

## 稳健而进取 全面分享创新发展红利

——海通证券(600837)公司点评

### 核心观点

**1.综合优势明显。**经过25年的发展公司积累了深厚的综合竞争优势和创新基础。首先公司资本实力领先行业,净资产规模近600亿元,连续5年居行业第二位。第二,公司具有强大的综合业务平台,主要业务指标位于行业前列,具有规模效应和交叉销售能力。第三,拥有广泛的网络和客户基础,公司在境内外拥有超过230家证券及期货营业部和400多万客户。第四,在收购大福证券后,海外业务平台逐步搭建。第五,国际化拓展成功推进,拥有A+H两地融资平台,资本补充渠道丰富。

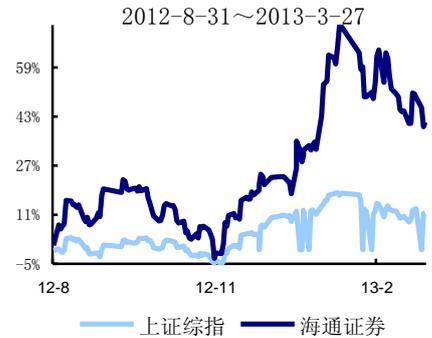
**2.金控集团完成构架。**公司旗下拥有四家全资子公司,分别是海通开元投资有限公司、海通证券资产管理有限公司、海通创新证券投资有限公司、海通国际控股有限公司。公司旗下主要的控股子公司包括海通期货有限公司(66.67%)、海富通基金管理有限公司(51%)、海富产业投资基金管理公司(67%)等。目前公司已经初步形成了跨越证券、基金、期货、股权投资、资产管理领域的金融控股集团架构。公司的盈利能力在国内证券行业持续领先,总市值居国内上市证券公司前列。

**3.传统业务市场地位稳固,转型积极推进。**公司通过积极发展投顾、融资融券、约定购回等业务推动经纪业务的差异化竞争,在量价双重压力下,近两年经纪业务市场份额占比逐年提升。公司已经构筑了业内最为全面的资管业务条线,产品类型涵盖股票、固定收益、基金、股权投资管理、衍生品及量化投资管理,以此满足客户多样化的财富管理需要。

**4.创新业务取得领先优势。**公司在直投、融资融券、约定式购回以及柜台交易等创新业务领域都取得了领先地位。融资融券余额居行业第二位,约定购回式证券余额市场占比第一,债券质押式报价回购业务规模名列行业前列。公司是首批获得柜台交易OTC市场资格的券商,也是首批获得保险资金管理资格、合伙企业独立托管、期货资产管理、QFII、RQFLP、RQFII(合格的人民币境外投资机构)、QFLP、QDII(合格境内机构投资者)等创新业务资格的券商。

**5.投资建议。**公司经营稳健但又不失进取,发展战略清晰且具有一定前瞻性,依托强大的综合业务平台及资本优势,我们认为公司有望在未来两年里充分分享传统业务修复以及创新业务加速发展的红利。基于以上理由,我们看好公司未来的发展前景。我们预计公司2013、2014年净利润同比增长24.2%和17%,对应EPS为0.39元和0.46元。目前公司股价对应13年和14年的PE分别为25.9和22倍,对应13年PB为1.58倍,在同业中处于较低水平。我们给予公司推荐-A的评级。

### 股价走势图



### 基础数据

总股本(万股)	958472.12
流通A股(万股)	809213.12
52周内股价区间(元)	7.55-13.5
总市值(亿元)	1040.90
总资产(亿元)	0.00
每股净资产(元)	6.12
目标价	6个月 12个月

### 相关报告

1.《国都证券-公司研究-公司点评-海通证券(600837):经营稳健 弹性略显不足》  
2010-10-28

### 财务数据与估值

	2011	2012	2013E	2014E
主营业务收入(百万)	9292.73	9,140.69	10,022.0	11,638.00
同比增速(%)	-15.82%	-2.68%	24.07%	17.26%
净利润(百万)	3103.03	3,019.78	3,746.76	4393.53
同比增速(%)	-15.82%	-2.68%	24.07%	17.26%
EPS(元)	0.38	0.32	0.39	0.46
P/E	26.61	31.59	25.92	21.98

### 研究员: 邓婷

电话: 010-84183228

Email: dengting@guodu.com

执业证书编号: S0940510120007

### 联系人: 周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

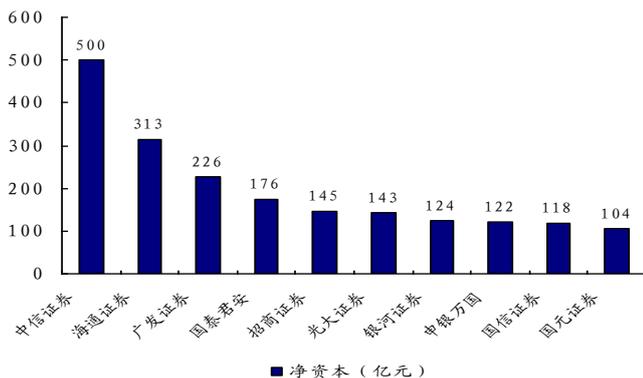
独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

## 1. 公司基本情况

海通证券成立于 1988 年，经过 25 年的发展，海通证券积累了深厚的综合竞争优势和创新基础。首先公司资本实力领先行业，净资产规模近 600 亿元，连续 5 年居行业第二位。第二，公司具有强大的综合业务平台，经纪、多项主要业务指标位于行业前列，具有规模效应和交叉销售能力。第三，拥有广泛的网络和客户基础，公司在境内外拥有超过 230 家证券及期货营业部和 400 多万客户。第四，创新业务具有先发优势。公司是最早获得融资融券、约定式购回、直投业务、柜台交易等创新业务试点资格的券商，目前这些业务都处于行业领先地位。第五，在收购大福证券后，海外业务平台逐步搭建完善，为进一步拓展海外市场提供了良好的基础。第六，国际化拓展成功推进，拥有 A+H 两地融资平台，资本补充渠道丰富。

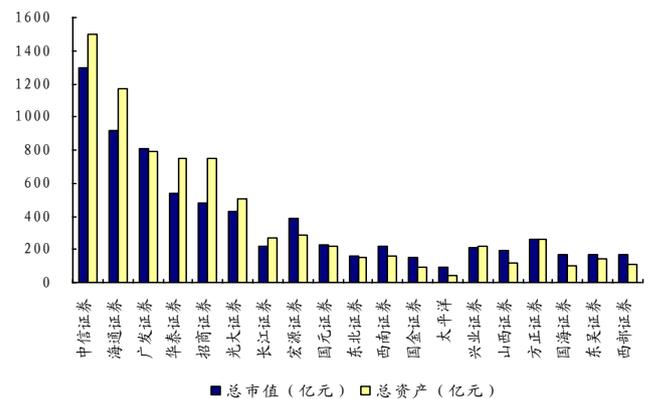
公司的发展战略是以经纪业务、投资银行业务、资产管理业务等业务为核心，以资本型中介业务和资本投资业务为两翼，以创新业务和国际业务为驱动力，加强研究、人才、IT、风险合规四根支柱建设，把公司建设成为以网上证券、财富管理证券、中小企业证券、机构业务证券为核心的国内一流、国际有影响力的金融控股集团。

图 1: 净资产排名前十的券商



资料来源: 国都证券

图 2: 上市券商总资产规模及总市值比较



资料来源: 国都证券

公司旗下拥有四家全资子公司，分别是海通开元投资有限公司、海通证券资产管理有限公司、海通创新证券投资有限公司、海通国际控股有限公司。公司旗下主要的控股子公司包括海通期货有限公司（66.67%）、海富通基金管理有限公司（51%）、海富产业投资基金管理公司（67%）等。目前公司已经初步形成了跨越证券、基金、期货、股权投资、资产管理领域的金融控股集团架构。截至 2012 年 12 月 31 日，公司资产总额 1263 亿元，归属于母公司股东的所有者权益 586.7 亿元。2012 年公司实现营业收入 91.48 亿元，实现归属于母公司所有者的净利润为 30.24 亿元。公司的资本实力及盈利能力在国内证券行业持续领先，总市值居国内上市证券公司前列。

公司的股东结构比较分散，不存在实际控制人，股东多为上海国有企业，前十大股东持股占比只有 42.12%，第一大股东光明集团持股占比仅为 4.84%。这样的股东结构使得管理层处于相对强势的地位。

**表 1: 公司前十大股东**

股东名称	持股总数 (百万股)	持股比例(%)	股东性质
香港中央结算(代理人)有限公司	1492.26	15.57	H 股流通股
光明食品(集团)有限公司	464.13	4.84	A 股流通股
上海海烟投资管理有限公司	400.71	4.18	A 股流通股
上海电气(集团)总公司	377.67	3.94	A 股流通股
中能(集团)有限公司	322.16	3.36	A 股流通股
上海久事公司	233.75	2.44	A 股流通股
上海友谊集团股份有限公司	214.47	2.24	A 股流通股
上海兰生股份有限公司	190.95	1.99	A 股流通股
文汇新民联合报业集团	187.63	1.96	A 股流通股
辽宁能源投资(集团)有限责任公司	153.13	1.60	A 股流通股
合 计	4036.85	42.12	66.80

来源: 公司年报

## 2. 创新业务全面布局

证券行业正面临金融管制放松及创新发展的重大机遇。创新业务的发展是推动行业实现盈利模式转型的重要力量。直投、融资融券及股指期货等创新业务推出以来,券商创新业务已经逐步进入了收入贡献期。作为国内资本实力最强的大券商,海通证券积极推动创新业务的发展,公司在直投、融资融券、约定式购回以及柜台交易等创新业务领域都取得了领先地位。融资融券日均融资余额及日均融券余额居行业第二位,约定购回式证券余额市场占比第一,债券质押式报价回购业务规模名列行业前列。公司是首批获得柜台交易 OTC 市场资格的券商,也是首批获得融资融券、转融通、约定式购回、权证创设、保险资金管理资格、合伙企业独立托管、期货资产管理、QFII、RQFLP、RQFII(合格的人民币境外投资机构)、QFLP、QDII(合格境内机构投资者)等创新业务资格的券商。

公司坚持以创新促转型,取得多项创新成果,创新业务保持行业领先地位:一是,进一步优化融资融券业务流程,加强市场推广,融资融券余额市场占比排名第一位。二是获得了约定购回式证券交易、RQFII 业务资格、债券质押式报价回购业务资格,进一步拓宽了业务范围。三是,积极推进保险机构三方存管业务,率先在行业内制订保险机构证券交易综合服务解决方案,得到监管机构及保险机构的充分肯定,为进一步拓展保险机构打下坚实基础。四是,建设程序化及算法交易平台,推广量化投资、期现套利和 ETF 套利等新型交易策略,丰富了服务手段,提升了服务能力。五是,另类投资子公司顺利获批,为公司投资及业务发展提供了更为广阔的平台。

## 2.1 融资融券市场份额领先

2010年3月融资融券正式推出，公司是首批业务试点券商。2011年11月融资融券正式转为常规业务，融资融券标的由90只证券扩容至285只。2013年1月31日，融资融券标的扩容至500只。随着标的券范围的不扩扩，融资融券业务发展迅速，尤其是去年12月初以来，随着指数大幅反弹以及市场活跃度的大幅提高，融资融券余额从11月底的747亿增加至13年2月末的1395亿，三个月月均新增余额达215.8亿元。近期有消息表示融资融券业务的投资者准入标准有望降低，由此前的资金门槛50万元人民币并需开户交易18个月以上，调整为开户交易6个月以上，具体的资金门槛由证券公司依据市场情况及风险承受能力等自主决定，这可能将刺激融资融券业务规模进一步大幅增长。

此外转融通的发展壮大也将推动融资融券业务的发展。2012年8月，转融通开始试点，融资融券业务进入杠杠发展时代，公司为首批试点转融通券商，授信额度20亿元，2013年2月，证金公司宣布推出转融券试点，试点标的为90只，这标志着A股正式进入做空时代。

图 3：公司融资融券余额变动



资料来源：国都证券

图 4：公司融资融券利息收入及占比



资料来源：国都证券

公司积极发展融资融券业务，把其作为推动经纪业务差异化竞争的重要手段。2012年6月，公司将融资融券业务额度增加70亿元，目前公司自有资金用于融资融券的总额度为150亿元，转融通的额度为20亿。截止2013年2月末，公司融资融券余额为96.2亿，其中融资余额44.88亿元，融券余额1.69亿元，总市场份额为6.9%，排名第2位。

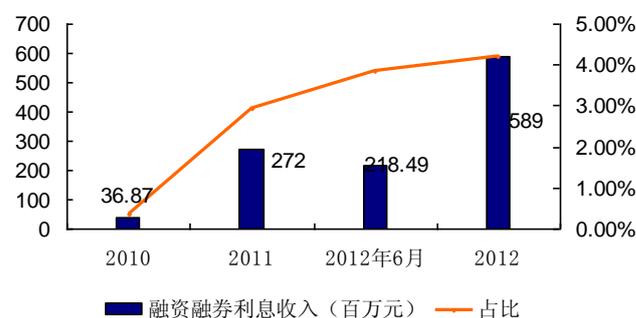
融资融券额的较快增长推动了公司利息收入的增长，2010年公司融资融券业务实现利息收入3687万元，2011年增至2.72亿元，2012年全年达4.37亿，同比增长60.6%，对营业收入的贡献比为4.78%。

图 5: 公司融资融券余额变动



资料来源: 国都证券

图 6: 公司融资融券利息收入



资料来源: 国都证券

表 2: 上市券商融资融券业务发展情况 (2013 年 2 月)

机构简称	排名	月末融资融券余额 (万元)	市场占有率 (%)	月末融资融券余额 (万元)	市场占有率 (%)	月末融资融券余额 (万元)	市场占有率 (%)
中信证券	1	144.16	10.33	141.60	10.39	2.56	7.82
海通证券	2	96.19	6.90	92.24	6.77	3.95	12.05
华泰证券	4	93.91	6.73	90.39	6.64	3.52	10.73
广发证券	5	88.94	6.38	86.50	6.35	2.44	7.45
招商证券	9	73.44	5.26	70.85	5.20	2.59	7.91
光大证券	11	54.35	3.90	51.74	3.80	2.60	7.95
宏源证券	12	35.47	2.54	35.02	2.57	0.45	1.37
方正证券	14	29.89	2.14	29.35	2.15	0.54	1.66
长江证券	16	27.46	1.97	26.94	1.98	0.52	1.58
国元证券	20	15.18	1.09	15.11	1.11	0.07	0.22
兴业证券	21	14.61	1.05	14.53	1.07	0.08	0.25
西南证券	25	10.11	0.73	9.86	0.72	0.26	0.78
国海证券	28	9.12	0.65	8.99	0.66	0.13	0.39
东吴证券	31	7.41	0.53	7.31	0.54	0.10	0.32
东北证券	36	6.23	0.45	6.20	0.46	0.03	0.10
国金证券	43	3.59	0.26	3.58	0.26	0.01	0.02
西部证券	45	3.39	0.24	3.33	0.24	0.06	0.19
山西证券	54	2.46	0.18	2.44	0.18	0.02	0.05

来源: WIND

## 2.2 直投业务成果丰硕

直投业务有助于提高券商自有资金的运用效益和改善盈利模式。公司于 2008 年获得直投业务资格并成立了直投子公司海通开元。2012 年,公司对海通开元增资 17.50 亿元,海通开元注册资本达到 57.50 亿元,直投业务资本实力进一步增加。海通开元全年完成股权投资项目 23 个,投资金额 12.1 亿元,累计投资项目 59 个,投资金额 27.2 亿元。公司加强项目投后管理,积极探索回购、并购等多渠道退出方式,参与新型直投基金的设立,扩大资金管理规模。由于 IPO 暂停,一级市场退出通道受限给券商直投业务的开展带来不利影响,单纯的 Pre-IPO 业务模式将难以持续,投资/退出形式的多样化以及股权投资基金管理业务的深入拓展将成为券商直投业务竞争的重点方向。2012 年,直投业务退出项目及投资项目分红收益增加,直投业务营业收入及支出同比增幅较大,直投业务全年实现利润总额 1.45 亿元,占比 4%。

公司在直投业务上的收获还来自于参股中比基金。中比基金是国内首只产业基金,由海富产业基金管理公司管理,海通持有中比基金 10% 股权。目前中比基金投资的公司达 30 家,其中已经成功实现上市的有 11 家公司,累计投入 5.17 亿元,若按发行价计算,中比基金共获得 30.22 亿元的潜在收益,平均投资回报 8.63 倍,目前这些公司限售期都已满可实现退出,浮盈逐步兑现将为公司贡献投资收益。

除了直投公司直接进行股权投资,公司还积极开展产业投资基金业务。旗下有多家产业投资基金管理公司,包括海富产业投资基金管理有限公司、吉林省现代农业和新兴产业投资基金有限公司(37.5%)、西安航天新能源产业基金投资有限公司(37%)、吉林省现代农业和新兴产业投资(37.5%)。发展直投基金的好处在于可以突破自有资金规模的不足,更好地把握股权投资交易机会,同时引入共担风险和收益的机制,这将大幅拓宽券商直投业务的发展空间,推动其从单一资本金投资向自有资金投资以及第三方资产

**表 3: 上市券商直投业务开展情况**

	业务开展时间	直投子公司	注册资本(亿元)	投资额	投资公司数目	已上市项目数	已解禁数
中信证券	2007	金石投资	59	59.36	-	16	10
海通证券	2008	海通开元	40	25.09	44	8	2
华泰证券	2008	华泰紫金投资	5	3.24	-	2	2
广发证券	2008	广发信德	20	10.75	40	14	4
招商证券	2009	招商致远资本	6	3.47	-	-	-
光大证券	2008	光大资本投资	20	4.03	11	1	0
宏源证券	2010	宏源汇富创业	3	-	-	-	-
长江证券	2009	长江成长资本	5	2.3	-	-	-
兴业证券	2010	兴业创新资本	4	2.22	-	-	-
国元证券	2009	国元股权投资	10	-	-	-	-
方正证券	2010	方正和生投资	17	-	-	-	-

来源: 公司年报、国都证券

**表 4: 公司直投业务情况(百万万元)**

投资对象	持股数(万股)	持股比例(最新)	上市日期	解禁期
银江股份	240	0.72%	2010年8月	2013年8月
东方财富	1200	3.57%	2010年3月	2012年7月
新天科技	156	2.06%	2011年8月	2012年8月
闽发铝业	600	3.49%	2011年4月	2014年4月

来源: Wind 及上市公司招股说明书

## 2.3 其他创新业务齐头并进

**现金管理业务。**公司于 2011 年推出了债券质押式报价回购创新产品—“金快线”系列产品,客户数量和资产规模快速成长。截至 2012 年 6 月 30 日,“金快线”产品签约客户数超过 7000 户,资产余额 7.77 亿元。

**私募债承销。**公司首批获得中小企业私募债券承销资格,并通过推动公司营业部、投资银行部等相关部门大力度推进中小企业私募债业务的开展。

**约定购回。**公司于 2011 年下半年获批开展约定购回式证券交易业务,2012 年末该项业务的余额为 14.64 亿元。

**新三板业务。**公司对新三板业务非常重视,充分发挥网点优势,在多个全国重点高新区积极开展业务,签约多个项目。2012 年公司承销了 4 单新三板项目。

**柜台交易。**2012 年 12 月 24 日,公司成为首批开展柜台交易的券商之一。通过柜台交易,券商可以自主创设产品,或为其他金融同业代销产品给客户,当客户需要转让时,也可以通过柜台交易,提供流动性。通过柜台交易,券商集金融产品创设、销售、报价、交易、托管、结算为一体,可以为客户提供更多的个性化服务,发展空间很大。目前公司已经有数款理财产品在柜台进行交易。

## 3. 传统业务市场稳固 加速转型

### 3.1 经纪业务转型走在行业前列

公司经纪业务的发展战略是做精做细,扩大市场份额,通过公司庞大而稳固的客户基础和战略性的网点布局,提升对客户的增值服务及综合定价能力,为公司提供稳定的收入来源。具体策略包括:一是完善客户分类服务体系,针对高端客户提供定制的投资解决方案以及多样化的产品服务;二是注重新业务、新产品、新领域的开拓,整合境内外业务平台,发挥协同效应;三是战略性的实施网点扩张,优化网点布局,提升运营效率。截至 2012 年 12 月 31 日,公司证券营业部 202 家,期货营业部 28 家。

近三年,由于市场不景气加之行业竞争日益加剧,公司与同业的经纪业务都经历了价量持续下跌的双重压力,2010 年、2011 年公司代理买卖证券业务净收入分别同比下降 22.5%和 37.5%,2012 年下降 20.6%。公司的佣金费率整体高于行业水平,近两年佣金下行压力较大,2012 公司的净佣金费率降至 0.078%,略低于行业平均水平(0.079%)。值得关注的是,在量价双重压力下,近两年公司经纪业务市场份额占比有

所提升，2010年只有4.02%，2011年升至4.13%，2012进一步提高至4.54%。09年以来代理买卖证券业务收入占比逐步下降，2012年只有24.9%。

未来随着非现场开户、网络经纪商的发展，行业佣金费率仍存在下行的压力。但是通过积极开展融资融券、投资顾问、约定购回式证券交易、金融产品代销等创新业务，经纪业务也将被赋予了新的内容，从而使得差异化竞争成为可能，这有助于缓解传统通道业务的压力。目前全行业的经纪业务都在谋求从简单的通道业务向综合财富管理机构转型。前期受制于制度环境和监管政策局限，行业转型成效甚微。不过我们认为随着投资顾问、金融产品代销等业务的发展，券商经纪业务转型有望逐步取得突破。

**表 5: 公司经纪业务与行业比较**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>股基交易额</b>						
行业	108.89	67.69	119.2	113.13	68.83	63.94
公司	44714.7	29840.9	48363.85	45527.2	35199.8	29052.36
市场份额	4.07%	4.40%	4.06%	4.02%	4.13%	4.54%
<b>佣金净收入</b>						
行业	1757	882	1419	1075	688.87	504.07
公司	5612.24	4022.53	6274.18	4863.82	3041.43	2274
<b>平均佣金费率</b>						
行业	0.161%	0.130%	0.119%	0.095%	0.100%	0.079%
公司	0.126%	0.135%	0.130%	0.107%	0.086%	0.078%
<b>经纪业务收入占比</b>						
行业	55.80%	70.50%	69.23%	56.23%	50.67%	38.70%
公司	49.82%	57.41%	63.12%	49.79%	32.73%	24.88%

来源：国都证券、Wind

**表 6: 上市券商净佣金费率比较**

	2009	2010	2011	2012Q3
中信证券	0.115%	0.081%	0.094%	0.072%
<b>海通证券</b>	<b>0.130%</b>	<b>0.107%</b>	<b>0.086%</b>	<b>0.074%</b>
华泰证券	0.108%	0.084%	0.095%	0.078%
广发证券	0.136%	0.098%	0.109%	0.088%
招商证券	0.098%	0.079%	0.083%	0.067%
光大证券	0.097%	0.077%	0.089%	0.076%
长江证券	0.121%	0.094%	0.106%	0.087%
宏源证券	0.162%	0.120%	0.123%	0.092%
国元证券	0.099%	0.103%	0.105%	0.077%
东北证券	0.162%	0.132%	0.139%	0.105%
西南证券	0.120%	0.092%	0.093%	0.065%
国金证券	0.118%	0.108%	0.127%	0.097%
方正证券	0.120%	0.091%	0.095%	0.078%
兴业证券	0.099%	0.067%	0.069%	0.056%
山西证券	0.162%	0.130%	0.140%	0.098%
西部证券	0.185%	0.158%	0.105%	0.126%
东吴证券	0.138%	0.118%	0.201%	0.098%

来源：国都证券

### 3.2 构筑全方位的资产管理产品线

公司可为客户提供包括公募基金、集合理财、产业投资基金、期货等在内的全方位的资产管理服务。截至 2012 年 12 月 31 日，公司资产管理总规模 1004 亿元，其中海富通基金管理有限公司（持股 66.7%）公募基金管理规模 340.5 亿元；富国基金管理有限公司管理资产规模 755 亿元（持股 22%）；客户资产管理子公司管理规模 164.5 亿元，去年银证合作类资产管理产品规模爆发性增长；产业投资基金管理规模 89 亿元，**2012 年新增投资项目 22 个，新增投资金额 6.7 亿元**，海通创意资本及其管理的上海文化产业基金设立完成，首批募集资金 17 亿元，目前已正式开始运作。2012 年，资产管理业务实现利润总额 3.52 亿元，占比 9%。

资产管理子公司成立于 2012 年上半年，目前公司集合理财产品管理资产净值为 50.6 亿，行业排名第 13 位。2012 年，资产管理子公司抓住了创新发展机遇，首批取得保险资金管理资格，积极开发现金赢家系列和债券分级资产管理计划等创新型产品，全年新增 5 个集合资产管理计划，15 个定向资产管理计划，集合资产管理规模 26.8 亿元，定向资产管理规模 303 亿元。2012 年 11 月 28 日，公司首只现金管理产品现金赢家（“日日赢”）限定性集合资产管理计划成功推出发行，成立规模为 22.5 亿元，日日赢”产品 2013 年初将在海通证券全国 200 多家营业部开放参与，为海通证券 400 多万客户提供现金管理工具。2013 年 1 月，公司柜台交易业务正式上线并发布 5 款柜台交易产品。这是自中国证券业协会在 2012 年 12 月 21 日发布《证券公司柜台交易业务规范》以来首家券商发布柜台交易产品。海通证券首批发售的是 5 款低风险、中低风险及中风险的产品，分别为“海通财”14 天 1 号、35 天 1 号、91 天 1 号、365 天 1 号人民币理财产品 and 海通月月财优先级 6 月期 1 号产品。

公司的股权投资管理业务发展迅速。海通创新资本管理有限公司管理资产规模 10 亿元，新增投资项目 7 个；海富产业投资基金管理有限公司管理资产规模 54.5 亿元，新增投资项目 3 个；海通吉禾股权投资基金管理资产规模 8 亿元，新增 2 个投资项目。

目前公司已经构筑了业内最为全面的资管业务条线，产品类型涵盖股票、固定收益、基金、股权投资管理、衍生品及量化投资管理，覆盖各种风险档次，以此满足客户多样化的财富管理需要。资管新政的实施将为公司资管业务的发展带来巨大的推动力，积极抓住这一发展机遇对于推动公司向专业财富管理机构转型以及实现盈利模式升级非常重要。相对于综合实力排名，公司资管业务的排名稍显落后，但我们相信依托公司雄厚的资本实力、强大的客户资源优势（个人及机构客户）以及综合金融构架，公司资管业务还具有很大的拓展空间。

**表 7：券商集合理财产品管理规模比较**

管理人	产品数量	份额合计(亿份)	资产净值合计(亿元)	按资产净值排名
国泰君安资产管理	46	232.77	228.51	1
中信证券	32	173.75	163.11	2
招商证券	17	161.70	156.29	3

东方证券资产管理	32	148.85	143.11	4
光大证券资产	31	138.88	135.03	5
华泰证券	22	132.02	124.45	6
广发证券	13	119.43	101.90	7
海通证券资产管理	31	52.79	50.62	13
长江证券	15	55.26	50.43	14
宏源证券	9	49.10	48.58	15
兴业证券	10	43.51	44.12	17
东北证券	6	30.62	22.91	29
国元证券	6	17.49	16.13	35
西南证券	4	17.66	14.54	38
方正证券	7	12.81	11.44	42
东吴证券	5	11.27	9.87	45
山西证券	3	7.89	7.27	54
国金证券	3	3.69	3.69	64
西部证券	1	3.52	2.66	70
合计	627	2,598.31	2,456.03	-

来源: Wind

### 3.3 自营投资稳健至上

公司自营投资风格非常稳健,权益及衍生品占净资本的比例一直控制在 20%-40% 之间,总体风险头寸较小,显示公司追求稳定收益的偏好。2012 年上半年公司主动顺应市场形势变化,积极推动投资业务转型,提高资金运用效率,共实现营业收入 11.08 亿元。其中固定收益类投资主动把握债市机遇,合理提升杠杆率,共实现营业收入 8.82 亿元;权益类和衍生品投资(套期保值业务)共实现营业收入 2.18 亿元。

公司主动顺应市场形势变化,积极推动投资业务转型,丰富盈利模式。权益类投资积极开展套保、期现套利、ETF 套利和做市业务,减少趋势性投资对盈利的影响审慎参与二级市场交易,抓住市场波段性操作机会;固定收益类投资主动把握债市机遇,合理提升杠杆率。2012 年,公司加大固定收益类投资并取得较好收益,自营业务的营业收入同比增 39.78%,同时,受证券市场行情影响,权益类金融资产价格下跌,计提可供出售金融资产减值损失金额较大,使自营业务的营业支出同比增加 62.92%,自营业务实全年现利润总额 5.73 亿元,占比 14%。

公司积极推动自营业务转型,采取稳健的资产配置和投资策略。近两年公司在固定收益产品上采取积极有效的策略,准确把握住债券市场的投资机遇,债券持有收益占比明显提高。2010 年 -2012 年中期,该项收益占已实现投资收益的比重分别为 27.7%、41.46%、61.7%。在股票市场持续低迷的背景下,公司权益类证券投资有选择的参与定向增发和新股申购,尽最大可能规避系统性下跌风险,这使得可供出售金融资产处置收益成为重要的收益贡献来源;与此同时公司还在衍生品投资上加强套保、套利等策略研究。

股指期货的推出彻底改变了券商股票投资的单边模式,套期保值手段的引入帮助券商降低了业务的系统性风险,通过参与股指期货投资公司也拓宽了盈利的来源。在 2011 年的单边下跌市中,公司交易性金融资产出售损失为 -4.87 亿,但金融衍生品投资

实现投资收益 9.41 亿元，这使得公司的总投资收益（投资收益+公允价值变动损益）同比还增长了 36.2%，超越行业表现。

**表 8：公司自营规模（单位：亿元）**

	2009	2010	2011	2012H	2012
净资本	343.9	324.59	313.43	<b>393.12</b>	390
净资产	430.74	438.52	446.87	<b>568.67</b>	579.72
自营权益类证券及证券衍生品/ 净资本	25.28%	26.87%	38.09%	<b>35.77%</b>	35.02%
自营固定收益类证券/净资本	29.53%	36.31%	60.35%	<b>47.91%</b>	66.3%

来源：公司年报

**表 9：公司自营投资收益情况（单位：百万元）**

	2010 年	2011 年	2012 年
成本法核算的长期股权投资收益	43.43	89.79	41.98
权益法核算的长期股权投资收益	78.12	72.91	65.86
处置长期股权投资产生的投资收益	5.56	11.1	63.12
持有交易性金融资产期间取得的投资收益	292.46	772.31	1050.2
持有可供出售金融资产取得的投资收益	52.40	79.26	166.76
持有持有至到期取得的投资收益	-	-	50.85
处置交易性金融资产取得的投资收益	11.16	-487.24	-249.59
处置可供出售金融资产的投资收益	498.88	583.86	-15.78
处置衍生工具取得的投资收益	23.18	941.69	808.9
股指期货套期保值投资收益	51.22	-	0
合计	1056.44	2053.7	2042

来源：公司报告

**表 10：2011 年上市券商投资收益比较（单位：百万元）**

	2011	2010	同比变动
中信证券	14808.36	11524.89	28.49%
海通证券	1579.84	1160.03	36.19%
广发证券	618.78	2605.02	-76.25%
华泰证券	433.61	802.79	-45.99%
招商证券	882.97	872.80	1.17%
光大证券	350.05	401.48	-12.81%
长江证券	49.57	952.20	-94.79%
宏源证券	357.48	692.85	-48.41%
国元证券	112.42	372.62	-69.83%
东北证券	(148.12)	203.37	-172.83%
西南证券	(306.28)	540.76	-156.64%
国金证券	(16.85)	54.63	-130.84%
兴业证券	216.61	295.59	-26.72%
山西证券	(9.56)	142.39	-106.72%
方正证券	(289.05)	484.92	-159.61%
东吴证券	(29.53)	197.13	-114.98%

西部证券	79.45	136.17	-41.66%
------	-------	--------	---------

来源: WIIND

目前券商自营的范围已经扩展至新三板挂牌企业、在区域股权交易市场挂牌转让的私募债券及股票、在境内银行间市场交易的证券、依法批准或备案发行并在境内金融机构柜台交易的证券等。投资范围的拓宽将有利于券商分散自有资本金投资、通过多元化的投资提升收益和分散风险。随着国债期货、期权等金融衍生产品的陆续推出,以套利、对冲为主要盈利模式的新型投资业务也将获得较大的发展。公司资金实力雄厚,多元化的分散投资更为重要,公司将受益于行业监管的放松,并借此提高资金综合运用收益水平,形成稳定的盈利模式。

### 3.4 投行实力逐步提升

公司投行业务实力在行业处于偏上水平。09年-12年,公司的新股首发承销市场份额分别排名行业第13位、第6位、第8位和第11位。09年至今,公司新股发行累计主承销额为397.73亿,行业排名第6位,市场份额为3.74%;公司帮助36家企业顺利实现首发融资。近几年,公司深入推进投资银行改革,投资银行在业务指标、市场拓展、管理能力、团队建设等多方面呈现良好势头,公司收入结构中来自证券承销业务的占比明显提高,2010年-2012年稳定在8%-9%的水平。

2012年,受IPO业务放缓影响,投行业务营业收入同比下降35.35%。在股权融资方面,2012年公司完成5个IPO项目,3个增发项目,承销金额78.5亿元。受二级市场持续低迷影响,证监会从2012年8月份起暂停新股发行审核,预计IPO要到5、6月才能重新开闸,2013年整个行业股票承销收入将继续下滑。公司积极开辟新三板业务,2012年新三板业务完成挂牌企业4家。随着中小企业股份转让系统正式运行,新三板大幅扩容在即,公司新三板业务有望实现高速增长。

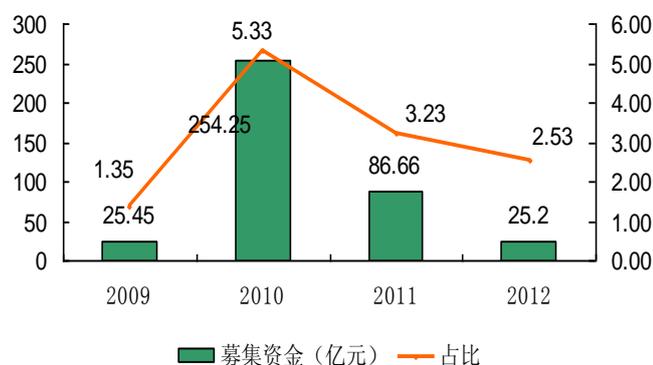
表 11: 上市券商新股 IPO 承销情况排名 (2009 年-2012 年累计)

机构名称	承销金额(亿元)	排名	占比 (%)	承销保荐费(万元)	平均费率 (%)	承销家数
中金公司	1,150.38	1.00	10.81	2,100.29	3.36	13
中信证券	1,054.68	2.00	9.91	3,340.38	4.39	43
国信证券	868.94	3.00	8.17	3,828.06	5.15	96
平安证券	781.25	4.00	7.34	4,445.57	6.31	98
招商证券	415.58	5.00	3.91	2,170.90	5.98	48
海通证券	397.73	6.00	3.74	1,614.59	6.51	36
广发证券	391.10	7.00	3.68	1,623.91	4.57	45
华泰联合	308.88	12.00	2.90	1,678.80	5.90	41
国金证券	206.81	16.00	1.94	1,046.17	6.07	24
光大证券	194.67	17.00	1.83	948.68	5.22	25
华泰证券	174.08	19.00	1.64	780.96	5.59	15
宏源证券	151.72	20.00	1.43	588.27	4.63	17
中德证券	150.48	23.00	1.41	532.88	4.76	14
西南证券	127.20	24.00	1.20	623.95	5.41	13
国元证券	113.27	25.00	1.06	601.78	5.83	16

东吴证券	96.14	27.00	0.90	670.43	7.48	13
兴业证券	88.31	28.00	0.83	446.77	5.39	14
太平洋证券	64.68	31.00	0.61	281.89	4.62	8
西部证券	37.99	40.00	0.36	235.40	6.29	6
东北证券	37.55	41.00	0.35	186.10	5.72	7
国海证券	37.17	42.00	0.35	217.13	6.56	5
长江证券承销保荐有限公司	28.43	47.00	0.27	193.46	7.20	5

来源: WIND

图 7: 公司新股承销金额及市场份额变动



资料来源: 国都证券

图 8: 公司证券承销业务收入及占比

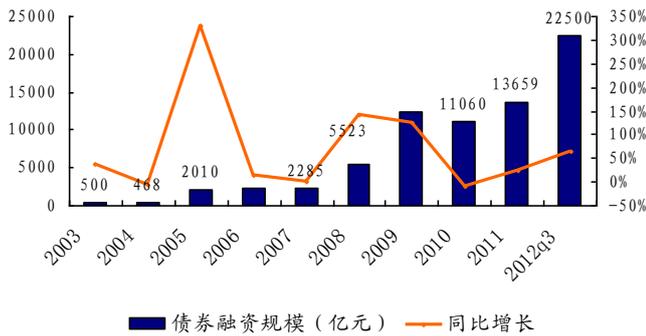


资料来源: 国都证券

受债券融资大幅增长拉动,近两年公司债券承销业务取得了较大的进步。2011年,公司完成债券主承销项目 11 个,实现业务收入 1.2 亿元,同比增长 20%;2012 年公司债券融资业务发展取得重大突破,全年完成债券主承销项目 38 个,承销金额 740 亿元。2012 年,公司新获得承销私募债、短期融资券及中期票据的资格,这有利于公司丰富其融资功能,更好地为实体经济服务。

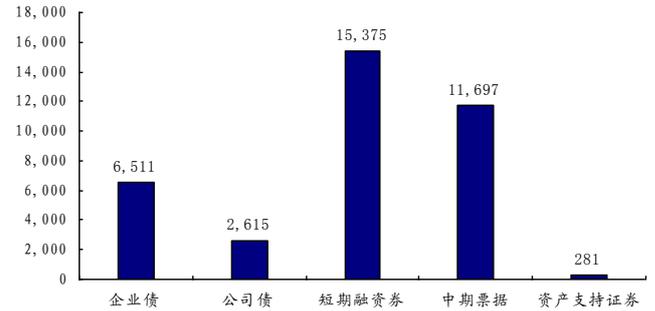
我国债券市场发展的前景非常广阔,债券融资在全社会融资总量中的占比还有很大的提升空间。2011 年末我国企业债券流通在外的存量规模为 7573 亿美元,美国的公司债存量规模为 81971 亿美元,是我们的 10.8 倍。以高盛为代表的华尔街大行来自债券承销的收入基本与股票承销收入持平,而国内券商的债券承销收入占比显著低于股票,这种不平衡未来应有望逐步扭转。未来随着债券融资占比的不断提升,公司的债券承销收入有望持续增长。

图 9: 债券融资规模及增长



资料来源: 国都证券

图 10: 2012 年信用债券发行情况 (单位: 亿元)



资料来源: 国都证券

## 4. 盈利能力与投资建议

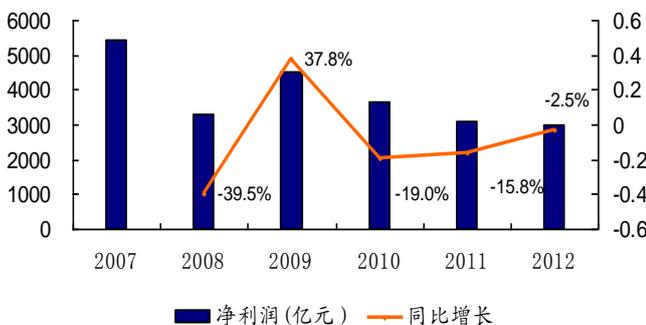
### 4.1 盈利能力分析

受市场持续低迷影响,行业传统的经纪、自营业务收入大幅萎缩,近三年公司业绩持续下滑,10年、11年分别同比下滑19%和15.8%,12年同比下降2.5%,降幅收窄,有企稳趋势。相比同业,公司业绩波动幅度整体要小,这主要得益于公司更为多元化的收入结构。

近几年公司的净资产收益率在上市券商中也处于偏低之列,这主要是因为公司的净资产规模较大,但受市场及制度制约,这些资金缺乏稳定可靠的运用渠道,从而造成资金运用效率低下。不过随着融资融券、约定回购等资本中介型业务的发展,这一状况有望逐步改变。

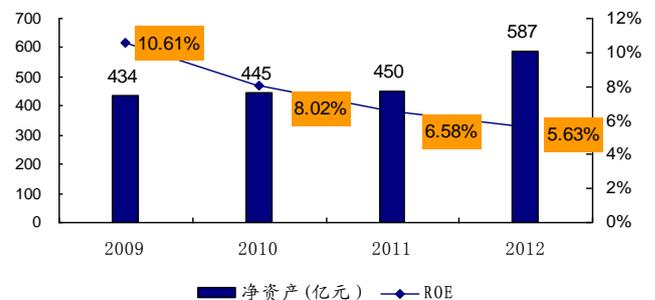
2012年创新大会后,监管层出台了一系列创新业务发展细则,不仅涵盖资管、经纪、直投、自营等业务,同时还积极推动新业务的发展,这包括中小企业私募债试点、柜台交易、新三板等。面对行业发展的不利格局,公司积极推动传统业务的转型,大力拓展创新型业务,积极探索建立更稳健、更可持续的盈利模式。

图 11: 公司净利润及同比增速



资料来源: 国都证券

图 12: 公司净资产及 ROE



资料来源: 国都证券

**表 12: 上市券商净资产收益率比较**

	2009	2010	2011	2012Q3
中信证券	15.31	17.23	16.99	3.35
海通证券	10.61	8.02	6.58	4.49
<b>广发证券</b>	<b>31.87</b>	<b>19.74</b>	<b>8.72</b>	<b>5.60</b>
华泰证券	33.14	11.87	5.43	3.97
招商证券	29.84	13.70	8.28	4.81
光大证券	18.75	9.34	6.53	4.05
长江证券	23.80	13.25	3.13	4.51
宏源证券	20.08	18.76	8.90	8.18
国元证券	17.54	6.21	3.77	2.50
东北证券	34.33	16.20	(4.85)	3.65
西南证券	24.75	11.62	0.87	1.85
国金证券	21.12	14.95	6.98	6.86
太平洋	25.60	10.89	7.55	0.41
兴业证券	24.82	12.58	4.81	4.54
山西证券	21.44	12.97	3.09	2.40
方正证券	20.06	15.18	1.39	2.12
东吴证券	21.78	14.77	5.31	3.05
西部证券	32.80	18.08	6.89	3.90

来源: Wind

由于传统业务市场地位较为稳固, 创新业务进入收获期, 公司业绩的波动性还是比中小券商要小, 收入结构也更为多元化。尤其是 2012 年, 我们看到代理买卖证券业务收入占比下降至 24.88%, 证券承销、资产管理、净息收入及自营投资收益占比 67.39%, 反映公司业务结构趋向于改善, 收入来源更多元化。

**表 13: 公司收入结构**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
代理买卖证券业务净收入	49.82%	57.41%	63.12%	49.79%	32.73%	24.88%
证券承销业务净收入	3.27%	2.40%	3.84%	9.42%	9.03%	7.19%
受托资产管理业务净收入	6.22%	7.65%	7.48%	7.30%	10.60%	9.43%
利息净收入	4.35%	14.31%	11.31%	13.98%	22.53%	23.21%
自营投资	31.80%	14.86%	10.45%	11.88%	17.00%	27.56%
成本收入比	29.01%	42.14%	37.48%	46.19%	45.50%	43.88%
所得税率	28.66%	8.46%	22.07%	22.48%	23.68%	21.29%

来源: 公司年报

## 4.2 盈利预测假设

考虑到今年经济复苏的力度较温和, 企业盈利增速回升较慢, 我们认为市场主要还是以结构性的、阶段性的行情为主, 但是投资者信心将较 2012 年明显恢复, 这将为传统业务带来复苏的推动力。与此同时, 在创新发展政策的大力推动下, 我们预计公司的资管业务、融资融券及新三板业务都将取得快速增长。盈利预测主要假设如下:

**1. 经纪业务。**2012年两市A股日均交易额为1275亿元左右,两市成交额为61.91万亿,较2011年同比下降10%。考虑到今年市场环境整体趋暖,交易活跃度明显提升,我们预计两市成交额将增长30%左右,达到83.12万亿,对应日均交易额为1656亿元。2014年,考虑到经济持续复苏及企业盈利明显回升,预计市场将延续上涨趋势,保守预测指数涨幅为10%左右,两市成交额增长20%,日均成交额为2064亿元。公司佣金费率水平已经与行业持平,不过非现场开户的发展可能给行业佣金率带来进一步下滑压力,预计公司未来两年的佣金率为0.076%。基于以上假设,公司2013、2014年的代理买卖证券业务净收入规模为28.43亿和32.26亿。

表 14: 公司代理买卖证券业务净收入预测

	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
<b>股基权交易额</b>						
行业	119.2	113.13	68.83	63.94	83.12	95.588
公司	48363.85	45527.2	35199.8	29052.36	37404	43014.6
市场份额	4.06%	4.02%	4.13%	4.54%	4.50%	4.50%
<b>净佣金费率</b>						
公司	0.119%	0.095%	0.100%	0.079%	0.076%	0.075%
行业	0.130%	0.107%	0.086%	0.078%	0.076%	0.075%
代理买卖证券业务净收入	74.52	54.3	30.63	22.4	28.43	32.26

来源: 国都证券

**3. 自有资金投资。**考虑到经济温和复苏,2013年股市的机会应好于债市。我们预计公司将增加股票投资仓位,减少债券投资规模;权益及衍生品/净资本比有望提高至40%,固定收益/净资本比降至60%(约175亿),按照股票和债券分别8%(对冲后)和4%的投资收益率计算,预计2013年公司证券投资收益为21.84亿元。

**4. 净利息收入。**净息收入主要来自客户保证金息和融资融券。随着标的范围的扩容及准入门槛下降,融资融券业务需求将迅速增长,预计2013年、2014年公司融资融券余额分别增长80%和50%,达到126.9亿和190.35亿,按照8.6%的年利率计算,净息收入分别为8.49亿元13.64亿元。预计2013、2014年公司包括客户保证金利息在内的其他净息收入分别为16.5亿和16亿元。

**5. 资产管理业务。**受资管新政及市场环境推动,预计公司集合管理资产规模在明后两年的复合增速将超过60%,预计管理费收入分别增长15.6%和13.7%。

**6. 管理费用及税率假设。**2013、2014年成本收入比为44%、有效所得税率为22%、营业税及附加税率4.5%。

综合以上假设,我们预计公司2013、2014年分别实现净利润37.45亿元以及43.94亿元,同比增速为24%和17.3%,对应EPS为0.39元和0.46元。

### 4.3 投资建议

公司传统业务市场份额稳固、各项创新业务都走在行业前列。公司经营稳健、发展战略清晰且具有一定前瞻性,依托强大的综合业务平台及资本优势,我们认为公司有望在未来两年里充分分享传统业务修复以及创新业务加速发展的红利。基于以上理由,我们看好公司未来的发展前景。根据我们较为保守的盈利预测,目前公司股价对

应 13 年和 14 年的 PE 分别为 25.9 和 22 倍，对应 13 年 PB 为 1.58 倍，在同业中处于较低水平。我们给予公司推荐-A 的评级。

## 5. 风险提示：经济复苏力度低于预期 A 股市场大幅下跌

表 15：海通证券盈利预测表

	2010	2011	2012	2013E	2014E
一、营业收入	9767.69	9292.73	9,140.69	10,022.00	11,638.00
手续费及佣金净收入	7208.24	5522.54	4,384.85	4,903.00	5,743.00
其中：代理买卖证券业务净收入	4863.82	3041.43	2,274.05	2,843.00	3226.00
证券承销业务净收入	919.74	839.07	657.49	420.00	681.00
受托客户资产管理业务净收入	713.52	985.02	861.77	998.00	1135.00
利息净收入	1365.52	2093.38	2,121.47	2,499.00	2964.00
投资净收益	1056.44	2053.71	2,042.46	2,261.00	2546.00
对联营企业投资	78.12	72.91	65.87	77.00	85.00
公允价值变动净收益	103.59	(473.87)	476.95	259.00	325.00
汇兑净收益	5.81	68.87	90.68	58.00	12.00
其他业务收入	28.09	28.11	24.28	42.00	48.00
二、营业支出	4934.76	5125.06	5,153.91	5,033.69	5,724.07
营业税金及附加	422.39	379.14	269.38	461.01	535.35
管理费用	4511.73	4228.44	4,011.39	4,409.68	5,120.72
资产减值损失	(3.77)	507.64	841.22	151.00	45.00
其他业务成本	4.41	9.83	31.91	12.00	23
三、营业利润	4832.93	4167.67	3,986.79	4,988.31	5,913.93
加：营业外收入	159.17	136.52	135.60	58.00	72.00
减：营业外支出	2.41	4.03	12.91	12.00	25.00
四、利润总额	4989.69	4300.16	4,109.47	5,034.31	5,960.93
减：所得税	1121.53	1018.17	874.98	1,107.55	1,311.41
五、净利润	3868.16	3282.00	3,234.49	3,926.76	4649.53
归属于母公司所有者的净利润	3686.26	3103.03	3,019.78	3,746.76	4393.53
股本	8230.00	8230.00	9,584.72	9,584.72	9,584.72
EPS	0.45	0.38	0.32	0.39	0.46
业绩增速	-18.95%	-15.82%	-2.68%	24.07%	17.26%

**国都证券投资评级**

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上

**免责声明**

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

**国都证券研究员及其研究行业一览表**

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
邓婷	金融	dengting@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
王树宝	煤炭、钢铁	wangshubao@guodu.com	刘洵	IT	liuyun@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com
张崴	房地产	zhangweiwei@guodu.com	丰亮	汽车及零部件	fengliang@guodu.com
卢珊	食品饮料	lushan@guodu.com	王寅	医药	wangyin@guodu.com
袁放	有色	yuanfang@guodu.com	杨志刚	家电/旅游	yangzhigang@guodu.com
王方	基金、融资融券	wangfang@guodu.com	赵锴	股指期货	zhaokai@guodu.com
张咏梅	IT	zhangyongmei@guodu.com	向磊	机械	xianglei@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			