

海通证券 (600837)

买入/维持评级

股价: RMB9.89

分析师

李聪

SAC 执业证书编号:S1000510120013

(021)6849 8610

licong@mail.htlhsc.com.cn

张黎

SAC 执业证书编号:S1000510120017

(0755)8236 6995

zhanglisz@mail.htlhsc.com.cn

联系人

华莎

(021)6849 8507

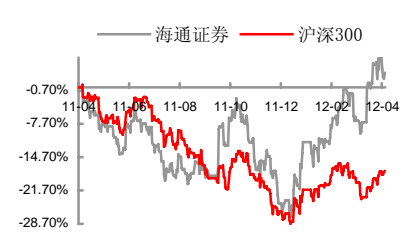
huasha@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	9,457
流通 A 股 (百万股)	8,105
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	81,211

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

业务结构均衡, 创新业务突出

——2012 年 1 季报点评

- 业绩: 综合收益同比-7% 归于经纪收入下降** 12Q1 海通证券营业收入、净利润、综合收益分别为 24.26 亿元、10.49 亿元、12.40 亿元, 分别同比-9%、-11%、-7%。每股净利润、综合收益分别为 0.13、0.15 元。12Q1 综合收益同比下滑 7% 的主因归于经纪业务收入下降, 其变动导致了综合收益 23 个点的下滑。
- 收入端: 业务结构均衡, 创新业务突出。**

 - 1) 业务结构日趋均衡, 有效缓解佣金率下滑不利影响。** 12Q1 公司经纪、自营、投行、资管、利息收入占比分别为: 23%、35%、8%、8%和 20%, 收入结构更趋平衡, 佣金率下滑对公司业绩影响正逐渐弱化。
 - 2) 创新业务同业领先, 开启公司新的盈利增长点。** 海通证券融资融券业务居同业第一, 12Q1 余额市场份额 10%; 直投业务储备丰富, 潜力大。
- 成本端: 弱市环境下成本控制能力突出。** 12Q1 公司新营业支出、业务及管理费分别为 9.76 亿元、9.01 亿元, 分别同比-9%、-8%, 在弱市环境下表现出相比同业更强的成本控制能力。
- 投资建议: 攻守兼备, 维持“买入”评级。** 主要推荐理由: **1) PB 估值安全。** 公司 H 股发行后 12PB 仅为 1.59 倍, 已处于历史较低水平, 甚至已接近于拥有更高财务杠杆的间接融资类的银行业。**2) 业绩有望实现恢复性增长。** 2011 年股票市场弱市环境下, 全行业盈利出现了大幅下滑, 随着市场回归常态, 在日均成交金额 2000 亿元, 沪深 300 收益率 20% 的市场假设下, 预计海通证券 2012 年综合收益有望达到 38.55 亿元, 同比增长 106%。**3) 盈利提升潜力大。** 雄厚净资本实力与 A 类 AA 监管评级将助公司优先获得创新业务试点资格, 目前账面仍有 256 亿元闲余资金 (尚不考虑 H 股发行情况下), 应用到创新业务中诸多买方业务上可进一步提升公司盈利。**4) 行业利好政策频频。** 2012 年是证券行业的政策大年, 海通证券作为行业领跑者之一将充分受益。
- 风险提示: H 股发行结束后的小非减持风险。**

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	9,293	10,369	11,724	13,198
(+/-%)	-4.9	11.6	13.1	12.6
归属母公司综合收益(百万元)	1,868	3,855	4,394	4,968
(+/-%)	-31.4	106.4	14.0	13.0
EPS(元, 综合收益口径)	0.23	0.41	0.46	0.53
P/E(倍, 综合收益口径)	43.6	24.3	21.3	18.8

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

业绩：综合收益同比-7%归于经纪收入下降.....	4
收入端：业务结构均衡，创新业务突出.....	4
成本端：弱市环境下成本控制能力突出.....	7
投资建议：攻守兼备，维持“买入”评级.....	8
风险提示：H股发行结束后的小非减持风险.....	8

图表目录

图 1: 海通证券经纪业务佣金率已呈企稳态势	5
图 2: 海通证券 12Q1 年经纪业务份额同比增长 8.57%	5
图 3: 海通证券 12Q1 末融资融券余额同业第 1	7
表格 1: 海通证券利润表重构及综合收益变动归因分析 (单位: 百万元)	4
表格 2: 海通证券 12Q1 年主承销情况	6
表格 3: 上市券商 12Q1 年主承销份额比较	6
表格 4: 海通证券直投项目概览	7
表格 5: 海通证券 12Q1 成本控制能力突出 (单位: 百万元)	8

业绩：综合收益同比-7%归于经纪收入下降

12Q1 海通证券营业收入、净利润、综合收益分别为 24.26 亿元、10.49 亿元、12.40 亿元，分别同比-9%、-11%、-7%。每股净利润、综合收益分别为 0.13、0.15 元。

12Q1 综合收益同比下滑 7%的主因归于经纪业务收入下降，其变动导致了综合收益 23 个点的下滑。

表格 1：海通证券利润表重构及综合收益变动归因分析（单位：百万元）

	金额		占比		同比	对综合收益变动影响
	11Q1	12Q1	11Q1	12Q1	12Q1	12Q1
新营业收入	2,903	2,659	100%	100%	-8%	-13%
经纪	1,031	616	36%	23%	-40%	-23%
自营	799	923	28%	35%	15%	7%
投行	266	224	9%	8%	-16%	-2%
资管	164	202	6%	8%	23%	2%
利息	445	541	15%	20%	22%	5%
其它	198	154	7%	6%	-23%	-2%
新营业支出	-1,075	-976	-37%	-37%	-9%	5%
业务及管理费	-977	-901	-34%	-34%	-8%	4%
其它	-98	-75	-3%	-3%	-24%	1%
营业外收入与支出	14	2	0%	0%	-86%	-1%
新利润总额	1,842	1,685	63%	63%	-9%	-
综合收益	1,363	1,289	47%	48%	-5%	-
归属于母公司综合收益	1,330	1,240	46%	47%	-7%	-
实际所得税率	26%	23%				3%
综合收益归属母公司比例	98%	96%				-1%

资料来源：公司财报，华泰联合证券研究所

注：利润表重构后各指标公式如下：

新营业收入=营业收入+资产减值+可供出售类金融资产公允价值税前变动净额

经纪业务收入=代理买卖收入

自营收入=投资收益+公允价值+资产减值+可供出售金融资产公允价值税前变动净额

投行收入=承销收入+保荐收入+财务顾问收入

资管收入=受托资管收入+基金管理收入

新营业支出=营业支出-资产减值

新利润总额=利润总额+可供出售金融资产公允价值税前变动净额

收入端：业务结构均衡，创新业务突出

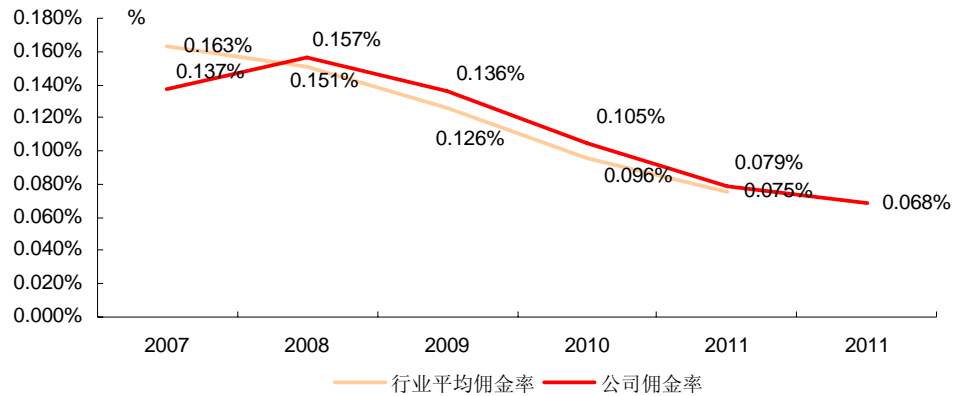
从表格 1 中可以看出，公司 12Q1 业务结构相比 11Q1 进一步呈现均衡化发展态势，随着经纪业务在总收入中占比下降，佣金率下滑对公司业绩的不利影响正逐渐弱化。

1) 经纪业务：佣金率环比已呈现企稳态势

公司 12Q1 经纪业务收入 6.16 亿，占公司收入总额 23%，同比下降 40%，主因归于市场成交额及佣金率下滑。12Q1 市场股票日均成交金额 1613 亿元，同比下滑 32%；12Q1 公司经纪业务佣金率同比-22.8%，但环比仅为-0.4%，呈现企稳态势。

A.佣金率：12Q1 公司股票交易佣金率 0.068%，同比-22.8%，但环比仅为-0.4%，呈现企稳态势，主要归于证券业协会推动的佣金管理。考虑到海通证券佣金率已经大幅低于市场平均佣金率 0.075%，目前公司佣金率已拥有较强的市场竞争力。

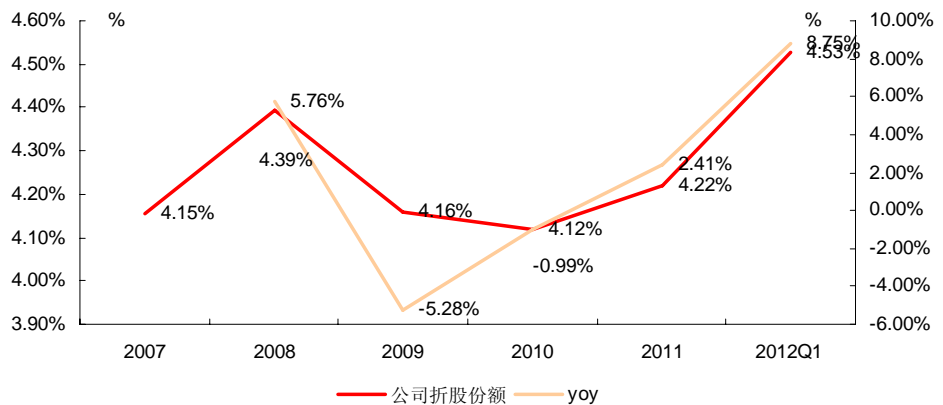
图 1： 海通证券经纪业务佣金率已呈企稳态势



资料来源：公司年报，证券业协会，华泰联合证券研究所

B.市场份额：12Q1 公司市场份额为 4.53%，同比上升 8.75%，继续延续 11 年的增长态势。从公司新设营业部情况角度分析，公司 12Q1 新增产生交易的营业部 5 家，同比增长 5%，低于市场营业部数量同比 8%的增速。由此推断，公司份额提升并未网点增加所致，主要归于公司的经营改善。

图 2： 海通证券 12Q1 年经纪业务份额同比增长 8.57%



资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

2) 投行业务：收入下降 16%，主因归于市场融资额下降

公司 12Q1 年投行业务收入 2.24 亿元，占公司收入总额的 8%，同比下降 16%，主因归于市场融资额下滑。12Q1 证券行业股权融资额 1813 亿元，同比下滑 26%。根据 wind 统计，2011 年公司完成主承销项目 18 家，其中 IPO 项目 2 家。

表格 2：海通证券 12Q1 年主承销情况

	合计	首发	增发	配股	可转债	债券发行
承销项目 (家)	18	2	0	0	0	16
承销金额 (百万元)	44,758	958	0	0	0	43,800

资料来源：wind, 华泰联合证券研究所

表格 3：上市券商 12Q1 年主承销份额比较

上市券商	合计	首发	增发	配股	可转债	债券发行
中信	10%	19%	0%	N.A.	N.A.	10%
广发	5%	7%	6%	N.A.	N.A.	4%
海通	11%	3%	0%	N.A.	N.A.	15%
华泰	0%	4%	0%	N.A.	N.A.	0%
招商	2%	1%	13%	N.A.	N.A.	0%
光大	1%	0%	5%	N.A.	N.A.	0%
长江 (长江承销)	1%	0%	0%	N.A.	N.A.	1%
国元	0%	1%	0%	N.A.	N.A.	0%
西南	1%	0%	0%	N.A.	N.A.	1%
宏源	5%	1%	4%	N.A.	N.A.	6%
兴业	1%	0%	0%	N.A.	N.A.	1%
太平洋	1%	0%	0%	N.A.	N.A.	1%
东北	0%	1%	0%	N.A.	N.A.	0%
国金	1%	1%	1%	N.A.	N.A.	1%
山西 (中德证券)	0%	0%	2%	N.A.	N.A.	0%
方正 (瑞信方正)	0%	0%	0%	N.A.	N.A.	0%
国海	1%	0%	4%	N.A.	N.A.	1%
东吴	0%	0%	0%	N.A.	N.A.	0%
西部	0%	0%	0%	N.A.	N.A.	0%

资料来源：wind, 华泰联合证券研究所

3) 自营业务：收入同比增长 35%，主因归于股指回暖

12Q1 公司自营业务收入为 9.23 亿元 (包含浮亏)，占公司收入总额的 35%，同比增长 15%，主因归于 12Q1 股指回暖，沪深 300 上涨 5%。截止 12Q1，公司自营资产 (交易性+可供出售+持有到期+长期股权投资) 余额为 307.77 亿元。

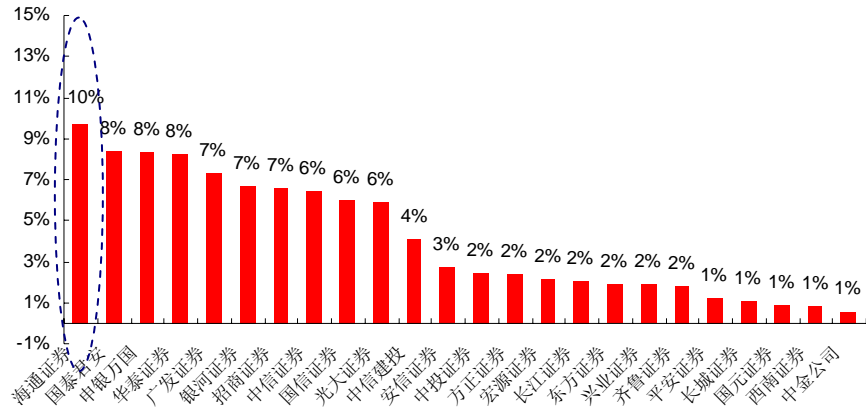
4) 资管业务：收入增长 38%，主因归于管理规模回升

12Q1 公司资管业务收入 2.02 亿元，占公司收入总额 8%，同比增长 23%，主要源于股指回暖导致管理规模回升，12Q1 公司资管部门新发行 1 个集合理财产品海通海蓝量化增强，规模 1.78 亿。

5) 融资融券：继续维持行业排名第一

公司融资融券业务保持行业领先。融资融券余额 45.38 亿元，市场份额 10%，继续位居行业首位。

图 3: 海通证券 12Q1 末融资融券余额同业第 1



资料来源: 沪深交易所网站, 华泰联合证券研究所

6) 直投业务: 项目储备丰富

公司直投业务保持快速发展势头。公司直投子公司海通开元 2011 年增资至 40 亿。公司直投业务目前共有 11 个直投项目, 其中 3 家已经上市, 另有 8 家还未上会。公司直投资料储备丰富, 未来释放盈利潜力巨大。

表格 4: 海通证券直投项目概览

直投项目	投入金额(万元)	上市前持有股份 (万股)	直投项目上市前 总股份(万股)	上市时间
银江股份	375	150	8,000	2009-10-30
东方财富	5,500	500	1,400	2010-3-9
新天科技	60	156	5,668	2011-8-31
闽发铝业	N.A.	N.A.	N.A.	未上会
银联数据	N.A.	N.A.	N.A.	未上会
兴高能源	N.A.	N.A.	N.A.	未上会
东方证券	N.A.	N.A.	N.A.	未上会
国德电器	N.A.	N.A.	N.A.	未上会
润江水泥	N.A.	N.A.	N.A.	未上会
中矿资源	N.A.	N.A.	N.A.	未上会
玲珑轮胎	N.A.	N.A.	N.A.	未上会

资料来源: 公司网站, 证监会网站, 华泰联合证券研究所

成本端: 弱市环境下成本控制能力突出

12Q1 公司新营业支出、业务及管理费分别为 9.76 亿元、9.01 亿元, 分别同比-9%、-8%, 在弱市环境下表现出相比同业更强的成本控制能力。

表格 5：海通证券 12Q1 成本控制能力突出（单位：百万元）

	金额		占比		同比
	11Q1	12Q1	11Q1	12Q1	12Q1
营业支出	10.75	9.76	37%	37%	-9%
业务及管理费	9.77	9.01	34%	34%	-8%

资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

投资建议：攻守兼备，维持“买入”评级

预计海通证券 H 股发行后最新股本口径下 2012-13 每股综合收益为 0.41 元、0.46 元，对应 PE 分别为 24、21 倍，12PB 为 1.59 倍，维持“买入”评级，主要推荐理由：

1) PB 估值安全

公司 12PB 仅为 1.59 倍，已处于历史较低水平，甚至已接近于拥有更高财务杠杆的间接融资类的银行业。

2) 业绩有望实现恢复性增长

2011 年股票市场弱市环境下，全行业盈利出现了大幅下滑，随着市场回归常态，公司业绩有望实现恢复性增长，在日均成交金额 2000 亿元，沪深 300 收益率 20% 的市场假设下，预计海通证券 2012 年综合收益有望达到 38.55 亿元，同比增长 106%。

3) 盈利提升潜力大

雄厚净资本实力与 A 类 AA 监管评级将助公司优先获得创新业务试点资格，目前账面仍有 256 亿元闲余资金（尚不考虑 H 股发行情况下），应用到创新业务中诸多买方业务上可进一步提升公司盈利。

4) 行业利好政策频频

2012 年是证券行业的政策大年，传统业务将受益于股票市场的资金供给增加趋势，创新业务将受益于资本市场服务于实体经济的功能落地。海通证券作为行业领跑者之一将充分受益。

风险提示：H 股发行结束后的小非减持风险



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。

©版权所有 2012年 华泰联合证券有限责任公司