德邦证券 TEBON SECURITIES

证券行业

公司深度报告

海通证券（600837.SH）

评级：买入　维持　　目标价：13.50 元

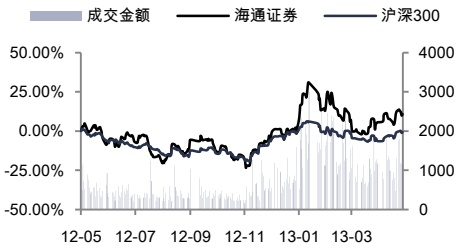
收盘价（5 月 24 日）	11.25
目标价	13.50

基本数据

52 周最低/最高(元)	9.48/13.50
市盈率(x) ttm	31.7
市净率(x) 最新	1.79
总股本(亿)	95.85
流通 A 股(亿)	80.92
流通 B 股/H 股（亿）	-/14.93
总市值（亿元）	1,078
流通 A 股市值（亿元）	910
主要控股股东	-
占总股本比重（%）	-

相对股价表现

	3 个月	6 个月	12 个月
海通证券	**-2.17%**	**30.66%**	**10.41%**
SW 证券 II	-1.90%	23.44%	-1.90%
沪深 300	0.02%	18.45%	-0.75%



相关研究

《海通证券（600837.SH）：自营贡献卓著，期待全年业绩表现—2013 年 1 季报点评》2013/04/25

《海通证券（600837.SH）：自营增长支撑业绩，创新贡献有所体现—2012 年年报点评》2013/03/29

《海通证券（600837.SH）：经纪业务逐步趋稳，两融龙头地位稳固—2012 年中报点评》2012/08/28

《海通证券（600837.SH）：业务结构持续均衡，债券承销突飞猛进—2012 年 1 季报点评》2012/05/02

《海通证券（600837.SH）深度报告：业务均衡力保稳健，创新空间大提升价值》2012/03/04

夏根大
非银行金融研究小组
S0120512100001

联系人

张蕾

8621-68761616-8516

zhanglei@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼

http://www.tebon.com.cn

抗周期波动稳健先行，保增长资本中介业务添彩

投资要点：

- **证券行业盈利长期驱动因素在于“资金+杠杆”，资本中介业务将成为行业新格局形成关键。**净利润下滑、杠杆低下导致周期见底，证券行业长期驱动因素落在“资金”和“杠杆”两个核心因素上，证券公司由“一般中介”转变为“资本中介”，资金业务将成为形成行业新竞争格局形成的关键。
- **海通证券牌照齐全、业务模块清晰，资本中介业务将成为增长引擎。**海通证券通道、资本中介、投资三大业务模块清晰，资本中介业务的重点投入将贡献公司2013年及以后整体业绩增长。我们预计未来2年海通证券营业收入、净利润增速将分别达20.5%/27.7%、30.6%/31.3%，ROE将提升至6.62%/8.19%，2013年为公司业绩拐点确定性较强。
- **海通证券结构均衡、优势尽显，稳定收益成就周期波动中优质投资标的。**海通证券低经纪业务占比、稳健的投资风格和投行业务中再融资、固定收益业务的突破，力保其经营业绩在周期波动中维持稳健，使得公司成为抗周期波动的优质投资品种。
- **业务扩张中融资需求旺盛，2013年总杠杆率可提高至4.2倍。**公司对资本需求较低的传统通道业务占比低，迅速扩张的资本中介和投资业务对资金需求旺盛。随着公司约定购回、转融通等业务规模的扩大，回购和对证金公司的负债将有所提升，此外公司为支持资金业务发展和日常运营需求弥补资金缺口，2012年刚进行H股融资的海通证券进行债务融资的可能性较大，预计2013年公司内部杠杆可达到2.3倍。另外，公司亦通过公募基金、资产管理公司、产业投资基金及发行OTC柜台交易产品管理外部客户资产等途径获得杠杆，外部杠杆可达1.9倍，总杠杆率将提升至4.2倍。
- **盈利预测及投资建议：**和同类上市公司比较，前期相对低盈利水平使得海通证券估值处于行业低位，随着资本中介业务的高速增长、资金收益情况的改善以及杠杆的逐渐提升，公司盈利能力将得到改善，随之而来的将是公司市场估值中枢的上移。结合相对估值法和分部估值法，给予海通证券2013年目标价13.50元/股，当前价格11.25元/股，目标价尚且具有20%的上涨空间，重申海通证券“买入”评级。

主要财务指标　　单价:百万元

	2010	2011	2012	2013E	2014E
营业收入	9,768	9,293	9,141	11,010	14,065
收入增幅(%)	-1.73%	-4.86%	-1.64%	20.45%	27.75%
净利润	3,868	3,282	3,234	4,223	5,546
净利润增幅(%)	-17.02%	-15.15%	-1.45%	30.57%	31.31%
ROE(%)	8.48%	7.04%	5.35%	6.62%	8.19%
期末 EPS（元）	0.45	0.38	0.33	0.43	0.56
期末 BPS(元)	5.40	5.47	6.12	6.46	6.86
PE(x)	25.1	29.8	35.7	26.2	20.1
PB(x)	2.08	2.06	1.84	1.74	1.64

目录

一、行业："利润率下滑+低杠杆"导致的盈利瓶颈 4
1、 面临的困难：利润率下滑，杠杆水平低 4
2、 长期驱动因素：两个核心"资金+杠杆" 4
3、 资金业务为将来争夺焦点 5
二、海通证券：三大业务模块清晰，资本中介业务将成为增长引擎 6
1、 公司三大业务模块清晰，创新业务反哺传统业务 6
2、 资本中介业务将成为未来增长引擎 8
三、 结构均衡，周期波动中的稳健品种 12
1、 结构均衡优势尽显，收入、利润稳定性强 12
2、 佣金率下滑趋缓，两融反哺经纪 13
3、 自营收益率稳定，保守稳健为主格调 14
4、 固收业务发力，承销业务市场地位提升 15
四、 业务扩张期融资需求旺盛，杠杆率提升 17
1、 业务扩张迅速，融资需求旺盛 17
2、 业务扩张伴随杠杆提升，2013 年中性情况下杠杆率可提高至 4.2 倍 18
五、 估值及投资建议：资本中介业务发力，2013 年业绩增长确定性强、拐点将现，重申"买入"评级 19
1、 基本假设与盈利预测 19
2、 分业务分析 21
3、 估值及投资建议 23
六、风险提示 25

图表目录

图 1：传统业务净利润率下滑带来行业净利润率下滑 4
图 2：证券行业低净资产收益率与低杠杆 4
图 3：证券行业 ROE 水平连续下滑，且 2010 年以来相比于其余三大金融机构最低 5
图 4：2012 年末证券行业杠杆水平相对银行、信托仍然很低 5
图 5：行业驱动因素简析 5
图 6：证券公司三大业务模块 6
图 7：海通证券三大业务模块 7
图 8：海通证券股票基金成交额市场占有率（%） 8
图 9：海通证券部均效率相对行业均值 2009 年以来逐年改善 8
图 10：融资融券余额变化（亿元） 9
图 11：约定购回证券交易的优点 9
图 12：海通证券定向资产管理规模（亿元） 11
图 13： 海通证券参与股权质押融资方式 11
图 14：行业代理买卖证券业务净收入与二级市场同步性 12

图 15：行业证券承销与保荐业务收入与二级市场同步性 12
图 16：行业受托资产管理业务收入与二级市场同步性 12
图 17：行业投资收益与二级市场同步性 12
图 18：海通证券 2009-2012 年分部收入占比（%） 13
图 19：海通证券 2009-2012 年分部利润占比（%） 13
图 20：海通证券最近三年营业收入变异系数最小，说明海通证券营业收入波动性最小 13
图 21：海通证券最近三年净利润变异系数最小，说明海通证券净利润波动性最小 13
图 22：海通证券股基成交额市场占有率（%） 14
图 23：海通证券经纪业务平均净佣金率（%） 14
图 24：海通证券自营规模及与净资产比例逐年提升 14
图 25：海通证券 2009 年以来历年投资收益率稳定 14
图 26：海通证券与可比券商自营规模/净资产比例 15
图 27：海通证券与可比券商投资收益比较 15
图 28：海通证券交易性金融资产构成 15
图 29：海通证券可供出售金融资产构成 15
图 30：海通证券再融资规模及市场份额变化（亿元，%） 16
图 31：海通证券债券承销规模及市场份额变化（亿元，%） 16
图 32：海通证券融资历史 17
图 33：海通证券资金收益率有所改善 17
图 34：海通证券业务结构变化 23
图 35：海通证券 ROE 及杠杆 23
图 36：海通证券历史 PE 及 相对 PE 23
图 37：海通证券历史 PB 及 相对 PB 23
图 38：主要上市证券公司 ROE 比较 25
图 39：主要上市证券公司三年平均 ROE 与 PB 估值比较 25

表格 1：海通证券部分创新业务获取时间及竞争地位 7
表格 2：海通证券与可比券商两融业务开展情况对比（单位：亿元、%） 8
表格 3：海通证券与可比券商约定购回开展情况对比（单位：亿元、%） 10
表格 4：2013 年海通证券资本中介业务预测（单位：亿元、%） 10
表格 5：海外大型投行做市收入及贡献（单位：亿美元、%） 11
表格 6：2012 年主承销规模行业排名前 20 券商比较 16
表格 7：2013 年海通证券资金缺口预测（单位：亿元、%） 18
表格 8：海通证券与可比券商杜邦分析法比较（单位：%、倍） 18
表格 9：海通证券杠杆率估算（单位：亿元、倍） 19
表格 10：基本假设列表（单位：亿元、%） 20
表格 11：盈利预测表（单位：百万元、元） 20
表格 12：分业务盈利预测表（单位：亿元） 22
表格 13：三大业务模块盈利预测表（单位：亿元、%） 22
表格 14：海通证券成本管理（单位：亿元、%） 22
表格 15：海通证券成本管理（单位：亿元、%） 24

一、行业："利润率下滑+低杠杆"导致的盈利瓶颈

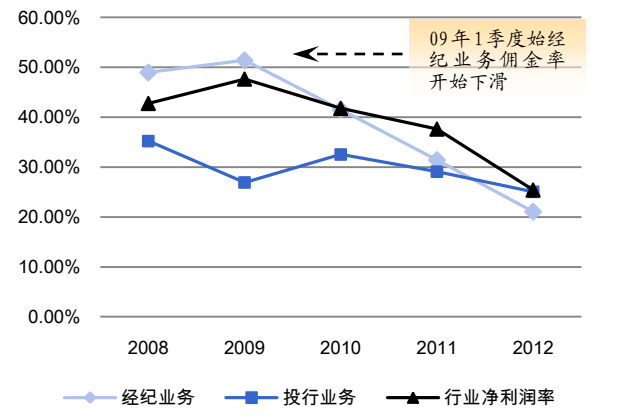
1、 面临的困难：利润率下滑，杠杆水平低

证券行业是典型的周期性行业，整个行业的盈利能力从 2009 年以来逐年恶化。究其原因，除了随着经济周期出现的二级市场剧烈波动所带来阵痛以外，可以称为证券行业黄金时期的佣金垄断时代逐渐逝去，2009 年随着新设营业部的放开带来同业竞争的加剧，部分地区营业部饱和带来对客户资源的激烈争夺，从而导致经纪业务佣金率从 2009 年 1 季度以来的急剧下滑。

除此之外，投行业务在发展至国外成熟模式之前，定价能力的差异尚未体现出通道价值的高低，同样面临着同业竞争和项目抢夺威胁。而在收入和利润占比较高的传统经纪、承销业务的净利润率逐年下滑情况下，整体净利润率下滑是当前证券行业经营所面临的一个难题。

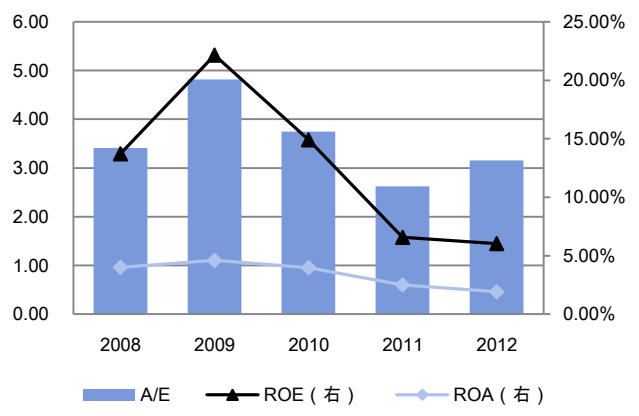
另一方面，利用杜邦分析法分析分解整个行业历年来的净资产收益率，该收益率与行业的财务杠杆保持着高度的正相关性，而这种正相关性并不受周期影响。也就是说，在充分竞争和资源配置自由的情况下，未来总资产的回报率应该逐渐趋于稳定，杠杆的大小将是决定行业长期稳定 ROE 的关键所在。

图 1：传统业务净利润率下滑带来行业净利润率下滑



资料来源：上市公司年报、证券业协会、德邦证券研究所

图 2：证券行业低净资产收益率与低杠杆

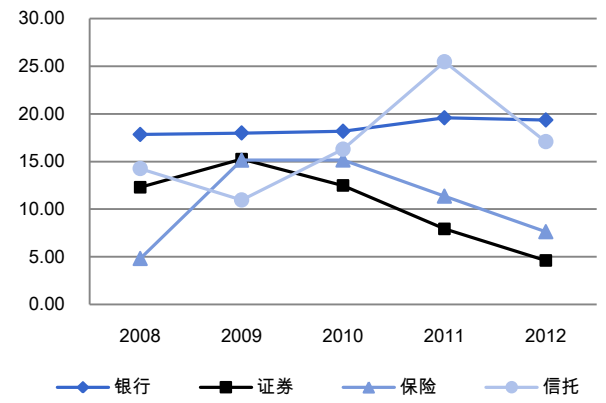


资料来源：德邦证券研究所

2、 长期驱动因素：两个核心"资金+杠杆"

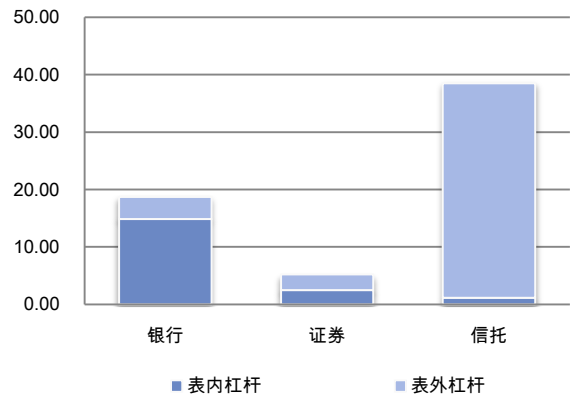
比较银行、证券、保险、信托四大金融，2010 年以来的连续 3 年证券行业的 ROE 水平是最低的，而银行则一直保持着骄人的业绩，不仅凭借着稳定的利差，银行业的资产规模和内部杠杆也是几类金融机构中最高的。信托虽然表内资产不及银行，但其凭借信托机构独特的经营模式管理着庞大的表外资产，从而获得较高的外部杠杆。

图 3：证券行业 ROE 水平连续下滑，且 2010 年以来相比于其余三大金融机构最低



注：图为四大金融机构上市公司摊薄 ROE 平均值。资料来源：Wind 资讯，德邦证券研究所

图 4：2012 年末证券行业杠杆水平相对银行、信托仍然很低



资料来源：证券业协会、银行业协会、信托业协会、德邦证券研究所

在杜邦分析法下，相对于竞争白热化下净利润率下滑趋势短期内较难逆转的情况而言，行业改善盈利状况的重点落在提高资产周转率和权益乘数上，相对应的则是发展资金业务来提高资金利用率、提高杠杆两个方面。发展资金业务、提高资金利用率需要证券公司有强大的资本金做保障。因此，我们认为证券行业盈利的长期驱动因素有两个：资金和杠杆。

图 5：行业驱动因素简析

ROE	券商：不断下滑低 ROE	银行：持续稳定高 ROE	信托：相对稳定高 ROE
净利润率	下滑	净利润率稳定	净利润率稳定
X			
总资产周转率	资产规模小，资金利用率低	表内资产规模庞大，利差收入稳定	表外资产规模庞大，管理费收入稳定
X			
权益乘数	低杠杆	高杠杆	高杠杆

资料来源：德邦证券研究所

3、 资金业务为将来争夺焦点

结合到具体业务来看，根据证券公司收入方式的不同，将其业务分为通道业务、资本中介业务和资金投资业务三大类型。

通道业务的收入来源主要是佣金和手续费收入，为业务开展规模乘以一定的佣金费率，如传统业务中的经纪业务和承销业务。当前国内的竞争状况决定该费率差异化较小，下滑风险较大，并且这类业务并不占用资本金，从而导致通道业务占比较高的券商资本效率低下。

证券公司作为金融机构充当金融中介，尽管通道业务也是提供中介服务，却不与资本相结合。将证

券公司的资本和中介业务相结合，即为资本中介业务，以资本为核心。资本中介业务的收入来源主要是相对稳定的资金利差，具有高杠杆性，是证券公司盘活资产、提高资本效率的关键。

在通道和资本中介业务之外，证券公司所从事的投资活动为资金投资业务，包含自有资金投资和投资管理两大块，收入来源为投资收益和管理费收入。其中投资管理业务收入以固定的管理费收入和部分投资提成为主，而固定的管理费收入取决于管理资产规模的大小，具有一定的外部杠杆。

图 6：证券公司三大业务模块

业务类型	通道	资本中介	资金投资
收入方式	佣金和手续费	利差	管理费、投资收益
差异性	差异化小	有差异	有差异
风险	下滑风险大	相对稳定	不确定性
杠杆	无杠杆	高杠杆	有杠杆

资料来源：德邦证券研究所

二、海通证券：三大业务模块清晰，资本中介业务将成为增长引擎

1、 公司三大业务模块清晰，创新业务反哺传统业务

（1） 业务牌照齐全，三大业务模块清晰

海通证券作为国内最早一批成立的综合型券商，业务牌照齐全，在本轮行业创新中也较早的获得相关牌照并开展各种创新业务。目前其从事的业务主要包括证券经纪、证券自营、证券承销与保荐、证券投资咨询、财务顾问、证券基金代销、期货 IB、向保险机构投资者提供交易单元、社保基金转持股份管理、资产管理、直接投资、融资融券、代办股份转让、短期融资券承销、约定购回式证券交易、债券质押式报价回购、柜台市场交易、转融通、中小企业私募债券承销、ETF 做市商、RQFII、 RQFLP、另类投资、成立产业股权基金等。

海通证券业务布局合理，三大业务模块清晰。其中创新的资本中介业务已经开展的有融资融券、转融通、约定购回式证券交易、债券质押式报价回购、股权质押贷款、OTC 柜台交易（做市商）。

图 7：海通证券三大业务模块

业务类型	通道	资本中介	资金投资
收入方式	佣金和手续费	利差	管理费、投资收益
差异性	差异化小	有差异	有差异
风险	下滑风险大	相对稳定	不确定性
杠杆	无杠杆	高杠杆	有杠杆
通道的附加价值：投资咨询、财务顾问	证券经纪 证券承销与保荐 证券基金代销 期货IB 保险机构交易单元 代办股份转让 中小企业私募债券承销 短期融资券承销	融资融券 约定购回式证券交易 债券质押式报价回购 转融通 做市商 股权质押贷款	证券自营 直接投资 RQFII RQFLP 另类投资 资产管理

资料来源：公司年报、德邦证券研究所

近两年公司在资本中介业务上的投入效果已然显现，首批获得试点资格的融资融券、约定购回、质押式报价回购和 OTC 柜台交易截止 2012 年底规模排名均在行业前列。海通证券业务的合理布局和大力资本中介业务的经营方向有助于公司获得更加稳定的收入、实现杠杆经营，并且海通所拥有的强大的资本规模和资金实力是其发展该类业务的坚实基础。

表格 1：海通证券部分创新业务获取时间及竞争地位

业务名称	首批试点时间	海通获批时间	目前规模或份额	2012 年排名
直接投资	2007.9	2008.10	40 亿	2
融资融券	2010.3	2010.3	7%	1
约定购回证券交易	2011.10	2011.10	15 亿	1
质押式报价回购	2012.5	2012.5	-	前 3
另类投资	2012.5	2012.5	30 亿	1
OTC 柜台交易	2012.12	2012.12	10 亿	1

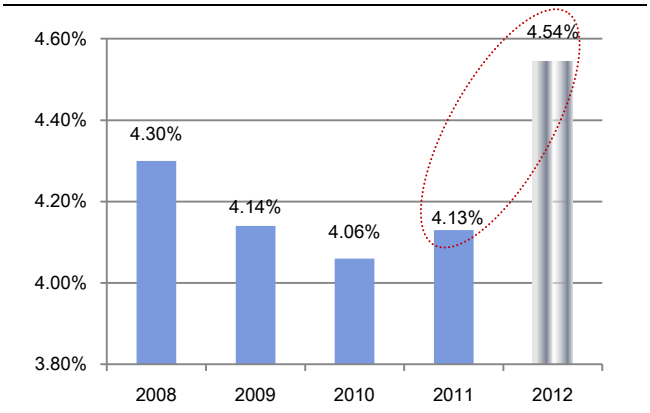
资料来源：德邦证券研究所整理

（2） 创新业务反哺现象初显

海通证券 2012 年全年股基成交市场份额 4.54%，较 2011 年增加 0.41 个百分点，公司自 2010 年 3 月开展融资融券试点业务以来经纪业务市场份额连续回升，并在 2012 年表现尤为明显。公司在融资融券、约定购回式证券交易等创新业务的先行优势、规模优势带来全年经纪业务市场份额大幅增长，创业业务对传统经纪业务的反哺现象初显。

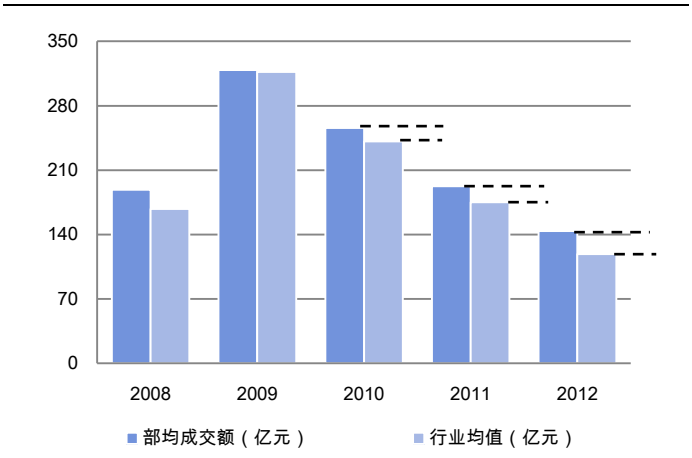
此外，海通证券 2009 年以来部均成交额与行业均值之间的差额逐年扩大，说明公司的部均效率相对行业水平近几年有所提升，创新业务的开展对存量客户的粘性、对潜在客户的吸引以及两融业务对成交额的贡献，也共同说明创新业务与传统经纪业务的协同效应。

图 8：海通证券股票基金成交额市场占有率（%）



资料来源：公司年报、Wind 资讯、德邦证券研究所

图 9：海通证券部均效率相对行业均值 2009 年以来逐年改善



资料来源：证券业协会、德邦证券研究所

2、 资本中介业务将成为未来增长引擎

（1） 两融行业领军地位稳固，收入贡献已然凸显

市场需求旺盛，行业两融规模持续增长。2010 年 3 月以来，两融业务的规模获得了持续增长，随着个人投资者对信用交易认可度的提升以及可参与交易投资者范围的扩大，融资融券市场需求旺盛。尤其是 2012 年以来，两融余额每月均保持较高的增速。截止 2013 年 3 月底，市场融资融券余额已经接近 1800 亿，自业务推出以来月度复合增长率为 4.8%。考虑到目前两融业务主要是零售客户，机构参与度暂时还比较低，待机构客户慢慢加入，预计后期两融业务规模维持较高增速问题不大。

公司行业领军地位稳固，“资金实力+客户基础”为制胜关键。海通证券拥有超过 200 家的营业部，多年积累了大量的客户资源，加上较早开展融资融券业务试点，不仅黏住了存量客户、激活了一些休眠账户、也吸引了一批增量客户；除了客户之外，海通的资金实力也是开展两融业务的坚强后盾，不仅有着庞大的账面可用资金为融资业务做保障，公司也在业务开展前期即备足了充分的融券券源。近几年均在全国 100 多家券商母公司融资融券余额排名中名列第一，考虑了部分公司的合并数据后，海通的排名也在前列。

表格 2：海通证券与可比券商两融业务开展情况对比（单位：亿元、%）

	营业部数量	净资产规模（亿元）	可用资金规模（亿元）	融资融券规模（亿元）	融资融券利息收入贡献（%）
银河证券	229	176	61	54	6.26%
国泰君安	193	326	47	70	13.91%
华泰证券	228	307	57	65	6.91%
海通证券	202	604	225	71	4.59%
广发证券	204	331	95	52	5.16%
中信证券*	181	867	236	88	3.80%
光大证券	122	229	29	41	7.59%

注：表中各数据均为 2012 年末合并报表数据，可用货币资金为货币资金扣除客户资金和公司自有信用资金，其中个别公司由于披露口径原因计算出的可用货币资金可能有少量出入。资料来源：公司年报、上交所、深交所、德邦证券研究所

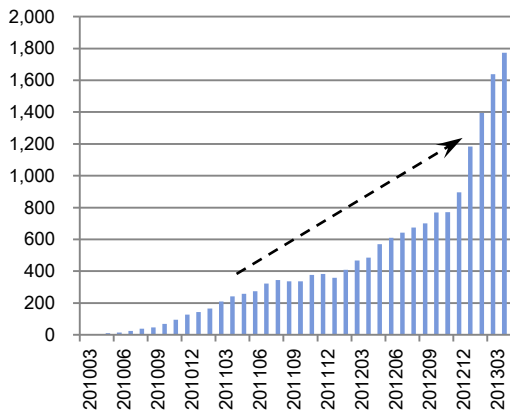
2012 年收入贡献接近 4.6%，预计 2013 年收入贡献将继续提升。公司 2010 年-2012 年融资融券利息收入分别为 0.37 亿、2.72 亿和 4.20 亿，年复合增长率达到 237%，收入贡献分别为 0.38%、2.93%和 4.60%。后期，除了市场融资融券整体规模将继续获得迅猛增长以外，业务开展成熟、风控能力较强的大券商将继续享有优势，在转融通业务中获得更多的政策倾斜，海通证券用于两融业务的资金和券源将获得进一步充实。转常规后市场竞争格局将更加稳定、公司的市场份额趋近稳定。再加上待基金、保险等更多机构投资者参与两融和转融通业务，公司的两融余额和收入将继续保持较高增速，在传统业务增长动力不足时期，收入贡献有望继续提升。

（2）融资需求旺盛，约定购回规模有望获得高增长

行业当前约定购回规模尚且较小。约定购回式证券交易在 2011 年 10 月开始首批试点，相对于 2010 年 1 季度即开始试点的融资融券业务来说起步较晚，2013 年初转常规后才有更多的券商获得业务资格。根据约定购回交易业务规模不超过证券净资本 15%的规定，截止目前为止上市券商中仅国金证券未取得约定购回证券交易资格，其余 18 家上市证券公司 2012 年底净资本规模之和为 2243 亿，开展该业务规模上限为 336 亿元，按照 9%的年化利率估算，收入规模大约为 30 亿元，贡献预计约最高达 4%左右，和证券公司目前开展的其他业务相比还比较低。

灵活性更高，约定购回有望获得高增长。约定购回式证券交易作为一种融资方式，和其它融资渠道相比在成本、效率、资金用途等方面均有较大的灵活性，对客户有独特的吸引力。虽然目前约定购回证券交易规模还比较小，且仍然受制于净资本约束，但近两年证券公司融资渠道得以拓宽、上市券商也表现出较强的融资积极性，参照两融交易的发展态势，预计在市场融资需求较强的前提下获得高增长的概率较大。

图 10：融资融券余额变化（亿元）



资料来源：Wind 资讯、德邦证券研究所

图 11：约定购回证券交易的优点

资料来源：德邦证券研究所

参照两融市场格局，海通将成为行业龙头。公司首批获得约定购回试点资格，又是券商中最早一批实现收入的。深交所放开后，预计海通约定购回式证券交易 2013 年规模翻番有望。截止 2012 年底，海通证券约定式购回证券交易规模 15 亿，全年利息收入 0.35 亿，收入贡献接近 0.4%。约定购回证券交易业务与两融业务类似，“资金和客户”仍是制胜关键，海通证券在该业务上的行业地位可以预见。

表格 3：海通证券与可比券商约定购回开展情况对比（单位：亿元、%）

	营业部数量	净资产规模（亿元）	可用资金规模（亿元）	约定购回规模（亿元）	约定购回收入贡献（%）
银河证券	229	176	61	6	0.20%
国泰君安	193	326	47	5	0.17%
华泰证券	228	307	57	3	0.05%
海通证券	202	604	225	15	0.38%
广发证券	204	331	95	1	0.01%
中信证券	181	867	236	7	0.16%
光大证券	122	229	29	2	0.09%

注：表中各数据均为 2012 年末数据。资料来源：公司年报、德邦证券研究所

表格 4：2013年海通证券资本中介业务预测（单位：亿元、%）

	悲观	中性	乐观
海通证券融资融券余额（亿元）	195	245	315
两融平均利率（%）	6.5%	7%	7.5%
转融通规模（亿元）	40	55	70
转融通利率成本（%）	4.8%	4.8%	4.8%
约定购回证券交易规模（亿元）	20	30	50
约定购回平均利率（%）	8%	9%	9%
股权质押融资（亿元）	40	60	100
质押贷款平均利率（%）	8%	9%	9%
类信贷业务收入总和（亿元）	**10.3**	**14.4**	**19.9**
收入贡献（%）	**9.8%**	**13.0%**	**17.4%**

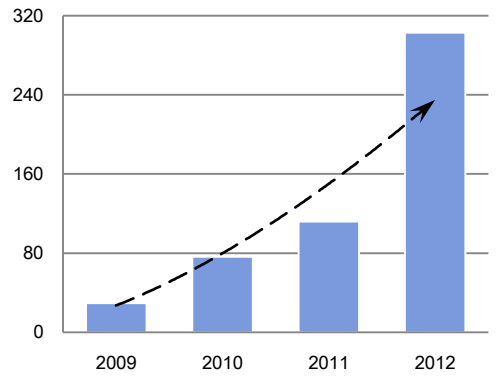
注：转融通保证金为转融通额度的 20%（部分必须为现金），4.8%的融资成本考虑了保证金。资料来源：德邦证券研究所

（3） 股权质押融资业务有望推出，公司优势明显、空间巨大

股权质押融资需求旺盛，未来发展空间巨大。近两年实体经济增长放缓导致企业资金紧缺，多种融资渠道的开拓成为热点。股权质押融资是以上市或非上市公司股权作为抵押品向金融中介借入资本的一种融资方式，具有抵押品市值透明、流动性好、操作简单、风险可控等优点，从而备受公司青睐。据 Wind 数据统计，2011 年、2012 年 A 股上市公司进行股权质押融资数量分别同比增长近 49%和 21%，2005-2012 年股权质押次数复合增长率接近 22%。

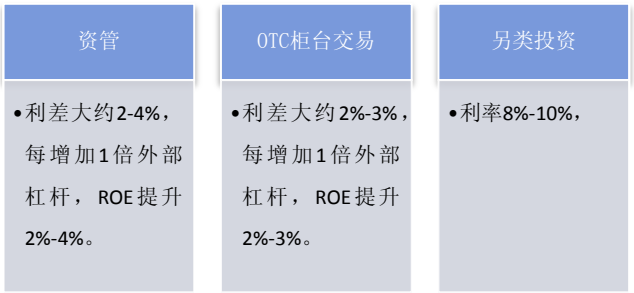
可借力资管、OTC 柜台交易、另类投资平台等，海通证券表现最为活跃。随着券商创新业务的蓬勃发展，去年开始券商布局上市公司股权质押融资积极性很高。一方面，券商资管通过定向资管平台或柜台交易平台将质押股份打包成理财产品出售、通过信托渠道进行融资，收取大约 2%-4%的利差。2012 年全年银行、信托在该业务中所占比例有所下降，券商资管分食越来越多市场份额。海通资管表现最为活跃，在 2012 年全年券商系业务中占据大约四分之一的市场份额。另一方面，券商也可在另类投资平台上利用自有资金开展股权质押贷款，收取 7%-10%的年化利率，海通证券股权质押贷款抵押物市值透明、折价高、流动性好，资产安全性有保障。

图 12：海通证券定向资产管理规模（亿元）



资料来源：公司年报、德邦证券研究所

图 13： 海通证券参与股权质押融资方式



资料来源：德邦证券研究所

（4） OTC 柜台交易早期布局，做市交易贡献可期

做市交易是海外大型投行的重要收入来源，国内刚刚起步。做市交易不同于经纪业务收取佣金，而是做市商使用自有资金通过不断与下单的投资者交易来维持市场的流动性，并通过买卖报价的适当差额来补偿所提供服务的成本费用，并从交易价差中获利。高盛、摩根士丹利、美林等海外大型投行的财务报表数据都反映出，做市商业务的收入在他们的总收入中占了很重要的比例。国内券商则刚刚起步，于 2013 年试点 OTC 柜台交易业务，目前收入尚未体现。

表格 5：海外大型投行做市收入及贡献（单位：亿美元、%）

	高盛			摩根士丹利		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
营业收入	392	288	342	380	393	320
做市收入	137	93	113	94	124	70
做市收入占比（%）	35%	32%	33%	25%	32%	22%

资料来源：公司年报、德邦证券研究所

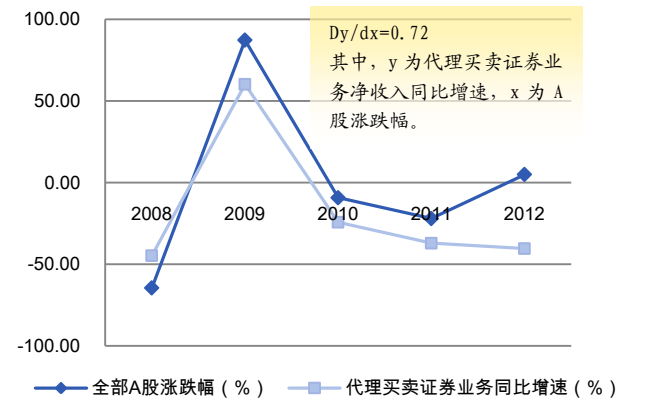
场外市场开启做市交易，公司早期布局推进优先发展。国内 A 股市场主板、深交所的中小板和创业板目前采用竞价交易形式，场外市场最可能先引进做市商交易机制。我国场外市场包括新三板、OTC 柜台交易和区域性股权交易所，前两者开展做市商交易的可行性最大。新三板主要为 2013 年 2 月证监会公布《全国中小企业股份转让系统有限责任公司管理暂行办法》，将做市服务纳入主办券商业务范围。柜台交易目前是一个小范围的创新业务，推出产品的证券公司很少，尽管海通证券近期因报备流程规范性问题受到一定负面影响，但从其首批推出的 10 亿规模产品的受欢迎程度来看，早期布局将使其在该业务未来发展中获得先发优势。

三、结构均衡，周期波动中的稳健品种

1、 结构均衡优势尽显，收入、利润稳定性强

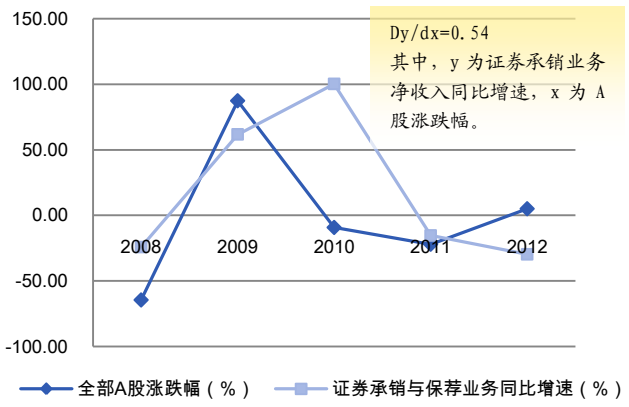
行业经营周期性显著，经纪、自营受二级市场波动影响最大。股市是经济晴雨表，具有强周期的特性，而证券公司主要业务均与证券市场联系紧密，也具有强周期的特性。分别对行业占比最大的四块业务收入与二级市场波动性进行回归分析，得出受二级市场影响程度从高到底分别为自营、经纪、承销和资产管理。其中，资产管理业务作为刚刚开展的创新业务之一，在低基数的起步阶段规模和收入均保持较高增速，近年受市场影响较小。除了资管业务之外，融资融券、约定购回证券交易、股权质押融资、质押式报价回购等创新业务在起步阶段的周期性也不会明显，相反其政策导向性可能表现更突出。

图 14：行业代理买卖证券业务净收入与二级市场同步性



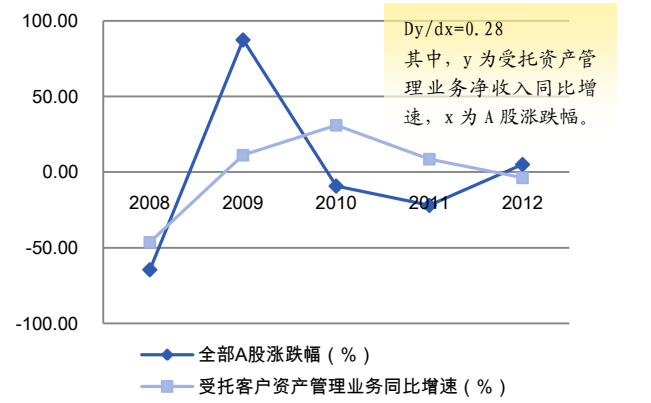
资料来源：证券业协会、Wind 资讯、德邦证券研究所

图 15：行业证券承销与保荐业务收入与二级市场同步性



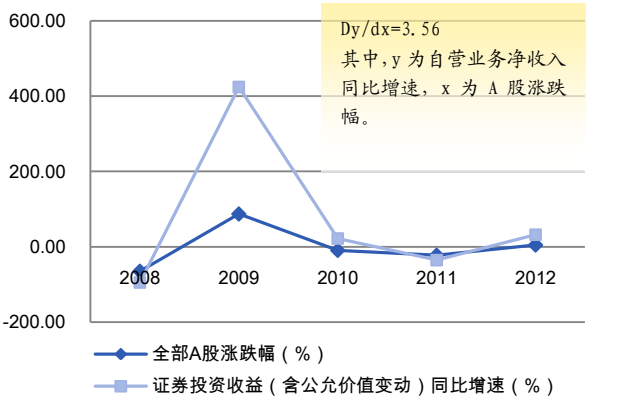
资料来源：证券业协会、Wind 资讯、德邦证券研究所

图 16：行业受托资产管理业务收入与二级市场同步性



资料来源：证券业协会、Wind 资讯、德邦证券研究所

图 17：行业投资收益与二级市场同步性



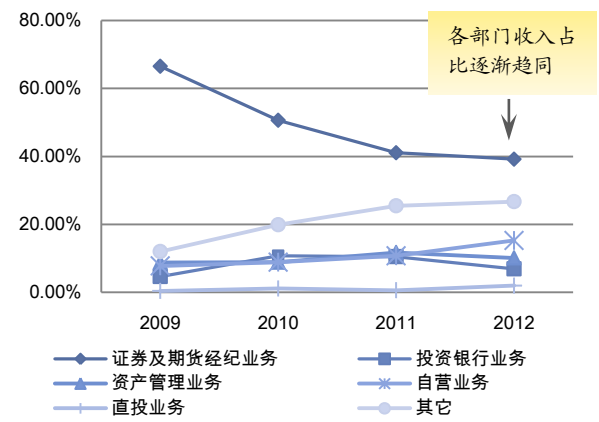
资料来源：证券业协会、Wind 资讯、德邦证券研究所

海通证券收入结构均衡，抗周期性较强。考察海通证券 2009 年以来分部门收入和利润占总收入和净利润的比重，经纪业务、投行业务、资管业务、自营业务和直投业务等收入和净利润贡献逐渐趋同。其中，

受周期波动影响较大的经纪业务贡献自 2009 年以来逐年下滑，且下滑幅度明显。

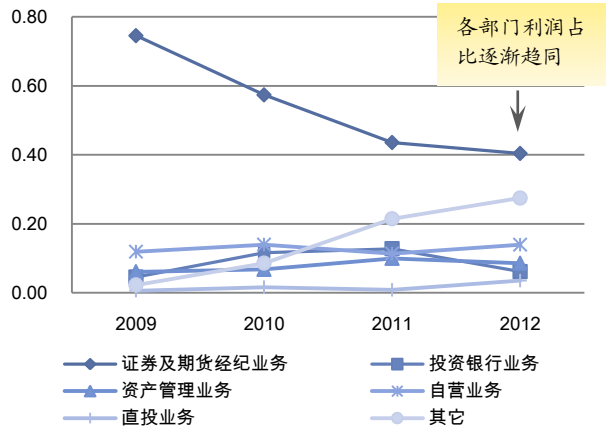
业务结构均衡，使得海通证券经营业绩稳定性较强。比较根据上市券商最近 3 年收入和利润计算出的变异系数，海通证券营业收入和净利润的变异系数在上市券商中最小，说明海通的经营业绩波动性最低、稳定性最强。

图 18：海通证券 2009-2012 年分部收入占比（%）



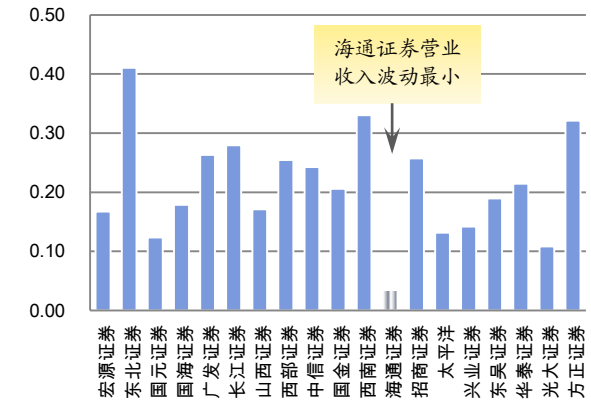
资料来源：公司年报、德邦证券研究所

图 19：海通证券 2009-2012 年分部利润占比（%）



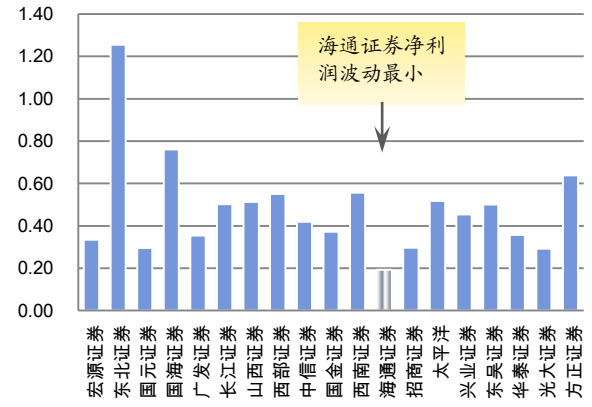
资料来源：公司年报、德邦证券研究所

图 20：海通证券最近三年营业收入变异系数最小，说明海通证券营业收入波动性最小



资料来源：Wind 资讯、德邦证券研究所

图 21：海通证券最近三年净利润变异系数最小，说明海通证券净利润波动性最小



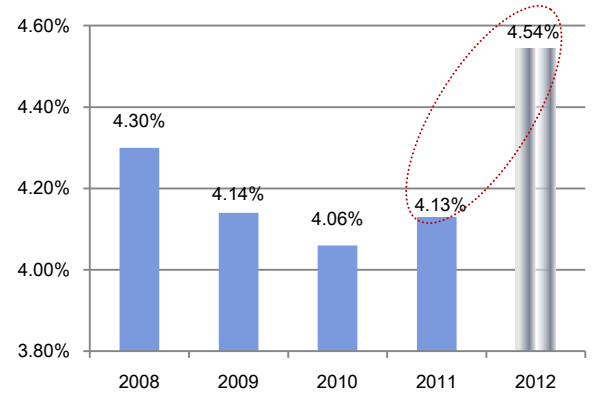
资料来源：Wind 资讯、德邦证券研究所

2、 佣金率下滑趋缓，两融反哺经纪

最坏的时候已经过去，公司佣金率下滑趋缓。公司经纪业务佣金率自 2011 年下半年以来下滑速度趋缓，尤其是 2012 年全年四个季度的平均净佣金率基本稳定在 0.075%左右水平，2012 年公司全年平均净佣金率 0.078%，同比下滑约 10%，低于行业平均下滑幅度 13.6%。2009 年 4 季度以来恶性竞争所导致的经纪业务净佣金率快速下滑时期已经过去，未来随着佣金率逐渐趋近成本线、投顾服务的推进以及融资融券和约定购回交易等创新业务开展对客户粘性的增加，佣金率再次陷入快速下滑通道的概率较小。

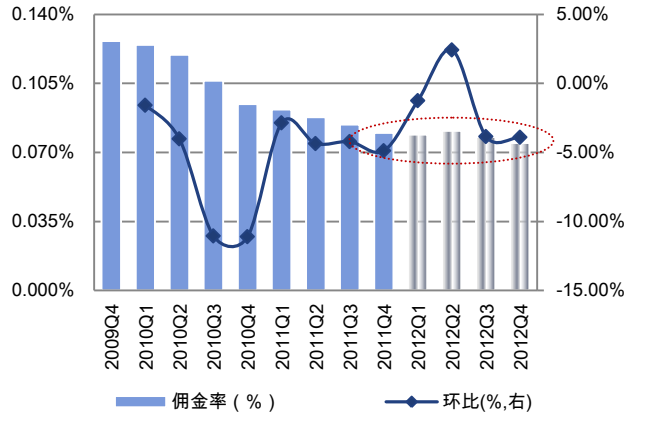
股基成交市场份额提升，创新反哺现象出现。公司 2011 年以来股基成交额市场份额连续两年改善，这种改善在 2012 年表现的尤为显著，主要为 2010 年公司率先开展融资融券试点业务、并且得益于资金和券源优势在行业内首屈一指，两融业务不仅本身可以通过信用交易增加经纪业务成交额，同时也可以为公司的经纪业务吸引更多的客户。

图 22：海通证券股基成交额市场占有率（%）



资料来源： 交易所、德邦证券研究所

图 23：海通证券经纪业务平均净佣金率（%）

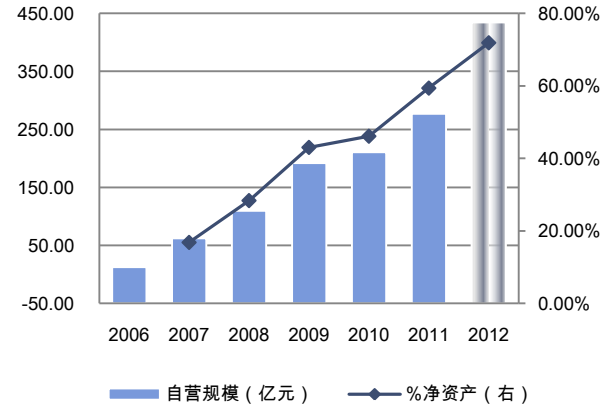


资料来源：公司年报、交易所、德邦证券研究所

3、 自营收益率稳定，保守稳健为主格调

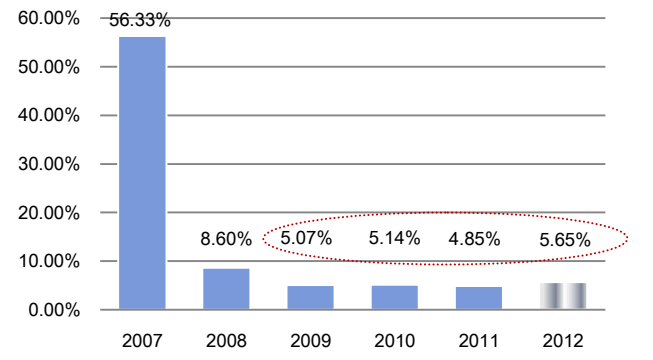
自营规模逐年提升，投资收益率较为稳定。随着海通证券资产规模的逐渐壮大，在自营业务上的投入也有所增加，不仅体现在自营规模的扩大，也体现在自营规模与净资产的比例逐年提升，但该比例与其他公司相比还相对较低。我们定义投资收益与公允价值变动之和除以平均自营规模为当年投资收益率，数据显示海通证券 2009 年以来投资收益率较为稳定，和行业内可比券商相比，收益稳定性也较强。

图 24：海通证券自营规模及与净资产比例逐年提升



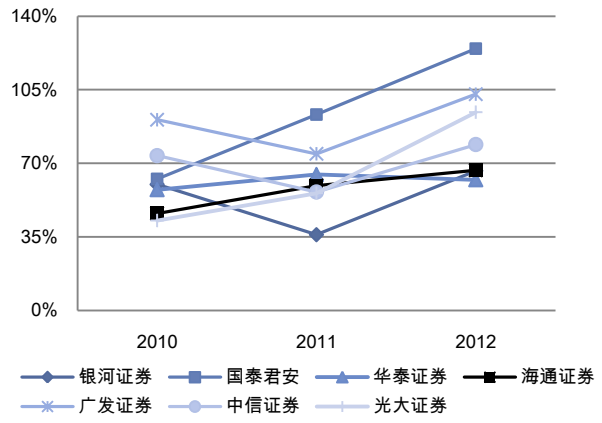
注：自营规模为交易性金融资产、可供出售金融资产和衍生金融资产之和。资料来源：公司年报、德邦证券研究所

图 25：海通证券 2009 年以来历年投资收益率稳定



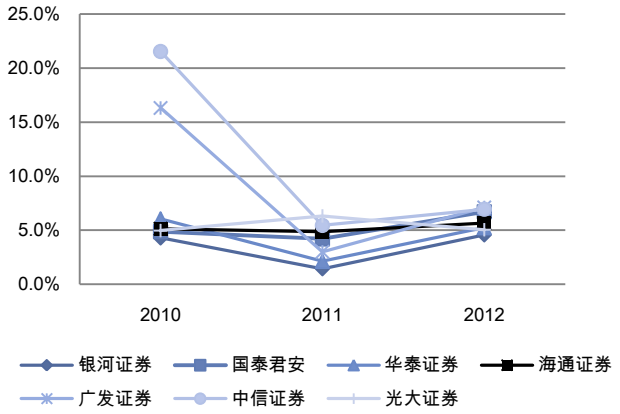
注：投资收益率为投资收益+公允价值变动（不含对联营企业投资收益）/平均自营规模。资料来源：公司年报、德邦证券研究所

图 26：海通证券与可比券商自营规模/净资产比例



资料来源：公司年报、德邦证券研究所

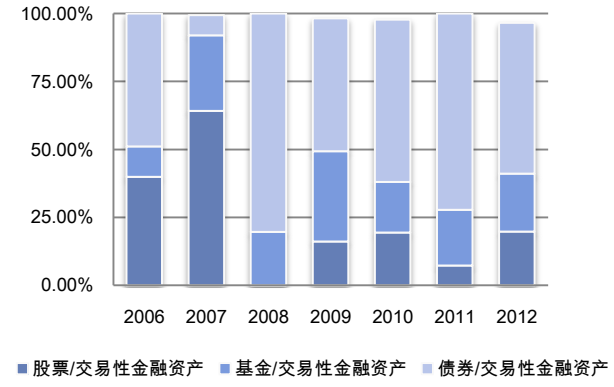
图 27：海通证券与可比券商投资收益比较



资料来源：公司年报、德邦证券研究所

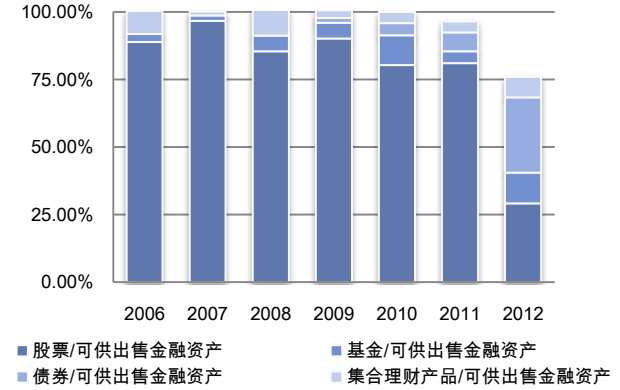
债券投资占比较高，稳健保守为主格调。从海通证券交易性金融资产的构成来看，2008 年金融危机以来，收益相对稳定的债券资产为公司自营主要配置品种。可供出售金融资产的构成也更加均衡，代替了公司参与定增、投行包销等股票型资产，2012 年债券、基金和资管集合理财产品占比有所提升，维持稳健保守的风格。

图 28：海通证券交易性金融资产构成



资料来源：公司年报、德邦证券研究所

图 29：海通证券可供出售金融资产构成



资料来源：公司年报、德邦证券研究所

4、 固收业务发力，承销业务市场地位提升

债券市场大发展，促成投行业务竞争格局大洗牌。2012 年是证券公司投行业务发生重大转折的一年，IPO 暂停和债券一级市场大发展是导致转折的重要原因，同时也促成投行业务行业竞争格局发生了较大变化。过去的一年 IPO 的暂停给整个券商投行业造成打击，仅 IPO 规模同比下滑近 60%，大量的项目积累造成 IPO 堰塞湖给未来 IPO 业务带来较大的不确定性。但同时，债券承销规模却同比增长 87%，部分在债券承销上具有优势或紧抓市场机遇率先进行战略转型的证券公司在过去一年投行业务成绩斐然。观察 2012 年总承销规模行业排名前 20 的券商，排名上升较快的券商（包括海通证券）债券承销占总承销规模比、债券承销规模同比增速都远高于行业整体水平。

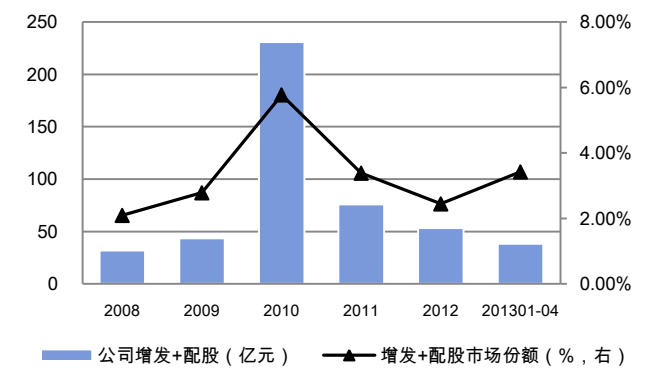
表格 6：2012年主承销规模行业排名前20券商比较

公司名称	总承销规模（亿元）	总承销规模排名	去年总承销规模排名	变化趋势	承销规模中债券承销占比（%）	债券承销规模同比增幅（%）
中信证券	2,146	1	1	-	81.2%	38.3%
中金公司	1,584	2	2	-	87.9%	57.0%
中信建投	1,105	3	5	↑	83.4%	107.7%
国泰君安	1,056	4	3	↓	79.5%	58.4%
国开证券	897	5	28	↑	100.0%	824.4%
海通证券	818	6	12	↑	90.4%	235.3%
国信证券	796	7	7	-	64.1%	490.6%
瑞银证券	789	8	8	-	82.3%	111.8%
银河证券	730	9	9	-	90.3%	84.6%
中银国际	667	10	4	↓	96.3%	-6.3%
宏源证券	554	11	17	↑	80.8%	108.6%
平安证券	491	12	6	↓	81.1%	45.9%
广发证券	454	13	10	↓	60.7%	8.3%
招商证券	429	14	11	↓	74.2%	95.2%
华泰联合	420	15	23	↑	83.1%	189.7%
西南证券	304	16	16	-	63.5%	24.8%
高盛高华	302	17	15	↓	80.4%	-18.0%
瑞信方正	282	18	20	↑	96.1%	113.0%
申银万国	273	19	24	↑	100.0%	166.8%
安信证券	255	20	13	↓	79.7%	84.1%
行业	-	-	-	-	82.2%	87.0%

资料来源：Wind 资讯、德邦证券研究所

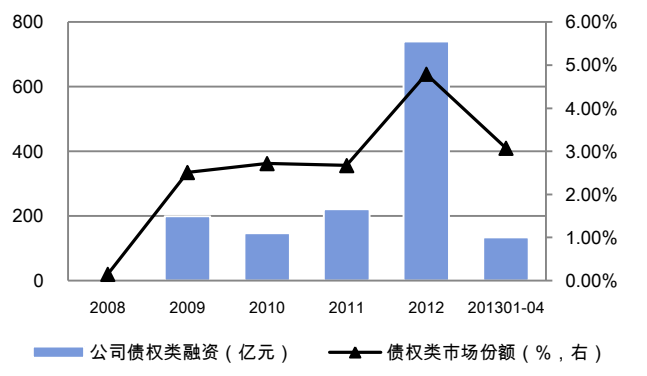
公司固收业务发力，承销业务市场地位有所提升。2012 年 4 季度暂停 IPO 带来全行业和公司 IPO 发行规模均大幅下滑，但海通证券主承销规模行业排名较 2011 年上升 6 位。全年公司证券承销规模的高增长均由债券承销贡献，债券承销规模占比约 90%，承销规模同比增速高达 235%，远高于行业总体同比增速 87%。并且海通 2012 年在债券承销上的市场份额接近 5%，较 2011 年进步显著，表明公司 2012 年固收业务投入发展的显著成效。除此之外，今年以来公司在再融资业务上也更加重视，1-4 月再融资规模 38 亿，为 2012 年全年再融资项目总额的 70%。

图 30：海通证券再融资规模及市场份额变化（亿元，%）



资料来源：Wind 资讯、德邦证券研究所

图 31：海通证券债券承销规模及市场份额变化（亿元，%）



资料来源：Wind 资讯、德邦证券研究所

四、业务扩张期融资需求旺盛，杠杆率提升

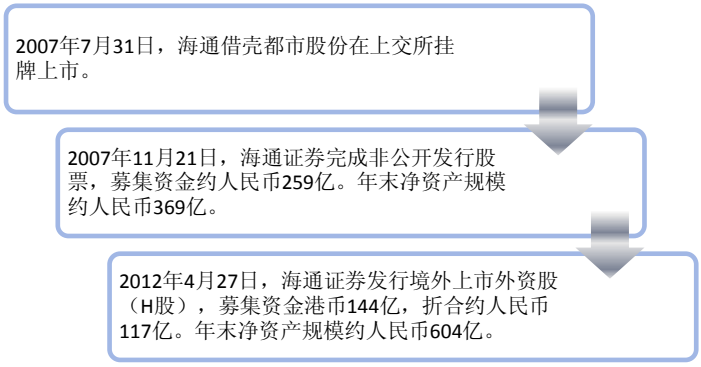
1、 业务扩张迅速，融资需求旺盛

海通证券自 2007 年 7 月借壳上海市都市农商社股份有限公司在上交所挂牌上市后，仅进行过两轮融资。第一次发生在借壳上市之后的 2007 年，通过非公开发行股份募集资金人民币约 259 亿，当年末净资产规模达到 369 亿；第二次则为最近的 2012 年 4 月份的 H 股发行，募集资金折合人民币约 117 亿，年末净资产规模达到 604 亿，但 H 股募集资金仅 55%可用于境内业务开展。

2007 年融资后遭遇 2008 年金融危机，公司资金使用效率曾受市场质疑。随着公司近几年创新业务的开展与不断扩大，公司资金收益率在 2011 年和 2012 年连续改善，尤其这种连续的改善是在 2009 年以来公司加权平均 ROE 水平不断下滑的情形下出现。

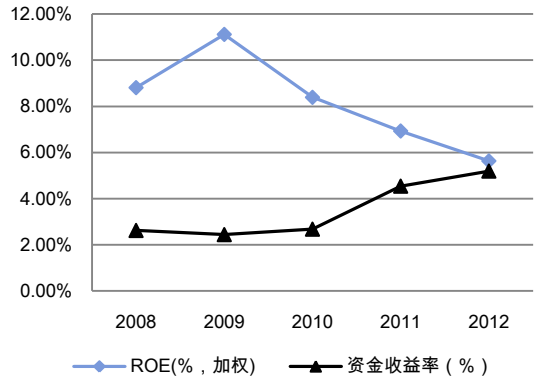
公司自营资产自 2008 年以来倾向于配置收益相对稳定的债券类资产，全部自营资产收益率近几年稳定在 5%左右。而融资融券、约定购回、股权质押贷款等类信贷业务的年化收益率（不考虑杠杆和资金借入成本）大约在 7%-10%之间，类信贷业务的发展迅速前提下，公司未来资金平均收益率有望继续提高。

图 32：海通证券融资历史



资料来源：公司年报、德邦证券研究所

图 33：海通证券资金收益率有所改善



注：定义资金收益率为“投资收益+公允价值变动+利息收入”除以“货币资金、交易性金融资产、衍生金融资产、可供出售金融资产、持有至到期金融资产和可供出售金融资产期初期末平均值”。资料来源：公司年报、德邦证券研究所

海通证券 2005 年获得创新试点类证券公司，创新业务发展行业领先，尤其是近两年来两融、约定购回等资金业务发展行业领先。改变过往对资本需求较低的传统通道业务在公司业务中占比较高的情况，随着资本中介和投资业务的迅速扩张，海通证券对资金的需求越来越多。

我们预计中性情况下公司类信贷业务本年度新增资金投入总和大约在 213 亿，业务发展速度和规模更加乐观的情况下新增资金投入需求将达到 329 亿。再加上自营业务投资规模扩大需求和维持日常运营所需资金，预计公司在 2013 年资金缺口中性情况下为 111 亿，乐观情况下为 270 亿，否则将限制相关业务的开展规模。此处仅为简单测算，还未考虑直接投资以及对海通证券旗下子公司的增资情况。由此可见，公司的融资需求非常旺盛。

表格 7：2013年海通证券资金缺口预测（单位：亿元、%）

	悲观	中性	乐观
市场融资融券余额（亿元）	3000	3500	4200
海通市场份额（%）	6.5%	7.0%	7.5%
海通证券融资融券余额（亿元）	195	245	315
转融通规模（亿元）	40	55	70
约定购回证券交易规模（亿元）	20	30	50
股权质押贷款（亿元）	40	60	100
类信贷业务本年度资金投入总和（亿元）	**162**	**228**	**343**
占净资产比例（%）	68%	73%	78%
自营规模（亿元）	430	465	500
全年自营资产平均溢价（%）	5.0%	5.65%	6.0%
增量投入资金（亿元）	**7**	**40**	**73**
海通证券货币资金（亿元）	225	225	225
日常运营所需资金（亿元）	50	50	50
资金缺口（亿元）	**0**	**93**	**241**

注：转融通保证金为转融通额度的 20%（部分必须为现金），另外假设日常运营占用资金 50 亿，且不考虑公司滚动发行短期融资券补充运营资金情况。资料来源：德邦证券研究所

2、 业务扩张伴随杠杆提升，2013 年中性情况下杠杆率可提高至 4.2 倍

结合杜邦分析法比较海通证券和行业内可比券商资产收益情况，可知海通证券的总资产净利率近两年在可比券商中还处于相对较高水平，但净资产收益率却比较低，原因则主要为其权益乘数比较低，即公司的内部杠杆较低所致。

表格 8：海通证券与可比券商杜邦分析法比较（单位：%、倍）

	ROA			A/E			ROE		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
银河证券	2.8%	2.1%	2.3%	6.9	4.8	3.5	19.2%	9.8%	8.2%
国泰君安	3.7%	2.8%	2.6%	4.1	3.5	3.0	15.2%	9.9%	7.9%
华泰证券	3.3%	1.8%	2.0%	3.7	3.0	2.4	12.0%	5.5%	4.8%
海通证券	3.3%	3.1%	2.9%	2.6	2.3	2.0	8.4%	6.9%	5.6%
广发证券	8.7%	2.4%	2.6%	2.6	3.7	2.6	22.8%	8.9%	6.8%
中信证券	6.7%	8.4%	2.7%	2.6	2.0	1.8	17.3%	17.0%	4.9%

资料来源：公司年报、德邦证券研究所

对海通证券近几年资产负债结构进行研究，代理买卖证券款构成负债的主要来源，其余负债来源则占比较小。随着公司约定购回式证券交易业务、转融通等业务的开展或规模的扩大，回购和对证金公司的负债将有所提升，另外公司为支持资金业务发展和维持日常运营需求弥补资金缺口，2012 年刚进行 H 股融资的海通证券进行债务融资的可能性较大，预计 2013 年公司内部杠杆可达到 2.30 倍。

除此之外，海通证券通过公募基金、资产管理公司、产业投资基金及发行 OTC 柜台交易产品管理外

部客户资产，从而获得外部杠杆。我们预测公司 2013 年外部管理资产总规模将达到 1224 亿，外部杠杆 1.92 倍，总杠杆率将达到 4.22 倍。

表格 9：海通证券杠杆率估算（单位：亿元、倍）

	2010	2011	2012	2013E	2014E
代理买卖证券款	637	380	370	409	446
短期借款	29	25	86	90	120
回购	0	95	160	190	240
转融通	-	-	17	55	90
其它负债	32	23	26	84	80
负债合计	**698**	**523**	**659**	**828**	**976**
资本金	456	466	604	638	677
内部杠杆（倍）	**2.53**	**2.12**	**2.09**	**2.30**	**2.44**
OTC 柜台交易产品	-	-	-	30	60
公募基金	469	321	285	314	343
海通资管	88	100	330	780	1100
各产业投资基金	-	70	89	100	120
外部杠杆率（倍）	**-**	**1.05**	**1.17**	**1.92**	**2.40**
总杠杆率（倍）	**-**	**3.17**	**3.26**	**4.22**	**4.84**

注：富国基金不并表不予考虑。资料来源：公司年报、德邦证券研究所

五、估值及投资建议：资本中介业务发力，2013 年业绩增长确定性强、拐点将现，重申“买入”评级

1、 基本假设与盈利预测

主要假设：

（1） 2013/2014 年市场股基日均成交额分别为 1800 亿/2000 亿元，两融信用交易增加公司交易额、创新业务继续反哺经纪，公司经纪业务市场份额继续小幅上升至 4.60%，平均净佣金率逐步缓慢下滑至 0.075%/0.073%；

（2） IPO 于年中放行，市场承销规模 1000 亿左右、基本与 2012 年相当，债券发行规模维持 2012 年高位接近 16000 亿，公司市场份额及承销费率保持稳定；

（3） 公司定向资产管理和集合资产管理均维持高增速，集合理财规模占比提升带来平均管理费率上升；

（4） 公司自营规模稳步提升，收益率历年维持稳定；

（5） 2013/2014 年市场两融规模继续爆发式增长至 3500 亿/6000 亿，随着更多公司加入，海通两融市场份额和两融平均利率继续小幅下滑。

表格 10：基本假设列表（单位：亿元、%）

	2010	2011	2012	2013E	2014E
市场股基日均交易额（亿元）	2292	1754	1328	1800	2000
公司市场份额（%）	4.06%	4.13%	4.54%	4.60%	4.60%
公司平均净佣金率（%）	0.110%	0.087%	0.078%	0.075%	0.073%
市场 IPO 发行规模（亿元）	4911	2720	995	1006	1644
公司市场份额（%）	5.18%	3.19%	2.53%	2.50%	2.50%
公司 IPO 承销费率（%）	2.19%	7.13%	7.00%	7.00%	7.00%
市场债券承销规模（亿元）	5408	8257	15436	15985	17102
公司市场份额（%）	2.72%	2.67%	4.79%	3.50%	3.50%
公司 IPO 承销费率（%）	0.78%	0.53%	0.55%	0.50%	0.50%
公司资产管理规模（亿元）	88	100	330	780	1100
平均管理费率（%）	0.26%	0.26%	0.12%	0.22%	0.27%
公司自营规模（亿元）	211	277	403	463	538
投资收益率（%）	5.14%	4.85%	5.65%	5.65%	5.65%
市场融资融券规模（亿元）	128	382	895	3500	6000
公司两融市场份额（%）	22.00%	10.00%	7.80%	7.00%	6.30%
公司两融平均利率（%）	9.00%	9.00%	8.00%	7.00%	6.20%
公司成本费率（%）	49%	54%	55%	51%	50%
所得税率（%）	22%	24%	21%	21%	21%

资料来源：德邦证券研究所

根据以上基本假设，我们预测海通证券 2013/2014 年营业收入分别为 110.1 亿/140.7 亿元，净利润为 42.2 亿/55.5 亿元，归属母公司股东每股收益 0.43 元/0.56 元；净资产规模分别为 637.6 亿/676.8 亿元，归属母公司股东每股净资产 6.46 元/6.86 元，净资产收益率分别为 6.62%/8.19%。

表格 11：盈利预测表（单位：百万元、元）

资产负债表	2010	2011	2012	2013E	2014E
资产：					
货币资金	58,318	50,898	52,312	57,962	63,178
结算备付金	19,653	3,952	3,045	3,654	4,020
交易性金融资产	15,018	20,505	32,164	37,679	44,562
衍生金融资产	0	0	32	100	200
买入返售金融资产	2,120	606	2,194	3,800	7,000
存出保证金	3,230	2,239	4,065	5,100	6,000
可供出售金融资产	6,033	7,189	8,108	8,566	9,050
持有至到期投资	0	0	657	700	700
长期股权投资	1,434	2,490	4,401	5,000	5,500
固定资产	988	955	929	900	900
无形资产	301	320	304	300	300
其他资产	8,318	9,722	18,136	22,800	23,700
资产总计	**115,413**	**98,876**	**126,346**	**146,561**	**165,110**

负债：					
短期借款	2,922	2,521	8,626	9,000	12,000
卖出回购金融资产款	0	9,525	16,041	19,000	24,000
代理买卖证券款	63,682	38,014	36,957	40,948	44,633
其他负债	3,192	2,207	4,292	13,900	17,000
负债合计	**69,796**	**52,266**	**65,916**	**82,848**	**97,633**
所有者权益(或股东权益)：					
股本	8,228	8,228	9,585	9,585	9,585
资本公积金	23,080	21,948	32,442	32,900	33,384
盈余公积金	1,671	1,977	2,247	2,669	3,224
未分配利润	8,234	9,188	10,163	11,852	14,070
一般风险准备	3,343	3,953	4,493	4,916	5,470
少数股东权益	1,149	1,568	1,751	1,841	1,949
归属于母公司所有者权益合计	**44,467**	**45,042**	**58,680**	**61,922**	**65,733**
所有者权益合计	**45,617**	**46,611**	**60,431**	**63,763**	**67,682**
负债及股东权益总计	**115,413**	**98,876**	**126,346**	**146,611**	**165,316**

利润表	2010	2011	2012	2013E	2014E
营业收入	**9,768**	**9,293**	**9,141**	**11,010**	**14,065**
手续费及佣金净收入	7,208	5,523	4,385	4,846	5,582
其中：代理买卖证券业务净收入	4,864	3,041	2,274	3,006	3,251
证券承销业务净收入	920	839	657	547	670
受托客户资产管理业务净收入	714	985	862	893	1,105
利息净收入	1,366	2,093	2,121	2,401	3,814
投资收益	1,056	2,054	2,042	2,512	2,905
其他收入	137	-377	592	1,251	1,764
营业支出	**4,935**	**5,125**	**5,154**	**5,813**	**7,194**
营业税金及附加	422	379	269	330	422
管理费用	4,512	4,228	4,011	4,453	5,358
其它支出	1	517	873	1,029	1,414
营业利润	**4,833**	**4,168**	**3,987**	**5,197**	**6,871**
加：营业外收入	159	137	136	136	136
减：营业外支出	2	4	13	13	13
利润总额	**4,990**	**4,300**	**4,109**	**5,346**	**7,020**
减：所得税	1,122	1,018	875	1,123	1,474
净利润	**3,868**	**3,282**	**3,234**	**4,223**	**5,546**
减：少数股东损益	182	179	215	107	183
归属于母公司所有者的净利润	3,686	3,103	3,020	4,116	5,363
每股收益：	**0.47**	**0.40**	**0.34**	**0.44**	**0.58**

资料来源：德邦证券研究所

2、 分业务分析

分业务来看，公司 2013 年代理买卖证券业务净收入、承销收入、资产管理收入、投资收益和利息收入将分别为 30.1 亿、5.5 亿、8.9 亿、25.1 亿和 24.0 亿元，2014 年分别为 32.5 亿、6.7 亿、11.0 亿、29.1 亿和 38.1 亿。

传统通道、资本中介和投资三大业务种类2013/2014年贡献收入分别为35.5亿/39.2亿、14.7亿/27.8亿和25.1亿/29.1亿元，未来2年复合增长率分别为15.6%、143.0%和21.3%。传统通道业务收入贡献继续下滑，投资业务贡献保持相对稳定，资本中介收入贡献将大幅增长，2012/2013/2014年ROE分别为5.35%、6.62%和8.19%，2013年公司经营将逢盈利拐点。

表格 12：分业务盈利预测表（单位：亿元）

	2010	2011	2012	2013E	2014E
代理买卖证券业务净收入	48.6	30.4	22.7	30.1	32.5
承销收入	9.2	8.4	6.6	5.5	6.7
资产管理收入	7.1	9.9	8.6	8.9	11.0
投资收益	10.8	12.3	19.7	25.1	29.1
利息总收入	13.7	20.9	21.2	24.0	38.1
其它收入	8.3	11.0	12.5	16.5	23.2
营业收入	**97.7**	**92.9**	**91.4**	**110.1**	**140.7**

注：其它收入包含海通旗下控股期货公司、直接投资公司、另类投资子公司、产业投资基金、香港公司等并表公司收入之和估算。

资料来源：德邦证券研究所

表格 13：三大业务模块盈利预测表（单位：亿元、%）

	2010	2011	2012	2013E	2014E	CAGR
传统通道业务收入	57.8	38.8	29.3	35.5	39.2	15.6%
%营业收入	59.2%	41.8%	32.1%	32.3%	27.9%	-
资本中介业务收入	0.4	2.7	4.7	14.4	27.8	143.0%
%营业收入	0.4%	2.9%	5.2%	13.0%	19.8%	-
投资业务收入	10.8	12.3	19.7	25.1	29.1	21.3%
%营业收入	11.0%	13.3%	21.6%	22.8%	20.7%	-
营业收入	**97.7**	**92.9**	**91.4**	**110.1**	**140.7**	**24.1%**

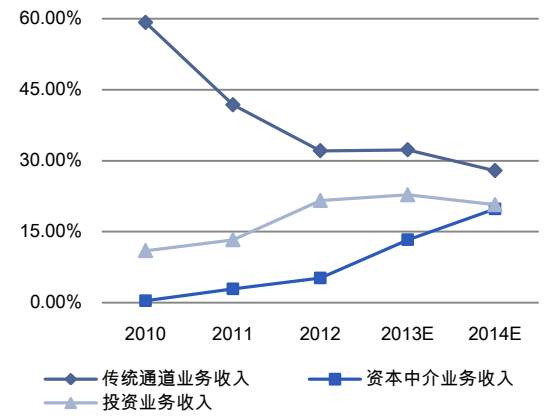
注：CAGR 为 2012 年后未来 2 年复合增长率。资料来源：德邦证券研究所

表格 14：海通证券成本管理（单位：亿元、%）

	2010	2011	2012	2013E	2014E	CAGR
薪酬	26.2	23.2	21.4	22.8	26.4	11.0%
%营业收入	27%	25%	23%	21%	19%	-
管理费用总和	45.1	42.3	40.1	44.5	53.6	15.6%
%营业收入	46%	46%	44%	40%	38%	-

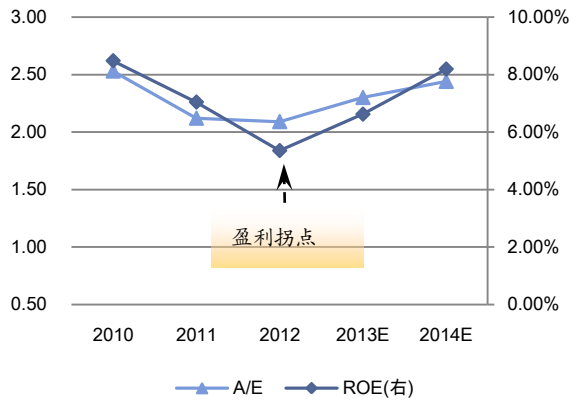
注：CAGR 为 2012 年后未来 2 年复合增长率。资料来源：德邦证券研究所

图 34：海通证券业务结构变化



资料来源：德邦证券研究所

图 35：海通证券 ROE 及杠杆



资料来源：德邦证券研究所

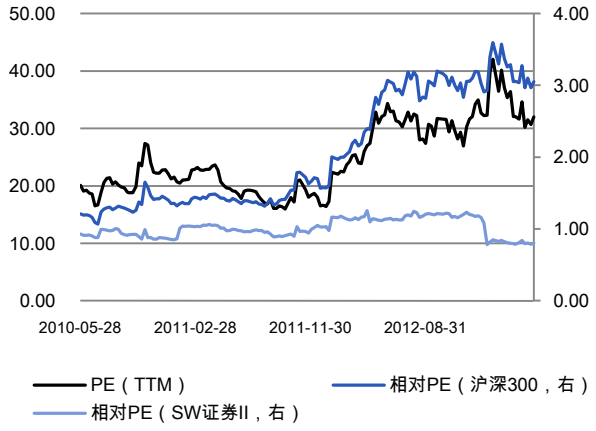
3、 估值及投资建议

（1） 相对估值

PE 估值，2013 年价格区间为 10.75-13.76 元/股。海通证券最近五年历史 PE（TTM）在 18-34 倍之间，公司 PE 估值随周期波动较为明显，在 2008 年周期底部估值较高， 2010-2011 年有所下降， 2012 年以后随着盈利的下滑 PE（TTM）再次升高，因此我们认为若剔除周期因素公司的市盈率基本保持稳定。在 2013 年公司盈利情况尚未明显改善的情况下，PE 值因与 2012 年基本相当，给予海通证券 2013 年 25-32 倍估值，对应每股价格 10.75-13.76 元。

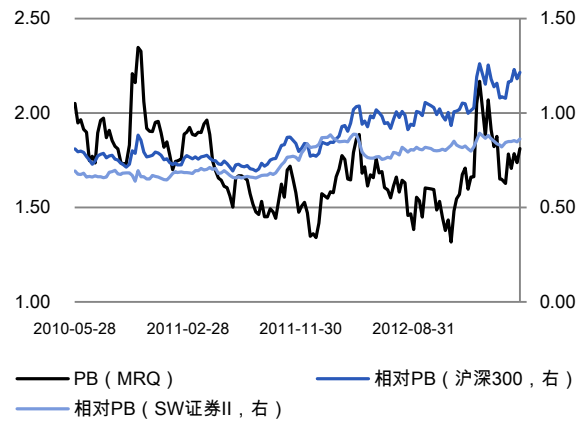
PB 估值，2013 年价格区间为 9.04-14.21 元/股。根据海通证券最近五年历史 PB 在 1.50-3.00 倍之间，最近三年的 PB 估值稳定在 1.40-2.20 倍，我们给予海通证券 1.40-2.20 倍 PB，对应每股价格 9.04-14.21 元。

图 36：海通证券历史 PE 及 相对 PE



资料来源：Wind 资讯、德邦证券研究所

图 37：海通证券历史 PB 及 相对 PB



资料来源：Wind 资讯、德邦证券研究所

（2） 分部估值

分部估值，中性情况下 2013 年公司 A 股合理价值为 1294 亿元，对应每股合理价值 13.50 元/股。

对海通证券经纪、投行两个传统通道业务用 PE 估值，分部给予 10 倍、20 倍 PE，对应合理价值分别为 116 亿、34 亿元，传统通道业务 2013 年合理价值 150 亿元。

融资融券、约定购回证券交易、股权质押业务等类信贷业务参照 A 股上市银行历史估值水平，给予 1.5 倍 PB，分别对应 2013 年合理价值为 285 亿、45 亿和 90 亿元，类信贷业务合理价值总和 420 亿元。

自营、直接投资等业务使用 PB 估值法，其中直投业务参照 A 股上市公司平均 PB 并给予一定折价，资管业务采用 P/AUM 估值法，海外业务参照海通证券 A 股 PE 估值水平，分别对应合理价值 491 亿、56 亿、75 亿和 102 亿元。

表格 15：海通证券成本管理（单位：亿元、%）

业务种类	估值方法	乘数	2013 年预测值	2013 年合理价值
传统通道业务				
证券期货经纪业务	PE	x10	11.6	116
投行业务	PE	X20	1.7	34
资本中介业务				
融资融券业务	PB	X1.5	190	285
约定购回	PB	X1.5	30	45
股权质押融资	PB	X1.5	60	90
投资及投资管理业务				
自营业务	PB	x1.06	463	491
直接投资	PB	X1.6	35	56
受托资产管理业务（基金+集合）	P/AUM	X8%	940	75
其它业务				
海外业务	PE	X30	3.4	102
2013 年合理价值				**1294 亿元**
对应 2013 年每股合理价值				**13.50 元/股**

注：融资融券规模已剔除转融通，融资融券、约定购回、股权质押融资等类信贷业务参考 A 股上市银行 PB 估值水平；资管规模中公募基金部分海富通基金按照持股比例折算。资料来源：德邦证券研究所

（3） 投资建议

海通证券低经纪业务占比、稳健保守的投资风格和投行再融资、固收业务的突破，力保经营业绩在周

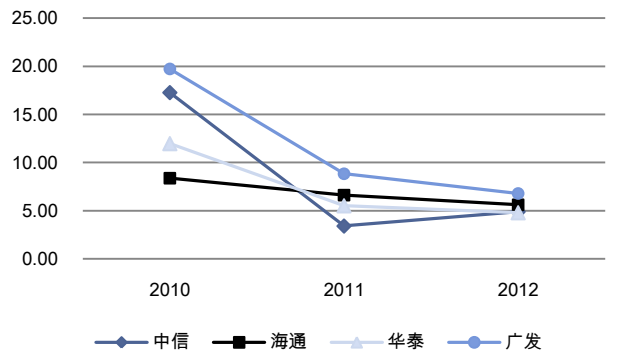
期波动中维持稳健，公司为抗周期的优质投资品种。

同时，净利润下滑、杠杆低下导致周期见底，证券行业长期驱动因素落在“资金”和“杠杆”两个核心因素上，证券公司由“一般中介”逐渐转变为“资本中介”，资金业务将成为形成行业新竞争格局的关键。海通证券通道、资本中介、投资三大业务模块清晰，资本中介业务重点投入将贡献公司 2013 年及以后整体业绩增长，且新业务高增长、抗周期波动能力较强。**我们预计未来两年海通证券收入、净利润增速将分别达 20.5%/27.7%、30.6%/31.3%，ROE 将提升至 6.62%/8.19%，2013 年为其业绩拐点确定性较强。**

和同类上市公司比较，前期相比较低盈利水平使得海通证券估值处于行业低位，随着资本中介业务的高速增长、资金收益情况的改善以及杠杆的逐渐提升，公司盈利能力将得到改善，随之而来的将是公司市场估值中枢的上移。

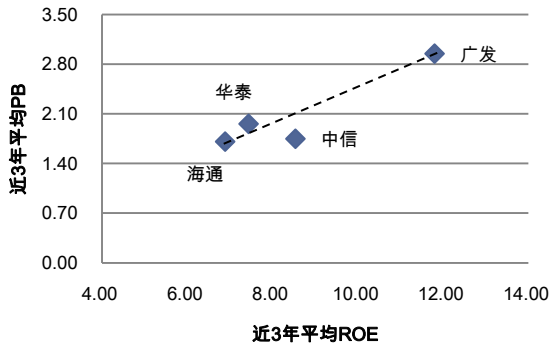
综合 PE 估值法、PB 估值法和分部估值法，给予**海通证券 2013 年目标价 13.50 元/股**，尚且具有 20%的上涨空间，**重申海通证券“买入”评级。**

图 38：主要上市证券公司 ROE 比较



资料来源：Wind 资讯、德邦证券研究所

图 39：主要上市证券公司三年平均 ROE 与 PB 估值比较



注：中信证券 2011 年 ROE 计算为我们剔除了转让华夏基金 51%股权收益的情况。资料来源：Wind 资讯、德邦证券研究所

六、风险提示

系统性风险为公司面临主要风险：

（1） 市场风险：二级市场波动带来公司经纪、自营业务盈利波动风险；

（2） 政策风险：IPO 重启时间表不确定对投行、直接投资收益带来影响；监管层人事变动带来行业创新进程、速度的不确定性；

（3） 竞争风险：行业间及同业竞争使得公司和行业整体议价能力受到负面影响，经纪、承销等业务手续费率、融资融券等业务利率存在下滑风险。

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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收到任何形式的补偿。

投资评级

一、行业评级

推荐–Attractive：预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性–In-Line：预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避–Cautious：预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入–Buy：预期未来 6 个月股价涨幅≥20%
增持–Outperform：预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%
中性–Neutral：预期未来 6 个月股价涨幅为-10%-+10%
减持–Sell：预期未来 6 个月股价跌幅>10%

特别声明

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。