



股票代码	600837.CH	6837.HK
评级	<b>持有</b>	<b>买入</b>
收盘价	人民币 10.03	港币 12.90
目标价	人民币 10.50	港币 14.70
上/下浮比例	5%	14%
目标价格基础	25倍2013年市盈率	27倍2013年市盈率
板块评级	中立	中立

# 海通证券

## 风格稳健的大型券商

在中国证券行业产品创新和放松监管的大背景下，海通证券作为一家大型券商，面临着巨大的发展机遇。我们认为，海通证券是券商行业中相对适合中长期投资的标的，其H股估值相比中信证券H股折价过高，给予海通A股持有评级和H股买入评级，目标价格分别为10.50元和14.70港币。

### 支撑评级的要点

- 充裕的资金和雄厚的资本实力。海通证券资产规模在上市券商中仅次于中信证券，其中自有货币资金在所有上市券商中排名第一。完成H股上市融资后，海通证券净资本在上市券商中排名第二。
- 相对均衡的业务结构。海通证券经纪、投行、资管、投资和其他各项业务发展较为均衡，经纪业务手续费对收入贡献在各家券商中处于较低水平，相应受市场成交量波动的影响也相对较小。
- 稳步推进的创新业务。海通证券作为试点券商，参与了各项创新业务的先期准备。目前，在融资融券、约定购回式证券交易、保证金管理、新三板和场外市场等方面处于领先水平。
- 我们认为，尽管长期来看中信证券应比海通证券享有一定的溢价，但短期来看，中信证券的中短期业绩无法支持其对海通过高的估值溢价，且对里昂证券的大额收购存在不确定性，因此海通证券是目前更好的H股券商投资标的。

### 评级面临的主要风险

- 海通证券对市场反弹的敏感性相对弱于中小型券商，流通市值也相对较高，因此其短期弹性可能弱于中小型券商。
- A股市场持续低迷。

### 估值

- 海通证券A股股价相当于31.74倍2012年预测市盈率或1.64倍2012年预测市净率；H股股价相当于32.87倍2012年预测市盈率或1.70倍2012年预测市净率。我们预计2013年1季度A股市场仍能良好表现，同时监管政策的进一步放松也将为券商股表现提供催化因素。我们给予海通A股持有评级，目标价格10.50元人民币，给予H股买入评级，目标价格14.70港币。

### 投资摘要—A股

年结日: 12月31日	2010	2011	2012 E	2013 E	2014 E
营业收入(人民币 百万)	9,768	9,293	8,631	10,938	13,801
变动(%)	(1.7)	(4.9)	(7.1)	26.7	26.2
净利润(人民币 百万)	3,686	3,103	2,814	4,190	5,563
变动(%)	(19.0)	(15.8)	(9.3)	48.9	32.8
完全摊薄每股收益(人民币)	0.45	0.38	0.32	0.44	0.58
变动(%)	(19.0)	(15.8)	(16.2)	38.3	32.8
全面摊薄市盈率(倍)	22.39	26.59	31.74	22.94	17.28
每股净资产值(人民币)	5.40	5.47	6.12	6.49	6.97
市净率(倍)	1.86	1.83	1.64	1.54	1.44
净资产收益率(%)	8.39	6.93	5.43	6.93	8.62
每股股息(人民币)	0.15	0.15	0.11	0.15	0.20
股息收益率(%)	1.50	1.50	1.10	1.53	2.03

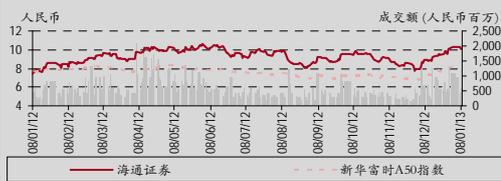
资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 投资摘要—H股

年结日: 12月31日	2010	2011	2012 E	2013 E	2014 E
营业收入(人民币 百万)	9,768	9,293	8,631	10,938	13,801
变动(%)	(1.7)	(4.9)	(7.1)	26.7	26.2
净利润(人民币 百万)	3,686	3,103	2,814	4,190	5,563
变动(%)	(19.0)	(15.8)	(9.3)	48.9	32.8
完全摊薄每股收益(人民币)	0.45	0.38	0.32	0.44	0.58
变动(%)	(19.0)	(15.8)	(16.2)	38.3	32.8
全面摊薄市盈率(倍)	23.18	27.53	32.87	23.76	17.89
每股净资产值(人民币)	5.40	5.47	6.12	6.49	6.97
市净率(倍)	1.92	1.90	1.70	1.60	1.49
净资产收益率(%)	8.39	6.93	5.43	6.93	8.62
每股股息(人民币)	0.15	0.15	0.11	0.15	0.20
股息收益率(%)	1.44	1.44	1.06	1.47	1.96

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

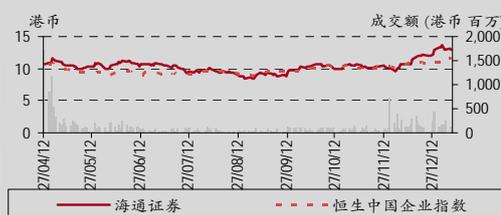
### 股价表现—A股



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	-	13	6	37
相对新华富时A50指数	-	(1)	(10)	25

发行股数(百万)	81,081
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	81,081
3个月日均交易额(人民币 百万)	569
主要股东(%)	
光明食品	4.8

### 股价表现—H股



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	-	21	26	-
相对恒生中国企业指数	-	14	7	-

发行股数(百万)	1,493
流通股(%)	100
流通股市值(港币 百万)	19,260
3个月日均交易额(港币 百万)	120

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2012年1月8日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

金融: 证券

尹劲桦

(8621) 2032 8590

jinhua.yin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120024

袁琳, CFA

(8610) 6622 9070

lin.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120005

## 目录

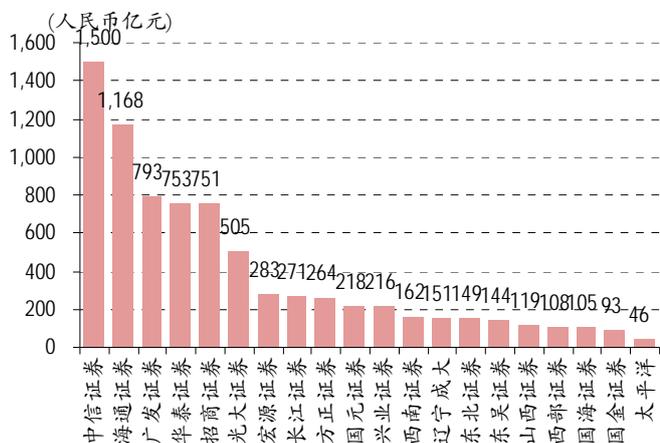
长期发展前景广阔，但短期弹性不如中小券商.....	3
H股：中信，还是海通？ .....	6
经纪业务：市场份额稳定，佣金压力相对较小.....	7
投行业务：股票承销面临转型，债券承销进步明显 .....	9
资管业务：发展策略相对稳健.....	12
创新业务：资本和资金优势推动业务发展.....	13
估值和评级.....	16
研究报告中所提及的有关上市公司.....	18

## 长期发展前景广阔，但短期弹性不如中小券商

在中国证券行业产品创新和放松监管的大背景下，海通证券作为一家大型券商，面临着巨大的发展机遇。我们认为，海通证券是券商行业中相对适合中长期投资的标的，其投资亮点在于：

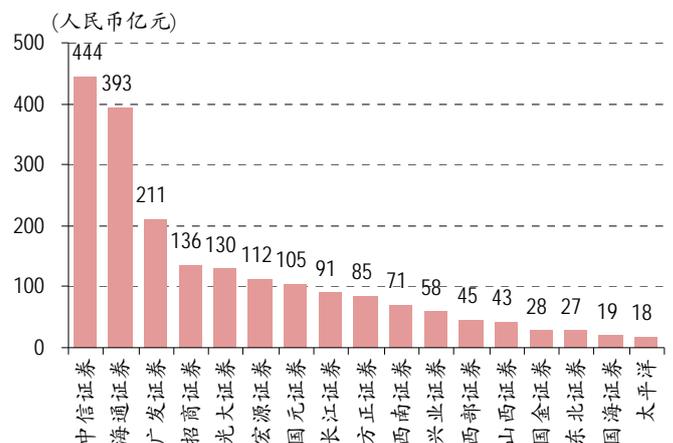
- 1) 充裕的资金和雄厚的资本实力。截至 2012 年 3 季度末，海通证券资产总额达 1,168 亿元，在上市券商中仅次于中信证券，其中自有货币资金达 315.67 亿元，在所有上市券商中排名第一。海通证券货币资金中，相当一部分来自于 H 股上市融资募集的 143.83 亿元港币资金，随着其中 65% 的资金逐渐结汇入境用于业务发展，其资产收益率也将相应提升。完成 H 股上市融资后，海通证券 2012 年中期净资本达 393 亿元，在上市券商中排名第二，雄厚资本为海通证券的产品创新和业务拓展提供了良好基础。
- 2) 相对均衡的业务结构。海通证券经纪、投行、资管、投资和其他各项业务发展较为均衡，从 2012 年前三季度数据来看，经纪业务手续费对海通证券收入贡献约 26%，在各家券商中处于较低水平，相应受市场成交量波动的影响也相对较小。
- 3) 稳步推进的创新业务。创新业务的开展，需要强大的渠道和客户基础、雄厚的资金实力、先进的 IT 系统和稳健的风控体系作为支持，大型券商无疑更具优势。海通证券作为试点券商，参与了各项创新业务的先期准备。目前，在融资融券、约定购回式证券交易、保证金管理、新三板和场外市场等方面处于领先水平。

图表 1. 上市券商 2012 年 3 季度末总资产排名

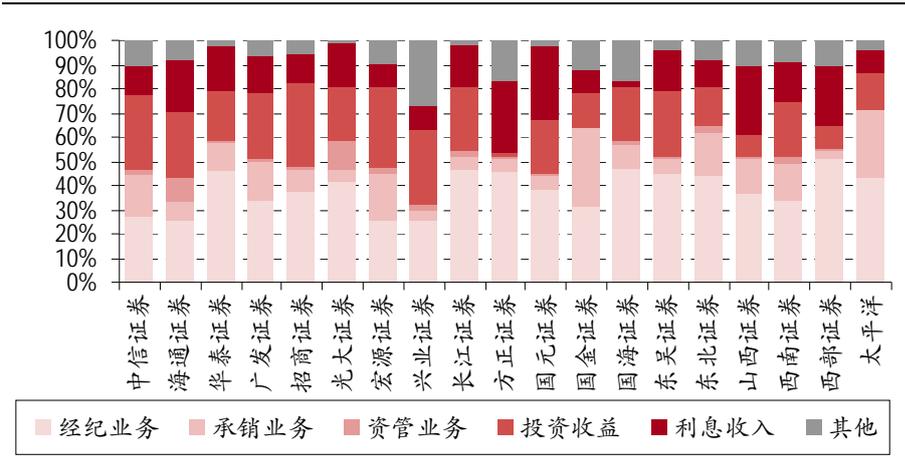


资料来源：公司数据、万得资讯、中银国际研究

图表 2. 上市券商 2012 年中期净资本排名



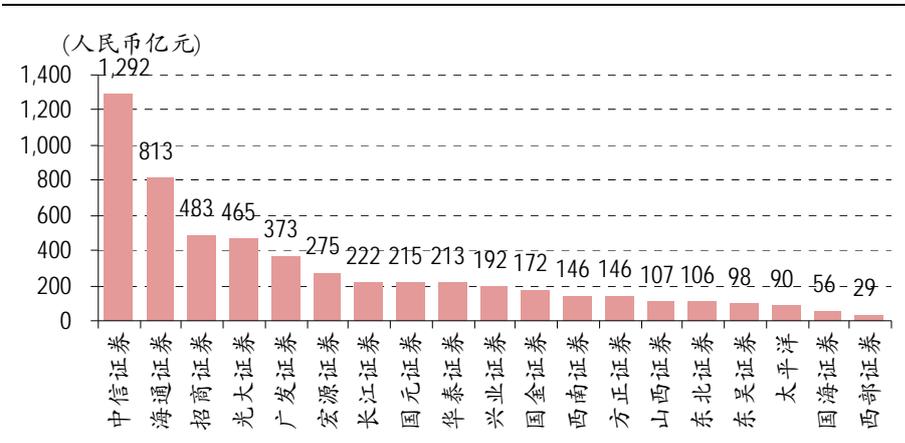
资料来源：公司数据、万得资讯、中银国际研究

**图表 3. 上市券商 2012 年前三季度收入分布**


资料来源：中银国际研究

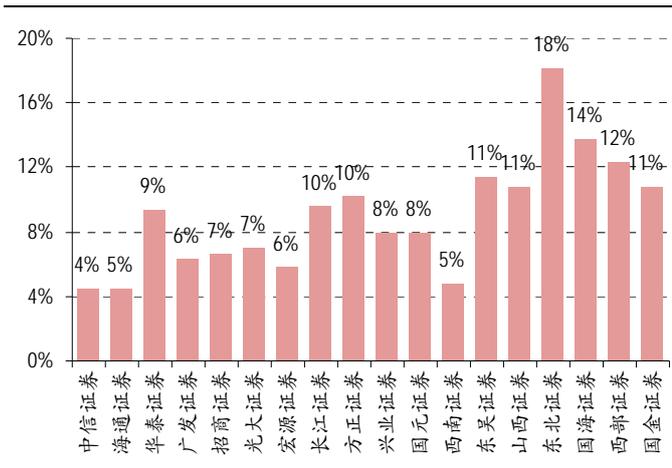
另一方面，从短期投资角度来看，海通证券作为大型综合性券商，在股市反弹时弹性弱于中小券商。

- 1) 业绩对市场反弹的敏感性相对较弱。我们估算,如果市场成交量反弹10%,海通证券净利润约增加5%左右;如果其股票自营收益率由于股市上涨提高10个百分点,其净利润约增加19%左右。
- 2) 流通市值相对较高。海通证券目前流通市值约813亿元,在上市券商中仅次于中信证券,而A股投资者在反弹时偏好流通盘较小的股票。

**图表 4. 上市券商 A 股流通市值排名**


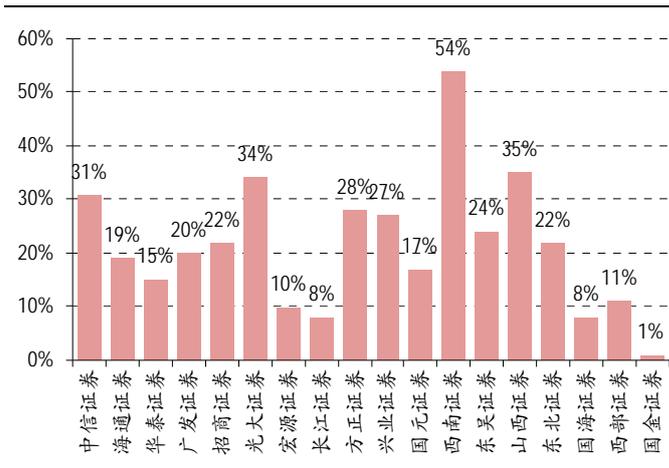
资料来源：万得资讯、中银国际研究；截至2012年1月4日

图表 5. 市场成交量反弹 10%，各券商净利润敏感性



资料来源：公司数据、万得资讯、中银国际研究

图表 6. 股票自营收益率提高 10%，各券商净利润敏感性



资料来源：公司数据、万得资讯、中银国际研究

## H 股：中信，还是海通？

目前，国内券商中仅有中信证券和海通证券在 H 股上市。我们认为，长期来看，中信证券凭借龙头地位和机制优势，具有更大的发展潜力，理应比海通证券享有一定的溢价；但从短期来看，目前海通证券是更好的投资标的。

- 1) 中信证券的中短期业绩无法支持其对海通过高的估值溢价。目前，中信证券 H 股估值相当于 45.28 倍 2012 年市盈率或 1.96 倍 2012 年市净率，海通证券 H 股估值相当于 32.87 倍 2012 年市盈率或 1.70 倍 2012 年市净率，中信 H 股市盈率和市净率相比海通 H 股分别有 38% 和 15% 的溢价。另一方面，我们预测中信证券 2012 年和 2013 年的净资产收益率分别为 4.3% 和 6.1%，海通证券 2012 年和 2013 年的净资产收益率 5.4% 和 6.9%，中信证券的盈利能力在短期内并无明显优势。
- 2) 中信证券为收购里昂证券 100% 的股权，将合计支付约 12.52 亿美元，而里昂证券近几年平均年净利润仅在 7,000 万美元左右，如果收购不能产生良好的协同效应，这笔投资的回报率偏低。而一旦整合不力导致里昂证券出现动荡，将导致收购投资出现损失。与之相比，海通证券尽管也有海外收购计划，但在实施上相对谨慎，短期内并无明确的大额海外收购标的。

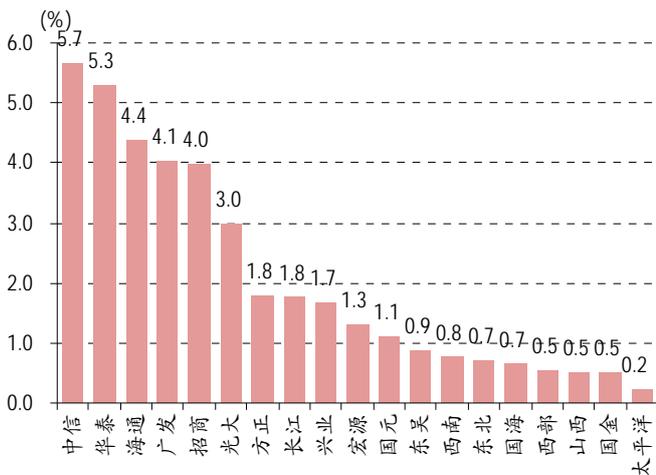
## 经纪业务：市场份额稳定，佣金压力相对较小

经纪业务是海通证券的传统优势，截至 2011 年末，海通证券共有营业部 193 家，在上市券商中位居第三，仅次于华泰证券和广发证券。近年来，面对激烈的市场竞争，海通证券经纪业务的市场份额基本保持稳定。2012 年上半年，海通证券股票基金交易量市场份额为 4.37%，在上市券商中仅次于中信证券和华泰证券。

近年来，券商佣金价格战竞争激烈，海通证券佣金率水平也持续下滑，以“代理买卖证券业务净收入/股权交易量”来估算佣金率，这一指标已经由 2008 年高点的万分之 13.5 下滑至 2012 年上半年的万分之 7.9。展望未来，非现场开户即将推出，我们预计这将使行业的整体佣金率水平进一步下降，但海通证券面临的压力相对较小：

- 1) 海通证券 55%的营业部处于东部沿海地区，由于东部地区的竞争已经较为充分，未来佣金率进一步下滑的空间较小。海通目前万分之 7.9 的佣金率水平，在上市券商中也已处于较低水平。
- 2) 非现场开户推出后，受到冲击的主要是实力较弱的区域性小型券商，大型券商凭借其丰富的产品和较强的研究服务，可能获得更多的市场份额。

图表 7. 上市券商经纪业务市场份额 (12 年上半年)



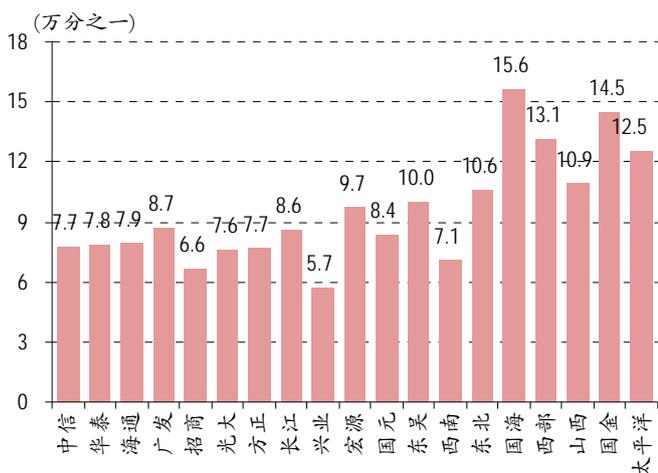
资料来源：公司数据、万得资讯、中银国际研究

图表 8. 海通证券经纪业务市场份额变化



资料来源：公司数据、万得资讯、中银国际研究

图表 9. 上市券商佣金率水平比较 (12年上半年)



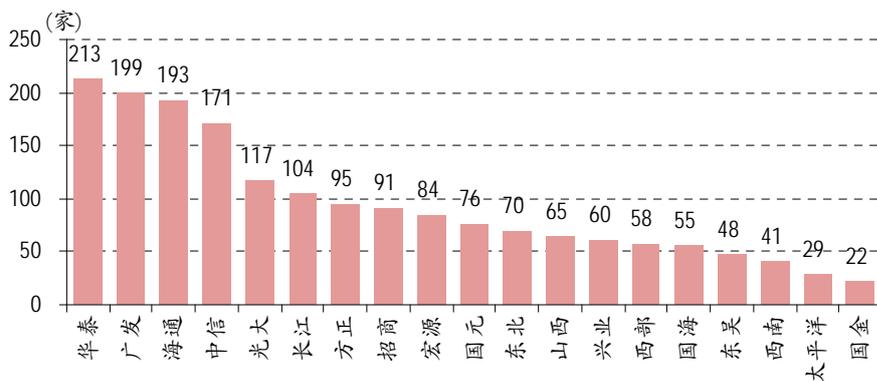
资料来源: 公司数据、万得资讯、中银国际研究

图表 10. 海通证券佣金率水平变化



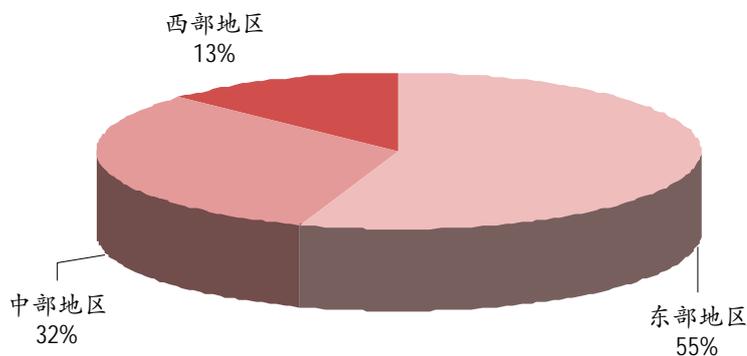
资料来源: 公司数据、万得资讯、中银国际研究

图表 11. 上市券商营业部数量比较



资料来源: 中银国际研究

图表 12. 海通证券营业部地区分布



资料来源: 中银国际研究

## 投行业务：股票承销面临转型，债券承销进步明显

海通证券作为一家总部在上海的大型券商，传统上在上海地区大型项目的承销上具备优势。近年来，大型企业上市项目逐渐减少，审批上也较容易受到市场走势的影响，A股市场股权融资重心逐渐向中小板和创业板转移。受此影响，海通证券近年来股票承销业务不尽入人意，其2011年和2012年股票和股票相关承销金额排名分别为第11位和第13位。2012年以来，由于市场走势低迷，A股市场IPO融资金额大幅下滑，海通证券2012年股权融资金额仅为79亿元，同比下滑约51.7%。

图表 13. 2012 年度股票承销排名

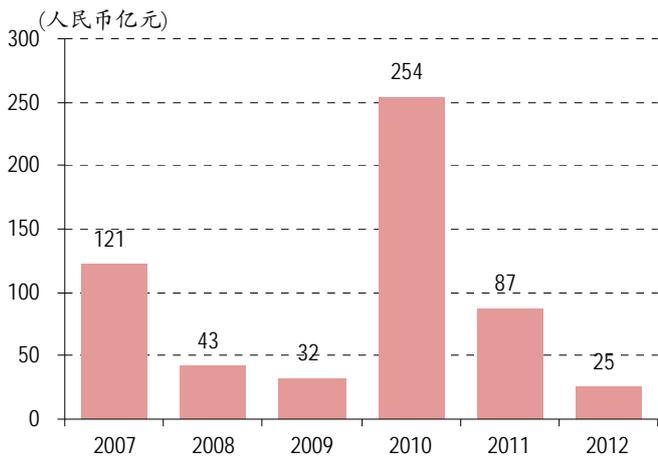
排名	机构名称	首发	增发	配股	可转债	股票和股票相关承销合计
1	中信证券	170	211	6	3	391
2	国信证券	168	39	0	60	267
3	国泰君安	35	163	19	0	217
4	中金	14	62	35	81	191
5	中信建投	36	129	6	12	183
6	广发证券	68	111	0	0	178
7	瑞银证券	0	105	35	0	140
8	招商证券	41	70	0	0	111
9	宏源证券	16	90	0	0	106
10	西南证券	0	103	0	0	103
11	平安证券	62	31	0	0	93
12	国金证券	32	51	4	0	87
13	海通证券	25	53	0	0	79
14	中原证券	0	56	22	0	78
15	华泰联合	51	20	0	0	71

资料来源：公司数据，中银国际研究

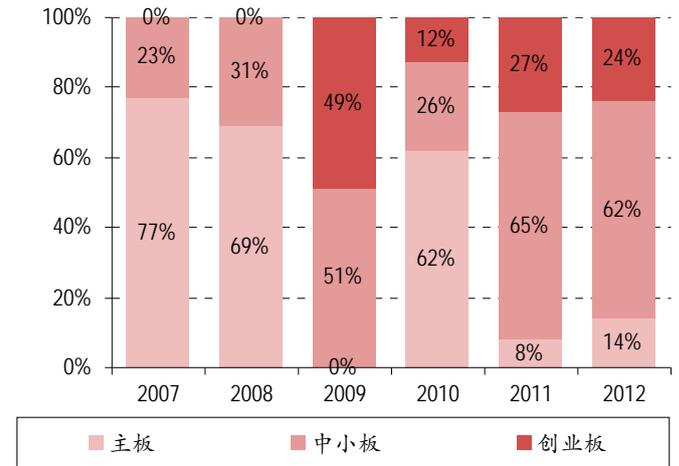
图表 14. 2011 年度股票承销排名

排名	机构名称	首发	增发	配股	可转债	股票和股票相关承销合计
1	国信证券	260	212	5	0	477
2	中信证券	178	146	88	38	450
3	平安证券	298	60	0	0	358
4	中金	63	107	109	75	355
5	国泰君安	76	191	0	58	324
6	中信建投	112	157	0	20	289
7	招商证券	108	114	24	26	271
8	安信证券	118	130	0	0	248
9	广发证券	90	35	91	0	217
10	瑞银证券	96	25	0	95	215
11	海通证券	87	76	0	0	163
12	中德证券	59	72	0	0	131
13	银河证券	47	74	0	0	121
14	光大证券	79	17	24	0	121
15	民生证券	64	49	6	0	119

资料来源：公司数据，中银国际研究

**图表 15. 海通证券 IPO 承销金额**


资料来源：公司数据、万得资讯、中银国际研究

**图表 16. 海通证券 IPO 承销项目分布**


资料来源：公司数据、万得资讯、中银国际研究

相比股票承销业务的下滑，海通证券今年债券承销业务进展明显。受益于今年国内债券市场的井喷，海通证券2012年各项信用债券承销总额达740亿元，同比大幅增长235.3%。债券承销的大幅增长一定程度上弥补了股票承销下滑的影响，但由于费率相对较低，海通证券前三季度的承销业务收入同比仍下滑22.6%。

**图表 17. 2012 年度债券承销排名**

排名	机构名称	短期融资券	中期票据	公司债	企业债	金融债	可转债	政府支持机构债	资产支持证券	债券承销合计
1	中信证券	165	367	207	186	935	3	187	75	2,125
2	中金	38	147	225	155	892	81	45	0	1,581
3	国开证券	0	0	27	607	0	0	175	51	860
4	国泰君安	30	0	189	371	13	0	175	61	838
5	中信建投	0	0	180	310	147	12	153	0	802
6	海通证券	0	0	91	191	448	0	0	10	740
7	中银国际	0	0	182	200	203	0	33	15	634
8	银河证券	0	0	84	486	0	0	45	0	615
9	瑞银证券	0	0	175	56	346	0	30	0	607
10	国信证券	0	0	75	424	0	60	0	0	559
11	宏源证券	0	0	14	406	0	0	30	0	450
12	平安证券	0	0	83	263	0	0	33	0	380
13	招商证券	0	0	170	53	0	0	63	0	287
14	广发证券	0	0	119	157	0	0	0	0	276
15	申银万国	0	0	25	77	0	0	172	0	273

资料来源：公司数据，中银国际研究

**图表 18. 2011 年度债券承销排名**

排名	机构名称	短期融 资券	中期票 据	公司债	企业债	金融债	可转债	政府支持 机构债	资产支 持证券	债券承 销合计
1	中信证券	135	190	105	82	939	38	83	0	1,573
2	中金	83	280	85	0	768	75	33	0	1,324
3	中银国际	0	0	72	74	490	0	50	0	686
4	国泰君安	0	0	165	101	181	58	83	0	588
5	中信建投	0	0	36	169	206	20	33	0	464
6	瑞银证券	0	0	98	42	117	95	50	0	401
7	银河证券	0	0	85	217	6	0	50	0	357
8	高盛高华	0	0	0	25	271	38	0	0	335
9	平安证券	0	0	158	82	0	0	33	0	273
10	广发证券	0	0	156	99	0	0	0	0	255
11	海通证券	0	0	0	46	175	0	0	0	221
12	宏源证券	0	0	15	150	0	0	50	0	215
13	中德证券	0	0	0	8	171	0	33	0	212
14	招商证券	0	0	38	42	0	26	83	0	189
15	华林证券	0	0	0	169	0	0	0	0	169

资料来源：公司数据，中银国际研究

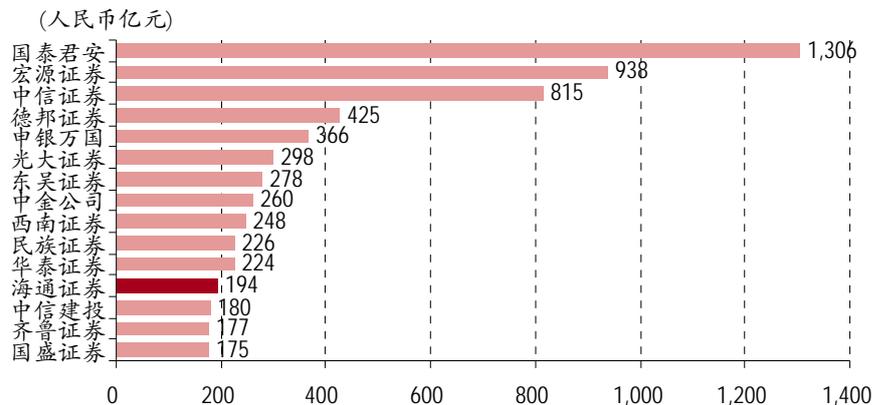
展望 2013 年，我们预计海通证券投行业务有望恢复。股票承销方面，海通证券目前过会待发的项目有 6 个，2012 年 12 月以来 A 股市场强劲反弹，市场氛围转暖，预计证监会将会适时恢复 A 股市场 IPO 发行；债券承销方面，海通证券近期获得了银行间市场短期融资券和中期票据的承销资质，明年债券承销有望继续保持较高水平。

## 资管业务：发展策略相对稳健

海通证券在资管业务采取了较为稳健的发展策略，目前资管仍以传统的集合和定向资管业务为主，并未积极发展通道类业务扩充规模。截至 2012 年 3 季度末，海通证券客户资产管理部管理规模约 194 亿元，相比年初增长约 57 亿元。其中，集合资产管理规模约 50 亿元，企业年金等定向资产管理规模约 140 亿元。

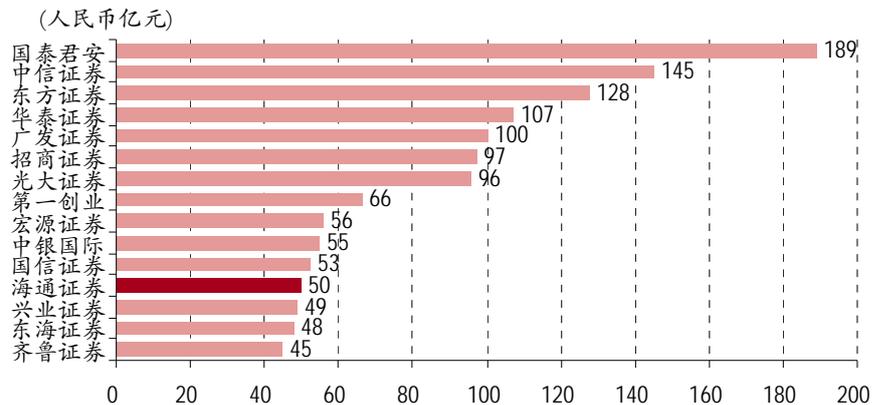
除本部的资产管理业务之外，海通证券还持有海富通基金 51% 的股权。

图表 19. 券商受托管理本金余额排名



资料来源：中银国际研究

图表 20. 券商集合资产管理净值排名



资料来源：中银国际研究

## 创新业务：资本和资金优势推动业务发展

### 融资融券

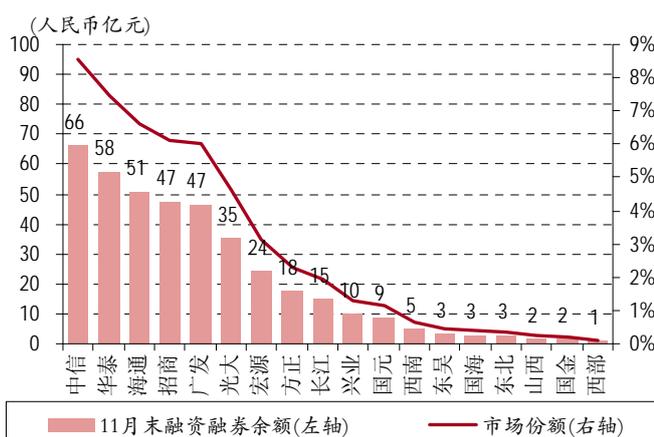
融资融券业务自 2010 年 3 月正式启动以来发展迅速，截至 2012 年 12 月 31 日，两市两融余额已达 895.1 亿元，其中融资余额 856.9 亿元，融券余额 38.2 亿元。海通证券是最早开始融资融券试点的券商之一，凭借其强大的资金实力和客户基础，其市场份额一度居市场首位。但 2012 年下半年以来，由于市场低迷，且海通证券对新客户的准入上相对谨慎，其融资融券余额增长明显放缓。截至 2012 年 11 月末，海通证券融资融券余额约 51 亿元，市场份额约 6.6%，在上市券商中份额居于第三位。

图表 21. 两市融资融券余额



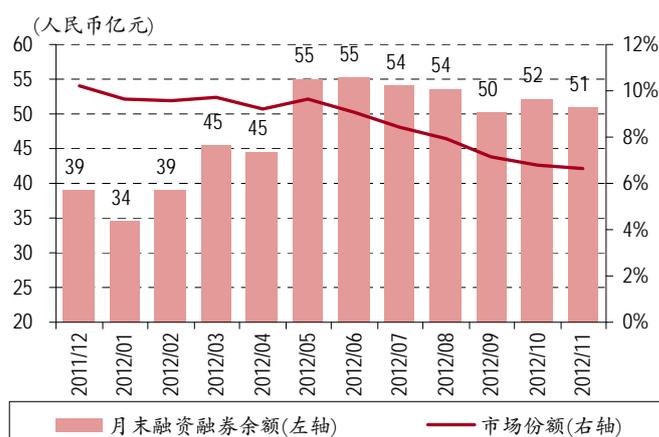
资料来源：中银国际研究

图表 22. 上市券商融资融券余额和市场份额



资料来源：公司数据、万得资讯、中银国际研究

图表 23. 海通证券融资融券余额和市场份额变化



资料来源：公司数据、万得资讯、中银国际研究

## 约定购回式证券交易

2011年10月，上海证券交易所启动约定购回式证券交易业务试点，中信证券、海通证券、银河证券三家券商作为首批试点券商开展业务。2012年5月，国泰君安证券、国信证券和招商证券作为第二批试点券商获准开展业务。随着业务的成熟，光大证券、兴业证券、华泰证券、东吴证券、广发证券、西南证券、国元证券、宏源证券等券商也于2012年9月份和10月份先后获准开办约定购回式证券交易业务。截至2012年11月，已有29家券商获准开展约定购回式证券交易，较早开展业务的海通证券交易余额已达15亿元左右，市场份额排名第一。

## 创新型资产管理

如前所述，海通证券在资管业务上较为谨慎，目前资管业务仍以传统的二级市场投资为主，并未积极通过通道类业务扩充规模。这一方面降低了风险，另一方面也错失了一部分优质的业务机会。我们希望看到海通证券未来能推出更多主动管理型，且投资标的较为灵活的资管产品。

## 保证金管理

2011年9月，信达证券获准设立“现金宝”集合资产管理计划，为客户账户保证金提供资产管理服务。面对各类理财产品的冲击，为避免保证金流失，大部分主流券商纷纷跟进推出保证金管理产品。2012年11月28日，海通证券推出其现金管理产品“现金赢家”（“日日赢”），成立规模为22.5亿元。目前，“现金赢家”产品只在海通证券51家营业部试点推广，预计2013年将在全国200多家营业部开放参与。

图表 24. 券商保证金管理产品

券商	产品
信达证券	现金宝
国泰君安	现金管家
华泰证券	紫金天天发
银河证券	水星1号
中信证券	现金增值
齐鲁证券	锦泉汇金
国信证券	现金增利1号
中投证券	金中投聚金利
招商证券	智远天添利
宏源证券	天添利
长江证券	超越理财货币管家
中信建投	智多鑫
广发证券	金管家现金增利
安信证券	天利宝
申银万国	天天增1号
海通证券	现金赢家
华西证券	账户管家

资料来源：公司数据，中银国际研究

### 新三板及柜台交易市场

目前，新三板已经建立中关村、上海张江、天津滨海和武汉东湖四个市场，挂牌企业达 200 家。尽管短期内带来的利润有限，但各家券商均在积极跑马圈地，储备项目资源。此外，中国证券业协会近期发布《证券公司柜台交易业务规范》，宣布启动证券公司柜台交易业务试点，海通证券、国泰君安、国信证券、申银万国、中信建投、广发证券、兴业证券等七家券商进入首批试点行列。

### 中小企业私募债

中小企业私募债自今年 6 月推出以来，已有 31 家券商承销了 94 支私募债，合计融资金额约 106 亿元。海通证券目前尚无中小企业私募债承销。

## 估值和评级

我们预测海通证券 2012 年、2013 年和 2014 年的净利润分别为人民币 28.14 亿元、41.90 亿元和 55.63 亿元，每股盈利分别为 0.32 元、0.44 元和 0.58 元。按照 1 月 8 日的收盘价计算，海通证券 A 股股价相当于 31.74 倍 2012 年预测市盈率和 22.94 倍 2013 年预测市盈率，或 1.64 倍 2012 年预测市净率和 1.54 倍 2013 年预测市净率；海通证券 H 股股价相当于 32.87 倍 2012 年预测市盈率和 23.76 倍 2013 年预测市盈率，或 1.70 倍 2012 年预测市净率和 1.60 倍 2013 年预测市净率。

随着宏观经济形势的好转，2012 年 12 月以来 A 股市场强劲反弹，市场情绪明显恢复。我们预计 2013 年 1 季度 A 股市场仍能有良好表现，同时监管政策的进一步放松也将为券商股表现提供催化因素。我们给予海通 A 股**持有**评级，目标价格 10.50 元人民币，给予 H 股**买入**评级，目标价格 14.70 港币。

图表 25. 中国上市券商估值表

	代码	收盘价 (人民币/港币)	市盈率 (倍)			市净率 (倍)			每股收益 (人民币)			每股账面价值 (人民币)			净资产收益率 (%)		
			2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E
中信证券	600030.CH	13.05	10.58	38.67	26.93	1.66	1.68	1.60	1.23	0.34	0.48	7.86	7.78	8.17	16.02	4.32	6.08
海通证券	600837.CH	10.03	26.59	31.74	22.94	1.83	1.64	1.54	0.38	0.32	0.44	5.47	6.12	6.49	6.93	5.43	6.93
广发证券	000776.CH	14.83	19.01	36.46	29.20	1.39	2.62	2.41	0.78	0.41	0.51	10.69	5.66	6.15	8.85	7.40	8.43
华泰证券	601688.CH	9.37	29.41	28.65	23.70	1.58	1.53	1.46	0.32	0.33	0.40	5.93	6.13	6.42	5.52	5.35	6.00
招商证券	600999.CH	10.15	23.56	26.37	21.71	1.92	1.83	1.71	0.43	0.38	0.47	5.29	5.54	5.92	8.29	7.00	7.80
宏源证券	000562.CH	18.46	41.95	36.15	32.05	3.79	2.49	2.33	0.44	0.51	0.58	4.87	7.42	7.91	9.03	7.00	7.10
光大证券	601788.CH	13.56	30.13	34.98	28.88	2.16	2.10	1.91	0.45	0.39	0.47	6.28	6.45	7.09	6.85	6.00	7.02
兴业证券	601377.CH	11.89	59.45	51.23	42.36	3.10	3.03	2.88	0.20	0.23	0.28	3.83	3.93	4.13	5.20	5.75	6.49
长江证券	000783.CH	9.09	47.84	30.62	24.57	1.87	1.78	1.68	0.19	0.30	0.37	4.85	5.10	5.40	3.92	6.09	7.05
方正证券	601901.CH	4.61	91.47	46.99	36.13	1.98	1.91	1.83	0.05	0.10	0.13	2.33	2.41	2.52	2.42	5.17	7.33
国金证券	600109.CH	17.19	74.09	73.43	59.15	5.31	3.48	3.34	0.23	0.23	0.29	3.24	4.95	5.15	7.40	6.99	6.23
国元证券	000728.CH	10.64	36.69	43.18	32.86	1.41	1.38	1.33	0.29	0.25	0.32	7.53	7.70	7.98	3.80	3.24	3.71
西南证券	600369.CH	8.77	79.73	42.61	31.88	2.06	1.99	1.91	0.11	0.21	0.28	4.26	4.40	4.60	2.38	4.58	5.00
国海证券	000750.CH	12.45	103.75	77.81	49.04	3.33	-	-	0.12	0.16	0.25	3.74	-	-	2.88	4.84	5.14
东吴证券	601555.CH	7.96	53.07	52.27	41.94	2.16	-	-	0.15	0.15	0.19	3.69	-	-	5.53	4.57	6.30
东北证券	000686.CH	16.27	(67.79)	87.01	70.77	3.37	2.20	2.14	(0.24)	0.19	0.23	4.83	7.40	7.59	(4.64)	3.50	3.10
山西证券	002500.CH	7.08	88.50	84.09	70.80	2.85	-	-	0.08	0.08	0.10	2.48	-	-	3.21	-	-
太平洋	601099.CH	5.43	52.21	-	-	3.85	-	-	0.10	-	-	1.41	-	-	7.69	-	-
西部证券	002673.CH	14.17	64.41	77.64	63.32	4.47	3.40	3.24	0.22	0.18	0.22	3.17	4.17	4.37	7.10	4.10	4.80
<b>A 股平均</b>			<b>45.51</b>	<b>49.99</b>	<b>39.35</b>	<b>2.64</b>	<b>2.20</b>	<b>2.09</b>	<b>0.29</b>	<b>0.26</b>	<b>0.33</b>	<b>4.83</b>	<b>5.68</b>	<b>5.99</b>	<b>5.70</b>	<b>5.37</b>	<b>6.15</b>
中信证券	6030.HK	18.98	12.38	45.28	31.54	1.94	1.96	1.87	1.23	0.34	0.48	7.86	7.78	8.17	16.02	4.32	6.08
海通证券	6837.HK	12.90	27.53	32.87	23.76	1.90	1.70	1.60	0.38	0.32	0.44	5.47	6.12	6.49	6.93	5.43	6.93
<b>H 股平均</b>			<b>19.96</b>	<b>39.07</b>	<b>27.65</b>	<b>1.92</b>	<b>1.83</b>	<b>1.74</b>	<b>0.81</b>	<b>0.33</b>	<b>0.46</b>	<b>6.67</b>	<b>6.95</b>	<b>7.33</b>	<b>11.48</b>	<b>4.87</b>	<b>6.50</b>

资料来源：彭博资讯，万得资讯，中银国际研究；截至 2012 年 1 月 8 日

**损益表 (人民币 百万) — A/H 股**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
手续费及佣金净收入	7,208	5,523	4,431	5,423	6,645
经纪业务	4,864	3,041	2,126	2,572	3,156
投资银行业务	920	839	867	1,284	1,656
资产管理	714	985	847	917	1,052
利息净收入	1,366	2,093	1,993	2,467	3,143
投资净收益	1,056	2,054	1,638	2,163	3,013
公允价值变动净收益	104	(474)	449	743	833
汇兑净收益	6	69	90	107	129
其他业务收入	28	28	31	34	37
<b>营业收入合计</b>	<b>9,768</b>	<b>9,293</b>	<b>8,631</b>	<b>10,938</b>	<b>13,801</b>
营业税金及附加	(422)	(379)	(345)	(438)	(552)
管理费用	(4,512)	(4,228)	(3,909)	(4,698)	(5,664)
资产减值损失	4	(508)	(475)	(47)	0
其他业务成本	(4)	(10)	(20)	(24)	(28)
营业费用合计	(4,935)	(5,125)	(4,748)	(5,207)	(6,244)
<b>营业利润</b>	<b>4,833</b>	<b>4,168</b>	<b>3,883</b>	<b>5,731</b>	<b>7,557</b>
营业外净收入	157	132	50	17	3
<b>利润总额</b>	<b>4,990</b>	<b>4,300</b>	<b>3,933</b>	<b>5,748</b>	<b>7,560</b>
所得税	(1,122)	(1,018)	(931)	(1,361)	(1,790)
<b>净利润</b>	<b>3,868</b>	<b>3,282</b>	<b>3,002</b>	<b>4,387</b>	<b>5,770</b>
少数股东权益	(182)	(179)	(188)	(197)	(207)
<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,686</b>	<b>3,103</b>	<b>2,814</b>	<b>4,190</b>	<b>5,563</b>
同比增速	(19.0)	(15.8)	(9.3)	48.9	32.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万) — A/H 股**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>资产</b>					
货币资金	58,318	50,898	59,501	64,742	73,193
其中: 客户资金	41,419	32,540	29,023	33,367	40,316
结算备付金	19,653	3,952	4,150	4,357	4,575
其中: 客户备付金	19,210	2,275	2,502	2,753	3,028
交易性金融资产	15,018	20,505	22,555	24,811	27,292
买入返售金融资产	2,120	606	909	1,091	1,309
可供出售金融资产	6,033	7,189	8,627	10,353	12,423
长期股权投资	1,434	2,490	3,985	4,383	4,822
固定资产	988	955	936	917	899
其他资产	11,849	12,281	14,698	17,337	20,532
<b>资产合计</b>	<b>115,413</b>	<b>98,876</b>	<b>115,361</b>	<b>127,990</b>	<b>145,044</b>
代理买卖证券款	63,682	38,014	34,212	39,344	47,213
卖出回购	0	9,525	14,287	17,144	20,573
借款和拆借	2,922	2,521	4,017	3,613	3,291
应付债券	0	0	0	1,000	2,000
其他负债	3,192	2,207	2,476	2,765	3,104
<b>负债合计</b>	<b>69,796</b>	<b>52,266</b>	<b>54,992</b>	<b>63,867</b>	<b>76,181</b>
股本	8,228	8,228	9,585	9,585	9,585
准备	28,006	27,627	39,136	40,770	42,892
未分配利润	8,234	9,188	9,923	11,871	14,299
<b>母股东权益合计</b>	<b>44,467</b>	<b>45,042</b>	<b>58,644</b>	<b>62,226</b>	<b>66,775</b>
少数股东权益	1,149	1,568	1,725	1,898	2,087
<b>权益合计</b>	<b>45,617</b>	<b>46,611</b>	<b>60,369</b>	<b>64,124</b>	<b>68,863</b>
<b>负债权益合计</b>	<b>115,413</b>	<b>98,876</b>	<b>115,361</b>	<b>127,990</b>	<b>145,044</b>

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万) — A/H 股**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	(14,477)	(17,751)	(2,335)	7,233	10,772
投资活动现金流	(1,642)	(3,862)	(5,562)	(4,226)	(4,723)
筹资活动现金流	(1,002)	(1,723)	16,598	2,342	2,520
净现金流	(17,120)	(23,336)	8,701	5,348	8,568
期初现金及现金等价物	93,759	76,552	53,054	61,855	67,303
汇率变动影响	(87)	(162)	100	100	100
期末现金及现金等价物	76,552	53,054	61,855	67,303	75,972

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率 (%) — A/H 股**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>增长指标 (%)</b>					
手续费和佣金收入	(7.05)	(23.39)	(19.76)	22.40	22.53
其中: 代理买卖证券业务净收入	(22.48)	(37.47)	(30.10)	20.99	22.71
证券承销业务净收入	141.05	(8.77)	3.36	48.05	29.01
受托客户资产管理业务净收入	(4.04)	38.05	(14.05)	8.30	14.74
利息净收入	21.49	53.30	(4.79)	23.79	27.40
投资损益	11.68	36.19	32.08	39.27	32.34
净利润	(18.95)	(15.82)	(9.31)	48.89	32.77
总资产	(4.40)	(14.33)	16.67	10.95	13.32
投资资产	13.60	34.06	17.45	12.48	12.65

**收入结构 (%)**

手续费和佣金收入	73.80	59.43	51.34	49.58	48.15
经纪业务	49.79	32.73	24.63	23.52	22.87
投资银行业务	9.42	9.03	10.05	11.74	12.00
资产管理	7.30	10.60	9.81	8.38	7.62
利息净收入	13.98	22.53	23.09	22.56	22.78
投资损益	11.88	17.00	24.18	26.57	27.87
其他收入	0.35	1.04	1.40	1.29	1.21
<b>营业收入合计</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>

**盈利指标 (%)**

佣金费率	0.107	0.086	0.080	0.079	0.079
净投资收益率	4.98	7.77	4.97	5.72	7.08
总投资收益率	5.48	4.06	4.90	7.57	9.04
成本收入比	46.24	45.61	45.51	43.17	41.24
总资产收益率	3.12	2.90	2.63	3.44	4.07
净资产收益率	8.39	6.93	5.43	6.93	8.62

**资本和杠杆指标 (%)**

总资产/权益	2.53	2.12	1.91	2.00	2.11
扣除客户资金后资产/权益	1.20	1.37	1.39	1.43	1.48
净资本/各项风险资本准备	571.67	527.66	922.23	852.46	797.61
净资本/净资产	74.02	70.14	68.44	67.51	68.41
净资本/负债	1,232.45	282.82	225.43	199.94	184.07
净资产/负债	1,665.01	403.23	329.40	296.18	269.05

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 研究报告中所提及的有关上市公司

中信证券 (600030.CH/人民币 13.05, 6030.HK/港币 18.98, 持有)

华泰证券 (601688.CH/人民币 9.39, 未有评级)

光大证券 (601788.CH/人民币 13.47, 未有评级)

兴业证券 (601377.CH/人民币 11.88, 未有评级)

东吴证券 (601555.CH/人民币 7.90, 未有评级)

广发证券 (000776.CH/人民币 15.02, 未有评级)

西南证券 (600369.CH/人民币 8.74, 未有评级)

国元证券 (000728.CH/人民币 10.74, 未有评级)

宏源证券 (000562.CH/人民币 18.29, 未有评级)

以 2013 年 1 月 8 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10% 以上；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371