

分析师：宋健
执业证书编号：S0050510120001
Tel：010-59355925
Email：songj@chinans.com.cn
地址：北京市朝阳区北四环中路27号盘古大观A座40层(100101)



海通证券 (600837. SH)

业务结构合理 业绩增长点多

金融服务

投资评级

| | |
|-------|----|
| 本次评级： | 增持 |
| 跟踪评级： | 维持 |
| 目标价格： | 15 |

市场数据

| | |
|--------------|-----------|
| 市价(元) | 10.86 |
| 上市的流通A股(亿股) | 95.84 |
| 总股本(亿股) | 80.92 |
| 52周股价最高最低(元) | 13.5/7.55 |
| 上证指数/深证成指 | 2236/8959 |
| 2012年股息率 | - |

52周相对市场表现



相关研究

投资要点

● 年报显示：公司2012年营业收入91.4亿元，同比下降1.34%，归属于上市公司股东的净利润30.2亿元，同比下降2.68%，每股收益0.33元，基本符合我们的预期。

● 公司年度营业收入和净利润已经连续三年下降，这与整个行业的运行趋势相关。公司营业收入从2010年的99.4亿元下降到2012年的91.4亿元，降幅8%，净利润，从2010年的45.4亿元下降到2012年的30.2元，降幅33%。收入和利润的下降与证券行业整体运行趋势有关，证券行业自2009年以后一直呈现逐年业绩下降趋势，行业近三年营业收入降幅高达36.9%，净利润降幅高达64.7%。整体来看，公司收入和利润的降幅与同行业相比，要相对稳定（见图1、图2）。

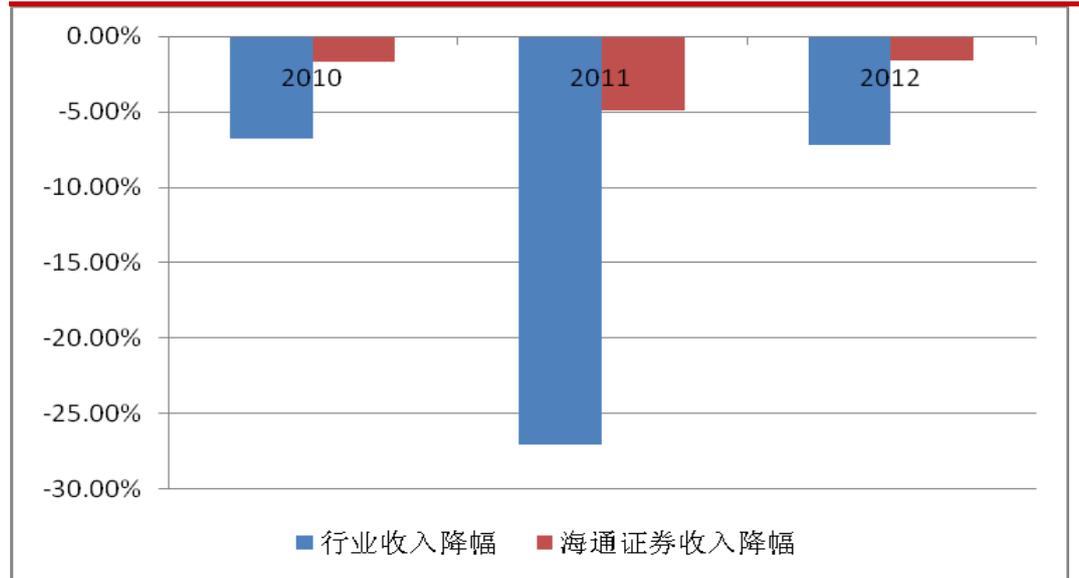
● 净利润率持续下降。从最近三年数据看，无论从公司还是整个证券行业，净利润率都呈现下降趋势（见图3）。由于近三年收入结构转变和行业竞争加剧，证券公司的利润率水平由之前垄断时期的较高的45%左右急速下降到25%左右。由于海通证券的成本控制及收入结构调整，公司净利润率2012年下降到35%，高于行业10个百分点。

● 分析各项业务，2012年公司各项业务均有不同程度下降，表现相对突出的是证券自营业务，2012年公司加大固定收益类投资，以弥补权益类投资的损失，自营业务整体上与2011年相比保持稳定，自营业务利润贡献率由提升到14%。经纪业务、承销发行、资产管理业务同比出现25%、22%和13%左右的下降。

● 由于公司业务广泛，2012年业务结构更加合理，直投业务、境外业务等创新型业务利润贡献率提升，业绩波动减少，抵抗风险能力提高（见图4）。

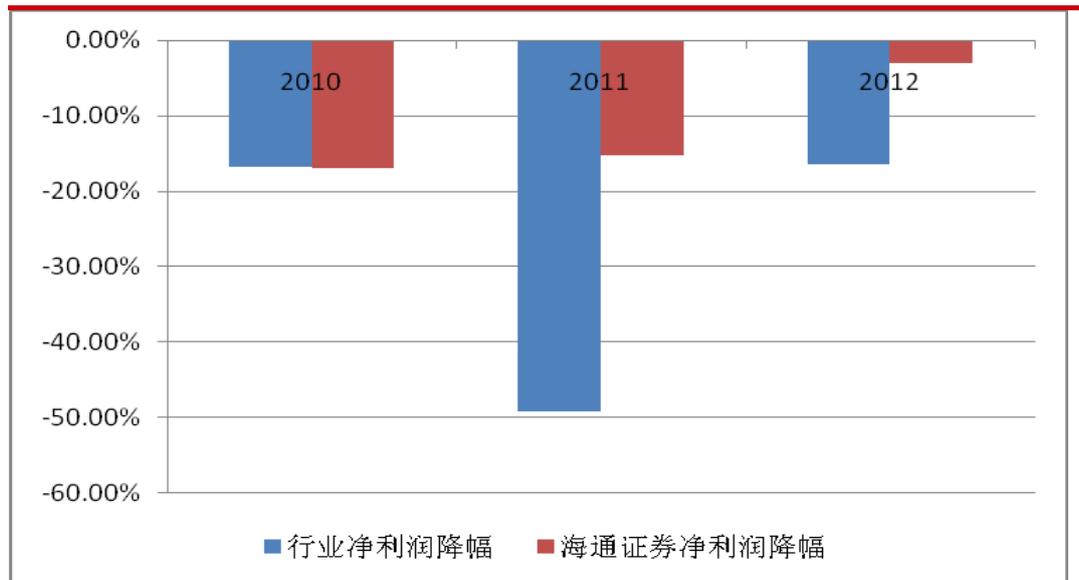
● 公司业绩稳定性日渐增强，单一市场和单一业务依赖率减小。2013年各项创新业务深化的情况下，公司业务增长点将增多。预计公司2013年、2014年EPS分别为0.39元和0.45元。维持“增持”的投资评级。

图 1：证券行业/海通证券近三年收入呈下降趋势



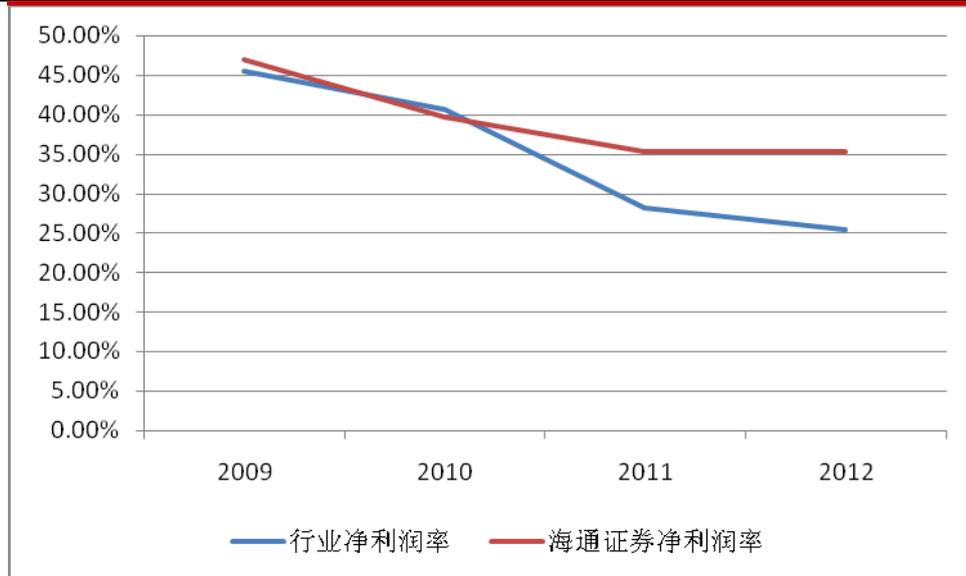
数据来源：民族证券

图 2：证券行业/海通证券近三年净利润呈下降趋势



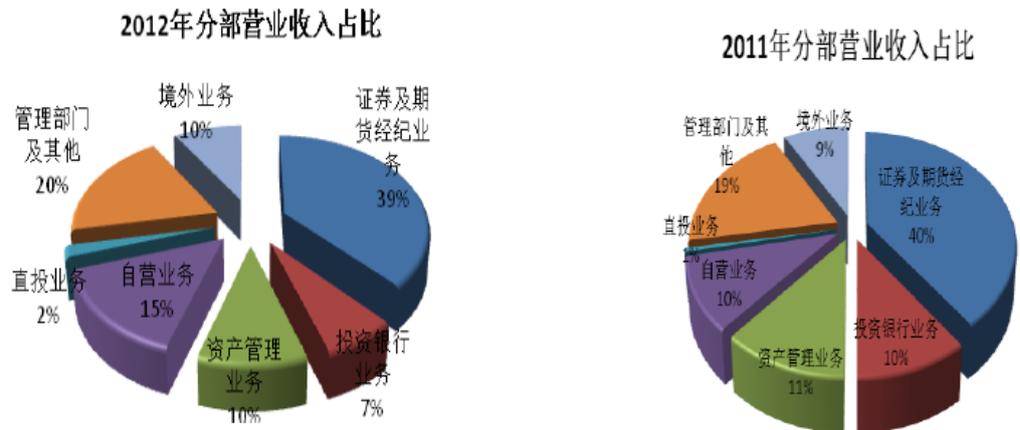
数据来源：民族证券

图 3：证券行业/海通证券近三年净利润呈下降趋势



数据来源：民族证券

图 4：业务收入结构进一步合理



数据来源：公司公告

| 公司财务数据及预测 | | | | |
|--------------------|--------|-------|--------|--------|
| 项目 | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E |
| 营业收入(百万元) | 9,293 | 9,141 | 10,512 | 11,773 |
| 增长率(%) | -4.86 | -1.64 | 15 | 15 |
| 归属于母公司所有者的净利润(百万元) | 3,103 | 3,020 | 3,473 | 3,994 |
| 增长率(%) | -15.82 | -2.68 | 15 | 15 |
| 毛利率(%) | 35 | 35 | 28 | 25 |
| 净资产收益率(%) | 6.95 | 5.39 | 5.82 | 6.16 |
| EPS(元) | 0.38 | 0.33 | 0.39 | 0.45 |
| P/E(倍) | 27.11 | 31.21 | 26.41 | 22.89 |
| P/B(倍) | 1.88 | 1.68 | 1.54 | 1.41 |

来源：公司年报、民族证券

分析师简介

供职于研究发展中心，现职务为行业研究员，主要负责证券行业研究工作。研究特长：定量分析、财务分析。在《中国证券报》、《上海证券报》、《中国证券》等重要期刊杂志发表数十篇文章。2007年获公司优秀研发成果奖，2007年度在《上海证券报》举办的“顶级券商盈利预测”中对上市公司盈利预测准确率排名第八。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；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接受任何形式的报酬。

投资评级说明

| 类别 | 级别 | |
|--------|----|---------------------------------|
| 行业投资评级 | 看好 | 未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上 |
| | 中性 | 未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动 |
| | 看淡 | 未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上 |
| 股票投资评级 | 买入 | 未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上 |
| | 增持 | 未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间 |
| | 中性 | 未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间 |
| | 减持 | 未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上 |

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。