

海通证券 (600837)

创新领先 传统业务显著提升

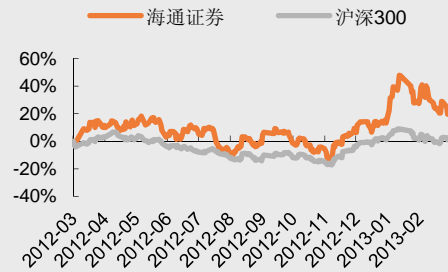
推荐 (维持)

现价: 10.75 元

主要数据

行业	证券
公司网址	www.htsec.com
大股东/持股	上海上实/6.75%
实际控制人/持股	/
总股本(百万股)	9585
流通 A 股(百万股)	8092
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	1030
流通 A 股市值(亿元)	870
每股净资产(元)	6.1
资产负债率(%)	52.1

行情走势图



证券分析师

励雅敏

投资咨询资格编号: S1060513010002
Liyamin860@pingan.com.cn

吴杰

投资咨询资格编号: S1060512070003
Wujie520@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告,如经由未经许可的渠道获得研究报告,请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项: 海通证券发布 2012 年年报, 报告期内公司实现营业收入 91.4 亿元, 同比下滑 1.6%, 归属于上市公司股东的净利润 30.2 亿元, 同比下滑 1.4%; 每股收益 0.33 元, 期末每股净资产 6.1 元, 每 10 股派 1.2 元。

■ 经纪和投行拖累业绩

公司12年业绩基本符合我们的预期, 经纪、投行两大业务收入同比分别下滑 25.2%、21.6%, 成为拖累业绩的主要因素, 而自营业务收入同比增长58.3%, 为收入贡献最大的主营业务。

■ 经纪业务: 零售和机构市场份额均显著提升

2012 年公司经纪业务收入 22.7 亿元, 占比已降至不足 25%; 公司在零售市场和机构市场的份额均获得显著提升; 股票交易市场份额由 11 年的 4.09% 提升至 4.42%, 而主要由机构投资者参与的基金、债券交易市场份额增长幅度更大。基于公司庞大的经营网络、服务能力的提升, 以及大宗交易领域的领先优势, 2013 年经纪市场份额有望进一步提升至 4.8%, 代销金融产品收入贡献将更为显著, 经纪业务收入预计同比增长 49%。

■ 债券承销进步显著

2012 年公司投行业务收入 6.6 亿元, 企业主体债券承销大幅增长 5.2 倍, 一定程度上对冲了股票融资额下滑对业绩的影响; 公司于业内率先获得短期融资券、中期票据等的承销资格, 在债券市场继续快速扩张的背景下, 债券承销业务仍具备较大的增长空间, 预计 2013 年公司企业主体债券承销额同比将继续增长 103%, 但限于 IPO 融资存在较大不确定性, 投行业务收入预计同比增长 6%。

■ 资本中介业务领先业内

由于公司在大多数创新领域率先实现了业务布局, 对于创新的推进保持较高的执行力, 融资融券和约定购回式证券交易处于业内领先地位, 融资融券、约定购回和期限套利等创新业务收入占比持续提升至 16.5%, 我们预计 2013 年公司融资融券余额将进一步增至 154 亿元, 同比增幅为 118%, 创新类业务收入占比将增至 25%-30% 区间, 盈利模式得到进一步改善。

■ 维持“推荐”评级

13、14 年 EPS 分别为 0.42 元、0.50 元, 目前股价隐含的 PE 分别为 25.6 倍、21.7 倍, 低于目前行业 44.6 倍水平; 13、14 年 BVPS 分别为 6.5 元、6.8 元, 目前股价隐含的 PB 分别为 1.7 倍、1.6 倍, 低于目前行业 3.4 倍平均水平。基于公司估值具备较高的安全边际, 同时我们认为公司传统业务经营能力的显著提升、创新业务业内领先, 且具备雄厚的资本实力、经营网络及客户基础, 各业务线之间协同效应将逐步显现, 业务发展更具综合平台优势, 盈利模式将得到进一步优化, 故现阶段我们仍将其视为最看好的券商之一, 维持“推荐”评级。

	2011A	2012A	2013E	2014E
主营收入 (百万元)	9,293	9,141	11,636	13,245
YoY(%)	-4.9	-1.6	27.3	13.8
净利润 (百万元)	3,103	3,020	4,020	4,753
YoY(%)	-15.2	-1.4	31.5	18.2
净利率(%)	35.3	35.4	36.5	38.0
ROE(%)	7.1	6.0	6.9	7.7
EPS (当年股本)	0.38	0.33	0.42	0.50
P/E(倍)	28.5	34.1	25.6	21.7
P/B(倍)	2.0	1.8	1.7	1.6

一、经纪业务：零售和机构市场份额均显著提升

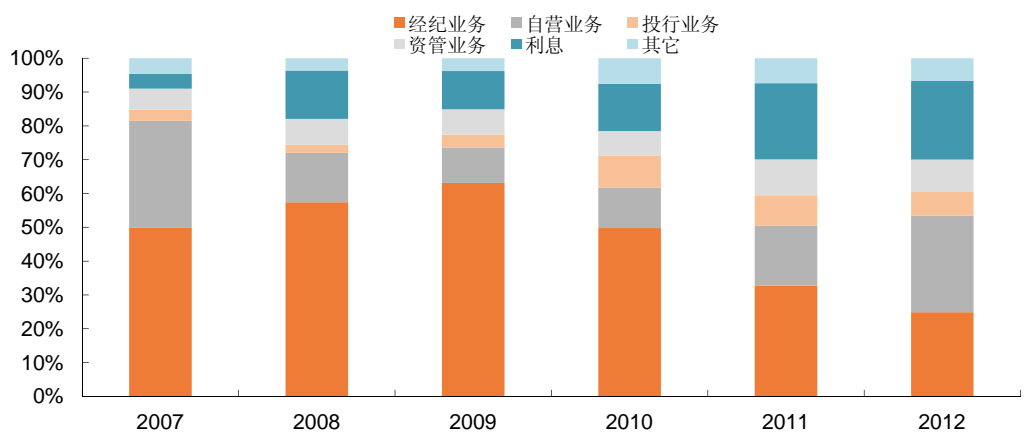
2012 年公司经纪业务收入 22.7 亿元，同比下滑 25.2%，收入占比已降至不足 25%，在行业内处于较低水平。

虽然公司经纪业务绝对收入额大幅下滑，但是公司在零售市场和机构市场的份额均获得显著提升：股票交易市场份额由 11 年的 4.09% 提升至 4.42%，而主要由机构投资者参与的基金、债券交易市场份额增长幅度更大，公司提升研究服务实力，以及加强专业机构投资者、企业和高净值客户服务力度所带来的效果得以充分显现。

我们认为公司依托规模居于业内第 4 位的经营网络，以及对专业机构投资服务能力的显著提升、国际客户群体的开拓，以及在大宗交易业务领域的领先优势，2013 年经纪市场份额有望进一步提升至 4.8%，代销金融产品收入贡献将更为显著。

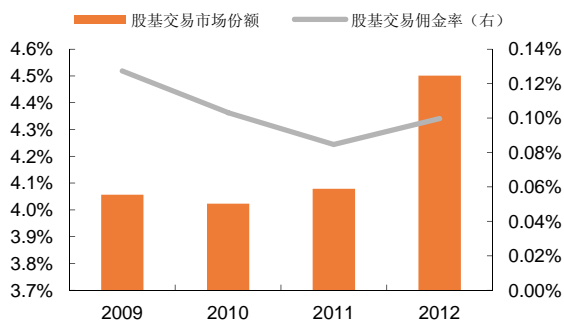
在日均交易额 1600 亿元、交易佣金率同比下滑 15% 的假设下，经纪业务收入将同比增长 49%。

图表1 经纪业务收入占比降至不足25%



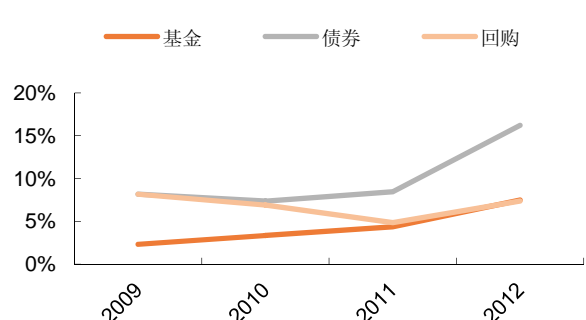
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 股基交易市场份额显著提升



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 股票之外的其他品种交易份额提升更为显著



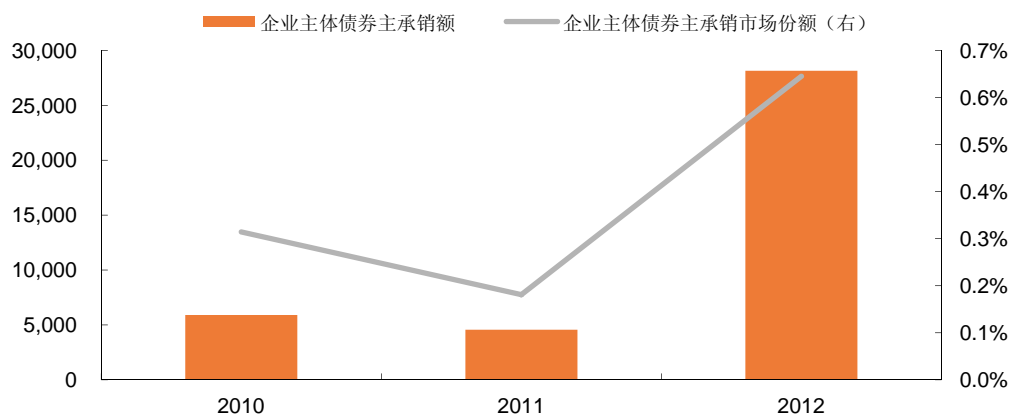
资料来源：公司公告，平安证券研究所

二、债券承销进步显著

2012 年公司投行业务收入 6.6 亿元，同比下滑 21.6%，但是企业主体债券承销大幅增长 5.2 倍，一定程度上对冲了股票融资额显著下滑对业绩的影响。

公司于业内率先获得短期融资券、中期票据和中小企业私募债的承销资格，在债券市场继续快速扩张的背景下，公司债券承销业务仍具备较大的增长空间，预计 2013 年公司企业主体债券承销额同比将继续增长 103%，但限于 IPO 融资存在较大的不确定性，预计投行业务收入同比增长 6%。

图表4 债券承销额大幅增长



资料来源：公司公告，平安证券研究所

三、资本中介类创新业务领先业内

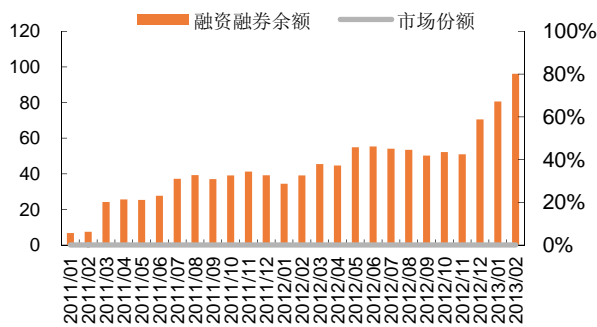
由于公司在大多数创新领域均获得首批试点资格，因此已经实现了较完整的业务线布局，包括牵头承销全国首单信贷资产证券化项目、现金管理产品募集规模业内领先，均表明公司对于创新的推进保持较高的执行力。

在目前产生实质性收入贡献的资本中介类创新业务领域，公司融资融券和约定购回式证券交易两项业务均处于业内领先地位，融资融券余额规模仅次于中信位居行业第 2，而约定购回规模则一直处在行业第 1 位，尤其重要的是，融资融券、约定购回和期限套利等创新业务收入占比持续提升至 16.5%，已成为公司抵御传统业务下滑的重要方式。

公司作为国内除中信外唯一一家 A+H 上市的券商，资本实力领先业内，为创新业务尤其是资本金消耗类业务的进一步规模化发展提供了重要基础；公司还积累了将近 460 万客户，将成为创新类产品和服务创设的最重要需求基础；创新业务布局完整且处于业内领先，传统业务经营能力显著提升，将有利于各业务线之间有效发挥协同效应，为整体上优化业务模式、提升盈利能力拓展空间。

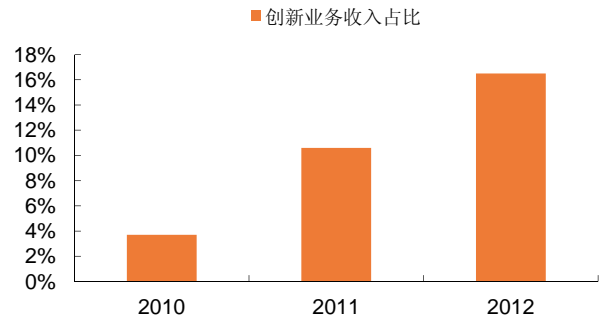
因此，我们预计 2013 年公司融资融券余额将进一步增至 154 亿元，同比增幅为 118%，创新类业务收入占比将增至 25%-30%区间，盈利模式得到进一步改善。

图表5 融资融券规模业内领先



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表6 主要创新业务收入贡献持续提升



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

三、预计经纪、投行业绩改善，创新规模化发展

2013 年盈利预测关键假设如下：

- 1) 日均股基交易额 1600 亿元；
- 2) 股基交易市场份额由 12 年的 4.54% 升至 4.8%，佣金率 0.085%，同比下滑 15%；
- 3) 股票主承销规模增至 137 亿元，市场份额由 12 年的 1.75% 升至 3.00%，平均费率 4%；
- 4) 集合理财规模同比增长 30%，平均费率维持不变；
- 5) 融资融券余额 154 亿元，同比增长 118%。

基于以上假设，预计 2013 年公司营业收入同比增长 27.3%，净利润同比增长 31.5%，13、14 年 EPS 分别为 0.42 元、0.50 元，目前股价隐含的 PE 分别为 25.6 倍、21.7 倍，低于目前行业 44.6 倍水平；13、14 年 BVPS 分别为 6.5 元、6.8 元，目前股价隐含的 PB 分别为 1.7 倍、1.6 倍，低于目前行业 3.4 倍平均水平。

基于公司目前估值具备较高的安全边际，同时我们认为公司传统业务经营能力的显著提升、创新业务业内领先，且具备雄厚的资本实力、经营网络及客户基础，后续各业务线之间协同效应将会显现，业务发展更具综合性平台优势，盈利模式将进一步优化，故现阶段我们仍将其视为最看好的券商之一，维持“推荐”评级。

损益表 (百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入	9293	9141	11636	13245
手续费及佣金净收入	5523	4385	5849	6538
代理买卖证券业务净收入	3041	2274	3396	3553
证券承销业务净收入	839	657	697	875
受托客户资产管理业务净收入	985	862	1060	1333
利息净收入	2093	2121	2667	3432
投资收益+公允价值变动	1649	2610	3096	3251
营业支出	5125	5154	6041	6631
营业税金及附加	379	269	380	425
管理费用	4228	4011	4953	5497
营业利润	4833	4168	3987	5595
利润总额	4990	4300	4109	5595
所得税费用	1122	1018	875	1343
少数股东损益	3868	3282	3235	4252
归属于母公司股东净利润	182	179	215	232

YOY (%)	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入	-4.9	-1.6	27.3	13.8
手续费及佣金净收入	-23.4	-20.6	33.4	11.8
代理买卖证券业务净收入	-37.5	-25.2	49.3	4.6
证券承销业务净收入	-8.8	-21.6	6.0	25.6
受托客户资产管理业务净收入	38.1	-12.5	23.0	25.7
利息净收入	53.3	1.3	25.7	28.7
投资收益+公允价值变动	41.4	58.3	18.6	5.0
营业支出	3.9	0.6	17.2	9.8
营业税金及附加	-10.2	-28.9	41.1	11.8
管理费用	-6.3	-5.1	23.5	11.0
营业利润	-13.8	-4.3	40.3	18.2
利润总额	-13.8	-4.4	36.2	18.2
归属于母公司股东净利润	-15.2	-1.4	31.5	18.2
总资产	-14.3	27.8	9.7	8.3
净资产	2.2	29.6	4.9	5.5

资产负债表 (百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E
货币资金	50898	52312	54143	55876
结算备付金	3952	3045	3945	4366
交易性金融资产	20505	32164	30868	35520
可供出售金融资产	7189	8108	8919	9810
其他资产	16333	30717	33789	37168
资产总计	98876	126346	138643	150135
代理买卖证券款	38014	36957	45158	49980
其他负债	14252	28959	28442	29127
负债合计	52266	65916	75267	83303
股本	8228	9585	9585	9585
股东权益合计	46611	60431	63376	66832
负债和股东权益合计	98876	126346	138643	150135

利润率和回报率 (%)	2011A	2012A	2013E	2014E
净利润率	35.3	35.4	36.5	38.0
净资产收益率	7.1	6.0	6.9	7.7

每股指标 (元)	2011A	2012A	2013E	2014E
每股收益	0.38	0.33	0.42	0.50
每股净资产	5.47	6.12	6.45	6.80

关键假设	2011A	2012A	2013E	2014E
日均股基交易额 (亿元)	1754	1328	1600	1700
公司交易市场份额 (%)	4.08	4.54	4.80	5.00
公司佣金率 (%)	0.085	0.100	0.085	0.078
公司股票融资市场份额 (%)	2.38	1.75	3.00	3.50

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2013 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257