



Research and
Development Center

首次覆盖：创新业务逐步发力的综合性券商

—— 海通证券（600837.sh）深度报告

2013年5月15日

非银行金融组

王松柏

杨 腾

证券研究报告

公司研究——首次覆盖

海通证券 (600837.sh)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

海通证券相对沪深 300 表现



资料来源: 信达证券研发中心

王松柏 行业首席分析师
执业编号: S1500512080001
联系电话: +86 10 63081428
邮箱: wangsongbai@cindasc.com

杨腾 研究助理
联系电话: +86 10 63081244
邮箱: yangteng@cindasc.com

公司主要数据 (2013-5-14)

收盘价(元)	10.55
52周内股价波动区间(元)	7.55-13.50
最近一月涨跌幅(%)	5.9
总股本(亿股)	95.85
流通A股比例(%)	84.42
总市值(亿元)	1011

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院
1号楼6层研究开发中心
邮编: 100031

创新业务逐步发力的综合性券商

深度报告

2012年5月15日

目标价: 11.39元

本期内容提要:

- ◆ **投资亮点: 优先布局红利+创新业务逐步发力。**1、海通证券的净资本规模、风控水平和综合能力使其在各类新业务试点中均享受“优先布局”的红利; 2、融资融券、约定式回购等新业务势头良好, 利润贡献占比逐年增加; 3、传统业务基础和国际业务平台为公司进一步的创新和扩展提供了良好的基础。
- ◆ **财务预测与估值:** 在2013年、2014年日均股票交易额分别为1600亿元、1700亿元的假设下, 公司2013年、2014年每股收益分别为0.40元、0.46元。采用部分加法对公司各业务模块进行估值, 得到公司目标价11.39元, 首次覆盖给予“增持”评级。
- ◆ **风险提示:** 交易量的下跌可能影响公司经纪业务收入进而影响业绩; 自营业务的波动性可能影响公司的盈利; 创新业务业绩不达预期。

公司报告首页财务数据

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营业务收入(百万元)	9292.73	9140.70	10407.82	11623.93	12636.07
增长率 YoY %	-4.86%	-1.64%	13.86%	11.68%	8.71%
净利润(百万元)	3282.00	3234.50	4061.34	4616.89	5071.33
增长率 YoY%	-15.15%	-1.45%	25.56%	13.68%	9.84%
毛利率%	44.85%	43.62%	50.46%	51.47%	52.06%
净资产收益率 ROE%	7.04%	5.35%	6.42%	6.96%	7.28%
每股收益 EPS(元)	0.38	0.32	0.40	0.46	0.50
市场一致预期 EPS(元)			0.42	0.48	0.54
市盈率 P/E(倍)	28.0	33.5	26.3	23.1	21.0
市净率 P/B(倍)	1.93	1.72	1.65	1.58	1.50

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为2013年5月14日收盘价

目 录

公司背景	1
公司业务分析	2
盈利模式: 近两年业务多样化开始显现	2
盈利能力: 处于上市证券公司前列	3
经纪业务: 处于第二集团领先地位	5
投行业务: 2012年在债券承销领域进展明显	7
资产管理业务: 2012年成立资管子公司	8
自营业务: 投资方向逐渐分散化	9
创新业务: 借助传统业务基础逐步发力	11
国际业务: 具有成熟的国际业务平台	11
盈利预测	13
经纪业务收入 2013年有所回升	13
投行业务 2013年业绩增长有限	14
资产管理业务具有较大潜力	14
2013、2014年净利润分别为 40.61 亿元、46.17 亿元	15
公司估值	16
风险提示	18

表 目 录

表 1: 海通证券经纪业务预测	13
表 2: 海通证券投行业务预测	14
表 3: 海通证券资产管理业务预测	14
表 4: 海通证券自营业务预测	15
表 5: 海通证券业务及管理费预测	15
表 6: 海通证券部分加法估值	16
表 7: 2013年每股收益敏感性分析	17
表 8: 2013年每股净资产敏感性分析	17
表 9: 2013年每股价值敏感性分析	18

图 目 录

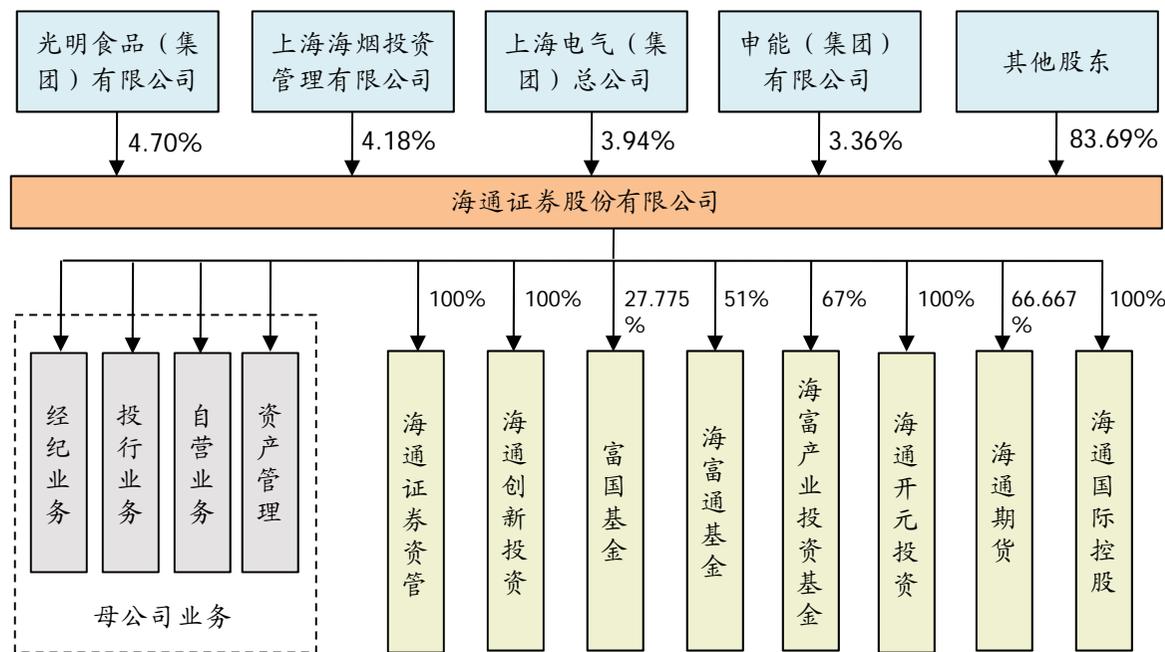
图 1: 海通证券组织架构	1
图 2: 证券行业收入结构	2
图 3: 海通证券收入结构*	3
图 4: 海通证券净利润率	4
图 5: 上市证券公司盈利能力格局 (2012年)	4
图 6: 上市证券公司营业部均交易额 (2012年)*	5
图 7: 上市证券公司经纪业务净佣金率 (2012年)	6
图 8: 海通证券经纪业务净佣金率	6
图 9: 上市证券公司经纪业务格局 (2012年)	7
图 10: 上市证券公司投行业务格局 (2012年)	8
图 11: 海通证券集合资产管理市场份额	9
图 12: 海通证券自有投资规模	10
图 13: 海通证券自有投资构成	10
图 13: 海通证券融资融券余额规模	11
图 14: 海通证券国际业务净资产规模	12
图 15: 海通证券国际业务净利润和 ROE	12

公司背景

海通证券是我国成立最早的证券公司之一，其前身为 1988 年成立的上海海通证券公司，是交通银行上海分行的全资子公司。1994 年改制为海通证券有限公司，2002 年进一步整体变更为股份有限公司。2007 年 7 月公司通过借壳都市股份于上交所 A 股上市，2012 年 4 月通过首次公开发行境外上市外资股（H 股）于香港联交所上市。

公司股权结构较为分散，直接持有公司 3% 以上的 A 股股东共有四家，分别是光明食品（集团）、上海海烟投资、上海电气（集团）和申能（集团），其中光明食品（集团）、上海电气（集团）和申能（集团）均为上海市国资委旗下企业。除母公司证券业务外，海通证券有 8 个主要参、控股公司，涉及资产管理业务（海通证券资管）、证券投资业务（海通创新投资）、基金业务（富国基金、海富通基金）、直投业务（海富产业投资基金、海通开元投资）、期货业务（海通期货）、海外业务（海通国际控股）。

图 1：海通证券组织架构



资料来源：公司数据，信达证券研发中心

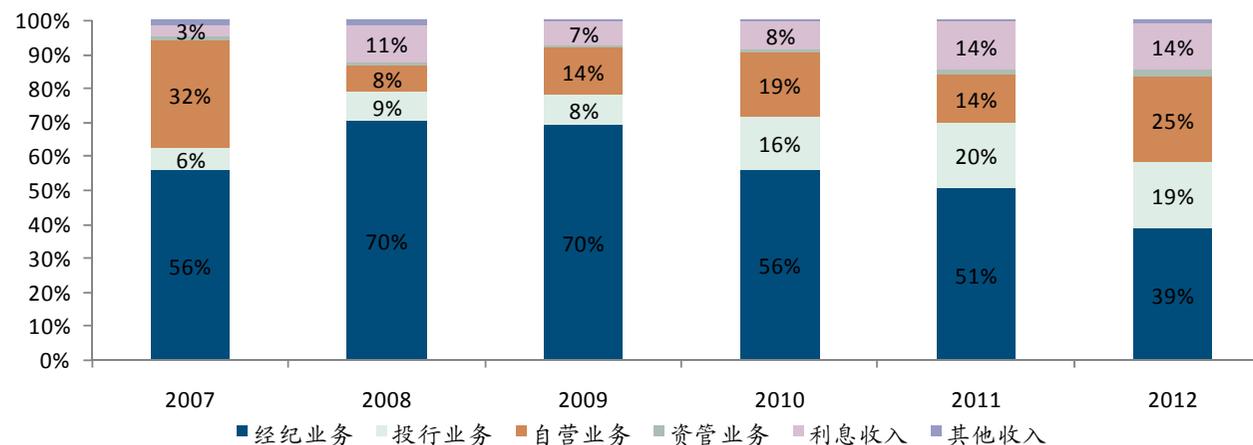
公司业务分析

盈利模式：近两年业务多样化开始显现

海通证券作为成立较早的大型综合券商，其传统业务对公司业绩的贡献度一直较高，经纪业务和自营业务是最主要的业绩贡献模块。公司在 2005 年的证券公司综合治理过程中先后托管了甘肃证券和兴安证券（均于 2007 年底实现并表），使公司的经纪业务覆盖度大幅扩展。截止 2012 年底，海通证券共有 202 个证券营业部，营业部数量在上市证券公司中排名第三，低于华泰证券（225 个）和广发证券（204 个）。

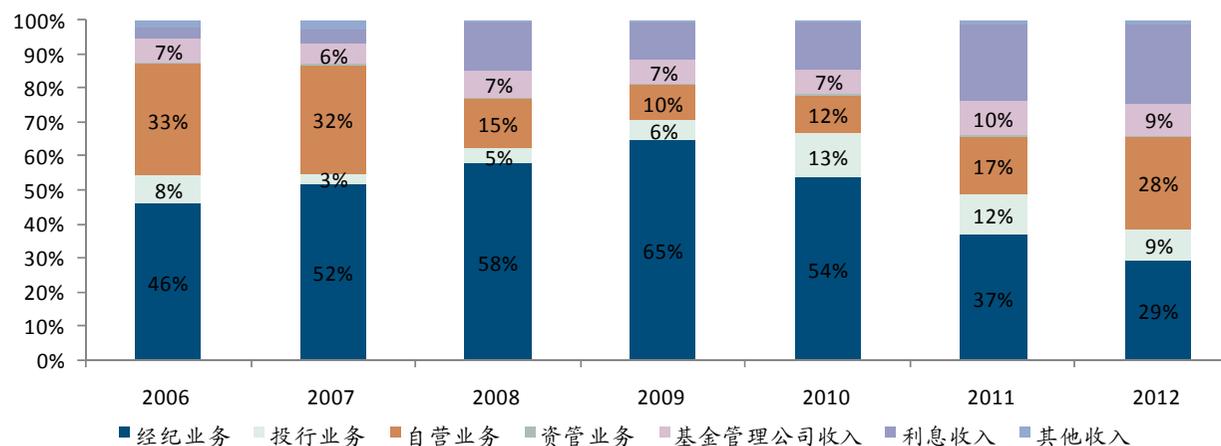
比较海通证券收入结构和证券行业收入结构可以发现，直到 2009 和 2010 年，海通证券与全行业收入结构占比还十分相近，且经纪业务收入占比均在 50% 以上；然而海通证券的业务结构多样化在 2011 和 2012 两年内逐步体现出来，业绩占比也和行业整体状况产生了差异。这与海通证券的融资融券等新业务的规模迅速扩大带来业绩贡献增长有关。2012 年全年，海通证券经纪业务收入占比已降低至 29%，低于行业平均水平 10 个百分点；而自营业务、利息收入的占比则分别为 28% 和 23%，业务多样化开始逐步显现。

图 2：证券行业收入结构



资料来源：中国证券业协会，信达证券研发中心

图 3: 海通证券收入结构*



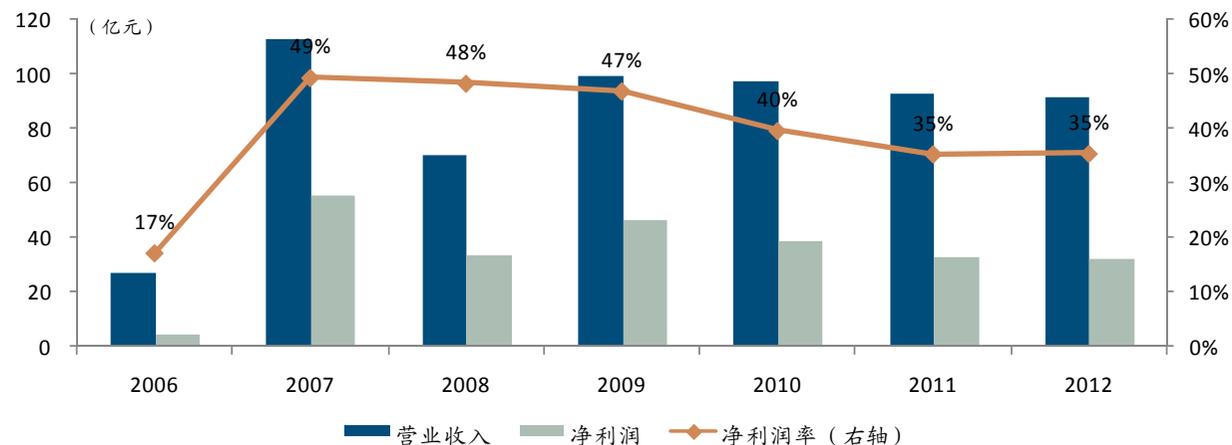
资料来源: 公司数据, 信达证券研发中心

盈利能力: 处于上市证券公司前列

在 2007 年完成对甘肃证券和兴安证券的并表后, 海通证券的收入和利润规模均实现大幅增长。自 2007 年至 2012 年收入规模均超过 70 亿, 而净利润率在 35%至 50%区间波动, 在牛熊市中均维持了较高的稳定性。

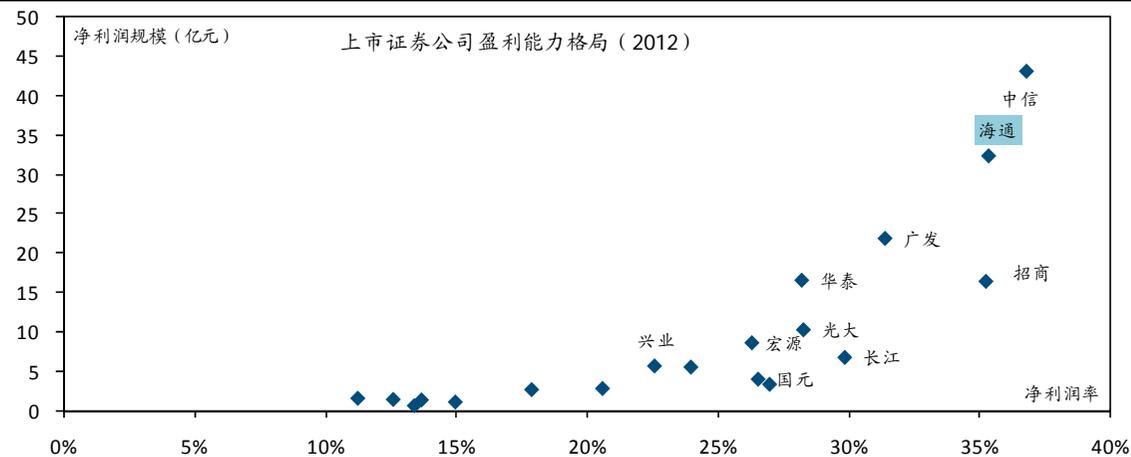
而通过比较分析 2012 年上市证券公司的盈利能力可以看出, A 股上市证券公司的净利润规模和净利润率之间呈现十分明显的正相关性。从净利润规模和净利润率构成的格局来看, 海通证券处于第一集团, 规模优势和盈利能力优势较为明显。2012 年海通证券净利润为 32 亿元, 处于上市证券公司第二位, 略低于中信证券 (43 亿元); 净利润率为 35%, 处于上市证券公司第二位。

图 4: 海通证券净利润率



资料来源: 公司数据, 信达证券研发中心

图 5: 上市证券公司盈利能力格局 (2012 年)



资料来源: 公司数据, 信达证券研发中心

经纪业务：处于第二集团领先地位

作为业务覆盖全国的综合性的证券公司，海通证券下属 202 家证券营业部（截至 2012 年 12 月 31 日），营业部数量在上市证券公司中排名第三；营业部覆盖全国 27 个省份，其中覆盖度较高的有黑龙江（39 家）、上海（30 家）、江苏（15 家）、广东（14 家）等省市。2012 年海通证券部均股票基金交易额 144 亿元，在前十大上市证券公司中排名第五；2012 年经纪业务净佣金率为 0.78%，在前十大上市公司中排名第七。

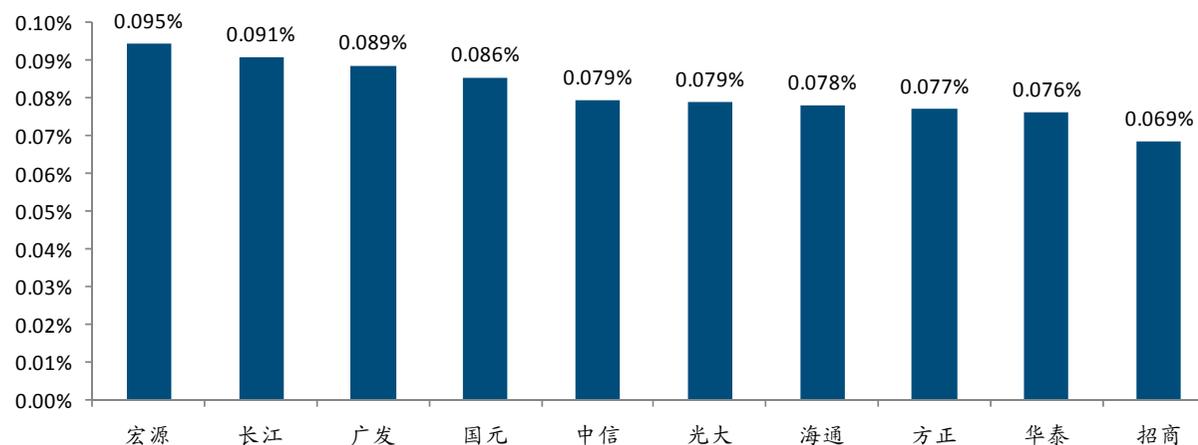
海通证券佣金率自 2008 年起一直高于行业平均水平，这与 2007 年底实现和甘肃证券、兴安证券的并表有关。但近年来由于佣金竞争较为激烈，各地区佣金率有逐渐趋同的趋势，海通证券整体佣金率水平逐渐与行业平均水平趋同。2012 年海通证券经纪业务市场份额占有率为 4.54%，机构经纪业务市场份额为 3.82%，处于第二集团的领先地位。

图 6：上市证券公司营业部部均交易额（2012 年）*



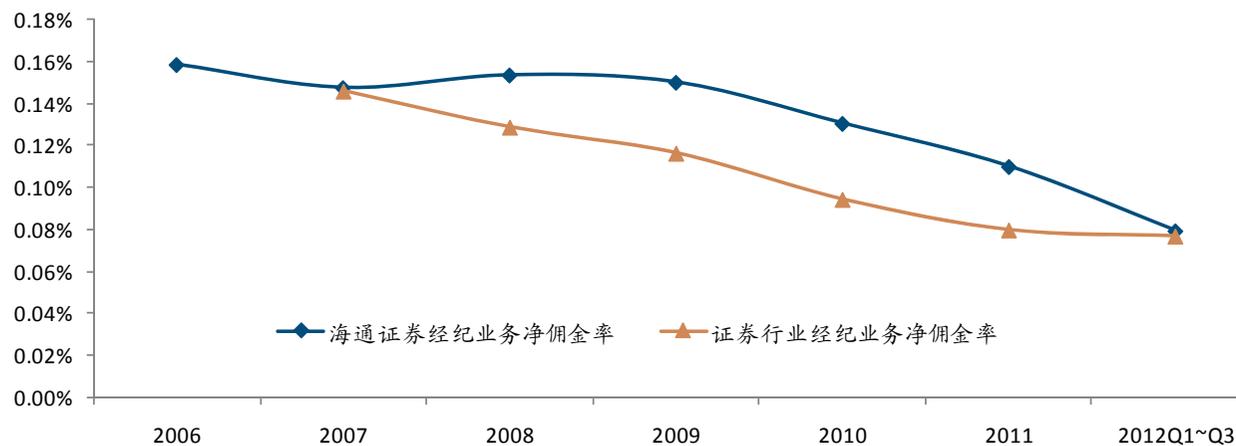
资料来源：公司数据，上海证券交易所，深圳证券交易所，信达证券研发中心 *营业部数量为截至 2012 年 6 月 30 日数据

图 7：上市证券公司经纪业务净佣金率（2012 年）



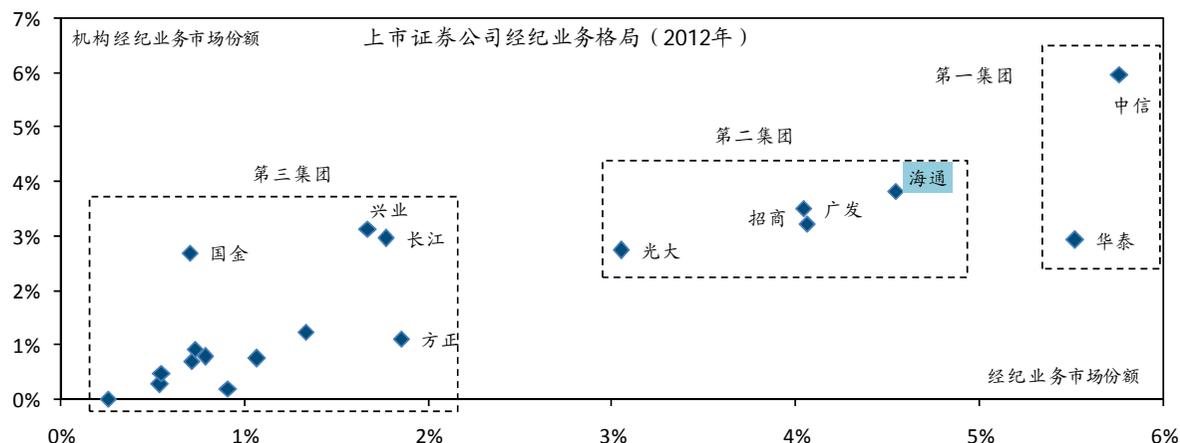
资料来源：公司数据，上海证券交易所，深圳证券交易所，信达证券研发中心

图 8：海通证券经纪业务净佣金率



资料来源：公司数据，上海证券交易所，深圳证券交易所，信达证券研发中心

图 9: 上市证券公司经纪业务格局 (2012 年)



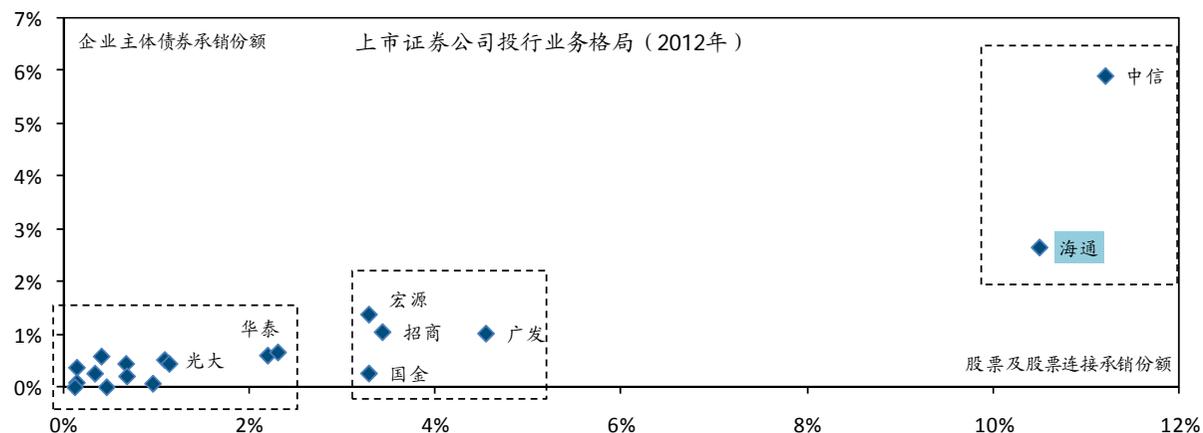
资料来源: 上海证券交易所, 深圳证券交易所, WIND 资讯, 信达证券研发中心

投行业务: 2012 年在债券承销领域进展明显

2012 年海通证券股票及股票连接承销额 339 亿元, 市场份额为 10.49%, 在上市券商中排名第二, 略低于中信证券。2012 年股票一级市场整体规模同比进一步下滑, 全年股票及股票连接承销额 3232 亿元, 而上市证券公司市场份额占有率则呈进一步分化趋势: 中信证券和海通证券市场份额高于 10%, 而其余上市证券公司市场份额均在 5% 以下。

在股票一级市场弱势的背景下, 2012 年海通证券在债券承销领域取得明显进步: 企业主体债券承销额 713 亿元, 市场份额为 2.65%, 相比 2011 年 (1.30%) 提高了 1.35 个百分点。债券承销业务领域的进展也使海通证券投行业务由偏重于股票类转向股债并重的结构。

图 10: 上市证券公司投行业务格局 (2012 年)

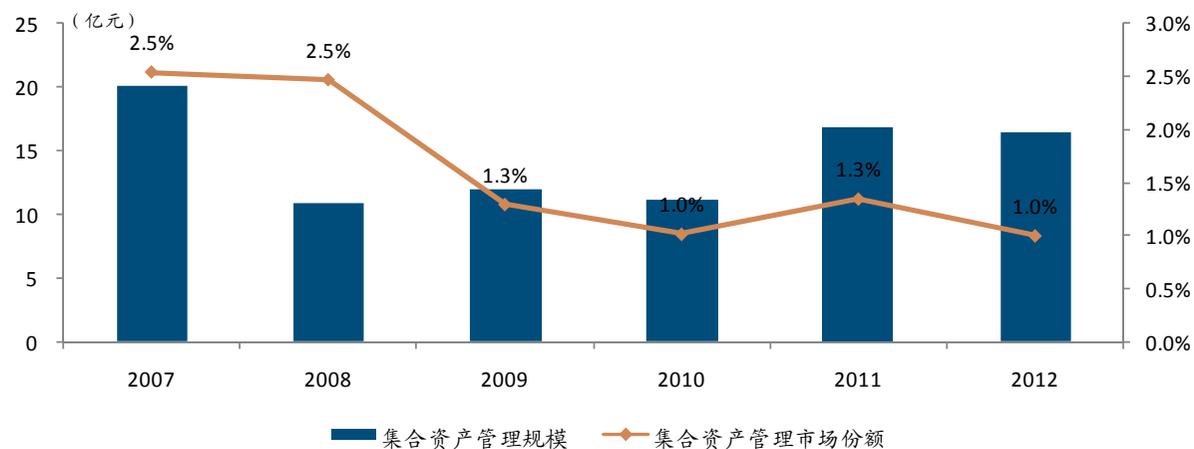


资料来源: WIND 资讯, 巨潮信息网, 中国债券信息网, 信达证券研发中心

资产管理业务: 2012 年成立资管子公司

在 2012 年资产管理行业处于变革初期的环境下, 海通证券在行业内较早将资产管理业务独立成立资产管理子公司。子公司的成立也为公司资产管理下一步的探索和发展从组织机构的角度提供了更宽广的空间。截至 2012 年末, 公司集合+定向资产管理规模 330 亿元。除母公司资产管理业务外, 海通证券参、控股两家公募基金公司——富国基金管理公司 (持有 27.775% 股权) 和海富通基金管理公司 (持有 51% 股权)。2012 年, 富国基金和海富通基金的净利润规模分别为 2.7 亿元、1.53 亿元。

图 11: 海通证券集合资产管理市场份额



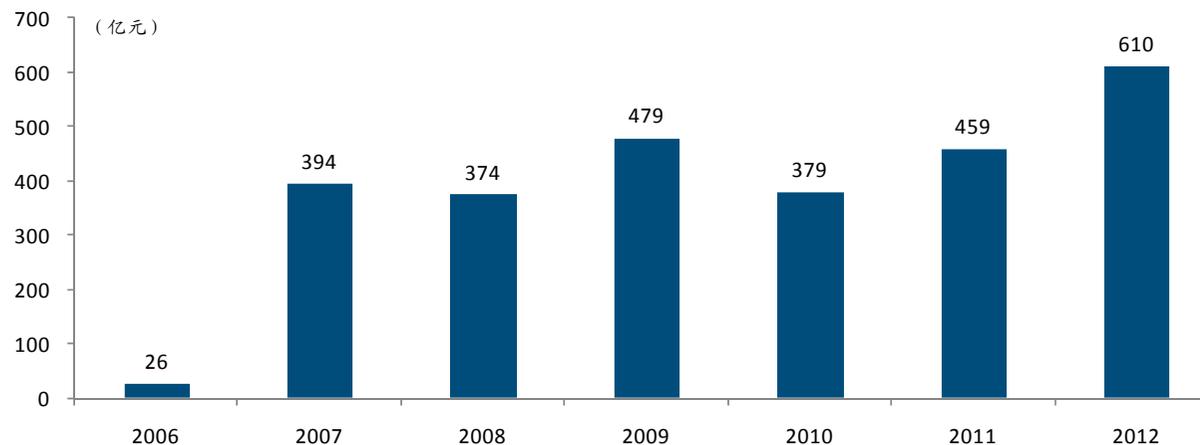
资料来源: WIND 资讯, 公司数据, 信达证券研发中心

自营业务: 投资方向逐渐分散化

截至 2012 年底, 海通证券自有投资规模为 610 亿元。回顾海通证券自有投资规模发展历程可以发现, 2007 年托管兴安证券和甘肃证券、2012 年 H 股公开发行两个节点作用明显。目前公司自有投资规模居 A 股上市证券公司第二位。

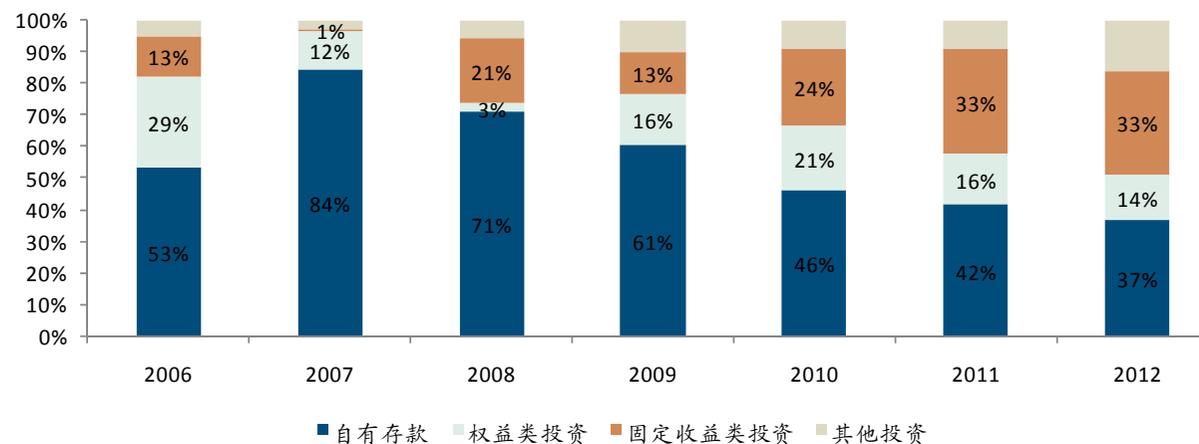
从投资构成角度来看, 海通证券近年来进一步提高了债券类投资的比重, 降低了权益类投资的比重, 这一调整显然是对近几年行业大势的正确反应。从 2012 年起, 海通证券进一步增加了基金等其他类型的投资比重, 投资方向进一步多样化和分散化。截至 2012 年末, 公司自有投资中, 存款比重为 37%, 固定收益类投资比重为 33%, 权益类投资比重为 14%, 其他类投资比重为 16%。

图 12: 海通证券自有投资规模



资料来源: 公司数据, 信达证券研发中心

图 13: 海通证券自有投资构成



资料来源: 公司数据, 信达证券研发中心

创新业务：借助传统业务基础逐步发力

借助经纪、自营等传统业务的基础，海通证券在创新业务上的发展势头迅猛，且兑现业绩显著。截至 2012 年 12 月 31 日，海通证券融资融券余额规模 70.5 亿，占全市场比重为 7.87%；2012 年融资融券利息收入为 4.37 亿元，占营业总收入比重近 5%。这一方面得益于海通证券首批获得业务试点的先发优势，另一方面也在于公司的经纪业务基础以及对券源等因素的重视。此外，海通证券约定购回式证券交易业务规模 14.7 亿元，排名行业第一。除此之外，期限套利、股指期货经纪等新业务也逐步贡献利润。稳定高收益的资金使用渠道扩展也为公司进一步增加杠杆、提高公司整体资产收益率提供了基础。

图 13：海通证券融资融券余额规模



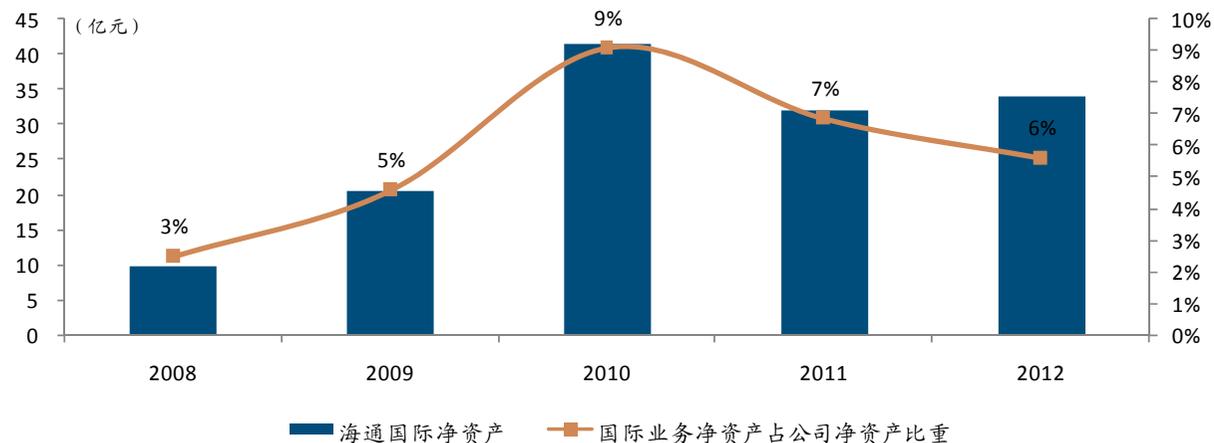
资料来源：wind 资讯，信达证券研发中心

国际业务：具有成熟的国际业务平台

海通证券的国际业务主要通过其子公司平台——海通国际控股有限公司（以下简称海通国际控股）开展。海通国际控股附属的海通国际证券集团有限公司（以下简称海通国际证券）原名香港大福证券（0665.HK），是一家成立于 1973 年的香港本土证券公司，并于 1996 年在香港联交所上市，拥有 40 年的业务经验以及较好的业务网络基础，是香港本土领先的证券公司之一。海通证券于 2010 年完成对大福证券 60.48% 股权的收购后，大福证券更名为海通国际证券，成为海通证券国际业务平台。

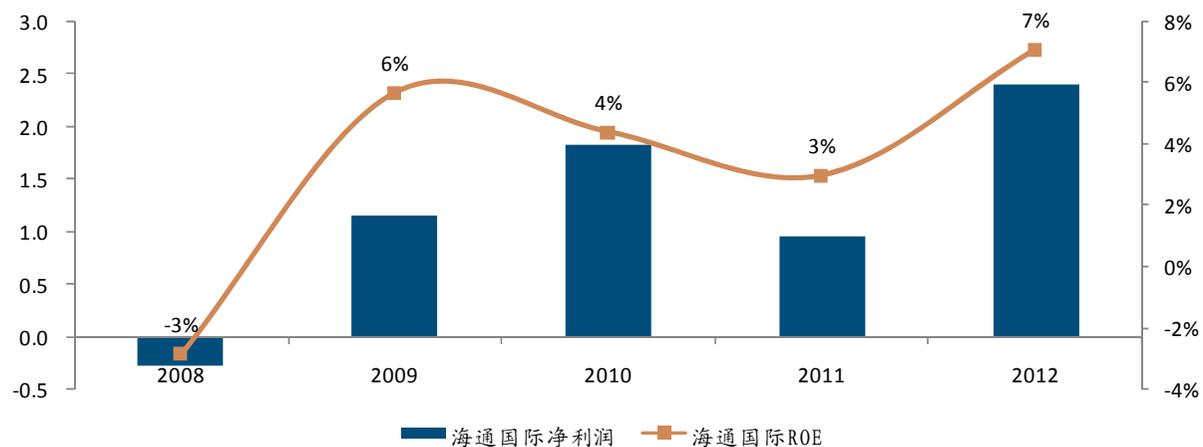
截至 2012 年 12 月 31 日，海通国际控股净资产 33.9 亿元人民币，总资产 134.7 亿元人民币，净资产投入占海通证券净资产比重约为 6%。2012 年全年海通国际控股实现收入 8.67 亿元，实现净利润 2.41 亿元，净资产收益率为 7%。

图 14: 海通证券国际业务净资产规模



资料来源: 公司数据, 信达证券研发中心

图 15: 海通证券国际业务净利润和 ROE



资料来源: 公司数据, 信达证券研发中心

盈利预测

经纪业务收入 2013 年有所回升

受市场环境的影响，2012 年沪深股票交易额大幅下降，海通证券经纪业务收入同比下降 21%。2013 年一季度 A 股市场经历了一波阶段性的反弹，股票交易量也大幅回升，一季度两市日均股票交易额 1994 亿元，远高于 2012 年全年水平（1296 亿元）。然而随着市场反弹逐步结束，市场交易量大幅降低。鉴于经济弱复苏程度可能不及预期，下半年全社会投资规模存在一定风险点，经济增长和股市表现都可能受到一定影响，我们判断 2013 年 A 股市场将更可能呈前高后低的走势。在这一假定下，我们认为全年 A 股日均交易额将在 1600 左右。另一方面，由于营业部网点设置放开等因素，A 股经纪业务净手续费率也将受到一定的下调压力。在全年日均交易额 1600 亿、海通证券股基交易市场份额维持 4.5%、经纪业务净手续费率 0.084% 的假定下，海通证券 2013 年经纪业务净收入为 29.91 亿元，相对 2012 年有所回升。

海通证券是融资融券首批试点的六家券商之一，且之后在融资融券业务领域发展迅速。截止 2013 年 3 月底，海通证券融资融券余额为 99 亿元。在全年融资融券平均余额 112 亿元、融资融券费率维持 8.6% 的假设下，海通证券 2013 年利息收入为 20.31 亿元。

表 1：海通证券经纪业务预测

经纪业务收入预测 (亿元)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
日均股票交易额	1,728	1,295	1,600	1,700	1,800
沪深股基交易总额 (双边)	862,971	645,414	786,790	836,788	886,010
海通证券股基交易市场份额	4.08%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%
海通证券股票基金交易额	35,200	29,052	35,416	37,667	39,882
代理买卖证券业务净手续费率	0.097%	0.093%	0.084%	0.080%	0.080%
代理买卖证券业务净收入	34.22	26.88	29.91	30.21	31.89
融资融券年均余额	29	50	112	163	172
融资融券利率	9.44%	8.68%	8.60%	8.60%	8.60%
存款年均余额	691	583	542	492	499
客户存款	508	375	374	384	393
净利差	2.40%	3.17%	2.10%	2.10%	2.10%
利息净收入	20.93	21.21	20.31	23.90	25.38

资料来源：上海证券交易所，深圳证券交易所，公司数据，信达证券研发中心

投行业务 2013 年业绩增长有限

2012 年的弱市行情对股票一级市场造成较大影响，全年股票及股票连接融资额仅 3232 亿元，同比 2011 年下降 39%；但由于企业主体债券发行额同比大幅上涨以及海通证券在债券承销领域的突破，使得海通证券投行业务收入同比下降仅为 17%。而 2013 年由于监管层对 IPO 发行量的控制，全年股票承销收入大幅增长的难度较大。预计海通证券 2013 年投行业务收入 9.32 亿元。

表 2: 海通证券投行业务预测

投行业务收入预测 (亿元)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
股票及股票连接融资额	5,283	3,232	4,901	6,385	7,069
股票及股票连接主承销市场份额	3.08%	10.49%	3.00%	4.00%	4.00%
海通证券股票及股票连接主承销额	163	339	147	255	283
企业主体债券融资额	16,915	26,925	25,948	28,731	31,812
企业主体债券主承销市场份额	1.30%	2.65%	2.00%	2.50%	2.50%
海通证券企业主体债券主承销额	221	714	519	718	795
承销保荐收入	9.60	7.99	9.32	15.19	16.82

资料来源: WIND 资讯, 公司数据, 信达证券研发中心

资产管理业务具有较大潜力

2012 年证券行业去监管的一个重要部分是资管业务管制的放松，包括集合资产管理备案制、定向资产管理审批放松、资产证券化业务重启等，从 2013 年 6 月起，符合门槛条件的证券公司可以申请公募基金业务，而原有的大集合业务将终止。这将是证券资产管理行业的重要变化之一；加上定向、专业业务的突破，资管业务将可能是未来几年内海通证券重要业绩增长点之一。预计海通证券 2013 年资产管理业务收入 14.73 亿元。

表 3: 海通证券资产管理业务预测

资产管理业务收入预测 (亿元)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
集合资产管理 (公募) 业务期末规模	25	27	50	60	65
集合资产管理 (公募) 业务费率	1.03%	0.85%	1.00%	1.00%	1.00%
集合资产管理 (公募) 业务净收入	0.3	0.2	0.5	0.6	0.7
定向资产管理业务、基金管理公司净收入	9.6	8.4	14.2	20.4	24.1
资产管理业务净收入	9.86	8.59	14.73	20.95	24.76

资料来源: WIND 资讯, 公司数据, 信达证券研发中心

自营业务稳步增长

由于投资方式的多样化、风险敞口的降低，以及现有的自有资金用于融资融券等资本中介业务的量逐步增加，海通证券自营业务或将放慢增长速度。预计海通证券 2013 年自营业务收入 27.26 亿元。

表 4: 海通证券自营业务预测

自营业务收入预测 (亿元)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
上证指数涨幅	-14.31%	-21.68%	0.00%	10.00%	10.00%
证券投资期末规模	277	409	290	305	322
证券投资收益率	5.81%	6.84%	7.80%	7.80%	7.80%
自营业务收入	15.80	23.48	27.26	23.21	24.48
对联营企业和合营企业的投资收益	1.63	1.08	1.03	1.13	1.25

资料来源: 上海证券交易所, 公司数据, 信达证券研发中心

2013、2014 年净利润分别为 40.61 亿元、46.17 亿元

综合以上各业务模块预测，我们预测海通证券 2013 年、2014 年分别实现营业收入 104.08 亿元、116.24 亿元，而业务及管理费也将有所反弹，预计 2013 年业务及管理费占营业收入比重将从 2012 年的 43.88% 上升至 44.69%。在此假定下，我们预测海通证券 2013、2014 年净利润分别为 40.61 亿元、46.17 亿元，对应每股收益分别为 0.40、0.46 元。

表 5: 海通证券业务及管理费预测

业务及管理费预测 (亿元)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
人力资源费用	23.2	21.4	26.3	29.1	31.6
折旧费	1.7	1.7	1.3	1.3	1.3
租赁费	2.3	2.6	2.9	3.2	3.5
其他	15.1	14.4	16.5	17.5	18.3
业务及管理费	42.28	40.11	47.03	51.00	54.65
业务及管理费/营业收入	45.50%	43.88%	44.69%	43.86%	43.24%

资料来源: 公司数据, 信达证券研发中心

公司估值

在目前证券公司业务线条设置的条件下，自营业务、非自营业务板块能够较为明显区分，创新业务范畴清楚。自营业务主要由自有资金投资规模和收益率驱动，非自营业务由中介服务的市场份额驱动，而创新业务尚处于成长期，不同业务板块核心驱动因素有所不同，因此我们采取部分加总法对公司进行估值。

表 6: 海通证券部分加总法估值

自营业务估值(百万元)	2013F	2014F
现金和证券投资规模	37,935	38,941
直接投资规模	5,954	5,954
直接投资价值	8,926	8,926
其他投资	-	-
自营业务价值	46,861	47,867
自营业务每股价值(元)	4.89	4.99
自营业务市净率(P/B)	0.76	0.75
非自营业务估值(百万元)	2013F	2014F
非自营业务净利润	2,011	2,540
非自营业务市盈率(P/E)	10.00	10.00
非自营业务价值	20,106	25,402
非自营业务每股价值(元)	2.10	2.65
创新业务估值(百万元)	2013F	2014F
创新业务净利润	938	1,253
创新业务市盈率(P/E)	45.00	45.00
创新业务价值	42,206	56,364
创新业务每股价值(元)	4.40	5.88
部分加总法(sum-of-the-parts)估值(元)	2013F	2014F
总价值	109,173	129,633
每股价值	11.39	13.52
对应市盈率(倍)	28.40	29.61
对应市净率(倍)	1.78	2.02

资料来源: 公司数据, 信达证券研发中心

我们采用 P/B 方法对自营业务进行估值得到自营业务 2013 年、2014 年每股价值分别为 4.89 元、4.99 元；对非自营业务和创新业务采用 P/E 估值方法估值，对非自营业务给予 10 倍 P/E 倍数，对应 2013、2014 年非自营业务每股价值分别为 2.10 元、2.65 元；对创新业务给予 45 倍 P/E，对应 2013、2014 年创新业务价值分别为 4.40 元、5.88 元。将自营业务、非自营业务及创新业务价值加总，得到 2013 年、2014 年末海通证券每股价值分别为 11.39 元、13.52 元。

根据对每股价值的敏感性分析，在 2013 年日均股票交易额 1200 亿元至 2000 亿元的情景假定下，海通证券的每股价值区间为 10.89 至 11.76 元。

表 7: 2013 年每股收益敏感性分析

13年每股收益 (元)		日均股票交易额 (亿元)								
		800	1,000	1,200	1,400	1,600	1,800	2,000	2,200	2,400
经纪业务 净手续费率 (%)	0.064%	0.28	0.30	0.32	0.34	0.36	0.37	0.39	0.41	0.43
	0.069%	0.29	0.31	0.33	0.35	0.37	0.39	0.41	0.43	0.45
	0.074%	0.30	0.32	0.34	0.36	0.38	0.40	0.42	0.44	0.46
	0.079%	0.30	0.32	0.35	0.37	0.39	0.41	0.43	0.46	0.48
	0.084%	0.31	0.33	0.35	0.38	0.40	0.42	0.45	0.47	0.50
	0.089%	0.31	0.34	0.36	0.39	0.41	0.44	0.46	0.49	0.51
	0.094%	0.32	0.34	0.37	0.40	0.42	0.45	0.48	0.50	0.53
	0.099%	0.32	0.35	0.38	0.41	0.43	0.46	0.49	0.52	0.55
	0.104%	0.33	0.36	0.39	0.42	0.45	0.47	0.50	0.53	0.56

资料来源: 公司数据, 信达证券研发中心

表 8: 2013 年每股净资产敏感性分析

13年每股净资产 (元)		日均股票交易额 (亿元)								
		800	1,000	1,200	1,400	1,600	1,800	2,000	2,200	2,400
经纪业务 净手续费率 (%)	0.064%	6.28	6.30	6.32	6.33	6.35	6.37	6.39	6.41	6.42
	0.069%	6.29	6.31	6.32	6.34	6.36	6.38	6.40	6.42	6.44
	0.074%	6.29	6.31	6.33	6.35	6.37	6.40	6.42	6.44	6.46
	0.079%	6.30	6.32	6.34	6.36	6.39	6.41	6.43	6.45	6.47
	0.084%	6.30	6.33	6.35	6.37	6.40	6.42	6.44	6.47	6.49
	0.089%	6.31	6.33	6.36	6.38	6.41	6.43	6.46	6.48	6.51
	0.094%	6.31	6.34	6.37	6.39	6.42	6.45	6.47	6.50	6.52
	0.099%	6.32	6.35	6.38	6.40	6.43	6.46	6.49	6.51	6.54
	0.104%	6.33	6.35	6.38	6.41	6.44	6.47	6.50	6.53	6.56

资料来源: 公司数据, 信达证券研发中心

表 9: 2013 年每股价值敏感性分析

13年每股价值 (元)		日均股票交易额 (亿元)								
		800	1,000	1,200	1,400	1,600	1,800	2,000	2,200	2,400
非 自 营 业 务 P/E (倍)	6.0	9.99	10.12	10.25	10.38	10.51	10.64	10.77	10.90	11.03
	7.0	10.11	10.26	10.41	10.56	10.72	10.87	11.02	11.17	11.32
	8.0	10.22	10.40	10.57	10.74	10.92	11.09	11.27	11.44	11.61
	9.0	10.34	10.53	10.73	10.93	11.12	11.32	11.51	11.71	11.90
	10.0	10.45	10.67	10.89	11.11	11.32	11.54	11.76	11.98	12.19
	11.0	10.57	10.81	11.05	11.29	11.53	11.77	12.01	12.25	12.49
	12.0	10.69	10.95	11.21	11.47	11.73	11.99	12.25	12.51	12.78
	13.0	10.80	11.09	11.37	11.65	11.93	12.22	12.50	12.78	13.07
	14.0	10.92	11.22	11.53	11.83	12.14	12.44	12.75	13.05	13.36

资料来源: 公司数据, 信达证券研发中心

风险提示

交易量持续下跌风险和自营业务的波动性。交易量持续下跌将导致证券公司经纪业务萎缩, 收入和利润下降; 股票市场的下跌风险将导致自营业务收入产生波动, 从而影响股价。

准入门槛降低的风险, 创新业务业绩不达预期。行业准入门槛降低、券商业务牌照放开将会使行业竞争进一步加大, 对现有券商业绩产生风险; 创新业务扩展速度缓慢可能导致公司业绩兑现低于预期。

	2011	2012	2013F	2014F	2015F		2011	2012F	2013F	2014F	2015F
损益表摘要 (人民币百万元)						年增长率 (%)					
营业收入	9,293	9,141	10,408	11,624	12,636	营业收入	-4.86%	-1.64%	13.86%	11.68%	8.71%
手续费净收入	5,523	4,385	5,430	6,678	7,397	手续费净收入	-23.39%	-20.60%	23.82%	23.00%	10.77%
代理买卖证券业务净收入	3,422	2,688	2,991	3,021	3,189	代理买卖证券业务净收入	-34.76%	-21.46%	11.29%	0.97%	5.58%
证券承销业务净收入	960	799	932	1,519	1,682	证券承销业务净收入	-3.66%	-16.81%	16.75%	62.89%	10.73%
委托管理资产业务净收入	23	22	38	55	63	委托管理资产业务净收入	33.32%	-3.16%	75.02%	43.23%	13.64%
基金管理公司收入	962	840	1,427	2,040	2,416	基金管理公司收入	38.17%	-12.73%	69.93%	42.91%	18.44%
财务顾问业务和其他	155	36	40	44	49	财务顾问业务和其他	-38.53%	-76.50%	10.00%	10.00%	10.00%
利息净收入	2,093	2,121	2,030	2,389	2,537	利息净收入	53.30%	1.34%	-4.32%	17.67%	6.21%
投资净收益	2,054	2,042	810	714	758	投资净收益	94.40%	-0.55%	-60.33%	-11.82%	6.14%
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	163	108	103	113	125	其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	28.00%	-33.71%	-4.34%	10.00%	10.00%
公允价值变动净收益	-474	477	2,016	1,714	1,806	公允价值变动净收益	-557.45%	-200.65%	322.75%	-15.01%	5.41%
汇兑净收益	69	91	95	100	105	汇兑净收益	1084.54%	31.67%	5.00%	5.00%	5.00%
其他业务收入	28	24	27	29	32	其他业务收入	0.06%	-13.62%	10.00%	10.00%	10.00%
营业支出	5,125	5,154	5,156	5,641	6,058	营业支出	3.86%	0.56%	0.04%	9.41%	7.39%
营业税金及附加	379	269	457	504	551	营业税金及附加	-10.24%	-28.95%	69.71%	10.24%	9.35%
业务及管理费	4,228	4,011	4,664	5,099	5,464	业务及管理费	-6.28%	-5.13%	16.26%	9.33%	7.17%
资产减值损失	508	841	-	-	-	资产减值损失	-13554.63%	65.71%	-100.00%	#DIV/0!	#DIV/0!
其他业务成本	10	32	35	39	42	其他业务成本	122.97%	224.50%	10.00%	10.00%	10.00%
营业利润	4,168	3,987	5,252	5,983	6,578	营业利润	-13.77%	-4.34%	31.73%	13.92%	9.95%
营业外收入	137	136	142	149	157	营业外收入	-14.23%	-0.67%	5.00%	5.00%	5.00%
营业外支出	4	13	14	14	15	营业外支出	67.10%	220.34%	5.00%	5.00%	5.00%
利润总额	4,300	4,109	5,381	6,118	6,720	利润总额	-13.82%	-4.43%	30.93%	13.70%	9.84%
所得税费用	1,018	875	1,319	1,501	1,649	所得税费用	-9.22%	-14.06%	50.79%	13.77%	9.84%
净利润	3,282	3,235	4,061	4,617	5,071	净利润	-15.15%	-1.45%	25.56%	13.68%	9.84%
归属于母公司所有者的净利润	3,103	3,020	3,844	4,378	4,809	归属于母公司所有者的净利润	-15.82%	-2.68%	27.28%	13.90%	9.84%
少数股东权益	179	215	218	239	263	少数股东权益	-1.61%	19.98%	1.41%	9.86%	9.86%
资产负债表摘要 (人民币百万元)						主要驱动因素 (%)					
总资产	98,876	126,346	114,421	119,110	124,097	日均股票交易额 (人民币百万元)	172,805	129,458	160,000	170,000	180,000
客户存款	38,014	36,957	37,881	38,828	39,798	股权证交易额市场份额	4.08%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%
自有存款	19,075	22,466	11,005	10,701	10,450	代理买卖证券业务净手续费率	0.10%	0.09%	0.08%	0.08%	0.08%
融资融券	3,675	6,393	15,895	16,746	17,661	净利率	2.40%	3.17%	2.10%	2.10%	2.10%
股票回购	32	1,465	2,000	3,000	4,000	证券投资期末规模 (人民币百万元)	27,694	40,928	28,899	30,447	32,110
交易性金融资产	20,505	30,303	21,397	22,543	23,774	证券投资收益率	5.81%	6.84%	7.80%	7.80%	7.80%
可供出售金融资产	7,189	10,625	7,502	7,904	8,336	股票及股票连接融资额 (人民币百万元)	528,325	323,169	490,130	638,467	706,943
持有至到期投资	-	-	-	-	-	股票及股票连接承销市场份额	3.08%	10.49%	3.00%	4.00%	4.00%
长期股权投资	2,490	4,401	4,504	4,618	4,742	企业主体债券融资额 (人民币百万元)	1,691,511	2,692,536	2,594,808	2,873,102	3,181,242
固定资产	938	807	677	547	417	企业主体债券承销市场份额	1.30%	2.65%	2.00%	2.50%	2.50%
无形资产和商誉	320	304	304	304	304	集合资产管理业务期末规模 (百万元)	2,506	2,680	5,000	6,000	6,500
其他资产	6,638	12,625	13,256	13,919	14,615	集合资产管理业务费率	1.03%	0.85%	1.00%	1.00%	1.00%
总负债	52,266	65,916	51,137	52,746	54,413	业务及管理费/营业收入	45.50%	43.88%	44.81%	43.86%	43.24%
代买卖证券款	38,014	36,957	37,881	38,828	39,798	营业税金及附加税率	5.39%	3.90%	5.53%	5.53%	5.53%
应付债券	-	-	-	-	-	所得税率	24.61%	21.87%	25.00%	25.00%	25.00%
其他负债	14,252	28,959	13,256	13,919	14,615	盈利能力 (%)					
所有者权益	46,611	60,431	63,284	66,363	69,684	净利润率	33.39%	33.04%	36.93%	37.66%	38.05%
总股本	8,228	9,585	9,585	9,585	9,585	净资产收益率	6.89%	5.15%	6.27%	6.82%	7.15%
少数股东权益	1,568	1,751	1,969	2,208	2,471	净资本指标 (人民币百万元)					
归属于母公司所有者权益	45,042	58,680	61,315	64,156	67,213	母公司净资本	31,343	39,008			
其中: 计入所有者权益的税后自营业务收入	-	-	-	-	-	母公司净资本率 (%)	70.14%	67.29%			
每股及估值指标 (人民币元)						经营数据					
每股收益	0.38	0.32	0.40	0.46	0.50	员工数量 (个)	7,294	7,248			
每股净资产	5.47	6.12	6.40	6.69	7.01	营业部数量 (个)	193	202			
市盈率	24.02	28.76	22.59	19.84	18.06	服务部数量 (个)	0	0			
市净率	1.65	1.48	1.42	1.35	1.29						

非银行金融研究小组

王松柏，首席策略分析师、首席非银行金融行业分析师，加拿大约克大学经济学硕士，9年证券从业经历。04-06年任职于招商证券，从事证券行业战略研究；07-12年7月任职于中金公司，从事非银行金融行业研究，2008、2009两届新财富非银行金融行业最佳分析师第一名。2012年7月加入信达证券研发中心，从事策略、非银行金融行业研究。

杨腾，中国人民大学数量经济学硕士，2012年7月加入信达证券研发中心，从事非银行金融行业研究。

证券行业重点覆盖公司

中信证券（600030）	海通证券（600837）	光大证券（601788）	广发证券（000776）	华泰证券（601688）
招商证券（600999）	长江证券（000783）	方正证券（601901）	兴业证券（601377）	宏源证券（000562）

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
刘晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起 6 个月内。

股票投资评级

买入：股价相对强于基准 20% 以上；

增持：股价相对强于基准 5% ~ 20%；

持有：股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间；

卖出：股价相对弱于基准 5% 以下。

行业投资评级

看好：行业指数超越基准；

中性：行业指数与基准基本持平；

看淡：行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。