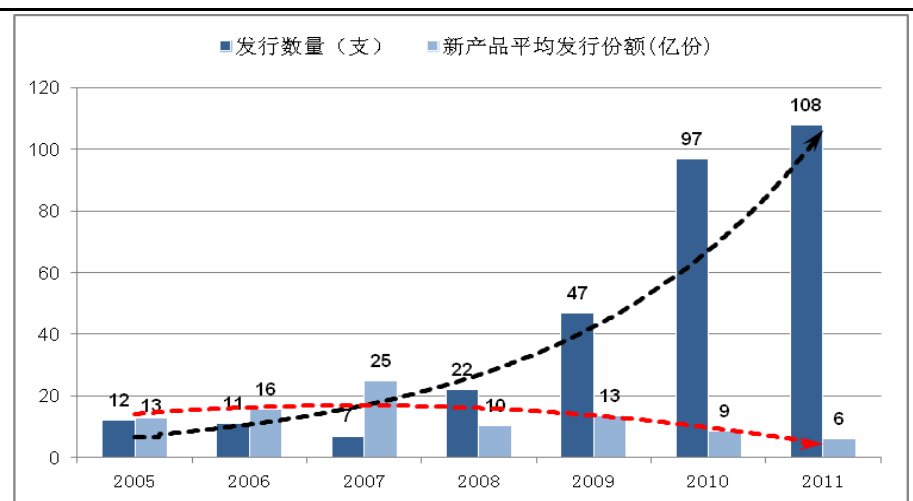
资料来源：德邦研究

1.2.2 财富管理需求旺盛，券商理财前景看好

近年来，我国国民经济高速增长，企业效益较好，出现大量闲置资金，城乡居民收入逐步增长，加上近年来通胀压力加大，收益较低的银行存款表现劣势，不论是机构还是个人对财富管理的要求也越来越高。2011 年理财市场规模呈爆发式增长，同时也显示出竞争空前激烈的特点，银行、信托、公/私募基金、券商理财、第三方理财等正拼命争夺这块不断膨胀的蛋糕。

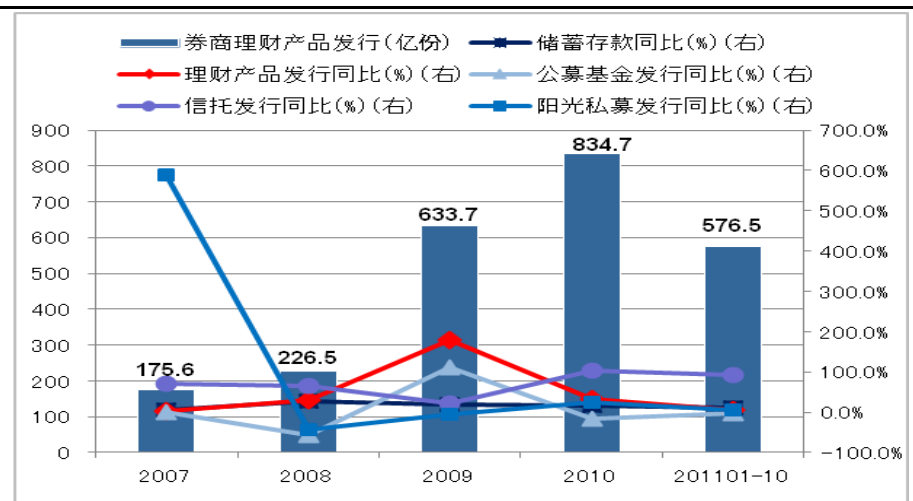
在理财市场中，券商理财目前表现相对弱势。首先，由于券商理财起步较晚，存量规模相对较小。截止 2011 年底，我国公募基金总体规模为 2.25 万亿，同期集合理财规模为 1,326.69 亿元，券商集合理财规模仅为公募基金规模的 5.9%，2010 年底银行理财规模即已达到 7.1 万亿。其次，发行速度相对较慢。2011 年上半年商业银行发行理财产品 8,497 支，发行规模达 8.51 万亿，超过 2010 年全年发行规模。而 2011 年券商集合理财共发行 108 款产品，全年发行份额 642.9 亿份。再次，近几年资本市场波动性较大影响券商理财产品的收益，券商理财产品虽然发行数量逐年提高，但平均募集份额却处于下降趋势。最后，券商资产管理产品在销售渠道上处于劣势，目前大部分理财产品的发行对银行渠道的依赖性较大，成本负担较重。

图 5 券商理财产品发行数量提升，平均发行份额下滑



资料来源:Wind 资讯, 德邦研究

图 6 券商理财和其他类型理财对比



资料来源:Wind 资讯, 德邦研究

券商理财在理财市场竞争中也有优势。随着客户对投资收益要求的提升，银行理财给投资者的满足程度很可能有所降低，更高的收益还需要在资本市场中寻求。而证券公司作为资本市场中最为活跃的主体之一，凭借其自身专业优势，有望抓住这一需求转换的机遇，在理财市场中博得一席之地。但从近年来券商理财产品收益率来看，表现却差强人意，其受资本市场波动的影响很大，因此难以得到投资者青睐。造成这种结果的主要原因在于券商投资范围的狭窄和投资品种的单一，未来随着监管层逐步放开券商资产管理投资范围，使其能够实现跨市场、跨品种资产配置，并运用套保交易对冲风险，券商资产管理产品收益率有望逐步改善并表现出较银行理财更大的吸引力。

和公募基金比较而言，券商理财具备相对的渠道优势，目前全国共有证券营业部 4963 家。同时，随着监管逐步放开并允许证券公司代销其他金融机构产品，券商相互之间实现交叉销售，共享渠道。若未来券商营业部可销售的金融产品种类达到一定数量，

由于客户在券商营业部所获得的专业的资产配置及理财咨询服务质量优于银行营业网点，券商理财渠道有着银行无可比拟的优势。

近期，首批 4 家独立基金销售机构获得监管部门对其基金销售资格的批复，基金销售将突破银行“一家独大”的局面。我们在此基础上做大胆的设想，券商理财产品也有望发展第三方销售，逐步摆脱对于银行代销渠道的依赖，大大降低销售成本，资产管理业务营业利润率将有所提升。

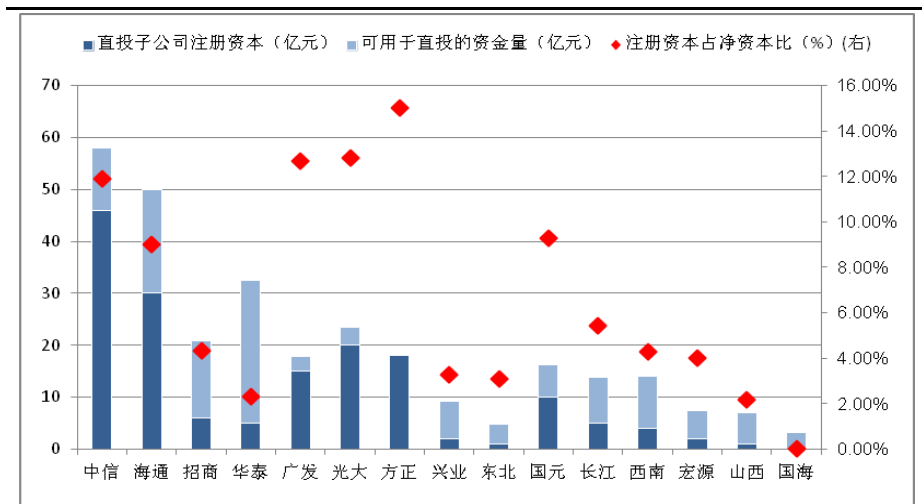
1.2.3 直投业务全面展开，自有资金利用率和回报率将显著提升

直投是国外大型投行收入重要来源，也是未来证券公司业务转型的重要方向，直投具有周期相对较长但获益高的特点，券商本身在直投业务上有天然优势。目前我国券商直投业务尚处于起步阶段，随着券商杠杆经营的逐步放开，对超额收益的追求和对 ROE 提升的要求将越来越高，预计未来直投业务将大有增长。

券商直接投资业务自 2007 年试点启动至今，部分券商直投机构使用自有资金进行投资成绩喜人。截至 2012 年 2 月 24 日，已获批设立直投子公司的券商共计 36 家，直投子公司注册资本合计达 243.1 亿元。其中，沪深两市 18 家上市券商已涉足或即将涉足直投业务，并且在近几年也陆续有券商增资其直投公司。

截止 2011 年 6 月底，15 家上市券商直投子公司注册资本总额为 165 亿元，2011 年 7 月证监会《证券公司直接投资业务监管指引》指出“证券公司投资到直投子公司、直投基金、产业基金及基金管理机构的金额合计不超过公司净资本的 15%”，照此比例计算，2011 年中期后，上市公司可用于直投的资金量理论上还有 131 亿左右。同时，《指引》提出允许直投子公司设立直投基金，筹集并管理客户资金进行股权投资，并将直投业务由试点转为常规。至此，券商争相展开直投业务，并加大投入，“十二五”规划提出促进创投和股权投资发展，预计未来直投业务将得到全面铺开。

图 7 2011H1 上市券商直投子公司注册资本及占净资本比例



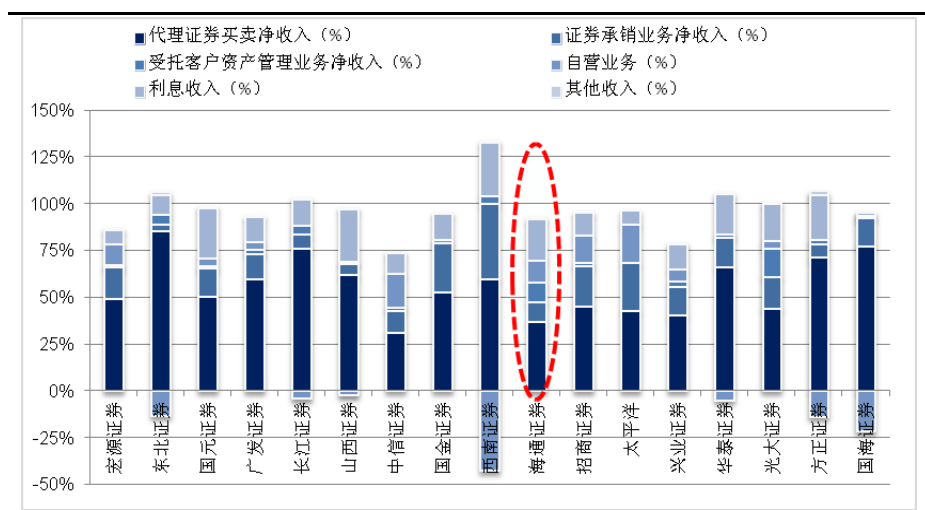
资料来源: Wind 资讯, 德邦研究

2. 海通证券：业务转型的行业先锋

2.1 收入结构多元化、均衡化发展

海通证券的主营业务包括经纪业务、投行业务、资产管理业务、自营业务和其他业务（包括融资融券、直接投资、期货业务、海外业务等），牌照齐全、业务种类多元化。从收入结构上来看，海通证券 2011 年前三季度代理买卖证券业务净收入、承销业务、受托资产管理、自营（投资净收益+公允价值变动）、净利息收入及其他业务收入占营业收入比重分别为 36.65%、10.63%、10.29%、12.09%、22.04%、0.27%，在上市券商中相对比较均衡。

图 8 海通证券收入结构在上市券商中相对比较均衡（单位：%）



资料来源:Wind 资讯, 德邦研究

其中，2011 年前三季度，代理买卖证券业务净收入占营业收入比例仅低于同期中信证券经纪业务占比，远低于营业部数量和从业人员与之类似的广发证券和华泰证券，但代理买卖证券业务净收入规模与之接近，说明海通证券总收入规模高于广发、华泰。

表 4 海通证券与可比券商经纪业务对比

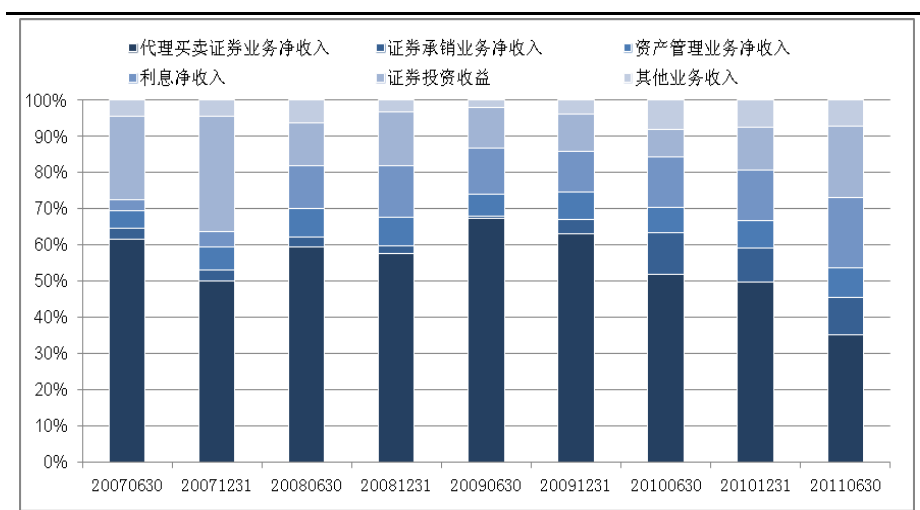
机构名称	营业部数量	2011年前三季度代理买卖证券业务收入（百万元）	2011年前三季度代理买卖证券业务收入贡献（%）
华泰证券	213	2,862	65.9%
广发证券	200	2,568	59.4%
海通证券	194	2,547	36.7%
中信证券	152	2,905	30.7%
光大证券	112	1,535	43.6%
长江证券	107	1,016	75.9%
方正证券	89	922	71.0%
宏源证券	83	923	49.2%

招商证券	83	1,899	44.7%
国元证券	78	657	49.9%
东北证券	67	577	85.2%
兴业证券	60	719	40.1%
山西证券	59	471	61.6%
国海证券	55	652	77.1%
西南证券	41	417	59.8%
太平洋	28	236	42.8%
国金证券	22	488	52.3%

资料来源: Wind 资讯, 德邦研究

从海通证券 2007 年以来业务数据看, 其收入结构正逐渐趋于均衡。经纪业务占比逐年下降, 原来在业务结构中占比较低的承销、受托资产管理、净利息收入贡献逐年提升, 自营收入保持相对稳定。其中承销业务收入占比由 2007 年 6 月底的 3.3% 上升至 10.2%、受托资产管理业务收入占比由 2007 年 6 月底的 4.7% 上升至 8.3%、净利息收入则由 3.1% 上升至 19.5%。自营业务抗周期性较强, 对营业收入贡献 2007 年以来均为正, 并且基本上在 10%-20% 之间波动。

图 9 海通证券收入结构趋于均衡化 (单位: %)



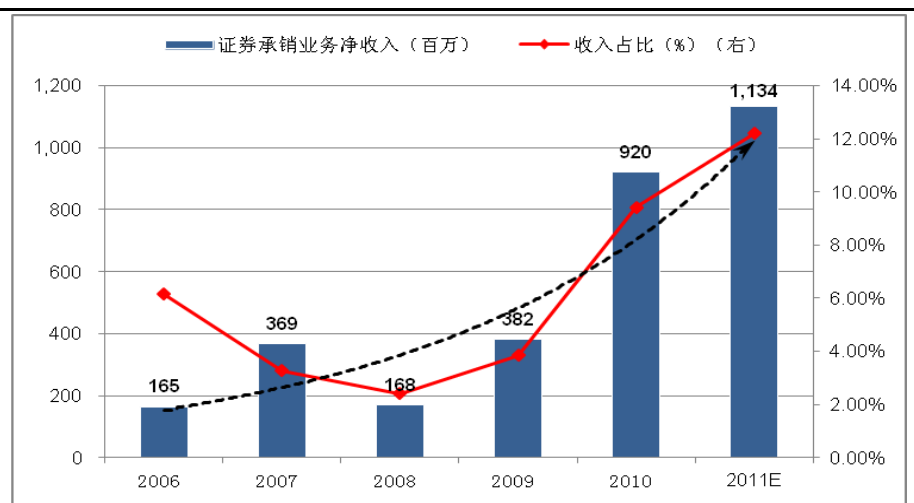
资料来源: Wind 资讯, 德邦研究

2.2 资本市场转型年, 分享行业盛宴

2.2.1 投行业务稳定增长, 债券业务立足创新

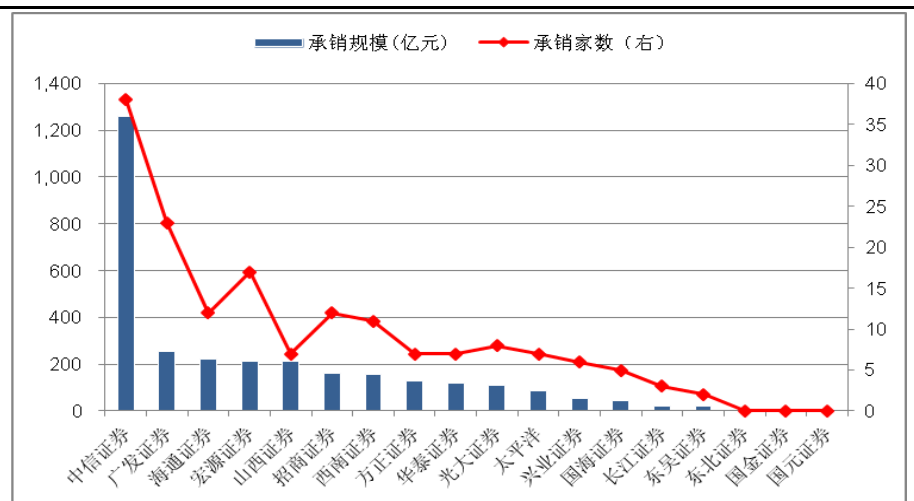
海通证券投行业务分为股权、债权和并购业务部。近年来, 公司深入推进投行业务的各项改革, 在市场拓展、管理能力和激励机制改进上都取得了良好的成绩。2008 年至今, 公司证券承销业务净收入逐年上升, 对营业收入贡献也同样有所提升。我们预测 2011 年全年公司投行业务收入将达到 11.3 亿元, 收入贡献可达 12% 左右。

图 10 海通证券承销业务收入及占比逐年提升



资料来源:Wind 资讯, 德邦研究

图 11 2011 年海通证券债券承销业务在上市券商中排在前列



注: 山西、华泰、方正承销数据分别为中德证券、华泰联合以及瑞信方正承销数据。

资料来源:Wind 资讯, 德邦研究

基于我国债券融资占比较低、未来发展空间巨大以及监管层对债券融资业务的鼓励这一背景, 近年来债券融资、尤其是2011年以来公司债有了明显的增长。从海通证券历年债券承销和市场份额来看, 自2009年以来债券承销规模有了较大程度的突破, 可见其在债券承销上具备良好的资源和经验, 债券承销也是公司未来大投行业务中重点攻克的部分。2012年, 海通将继续秉承债券融资业务立足创新的策略, 加大债券业务(包括公司债承销)的投入, 着力开拓各地债券融资项目, 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仍将有较大发展空间。

表 5 海通证券历年债券承销情况

	2007	2008	2009	2010	2011E
债券承销金额 (亿元)	21	6	199	147	221
债券市场份额 (%)	0.85%	0.15%	2.51%	2.72%	2.67%
行业排名	13	33	10	12	10
企业债承销金额 (亿元)	21	6	22	54	46
企业债承销市场份额 (%)	1.23%	0.25%	0.52%	1.49%	1.61%
行业排名	14	26	29	18	21
债券承销收入 (百万元)	39	15	120	108	154
债券承销收入贡献 (%)	0.35%	0.22%	1.21%	1.10%	1.75%

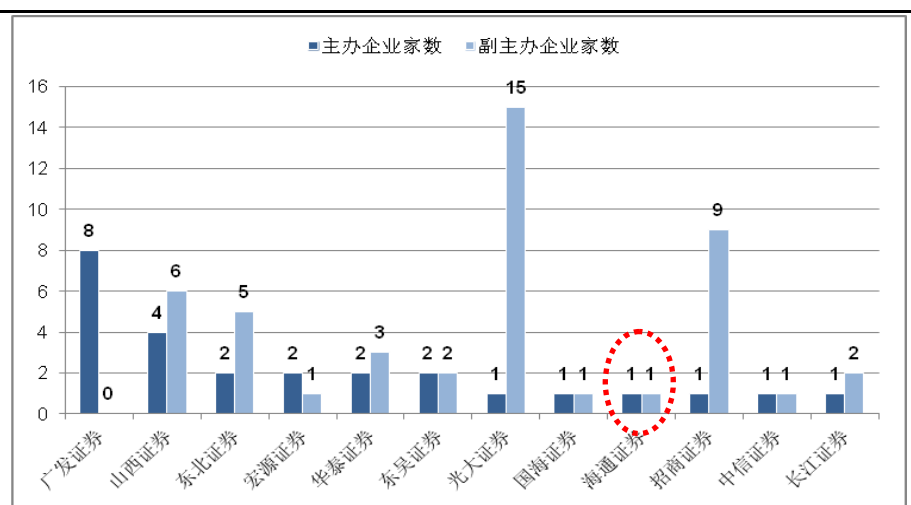
资料来源: Wind 资讯, 公司年报, 德邦研究

2.2.2 “新三板”业务短板, 2012 年将大力发展

截止2011年底, 共有62家券商获得新三板主办券商资格, 153家企业挂牌新三板, 2011年全年新三板市场成交额为5.59亿元。海通证券于2003年5月获得代办股份转让主办券商业务资格, 目前分别只做为1家挂牌企业(星昊医药(430017))的主办报价券商和1家挂牌企业(新松佳和(430019))的副主办报价券商, 在上市券商中处于相对弱势地位。

鉴于新三板市场目前流动性较为欠缺、成交量较小且稳定性较差, 部分券商不把新三板市场作为发展的重点, 但我们仍然看好券商新三板业务和投行业务的协同效应, 看好主办券商获得其推荐挂牌公司转板后的新增收益。并且作为我国多层次资本市场建设的重要部分, 在政策助力之下, 新三板业务有望获得更加长足的发展, 未来给券商带来的收益将有所提高。2012年作为资本市场改革和转型的重要一年, 新三板市场扩容可期。海通证券也意识到这一发展契机, 目前在新三板业务上已经开始着力加强与各地高新区管委会战略合作, 加强储备项目开发。

图 12 上市证券公司新三板报价情况



资料来源: Wind 资讯, 德邦研究

2.2.3 期货加大网点布局，业绩增长加快

近几年，商品期货成交额有了明显的提升，由 2007 年的 41 万亿提升至 2010 年的 309 万亿。但在金融期货推出前，主要进行商品期货交易的期货公司由于交易成本较高，利润非常微薄，2010 年 8 月股指期货推出后为投资者提供了良好的套保工具，一方面增加了期货公司交易品种，另一方面其本身成交额和期现交易额比逐步提升，期货公司的利润也有较为明显的提高。

得益于期货行业的快速增长，海通期货的成交额、营业收入和利润也不断提高。2011 年全年沪深 300 股指期货成交额共 41.1 万亿，其中海通期货交易金额约 3.6 万亿，市场占比约 8.8%，位列行业第一。近年来，海通期货资产规模、营业收入和利润均不断提升，其中总资产规模由 2007 年的 2.91 亿扩大至 2010 年的 55.94 亿。2011 年海通期货还以每股 1.142 元的价格增发 5 亿股，注册资本扩大至 10 亿，并成为目前国内注册资本最大的公司。营业收入和营业利润也分别由 2007 年的 1,794 万、111 万扩大至 2010 年的 26,400 万、5,800 万，对总公司的营业利润贡献也由 0.02% 扩大至 1.20%。

由于期货产品种类和数量有限，加上金融期货推出时间较短，大部分券商系期货公司盈利对母公司（证券公司）贡献还比较小，海通期货的利润贡献水平从绝对值上来看也相对较小。但是，从历史数据来看期货交易的增速较快，并且产品创新将带来交易品种的进一步丰富，从而带来整个市场交易额的大幅增长。海通期货 2011 年网点总数达到 23 家，近期也将进一步加大网点布局。同时，海通期货还首批获得投资咨询资格，虽然短期内不能给期货公司带来明显的增收效应，但对于巩固现有客户意义重大。除此之外，2012 年 2 月 13 日，海通期货作为首批试点期货公司加入国债期货仿真交易。作为行业领先企业，预计增资后的海通期货未来在成交额和收入上将进一步快速增长。

表 6 海通期货资产和收入状况

	2007	2008	2009	2010	2011E
海通证券持股比例 (%)	64%	64%	93%	93%	67%
注册资本 (亿元)	1	1	5	5	10
总资产 (亿元)	2.91	7.12	26.04	55.94	-
净资产 (亿元)	-	0.94	5.09	5.6	11.31
营业收入 (万元)	1793.98	4,630.36	11200	26400	38000
营业利润 (万元)	110.58	121.86	1900	5800	7400
净利润 (万元)	7.11	9.45	1400	5100	6200
利润占比 (%)	0.02%	0.03%	0.33%	1.20%	1.69%

资料来源：公司年报，德邦研究

2.3 以创新促转型，催化价值进一步提升

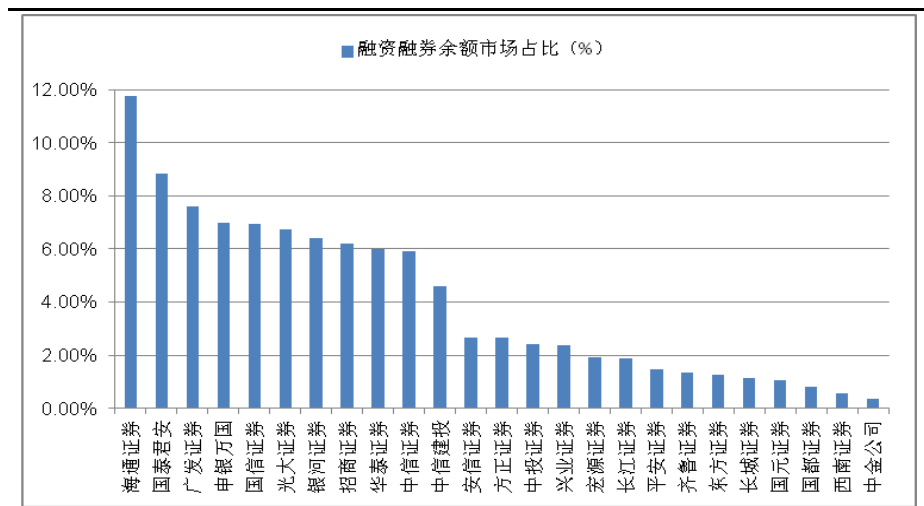
2.3.1 融资融券业务行业领导者

2010 年 3 月融资融券试点业务推出以来增长迅速。2010 年底两融余额为 127.7 亿

元，2011 年底两融余额达 382.1 亿元。融资买入交易额和融券卖出交易量分别由 2010 年的 695 亿元、7,301 万股增加至 2011 年的 2,909 亿元、229 亿股。

海通证券作为首批获得两融业务试点券商资格的 6 家证券公司之一，目前已是行业内当仁不让的领导者。2011 年深交所公司融资余额市场占比 11.3%，融券余额市场占比 38.2%，均位列行业第一，公司融资买入额市场占比约 18.2%，融券卖出量市场占比约 51.2%。

图 13 海通证券融资融券余额市场占有率位列行业第一（截止 2011 年底）



资料来源: Wind 资讯, 德邦研究

预计 2011 年两融业务利息收入约为 2.87 亿元，佣金收入 1.54 亿元，两融业务总收入 4.41 亿，收入贡献达到 4%-5% 之间。假设 2012 年融资融券业务实现转常规和转融通，2012 年、2013 年两融业务总收入将达 12.6 亿、20.4 亿，收入贡献将达 10.4%、14.0%，由于两融业务依托经纪业务、边际成本较低，假设利润率为 65%，2012 年、2013 年海通证券融资融券利润贡献将达 14.7%、19.7% 左右。

表 7 海通证券融资融券收入预测

	2011E	2012E	2013E
A 股流通市值 (亿元)	163,597	200,000	210,000
融资融券标的流通市值占比 (%)	68.22%	68.50%	68.70%
融资融券余额占比 (%)	0.234%	0.746%	0.946%
年底市场融资融券余额 (亿元)	382	1,492	1,987
全年平均融资融券余额 (亿元)	255	937	1,740
公司市场份额 (%)	12.29%	8.95%	8.38%
融券余额占比 (%)	1.725%	3.500%	6.000%
年底市场融券余额 (百万元)	37,548	143,978	186,740
公司市场份额 (%)	11.91%	8.00%	7.00%
年底市场融券余额 (百万)	659	5,222	11,920
公司市场份额 (%)	44.47%	35.00%	30.00%

两融利息收入 (百万)	287	777	1,350
沪深 A 股总成交额 (亿元)	420,339	540,000	600,000
市场融资融券交易额占比 (%)	0.83%	2.78%	4.00%
市场融资融券交易额 (亿元)	3,491	15,000	24,000
公司市场份额 (%)	22.02%	17.00%	16.00%
信用交易佣金率 (%)	0.100%	0.095%	0.090%
两融佣金收入 (百万元)	154	485	691
两融总收入 (百万元)	441	1,261	2,042
%总收入	4.75%	10.42%	13.99%

资料来源：德邦研究

2.3.2 集合理财业务空间广阔

公司资产管理业务主要借助公募基金资产管理和券商资产管理两类业务平台。截止目前，公司持股的富国基金和海富通基金份额分别为 677 亿份、452 亿份，管理资产总规模分别达到 597 亿、321 亿，市场份额分别约为 2.74%、1.47%，行业排名第 11 位、26 位（全行业 66 家公募基金）。2010 年富国基金和海富通基金分别实现营业收入 8.77 亿、7.21 亿，净利润 2.93 亿、1.98 亿，净资产收益率分别为 35.09%、30.46%。和上市公司中综合实力类似的券商比较，如广发证券、华泰证券等，海通证券持股或控股的公募基金在规模和利润贡献上均稍显弱势，但从两家基金净资产收益率来看，资产质量优于广发和华泰。

表 8 大型上市券商多数持股实力雄厚的基金公司

机构名称	基金公司名称	持股比例	资产合计 (亿元)	业内排名	2010 年净利润 (亿元)	2010 年 ROE (%)	利润贡献 (%)
东吴证券	东吴基金	49%	115	43	0.25	16.77%	2.09%
方正证券	方正富邦基金	66.70%	13	61	-	-	-
光大证券	光大保德信基金	55%	239	31	1.96	35.02%	5.98%
	大成基金	25%	736	8	5.13	35.76%	5.83%
广发证券	广发基金	48.33%	978	6	6.62	35.46%	7.94%
	易方达基金	25%	1357	3	7.88	25.78%	4.89%
国元证券	长盛基金	41%	407	20	2.84	35.33%	12.57%
海通证券	海富通基金	51%	321	26	1.98	30.46%	2.74%
	富国基金	28%	597	11	2.93	35.09%	2.21%
华泰证券	南方基金	45%	1138	4	5.36	26.18%	7.05%
	华泰柏瑞基金	49%	134	38	0.42	11.15%	0.61%
西南证券	银华基金	29%	651	10	3.41	36.41%	12.26%
兴业证券	兴业全球基金	51%	317	27	2.76	39.54%	17.88%
	南方基金	10%	1138	4	5.36	26.18%	6.81%
东北证券	东方基金	46%	82	46	0.30	21.03%	2.63%
	银华基金	21%	651	10	3.41	36.41%	13.57%
招商证券	博时基金	49.00%	1086	5	6.34	47.74%	9.62%

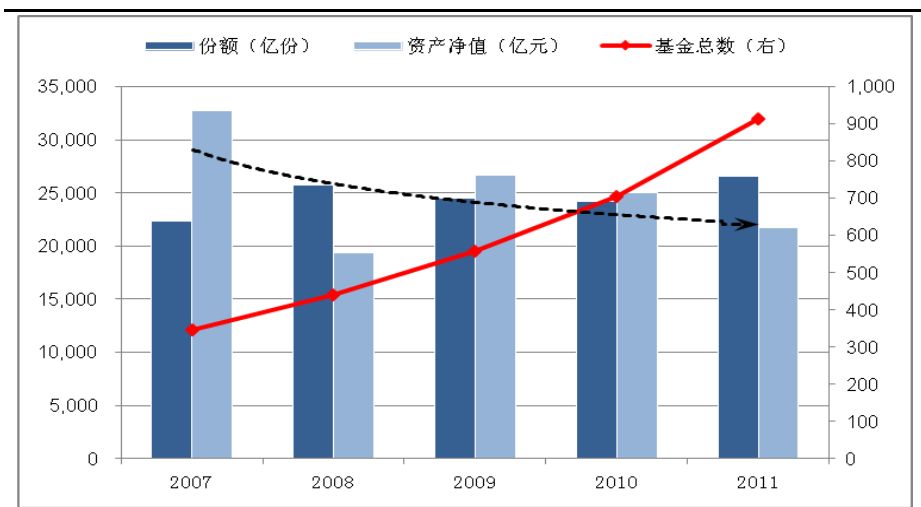
	招商基金	33.30%	388	22	1.63	28.72%	1.68%
中信证券	华夏基金	49%	1794	1	10.06	40.33%	8.90%

注：利润贡献=（基金公司净利润*当年证券公司持股比例）/证券公司当年归属母公司股东净利润

资料来源：公司年报，Wind 资讯，德邦研究

2007 年基金行业经历空前的爆发式增长之后，一方面遭遇 2008 年和 2011 年股票市场的萧条，另一方面在理财市场受到私募基金、银行理财等竞争的冲击，公募基金虽然产品数量逐年增加，份额维持相对稳定，但资产净值却呈现下降逐年趋势。这必将对基金公司收入带来不利影响，券商资产管理的公募基金平台正面临着前所未有的挑战。

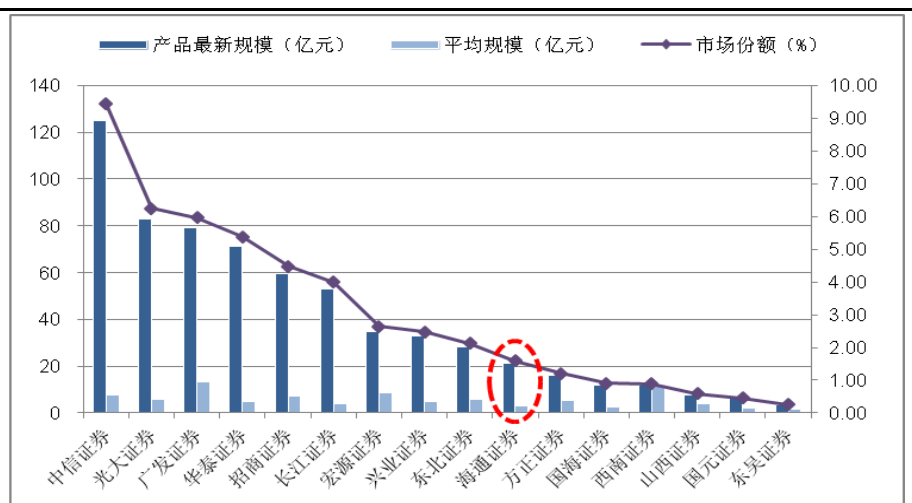
图 14 公募基金份额和资产净值变化



资料来源:Wind 资讯，德邦研究

券商集合理财 2011 年末总规模为 1,326.69 亿，仅为同期公募基金规模的 5.9%，我国券商资产管理业务尚且处于起步阶段，未来发展空间巨大，随着券商资管产品审批制改备案制的发行制度的改革，产品发行速度将大有提升，我们预计未来券商资产管理规模将实现快速增长。海通证券资产管理业务的第二个平台——券商资管规模为 21.22 亿，市场占有率 1.60%，行业排名第 16 位，在上市券商中处于相对较弱的位置，为公司业务第二个短板。

图 15 上市券商 2011 年底集合理财管理概况



资料来源:Wind 资讯, 德邦研究

海通证券 2012 年将把资产管理业务提到战略高度, 加大资产管理业务投入, 将成立独立的资产管理子公司, 注册资本 10 亿。打造受托理财综合服务平台, 强化产品设计和服务质量, 满足多样化客户需求, 同时依托公司强大的经纪业务实力和营销资源, 在产品发行上拥有渠道优势。目前, 国内共有国泰君安、东方证券和光大证券已经成立独立的资产管理子公司, 其资产管理规模和市场份额均居行业前列, 海通资管与之还有较大距离, 但是未来增长潜力和空间较大, 预计 2012 年可见成效, 届时业务规模和收入均将有较大提升。

表 9 海通资管与券商系资产管理公司比较

机构名称	产品数量	产品最新规模 (亿元)	平均规模 (亿元)	市场份额 (%)	业内排名
国泰君安资管	21	134.1	6.4	10.11	1
东方资管	18	88.5	4.9	6.67	2
光大资管	14	82.8	5.9	6.24	4
海通资管	7	21.2	3.0	1.60	16

资料来源: Wind 资讯, 德邦研究

2.3.3 直投业务初见成效, 行业领先地位稳固

公司依托海富产业投资基金、海通开元投资开展股权投资业务, 其中海通开元还设立了控股子公司海通吉禾股权投资基金, 并投资航天基金和海通创新资本。截止到目前为止, 海通直投共完成 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, 筹备上海文化产业基金 (总规模拟定 30 亿)、海通新能源和低碳产业投资基金 (规模拟定 50 亿)、并购基金 (规模拟定 30 亿) 等。

2010 年海通开元投资和海富产业基金营业收入、净利润分别为 1.06 亿、0.98 亿和

0.61亿、0.4亿，净资产收益率分别为1.91%、26.32%。其中海富产业基金净资产收益率和利润贡献远高于可比基金—中信产业投资基金，后者仅为2.12%和0.14%；海通开元2010年ROE仅为1.91%，低于中信金石投资和宏源创新投资，但利润贡献相对还可以，同时海通开元投资尚处于项目投资期，预计待到项目收益期时，收入和利润将较为可观。2011年，海通证券向开元投资增资10亿元，业务扩张意向明显。

表 10 海通证券与上市公司直投业务比较

直投公司名称	持股比例 (%)	注册资本 (亿元)	总资产 (亿元)	净资产 (亿元)	2010 年净利润 (亿元)	2010 年 ROE (%)	利润贡献 (%)
海通开元投资	100%	30	32.56	32.01	0.61	1.91%	1.65%
海富产业投资基金	67%	0.2	2.01	1.52	0.4	26.32%	0.73%
中信金石投资	100%	46	66.01	60.61	4.14	6.83%	3.66%
中信产业投资基金	35%	18	31.70	21.04	0.45	2.12%	0.14%
招商资本投资	100%	5	5.10	5.06	0.062057	1.23%	0.19%
广发信德投资	100%	13	16.38	15.52	0.011708	0.08%	0.03%
光大资本投资	100%	20	20.57	20.51	0.39	1.88%	1.75%
方正和生投资	100%	2	1.99	1.99	-0.009512	-0.48%	-0.08%
长江成长资本投资	100%	5	-	-	-	-	0.00%
国元股权投资	100%	5	5.11	5.02	0.030241	0.60%	0.33%
华泰紫金投资	100%	5	5.77	5.56	-0.046478	-0.84%	-0.14%
宏源创新投资	100%	2	2.08	2.04	0.0443	2.17%	0.34%
东证融通投资	100%	1	-	-	-	-	0.00%
西证股权投资	100%	4	-	-	-	-	0.00%
兴业创新资本	100%	2	2.01	2	-0.0064	-0.32%	-0.08%

注：利润贡献=直投公司净利润*持股比例/上市证券公司归属母公司股东净利润

资料来源：公司年报，德邦研究

2.3.4 内外平台兼顾，拉长业务链

公司近年来海外业务发展迅速，主要依托全资子公司海通国际控股的平台，通过设立不同子公司分别经营香港证券监管规则允许的经纪业务、企业融资和资产管理以及其他业务，同时海通国际控股还取得了RQFII资格。截至2010年12月31日，海通国际控股有限公司总资产为146.80亿港元，归属于母公司所有者权益41.51亿港元；2010年，实现营业收入8.48亿港元，营业利润2.10亿港元，净利润1.83亿港元，以当时汇率折算，对集团利润贡献约为4.02%。

2010年4月，海通国际控股收购香港大福证券52.86%的股权，大福证券（目前为海通国际，在香港上市，流通市值26.8亿港元）为香港本土最大上市券商。其原以经纪业务为主，在港澳地区有12家营业部，拥有12-18万客户，零售业务优势明显。投行业务方面同样有所成效，曾参与民生银行H股、中国太保H股、交通银行H股发行等。同时公司业务牌照齐全，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、资管业务等。

2011年海通证券正式启动H股IPO，本次H股预计发行约12.29亿股，根据招股说明书假设价格9.98HKD/股，融资规模约达港币118亿元，其中35%用于投资香港业务（海通国际），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。

3. 传统业务力保稳定现金流——转型进程中稳步前行的保障

3.1 经纪业务：佣金率下滑趋缓，两融业务协同增长

海通证券目前拥有营业部194家，营业部数量在全行业位列第4位，在上市证券公司中位列第3位，其中银河证券223家、华泰证券215家（含华泰联合证券2家），广发证券200家，因此在上市券商中华泰、广发的经纪业务实力与海通证券较为接近。公司2011年全年股基成交额3.50万亿，市场占有率约为4.13%，在全行业排名第6位，上市券商中排名第3位，体现出经纪业务的雄厚实力。

表 11 海通证券股基成交排名市场前列

机构名称	营业部数量	2011年股基成交额 (亿元)	股基成交额市场份额 (%)	市场份额排名
中信证券	152	46,725.55	5.51	1
华泰证券	215	46,468.51	5.48	2
海通证券	194	35,028.25	4.13	6
广发证券	200	34,909.34	4.11	7
招商证券	83	33,686.14	3.97	8
光大证券	112	25,684.70	3.03	12
方正证券	89	14,893.15	1.75	18
长江证券	107	14,808.19	1.74	19
兴业证券	60	14,543.66	1.71	20
宏源证券	83	10,976.33	1.29	23
国元证券	78	9,203.24	1.08	30
东吴证券	48	7,916.35	0.93	33
西南证券	41	6,691.71	0.79	38
东北证券	67	6,130.41	0.72	43
国海证券	55	5,832.83	0.69	44
国金证券	22	5,644.92	0.67	47
山西证券	59	4,948.53	0.58	51
太平洋	28	2,296.12	0.27	75

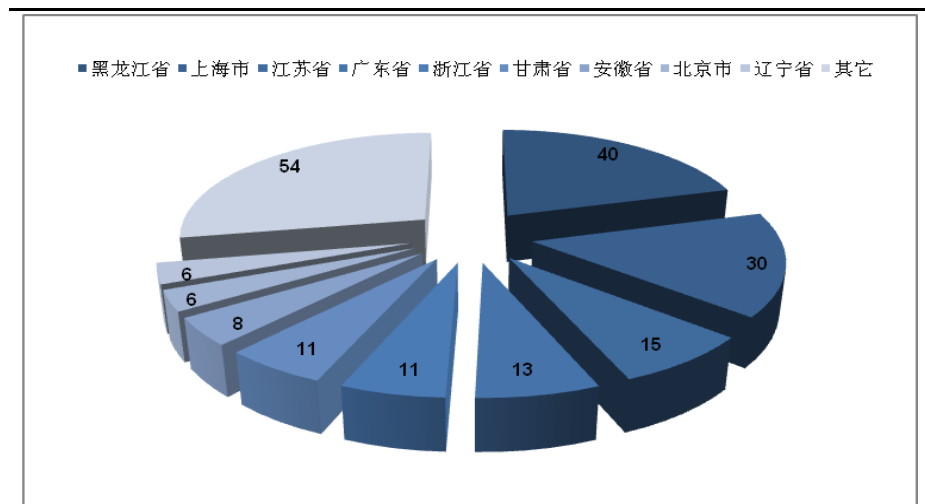
注：中信证券和华泰证券的成交额及市场份额分别包含中信证券（浙江）、中信万通和华泰联合证券。

资料来源：Wind 资讯，德邦研究

海通证券2011年部均股基成交额约为181亿，在上市券商中排名第7位，部均成

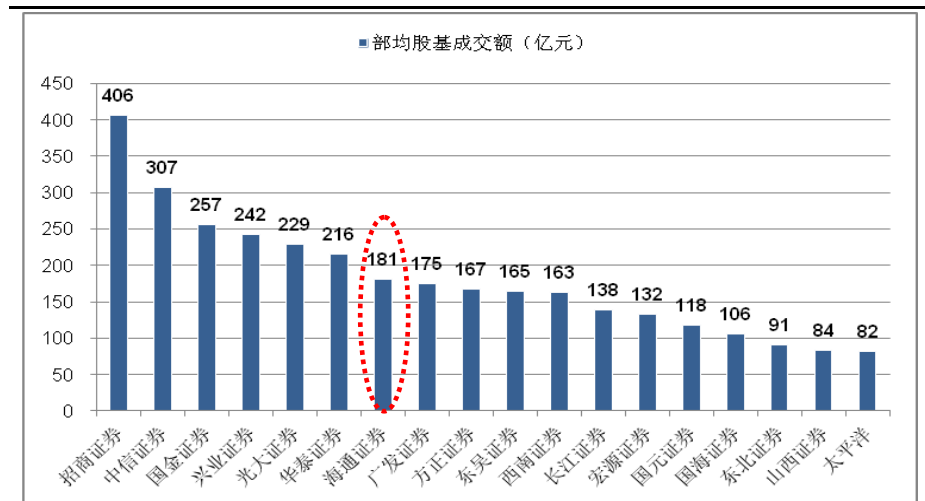
交额表现稍弱的原因主要在于海通证券的营业部分布。海通证券营业部主要分布在黑龙江省、上海市、江苏省、广东省、浙江省和甘肃省等地，其中在黑龙江省和上海市分别拥有营业部 40 家、30 家，当地股基成交额市场占有率分别为 29.11%（排名第 1 位）、5.01%（排名第 4 位）。营业部数量较多的黑龙江省、甘肃省成交量低于可比大型券商营业部所集中的江浙沪及广东省，因此造成海通证券整体部均交易额略低。但是考虑到黑龙江、甘肃等区域竞争激烈程度相对较低，佣金率较江浙沪及广东省地区高，佣金收入不会有太大影响。

图 16 海通证券营业部地区分布



资料来源:Wind 资讯, 德邦研究

图 17 海通证券 2011 年股基部均交易额在上市券商排在中位偏上

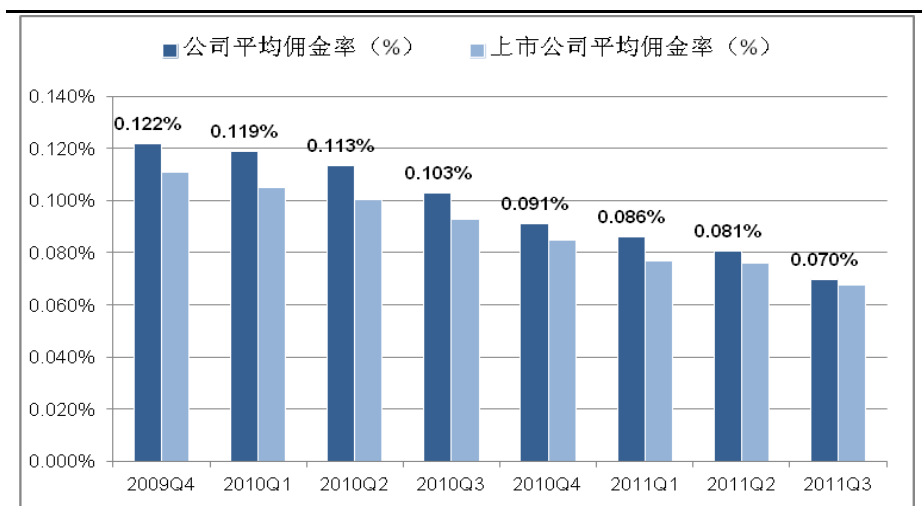


资料来源:Wind 资讯, 德邦研究

2009 年至今，由于全国证券营业部数量增速较快，通道业务同业竞争空前激烈，导致券商经纪业务佣金费率不断下滑，并给券商经纪业务收入带来不利影响。由于 2011 年债券交易有较大幅度增加，因此我们考虑将债券成交金额纳入佣金费率计算中（算出

来较实际股票交易低些)，得到上市券商三季度平均佣金率约为 0.068%，基本上呈现出全国性券商佣金率普遍低于区域性券商的格局。海通证券 2011 年前三季度平均佣金率分别为 0.086%、0.081%、0.070%，略高于上市券商平均水平。综合考虑公司本身业务发展特点、成本和行政上的约束，预计未来佣金下降空间有限。首先，经纪业务中的通道业务由于对 IT 交易系统的依赖性且同质性较高，未来仍然有下降空间，但受成本约束，下降空间不大；其次，公司投资咨询增值业务上有较大的发展空间，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）；同时，公司还可以向客户提供多种金融服务，如两融业务、期货 IB 等，客户粘性较高。未来有望得到监管层放开的券商营业部代销其他金融机构产品，也可能为公司经纪业务带来收益。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，且佣金率下调空间较为有限。

图 18 海通证券佣金率下滑空间有限



资料来源: Wind 资讯, 德邦研究

随着时间的推移，客户对于融资融券业务的认知度和需求均不断提高，参与融资融券交易的客户数量也会不断增加，由于目前开展融资融券服务的券商还比较少，而海通证券开展此项业务时间较早、市场份额第一，加上授信资金实力雄厚、券源充足、信用交易佣金率略低于其他竞争对手、开展业务的营业部数量众多等，对于吸引客户和黏住客户起到非常重要的作用。

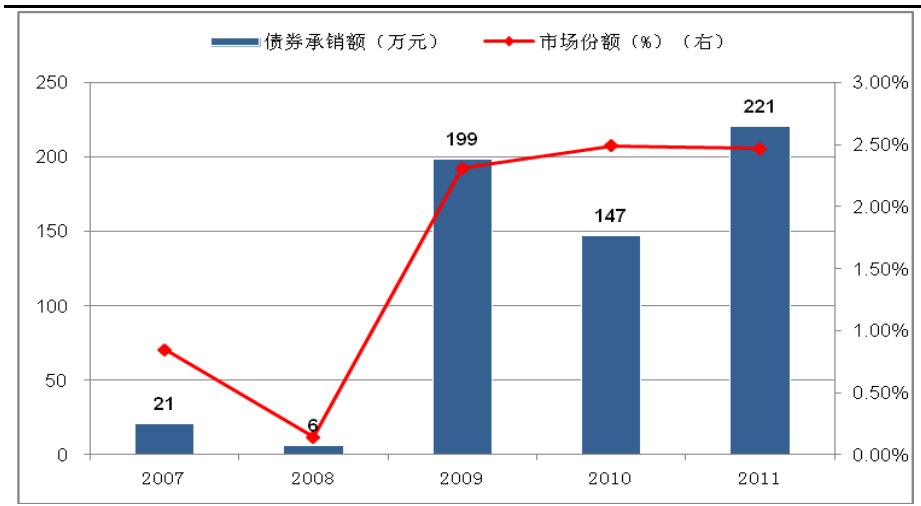
3.2 投行业务：承销获重大突破，收入贡献逐步提升

近年来，海通证券投行业务收入稳步增加，占总收入的比例也不断提升，是公司收入来源和现金流入的最重要组成部分之一。2011 年三季报显示海通证券承销业务收入占总收入比重约为 10.63%，预计 2011 年全年投行业务收入达到 11 亿以上，利润总额达到 6-7 亿元，对公司利润总额贡献预计达到 14% 左右。

公司投行业务主要分为股权融资、债权融资和并购业务部。其中，股权部分大中小项目兼顾，以中小项目为主，主要由于以央企为主的大型项目数量有限且企业议价能力高，相比而言中小型项目资源充足且承销费率较高，2011年中报披露海通证券具有承销储备项目200个。

从历年证券承销总金额及市场份额来看，波动性较大，2008-2010年承销金额及市场份额稳步上升，2011年总承销金额较2010年同比下降39.4%，降幅超过证券行业整体水平（行业下降9.16%），但公司债券承销金额及占比近三年持续保持在历史相对高位。海通证券目前在公司债发行上稍有欠缺，但公司高管层对于债券项目给予高度重视，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。

图 19 海通证券在债券承销上具有优势

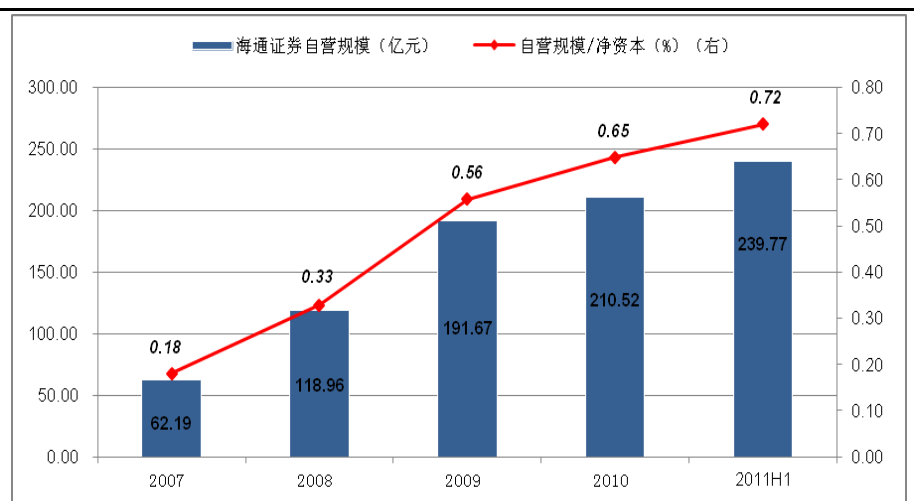


资料来源: Wind 资讯, 德邦研究

3.3 自营业务: 风格稳健, 业绩平稳

公司近年来自营规模及占净资产的比例逐步提高, 2011年中报披露自营规模(交易性金融资产+可供出售金融资产)为239.8亿, 占净资产比例为72%, 公司董事会规定2011年自营权益类证券及证券衍生品投资规模不超过净资产的76%, 实际权益类投资规模不超过净资产的36%。

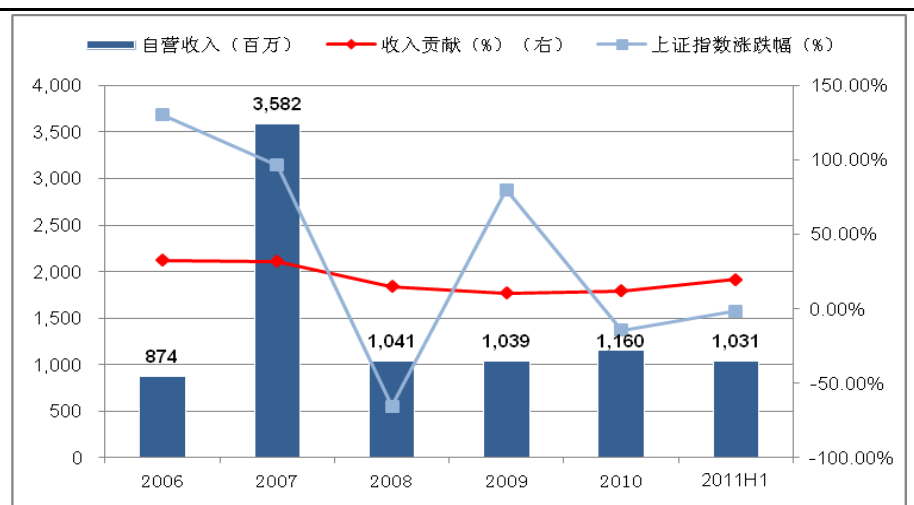
图 20 海通证券自营规模及占净资本比例逐年提升



资料来源: Wind 资讯, 德邦研究

公司自营分为权益、固定收益和另类投资,公司在自营的审批流程和风控上非常严格。衍生品主要为对冲风险而进行必要的套保交易,拟成立另类投资公司专门从事衍生品、ETF 等交易。剔除 2007 年异常值来看,在市场起伏较大的最近几年中,公司 2008 年来自营业务收入保持稳定且逐年略有提升,据上市公司实地调研了解,2011 年海通证券自营业务实现正收益,为公司历年稳定的盈利状况提供了重要保障。值得关注的是,在 2008 年、2011 年股票市场低迷的时候,公司仍然能够实现正收益,并在熊市中维持优于同业的收益率,表现出公司自营风格的稳健以及良好的抗风险能力。未来公司投资策略继续保持原有风格,权益类投资尽可能规避系统性风险、抓住有利投资机会,固定收益采取积极有效的投资策略,同时运用衍生品投资加强套保和套利,在维稳的基础上寻求超额收益。

图 21 海通证券自营收入稳定



注: 自营收入=投资净收益+公允价值变动

资料来源: Wind 资讯, 德邦研究

4. 盈利预测及估值

4.1 基本假设和盈利预测

基本假设：(1) 随着欧美及国内经济转好，股票市场将逐渐回暖，市场成交量见底后亦逐步回升；(2) 随着零售业务制度创新、营业网点优化布局，以及融资融券业务的协同效应，公司经纪业务市场份额将有所上升；(3) 公司经纪业务佣金率下滑趋缓；(4) 公司承销业务获较大进展，随着制度改革和激励措施的进一步完善，承销业务市场份额将有所增加，由于股权项目储备较为充足，平均承销费率也将略有上升；(5) 随着独立资产管理子公司的成立以及业务推进，券商理财管理规模将获较大突破。

基于以上基本假设，不考虑 H 股发行利润摊薄的情况下，我们预测得出海通证券 2012 年至 2014 年摊薄后每股收益为 0.49 元/股、0.66 元/股、0.78 元/股。

表 12 盈利预测关键假设表（单位：亿元）

关键假设指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
市场日均股票基金交易额	2,239	2,292	1,950	2,250	2,500	2,700
公司成交量市场份额 (%)	4.14%	4.06%	4.13%	4.20%	4.25%	4.25%
公司佣金率 (%)	0.120%	0.110%	0.090%	0.085%	0.083%	0.080%
平均客户存款	452	505	398	400	440	484
净息差 (%)	2.486%	2.705%	2.705%	2.705%	2.705%	2.705%
市场承销规模	12,272	15,521	13,500	14,000	14,500	15,000
公司承销业务市场份额 (%)	2.20%	2.30%	3.00%	3.30%	3.60%	3.80%
平均承销费率 (%)	1.40%	2.60%	2.80%	3.00%	3.20%	3.50%
自营业务规模	150	201	232	274	322	377
自营业务收益率 (%)	6.90%	5.80%	3.30%	6.00%	12.00%	14.00%

资料来源：德邦研究

表 13 公司利润表预测（单位：百万元）

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
营业收入	9,940	9,768	9,297	11,853	15,784	18,551
手续费及佣金净收入	7,755	7,208	5,860	7,008	7,980	8,691
其中：代理买卖证券业务净收入	6,274	4,864	3,662	4,372	4,959	5,246
证券承销业务净收入	382	920	1,134	1,386	1,670	1,995
受托客户资产管理业务净收入	744	714	1,064	1,250	1,350	1,450
利息净收入	1,124	1,366	1,938	2,494	3,241	3,871
投资净收益	1,313	1,056	1,764	2,246	4,358	5,584
其中：对联营企业投资收益	66	78	78	78	78	78
公允价值变动净收益	-274	104	-400	0	100	300
汇兑净收益	2	6	70	40	40	40
其他业务收入	20	28	65	65	65	65

营业支出	4,210	4,935	5,037	6,396	8,517	10,010
营业税金及附加	475	422	418	533	710	835
管理费用	3,725	4,512	4,555	5,808	7,734	9,090
资产减值损失	3	(4)	56	47	63	74
其他业务成本	7	4	7	7	9	11
营业利润	5,730	4,833	4,260	5,457	7,267	8,541
营业外收入	200	159	136	120	120	120
营业外支出	(52)	2	8	10	10	10
利润总额	5,982	4,990	4,388	5,547	7,377	8,651
所得税	1,320	1,122	1,009	1,276	1,697	1,990
净利润	4,662	3,868	3,379	4,271	5,680	6,661
少数股东损益	114	182	218	218	218	218
归属于母公司所有者的净利润	4,548	3,686	3,161	4,053	5,462	6,443
稀释每股收益(元)	0.55	0.45	0.38	0.49	0.66	0.78

资料来源：德邦研究

4.2 分部估值及投资建议

4.2.1 传统业务价值

综合考虑市场环境、公司收入成本历史情况以及可比上市券商估值水平，给予海通证券传统经纪业务（不含融资融券）12倍PE，承销业务15倍PE，传统经纪业务、承销业务利润率分别约为56%、59%，得出公司传统经纪业务价值约为261.27亿元，承销业务价值约为122.66亿元；给予公司自营业务1.00倍PB，得出自营业务价值约为274.26亿元。因此，公司传统业务总价值约为658.19亿元。

4.2.2 创新业务价值

公司融资融券业务市场占比第一，假设2012年融资融券实现转常规和转融通，预计同年两融业务将获爆发式增长，2013年以后几年也能够维持较为可观的增速，因此我们给予公司两融业务20倍PE，同时结合前面我们对其融资融券业务的预测结果，得出海通证券两融业务价值约为163.93亿元。

公司资产管理业务分为公募基金资产管理及券商资产管理，考虑券商资产管理与公募基金业务的相似性，我们对于海通证券资管业务估值参照公募基金价值评估方法P/AUM及近期股权转让估值水平，给予海通证券资产管理业务P/AUM8.00%的水平，得出其资管业务价值约为36.00亿元。

公司直投业务正处于发展初期，分别通过海富产业基金和开元投资开展，目前海富产业基金净资产为1.52亿元，海通开元最近一次增资后净资产为40.07亿元，目前创业板平均PB为2.69倍，考虑到直投业务所投资的企业尚未上市，我们给予一定的折扣，直投业务给1.60倍PB，因此直投业务价值约为66.54亿元。

另外，近期公司海外业务发展迅速，海通国际控股的净资产为 HKD41.51 亿元，给予海外业务 1.80 倍 PB，按照 1:0.8120 的港币汇率，海外业务的价值约为 60.67 亿元人民币。

表 14 海通证券分部估值（单位：亿元）

业务种类	估值
传统业务	658.19
经纪业务	261.27
承销业务	122.66
自营业务	274.26
创新业务	327.14
受托资产管理业务	36.00
融资融券业务	163.93
直投业务	66.54
海外业务	60.67
总价值	985.33

注：其中传统经纪业务不含融资融券业务价值

资料来源：德邦研究

因此，不考虑 H 股发行因素，海通证券的总价值为 985.33 亿元人民币，对应每股价值为 11.96 元/股。

4.2.3 考虑本次 H 股发行的估值

本次海通证券 H 股共发行 122,940 万股，公司 H 股招股书上假设价格为 9.98HKD 每股，扣除相关费用，大约为港币 118 亿左右，以目前人民币兑港币汇率 1:0.8120 来算，此次募集资金即补充净资产 95.82 亿元人民币。

(1) 不考虑公司募集资金后战略变化和业务扩张带来的溢价，仅考虑募集资金本身价值，则结合上次所估海通证券价值 985.33 亿元，共 $985.33+95.82=1081.15$ 亿元人民币。

(2) 考虑公司募集资金后战略变化和业务扩张带来的溢价，目前券商股平均 PB 为 1.90 倍，和海通证券规模和竞争力接近的华泰证券 PB 为 1.40 倍、广发证券为 2.20 倍、中信证券 1.50 倍，海通证券 A 股本身 PB1.50 倍。而新募集的资金尚未投入业务中，因此给予这部分 H 股新募集资金 PB 一定程度的折价约为 1.20 倍，此时海通证券总价值为 $985.33+95.82*1.20=1100.31$ 亿元人民币。

按照中信证券 AH 股比价，2012 年 3 月 2 日收盘价 A 股折价率为约 11%，我们给予海通证券 A 股相对 H 股 12% 的折价，预计(1)的情况对应海通证券 A 股每股价值为 11.30 元，相对 3 月 2 日收盘价有 21% 左右的上升空间，(2)的情况对应海通证券 A 股每股价值约为 11.50 元，相对 3 月 2 日收盘价有 24% 左右上升空间。

综上所述，我们上调海通证券目标价 11.50 元/股，维持“买入”评级。

5. 风险提示

- (1) 受欧债危机和全球经济增速放缓等系统性风险影响,A股市场2012年仍然可能受到不利冲击,从而导致券商经纪、自营等收入下滑。
- (2) 股市的不乐观可能也会影响企业和公司融资需求,或者导致部分企业推迟或更改融资的时间选择,将影响券商近期的投行业务收入。
- (3) 融资融券业务转常规和转融通推出时间不能确定,可能会影响本文对行业和公司相关业务的预测结果。
- (4) 其它创新业务推出时间不确定。

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。