

海通证券 (600837.SH) 证券业行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

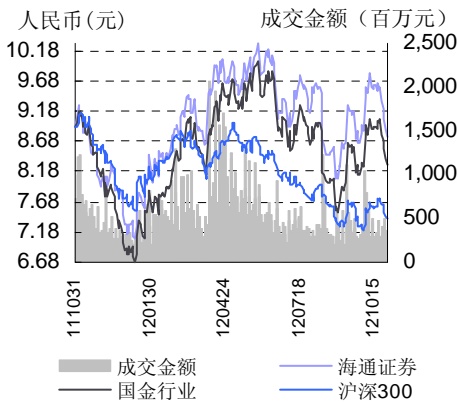
市价(人民币): 8.74元

传统有下滑, 创新仍先行

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	8,092.13
流通港股(百万股)	1,492.59
总市值(百万元)	837.70
年内股价最高最低(元)	10.30/7.07
沪深300指数	2235.85
上证指数	2058.94



相关报告

1. 《债券承销突破性增长, 创新保持行业领先;》, 2012.8.27
2. 《非经纪业务增长平稳, 自营浮亏有待消化;》, 2012.3.16

王琨

联系人
(8621)60753901
wangkun@gjzq.com.cn

陈建刚

分析师 SAC 执业编号: S1130511030021
(8621)61038264
chenjg@gjzq.com.cn

业绩简评

- 公司 12 年前 3 季度实现营业收入 68.94 亿元, 同比基本持平, 净利润 24.40 亿元, 同比下滑 11%, 摊薄 EPS0.25。其中, 3 季度单季实现营业收入 18.30 亿元, 净利润 4.15 亿元, 环比分别下滑 30.60%和 57.52%, EPS0.04。业绩符合预期, 同比仍有下滑主要还是受权益承销的拖累。

经营分析

- 佣金率略有下滑, 市场份额增长势头强。公司 12 年前 3 季度实现证券经纪业务净收入 17.71 亿元, 同比下降 30%; 其中 3 季度单季为 5.35 亿元, 环比下滑 14%。前 3 季度的股票基金净佣金率为 0.079%, 较上半年略有下滑; 但市场份额增长势头很强, 股基权债代理交易市场份额由去年同期的 4.47%增长到 5.43%, 股票基金代理交易市场份额也由去年同期的 4.12%增长到 4.45%。
- 自营同比增长 121%。公司 12 年前 3 季度实现自营业务收入(投资收益+公允价值变动损益) 18.58 亿元, 同比大幅增长 121%; 其中 3 季度单季为 3.31 亿元, 环比下滑 60%。公司期末自营规模 307 亿元, 较 2 季度末基本持平, 预计仓位和配置情况变化不大。
- 权益承销是投行板块下滑的主因。前 3 季度公司实现承销业务收入 5.71 亿元, 同比下滑 23%; 3 季度单季承销收入 1.96 亿元, 环比增长 30%。公司承销收入的同比下滑应主要是受权益类承销规模下滑的拖累, 公司年内共完成 5 家 IPO、3 家增发, 承销规模 78.5 亿, 较去年同期的 145 亿下滑明显; 但核心债券承销有所突破, 报告期完成 10 家公司债、12 家企业债, 市场份额由去年同期的 1.42%增长到 3.20%。
- 资管新产品发行, 规模排名仍低于同类券商。公司前 3 季度资产管理业务收入(含基金管理)为 6.53 亿元, 同比下滑 9%。集合理财方面, 公司目前公司存续 10 只集合理财产品, 3 季度新增 2 支产品“海通海蓝宝银”和“海通海量阿尔法 1 号”, 期末管理资产规模近 26 亿元, 仍低于同等券商规模。
- 两融份额有下滑, 资产证券化获突破。两融方面, 3 季度末公司两融余额约 50.23 亿元, 较 2 季度末有所下滑, 目前市场份额 7.17%, 已让出龙头宝座排名第三。此外, 公司 3 季度完成交行信贷资产证券化的主承销, 进一步确立行业创新领先优势。

投资建议

- 维持对公司的“买入”评级。日均交易额在 1400/1600 (2012/2013) 亿元假设下, 略微下调公司 12 和 13 年的 EPS 分别至 0.31 元和 0.36 元, 目前股价对应 12 年的 PE 和 PB 分别为 28.36 倍和 1.44 倍。公司经纪、承销等业务的下滑主要受累于行业总体环境, 公司主要市场份额仍保持较快增长, 创新业务行业领先、优势突出, 综合较为安全的估值水平, 维持对公司“买入”的投资评级。

业务经营分析

图表1: 海通证券12Q3业绩增长情况

单位: 百万元	单季 2Q12	单季 3Q12	环比增速	单位: 百万元	累计 3Q11	累计 3Q12	同比增速
手续费收入	620.86	534.69	-13.88%	手续费收入	2,547.01	1,771.28	-30.46%
承销收入	151.39	196.36	29.71%	承销收入	738.77	571.42	-22.65%
资管收入(含基金)	259.42	192.16	-25.93%	资管收入(含基金)	715.33	653.27	-8.68%
净利息收入	548.63	403.66	-26.42%	净利息收入	1,531.42	1,493.40	-2.48%
投资收益	607.47	709.81	16.85%	投资收益	1,541.47	1,599.06	3.74%
公允价值变动收益	228.57	(378.52)	-265.60%	公允价值变动收益	(701.23)	258.72	-136.90%
其他收入	221.16	172.15	-22.16%	其他收入	576.76	546.81	-5.19%
业务及管理费	1,079.55	923.20	-14.48%	业务及管理费	2,897.30	2,904.05	0.23%
营业税金及附加	71.88	65.91	-8.30%	营业税金及附加	302.79	210.69	-30.42%
资产减值损失	115.94	352.73	204.24%	资产减值损失	42.56	488.36	1047.45%
其他业务支出	7.40	2.35	-68.28%	其他业务支出	5.75	11.59	101.48%
营业外净收支	5.41	78.47	1350.66%	营业外净收支	28.69	85.93	199.52%
税收	320.33	109.96	-65.67%	税收	842.24	765.65	-9.09%
少数股东权益	71.37	39.82	-44.21%	少数股东权益	158.99	159.24	0.16%
净利润	976.42	414.81	-57.52%	净利润	2,728.59	2,440.33	-10.56%
股本	9,584.72	9,584.72	0.00%	股本	8,227.82	9,584.72	16.49%
每股收益	0.10	0.04	-57.52%	每股收益	0.33	0.25	-23.23%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表2: 海通证券单季业务收入金额和结构

业务金额与占比 金额(百万RMB)	单季 3Q11	单季 4Q11	单季 1Q12	单季 2Q12	单季 3Q12	单季 3Q11	单季 4Q11	单季 1Q12	单季 2Q12	单季 3Q12
经纪业务收入	707.89	494.43	615.73	620.86	534.69	41.57%	21.10%	25.38%	23.54%	29.21%
自营业务收入	(191.00)	739.60	690.45	836.04	331.29	-11.22%	31.56%	28.46%	31.70%	18.10%
投行业务收入	202.47	100.30	223.67	151.39	196.36	11.89%	4.28%	9.22%	5.74%	10.73%
资管业务收入(含基金)	278.47	269.69	201.69	259.42	192.16	16.35%	11.51%	8.31%	9.84%	10.50%
净利息收入	509.96	561.96	541.11	548.63	403.66	29.94%	23.98%	22.30%	20.80%	22.05%
其他收入	195.23	177.23	153.51	221.16	172.15	11.46%	7.56%	6.33%	8.39%	9.41%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表3: 海通证券当年累计业务收入金额和结构

业务金额与占比 金额(百万RMB)	累计 3Q11	累计 11	累计 1Q12	累计 1H12	累计 3Q12	累计 3Q11	累计 11	累计 1Q12	累计 1H12	累计 3Q12
经纪业务收入	2,547.01	3,041.43	615.73	1,236.59	1,771.28	36.65%	32.73%	25.38%	24.42%	25.69%
自营业务收入	840.24	1,579.84	690.45	1,526.49	1,857.78	12.09%	17.00%	28.46%	30.15%	26.95%
投行业务收入	738.77	839.07	223.67	375.06	571.42	10.63%	9.03%	9.22%	7.41%	8.29%
资管业务收入(含基金)	715.33	985.02	201.69	461.11	653.27	10.29%	10.60%	8.31%	9.11%	9.48%
净利息收入	1,531.42	2,093.38	541.11	1,089.74	1,493.40	22.04%	22.53%	22.30%	21.52%	21.66%
其他收入	576.76	753.99	153.51	374.67	546.81	8.30%	8.11%	6.33%	7.40%	7.93%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表4: 海通证券单季度业务收入环比增速情况

	环比增速	单季 4Q11	单季 1Q12	单季 2Q12	单季 3Q12
经纪业务收入	-30.15%	24.53%	0.83%	-13.88%	
自营业务收入	-487.22%	-6.65%	21.09%	-60.37%	
投行业务收入	-50.46%	123.00%	-32.32%	29.71%	
资管收入(含基金)	-3.15%	-25.21%	28.62%	-25.93%	
净利息收入	10.20%	-3.71%	1.39%	-26.42%	
其他收入	-9.22%	-13.38%	44.06%	-22.16%	
营业收入	37.59%	3.54%	8.71%	-30.60%	

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表5: 海通证券当年累计业务收入同比增速情况

	同比增速	累计 11	累计 1Q12	累计 1H12	累计 3Q12
经纪业务收入	-37.47%	-40.27%	-32.76%	-30.46%	
自营业务收入	36.19%	22.14%	48.02%	121.10%	
投行业务收入	-8.77%	-15.93%	-30.07%	-22.65%	
资管业务收入(含基金)	38.05%	23.28%	5.55%	-8.68%	
净利息收入	53.30%	21.63%	6.68%	-2.48%	
其他收入	1.20%	-22.52%	-1.80%	-5.19%	
营业收入	-4.86%	-9.09%	-3.49%	-0.80%	

图表6: 海通证券 12Q3 股基权债代理交易市场份额同比明显提升

按股基权债	2011年9月	2011年10月	2011年11月	2011年12月	2012年1月	2012年2月	2012年3月	2012年4月	2012年5月	2012年6月	2012年7月	2012年8月	2012年9月
中信证券合并	5.61%	5.67%	5.73%	5.80%	6.46%	6.35%	6.30%	6.30%	6.30%	6.30%	6.34%	6.31%	6.30%
中信证券母公司	3.43%	3.51%	3.59%	3.68%	4.65%	4.45%	4.35%	4.33%	4.34%	4.38%	4.44%	4.43%	4.44%
中信万通	0.62%	0.61%	0.61%	0.60%	0.55%	0.55%	0.56%	0.55%	0.55%	0.55%	0.55%	0.54%	0.53%
中信金通	1.56%	1.55%	1.53%	1.52%	1.26%	1.34%	1.39%	1.41%	1.40%	1.37%	1.35%	1.34%	1.33%
海通证券合并	4.47%	4.51%	4.52%	4.57%	5.25%	5.15%	5.17%	5.14%	5.20%	5.27%	5.33%	5.39%	5.43%
长江证券	2.09%	2.09%	2.09%	2.09%	1.98%	2.04%	2.00%	2.03%	2.06%	2.11%	2.17%	2.20%	2.20%
东北证券	0.63%	0.62%	0.62%	0.62%	0.59%	0.64%	0.63%	0.63%	0.62%	0.61%	0.61%	0.60%	0.60%
国元证券	1.26%	1.24%	1.23%	1.21%	1.03%	1.02%	1.02%	1.02%	1.12%	1.08%	1.03%	0.99%	0.96%
宏源证券	1.21%	1.22%	1.23%	1.25%	1.37%	1.28%	1.29%	1.26%	1.23%	1.21%	1.20%	1.18%	1.17%
太平洋证券	0.22%	0.22%	0.22%	0.22%	0.21%	0.23%	0.23%	0.23%	0.23%	0.22%	0.21%	0.21%	0.20%
国金证券	0.68%	0.68%	0.68%	0.69%	0.73%	0.74%	0.72%	0.71%	0.71%	0.72%	0.73%	0.74%	0.74%
光大证券	2.96%	2.95%	2.93%	2.89%	2.81%	2.75%	2.80%	2.84%	2.86%	2.86%	2.84%	2.86%	2.86%
招商证券	4.23%	4.24%	4.23%	4.23%	4.04%	4.26%	4.36%	4.39%	4.47%	4.52%	4.55%	4.53%	4.51%
华泰证券合并	4.97%	4.94%	4.92%	4.89%	4.55%	4.73%	4.74%	4.70%	4.64%	4.62%	4.61%	4.60%	4.62%
西南证券	0.66%	0.65%	0.64%	0.63%	0.54%	0.54%	0.53%	0.53%	0.53%	0.53%	0.53%	0.53%	0.54%
广发证券	3.83%	3.84%	3.84%	3.83%	3.82%	3.87%	3.91%	3.96%	3.93%	3.92%	3.90%	3.91%	3.92%
兴业证券	1.77%	1.76%	1.76%	1.75%	1.70%	1.62%	1.58%	1.57%	1.62%	1.63%	1.63%	1.64%	1.63%
山西证券	0.57%	0.57%	0.56%	0.56%	0.50%	0.49%	0.49%	0.48%	0.46%	0.45%	0.44%	0.43%	0.42%
方正证券	1.41%	1.40%	1.39%	1.38%	1.21%	1.28%	1.30%	1.29%	1.28%	1.25%	1.21%	1.21%	1.21%
国海证券	0.61%	0.60%	0.60%	0.59%	0.54%	0.54%	0.55%	0.57%	0.56%	0.55%	0.55%	0.54%	0.54%
东吴证券	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%	0.71%	0.74%	0.74%	0.76%	0.77%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%
西部证券	0.48%	0.49%	0.51%	0.50%	0.48%	0.42%	0.43%	0.43%	0.42%	0.41%	0.40%	0.39%	0.38%

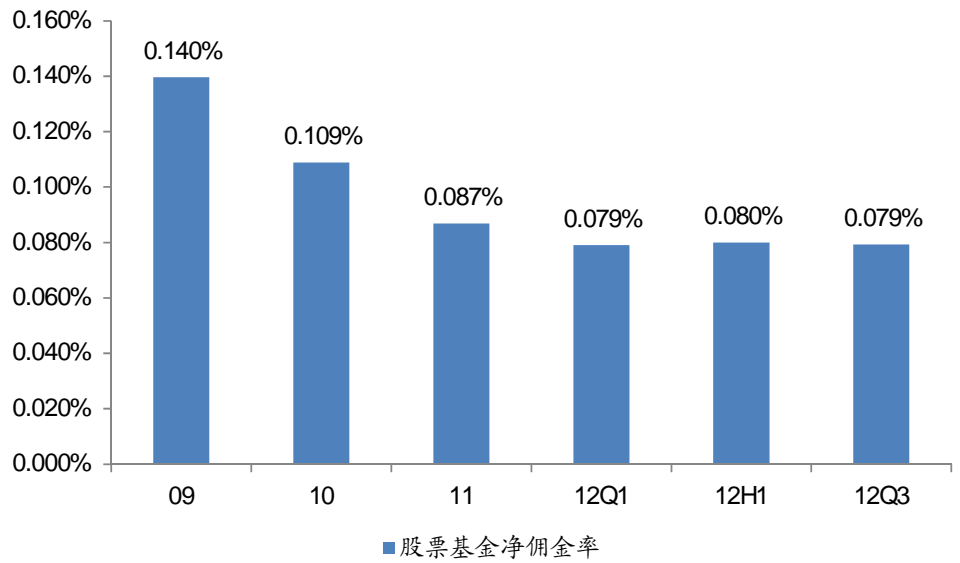
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表7: 海通证券 12Q3 股票基金代理交易市场份额同比也有所增长

按股票基金	2011年9月	2011年10月	2011年11月	2011年12月	2012年1月	2012年2月	2012年3月	2012年4月	2012年5月	2012年6月	2012年7月	2012年8月	2012年9月
中信证券合并	5.49%	5.50%	5.49%	5.50%	5.97%	5.69%	5.70%	5.72%	5.73%	5.73%	5.75%	5.74%	5.74%
中信证券母公司	2.78%	2.79%	2.79%	2.80%	3.53%	3.17%	3.14%	3.13%	3.12%	3.13%	3.15%	3.13%	3.13%
中信万通	0.74%	0.74%	0.74%	0.74%	0.67%	0.68%	0.67%	0.67%	0.67%	0.67%	0.67%	0.68%	0.68%
中信金通	1.97%	1.97%	1.97%	1.97%	1.77%	1.85%	1.89%	1.91%	1.93%	1.93%	1.93%	1.93%	1.94%
海通证券合并	4.12%	4.12%	4.12%	4.13%	4.51%	4.33%	4.33%	4.34%	4.36%	4.37%	4.38%	4.42%	4.45%
长江证券	1.74%	1.74%	1.75%	1.74%	1.72%	1.75%	1.74%	1.74%	1.76%	1.77%	1.77%	1.77%	1.77%
东北证券	0.72%	0.72%	0.72%	0.72%	0.68%	0.73%	0.73%	0.73%	0.73%	0.73%	0.73%	0.73%	0.72%
国元证券	1.08%	1.09%	1.09%	1.08%	1.06%	1.09%	1.10%	1.10%	1.09%	1.08%	1.08%	1.07%	1.07%
宏源证券	1.28%	1.29%	1.29%	1.29%	1.30%	1.34%	1.35%	1.35%	1.33%	1.32%	1.31%	1.31%	1.31%
太平洋证券	0.27%	0.27%	0.27%	0.27%	0.28%	0.27%	0.26%	0.26%	0.26%	0.26%	0.26%	0.26%	0.26%
国金证券	0.65%	0.66%	0.66%	0.66%	0.73%	0.71%	0.70%	0.70%	0.71%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%
光大证券	3.05%	3.04%	3.03%	3.03%	3.12%	3.03%	3.04%	3.04%	3.06%	3.04%	3.03%	3.04%	3.06%
招商证券	3.98%	3.98%	3.97%	3.97%	4.01%	3.99%	4.01%	4.00%	4.02%	4.03%	4.02%	4.01%	4.01%
华泰证券合并	5.50%	5.49%	5.48%	5.47%	5.27%	5.37%	5.36%	5.35%	5.35%	5.34%	5.35%	5.40%	5.44%
西南证券	0.78%	0.78%	0.79%	0.79%	0.76%	0.76%	0.75%	0.75%	0.76%	0.77%	0.78%	0.78%	0.78%
广发证券	4.13%	4.13%	4.12%	4.11%	4.02%	4.00%	4.04%	4.06%	4.08%	4.09%	4.07%	4.06%	4.05%
兴业证券	1.71%	1.71%	1.71%	1.71%	1.84%	1.73%	1.70%	1.69%	1.68%	1.68%	1.69%	1.68%	1.69%
山西证券	0.58%	0.58%	0.58%	0.58%	0.57%	0.57%	0.56%	0.56%	0.56%	0.56%	0.56%	0.55%	0.55%
方正证券	1.74%	1.75%	1.76%	1.75%	1.66%	1.76%	1.80%	1.81%	1.82%	1.83%	1.83%	1.84%	1.85%
国海证券	0.69%	0.69%	0.69%	0.69%	0.70%	0.72%	0.72%	0.72%	0.72%	0.72%	0.72%	0.71%	0.71%
东吴证券	0.93%	0.93%	0.93%	0.93%	0.84%	0.88%	0.89%	0.89%	0.90%	0.90%	0.91%	0.91%	0.91%
西部证券	0.58%	0.58%	0.58%	0.58%	0.55%	0.56%	0.57%	0.57%	0.57%	0.56%	0.56%	0.56%	0.56%

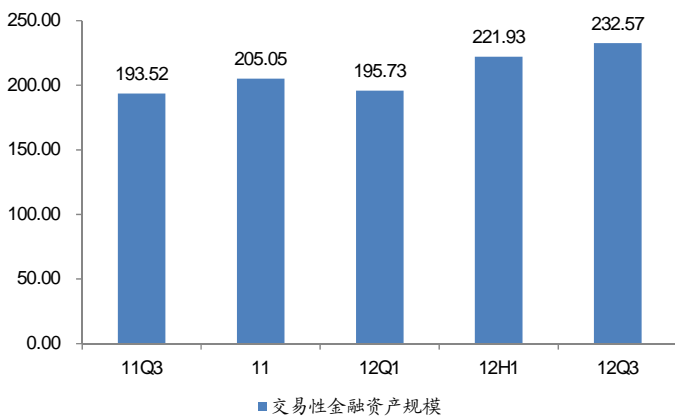
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表8: 海通证券净佣金率变化趋势

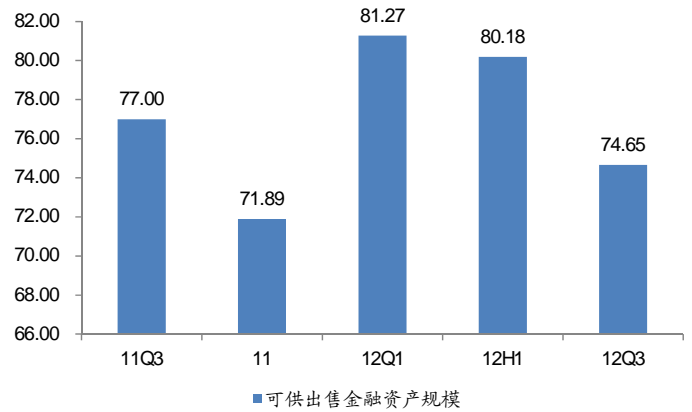


来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表9: 公司交易性金融资产规模的变化趋势 (亿元)



图表10: 公司可供出售金融资产规模的变化趋势 (亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表11: 海通证券12年前3季度权益类(IPO、增发和配股)承销市场份额略有下滑

权益类承销市场份额	2011年9月	2011年10月	2011年11月	2011年12月	2012年1月	2012年2月	2012年3月	2012年4月	2012年5月	2012年6月	2012年7月	2012年8月	2012年9月
中信证券合并	6.17%	5.88%	6.16%	5.68%	3.76%	8.91%	5.41%	8.77%	10.23%	9.04%	11.88%	9.89%	9.88%
中信证券母公司	6.17%	5.88%	6.16%	5.68%	3.76%	8.91%	5.41%	8.77%	10.23%	9.04%	11.88%	9.89%	9.88%
中信万通	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
中信金通	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
海通证券	2.48%	2.53%	2.38%	2.20%	0.00%	0.00%	0.76%	0.63%	0.72%	0.85%	0.89%	1.79%	2.15%
长江证券	0.21%	0.25%	0.23%	0.21%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
东北证券	0.00%	0.15%	0.13%	0.12%	0.00%	0.66%	0.30%	0.25%	0.21%	1.38%	1.10%	0.90%	0.86%
国元证券	0.76%	0.94%	0.87%	0.79%	0.00%	0.00%	0.21%	0.71%	0.59%	0.48%	0.53%	0.44%	0.41%
宏源证券	0.62%	0.59%	0.54%	0.49%	9.68%	4.06%	1.86%	1.82%	1.64%	1.33%	1.06%	3.05%	2.91%
太平洋证券	0.50%	0.48%	0.44%	0.40%	0.00%	0.00%	0.00%	0.33%	0.27%	0.50%	0.69%	0.56%	0.53%
国金证券	1.05%	1.00%	0.92%	0.83%	0.00%	0.00%	0.71%	0.59%	0.49%	2.78%	2.47%	2.15%	2.25%
西南证券	1.00%	1.09%	1.00%	1.19%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.62%	1.23%	0.98%	1.87%	1.78%
光大证券	1.77%	1.68%	1.68%	1.64%	0.00%	4.92%	2.26%	2.32%	1.92%	1.56%	1.24%	1.01%	0.97%
招商证券	4.00%	3.94%	3.68%	3.39%	17.20%	6.29%	5.87%	6.39%	5.27%	4.30%	3.66%	3.06%	3.03%
华泰证券合并	1.16%	1.24%	1.26%	1.19%	12.24%	5.29%	2.78%	3.21%	3.09%	2.52%	2.20%	1.89%	1.91%
广发证券	3.09%	2.94%	2.70%	2.75%	0.00%	5.42%	4.53%	5.59%	6.54%	5.55%	4.67%	3.99%	4.67%
兴业证券	0.77%	0.74%	0.73%	0.71%	0.00%	0.43%	0.20%	0.16%	0.14%	0.11%	0.37%	0.30%	0.28%
山西证券(中德证券)	1.23%	1.17%	1.13%	1.07%	0.00%	0.00%	0.71%	0.59%	0.49%	1.11%	1.10%	1.22%	1.16%
方正证券(瑞信方正)	0.24%	0.23%	0.21%	0.19%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
国海证券	0.27%	0.26%	0.33%	0.30%	0.00%	0.00%	1.73%	1.44%	1.19%	0.97%	0.77%	0.63%	0.60%
东吴证券	0.71%	0.68%	0.63%	0.57%	0.00%	0.69%	0.32%	0.26%	0.22%	0.18%	0.24%	0.20%	0.19%
西部证券	0.24%	0.23%	0.21%	0.19%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.15%	0.12%	0.11%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表12: 海通证券12年前3季度核心债券类(企业债、公司债和可转债)承销业务市场份额同比显著提升

核心债券类承销市场份额	2011年9月	2011年10月	2011年11月	2011年12月	2012年1月	2012年2月	2012年3月	2012年4月	2012年5月	2012年6月	2012年7月	2012年8月	2012年9月
中信证券合并	5.37%	5.13%	5.00%	5.39%	10.93%	7.09%	5.57%	5.55%	5.53%	6.24%	5.34%	4.70%	4.80%
中信证券母公司	5.37%	5.13%	5.00%	5.39%	10.93%	7.09%	5.57%	5.55%	5.53%	6.24%	5.34%	4.70%	4.80%
中信万通	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
中信金通	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
海通证券	1.41%	1.34%	1.19%	1.11%	13.44%	8.11%	5.73%	4.81%	4.81%	3.80%	3.36%	3.49%	3.20%
长江证券	0.82%	0.79%	0.70%	0.77%	4.92%	2.00%	1.20%	1.24%	1.34%	1.24%	1.26%	1.08%	0.99%
东北证券	0.00%	0.00%	0.11%	0.09%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.18%	0.15%	0.13%	0.26%
国元证券	0.10%	0.09%	0.08%	0.07%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
宏源证券	5.07%	4.84%	4.27%	3.94%	10.93%	10.20%	8.06%	6.14%	5.70%	4.89%	4.41%	3.82%	3.94%
太平洋证券	2.17%	2.07%	1.83%	1.89%	0.00%	0.00%	1.40%	0.92%	0.83%	0.86%	0.89%	0.76%	0.70%
国金证券	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	3.33%	1.20%	0.80%	0.71%	0.74%	0.80%	0.87%	0.80%
西南证券	2.56%	2.45%	2.27%	2.50%	0.00%	0.00%	1.64%	1.22%	1.09%	0.86%	0.71%	0.75%	0.97%
光大证券	1.10%	1.05%	1.53%	1.88%	0.00%	0.00%	0.63%	0.80%	0.71%	0.56%	0.61%	0.52%	0.48%
招商证券	3.56%	3.40%	3.00%	2.52%	0.00%	0.00%	0.00%	0.96%	0.86%	1.58%	1.97%	2.28%	2.24%
华泰证券合并	0.17%	0.16%	0.59%	0.49%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.05%	0.26%	0.29%	0.36%	0.48%
广发证券	5.07%	4.84%	6.19%	6.09%	0.00%	1.06%	6.23%	5.65%	5.43%	4.57%	4.07%	3.56%	3.44%
兴业证券	1.20%	1.66%	1.47%	1.23%	0.00%	0.00%	0.87%	1.05%	1.00%	1.13%	0.97%	1.17%	1.19%
山西证券(中德证券)	0.25%	0.24%	0.21%	0.18%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.68%	0.56%	0.53%	0.48%
方正证券(瑞信方正)	1.55%	1.48%	1.30%	1.45%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.22%	0.19%	0.17%
国海证券	1.08%	1.03%	0.91%	1.00%	0.00%	1.33%	1.30%	1.18%	1.05%	0.83%	0.84%	0.98%	1.05%
东吴证券	0.17%	0.16%	0.29%	0.60%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.21%	0.17%	0.14%	0.12%	0.11%
西部证券	1.19%	1.13%	1.00%	0.84%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

盈利预测及投资建议

- 维持对公司的“买入”评级。日均交易额在 1400/1600（2012/2013）亿元假设下，略微下调公司 12 和 13 年的 EPS 分别至 0.31 元和 0.36 元，目前股价对应 12 年的 PE 和 PB 分别为 28.36 倍和 1.44 倍。公司经纪、承销等业务的下滑主要受累于行业总体环境，公司主要市场份额仍保持较快增长，创新业务行业领先、优势突出，综合较为安全的估值水平，维持对公司“买入”的投资评级。

图表13: 海通证券12年盈利预测的敏感性分析

		股票基金日均交易额							
EPS		1,100	1,200	1,300	1,400	1,600	1,800	2,000	
市 场 份 额	3.73%	0.29	0.30	0.30	0.30	0.31	0.32	0.32	
	3.93%	0.30	0.30	0.30	0.31	0.31	0.32	0.33	
	4.13%	0.30	0.30	0.30	0.31	0.32	0.32	0.33	
	4.33%	0.30	0.30	0.31	0.31	0.32	0.32	0.33	
	4.53%	0.30	0.31	0.31	0.31	0.32	0.33	0.34	
		平均投资收益率							
EPS		-7%	-4%	-1%	2%	5%	8%	11%	14%
投 资 成 本 / 净 资 产	42.24%	0.19	0.22	0.25	0.27	0.30	0.33	0.35	0.38
	45.24%	0.19	0.22	0.25	0.27	0.30	0.33	0.36	0.39
	48.24%	0.19	0.22	0.25	0.28	0.31	0.34	0.37	0.40
	51.24%	0.18	0.21	0.24	0.28	0.31	0.34	0.37	0.40
	54.24%	0.18	0.21	0.24	0.28	0.31	0.34	0.38	0.41
	57.24%	0.17	0.21	0.24	0.28	0.31	0.35	0.39	0.42
60.24%	0.17	0.20	0.24	0.28	0.32	0.35	0.39	0.43	
63.24%	0.16	0.20	0.24	0.28	0.32	0.36	0.40	0.44	
		股票基金日均交易额							
EPS		1,100	1,200	1,300	1,400	1,600	1,800	2,000	
营 业 费 率	57.00%	0.26	0.26	0.26	0.27	0.27	0.28	0.28	
	54.00%	0.28	0.28	0.28	0.29	0.29	0.30	0.31	
	51.00%	0.30	0.30	0.30	0.31	0.32	0.32	0.33	
	48.00%	0.32	0.32	0.33	0.33	0.34	0.34	0.35	
	45.00%	0.34	0.34	0.35	0.35	0.36	0.37	0.37	

来源：国金证券研究所

图表14: 海通证券盈利预测 (单位: 百万元)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
营业收入	11,264.85	7,006.52	9,939.72	9,767.69	9,292.73	8,923.88	9,713.02
手续费净收入	5,830.30	4,022.53	6,274.18	4,863.82	3,041.43	2,426.15	2,618.05
手续费收入	6,601.35	4,564.45	7,264.37	5,938.69	3,933.96	3,234.87	3,490.73
手续费支出	771.05	541.92	990.19	1,074.87	892.52	808.72	872.68
承销收入	368.63	168.36	381.55	919.74	839.07	688.00	847.00
受托管理收入	700.81	535.65	743.56	713.52	985.02	894.37	927.08
净利息收入	490.01	1,002.65	1,124.00	1,365.52	2,093.38	1,959.61	2,083.91
利息收入	852.43	1,370.62	1,369.08	1,647.01	2,553.17	2,180.03	2,326.37
利息支出	362.42	367.97	245.08	281.49	459.80	220.42	242.46
投资收益	2,501.23	1,861.06	1,312.91	1,056.44	2,053.71	2,053.41	2,292.68
公允价值变动	1,080.82	-819.85	-274.18	103.59	-473.87	177.87	219.31
其他业务收入	293.05	236.12	377.70	745.07	753.99	724.46	725.00
营业支出	3,940.53	3,342.46	4,209.72	4,934.76	5,125.06	4,928.95	5,076.33
业务及管理费	3,267.60	2,952.60	3,725.20	4,511.73	4,228.44	4,551.18	4,662.25
营业税金及附加	416.41	334.59	474.90	422.39	379.14	356.96	388.52
资产减值损失	253.03	51.70	3.10	-3.77	507.64	10.00	11.50
其他业务支出	3.49	3.56	6.52	4.41	9.83	10.82	14.06
上缴投资者保护基金							
营业利润	7,324.32	3,664.06	5,730.00	4,832.93	4,167.68	3,994.93	4,636.69
营业外收入	523.38	55.73	199.87	159.17	136.52	143.34	150.51
营业外支出	53.62	21.93	-51.97	2.41	4.03	4.43	5.32
利润总额	7,794.08	3,697.86	5,981.84	4,989.69	4,300.16	4,133.84	4,781.88
所得税	2,233.96	312.84	1,320.09	1,121.53	1,018.17	992.12	1,147.65
所得税率	28.66%	8.46%	22.07%	22.48%	23.68%	24.00%	24.00%
净利润	5,560.12	3,385.02	4,661.75	3,868.16	3,282.00	3,141.72	3,634.23
少数股东损益	103.40	83.37	113.52	181.89	178.96	187.91	197.31
归属母公司所有者的净利润	5,456.72	3,301.65	4,548.23	3,686.26	3,103.03	2,953.81	3,436.92
Per share data							
股本, 期末(mn)	4,113.97	8,227.82	8,227.82	8,227.82	8,227.82	9,584.72	9,584.72
EPS(basic)	1.33	0.40	0.55	0.45	0.38	0.31	0.36
EPS(Diluted)	1.33	0.40	0.55	0.45	0.38	0.31	0.36
BVPS	8.90	4.66	5.28	5.40	5.47	6.06	6.29
BVPS(Diluted)	8.90	4.66	5.28	5.40	5.47	6.06	6.29

来源: 国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	11	19
增持	0	0	9	15	20
中性	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	2.10	1.76	1.65

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-10-28	增持	9.04	N/A
2 2012-03-16	增持	9.36	N/A
3 2012-08-27	买入	8.07	N/A

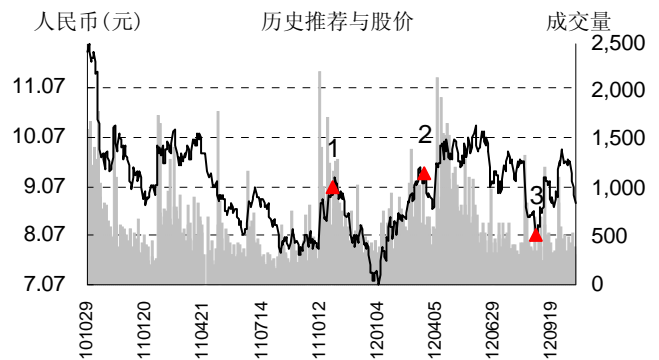
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B