

证券研究报告

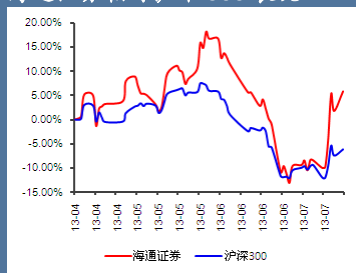
公司研究——事项点评

海通证券（600837.sh）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：增持，2013.5.15

海通证券相对沪深300表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据（2013-7-15）

收盘价(元)	10.98
52周内股价波动区间(元)	7.55-13.50
最近一月涨跌幅(%)	2.9%
总股本(亿股)	95.85
流通A股比例(%)	80.92
总市值(亿元)	1033

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

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

相关研究

《佣金率的区域差异与经纪业务发展趋势》2013.3
《创新业务逐步发力的综合性券商》2013.5

轻资产扩张模式的大规模尝试

海通证券设立 92 家分支机构点评

2013 年 07 月 16 日

事件：公司 7 月 15 日晚间发布公告：收到证监会上海监管局批复，获准在乌鲁木齐、海口等城市设立 92 家分支机构，其中包括 2 家分公司，90 家营业部。

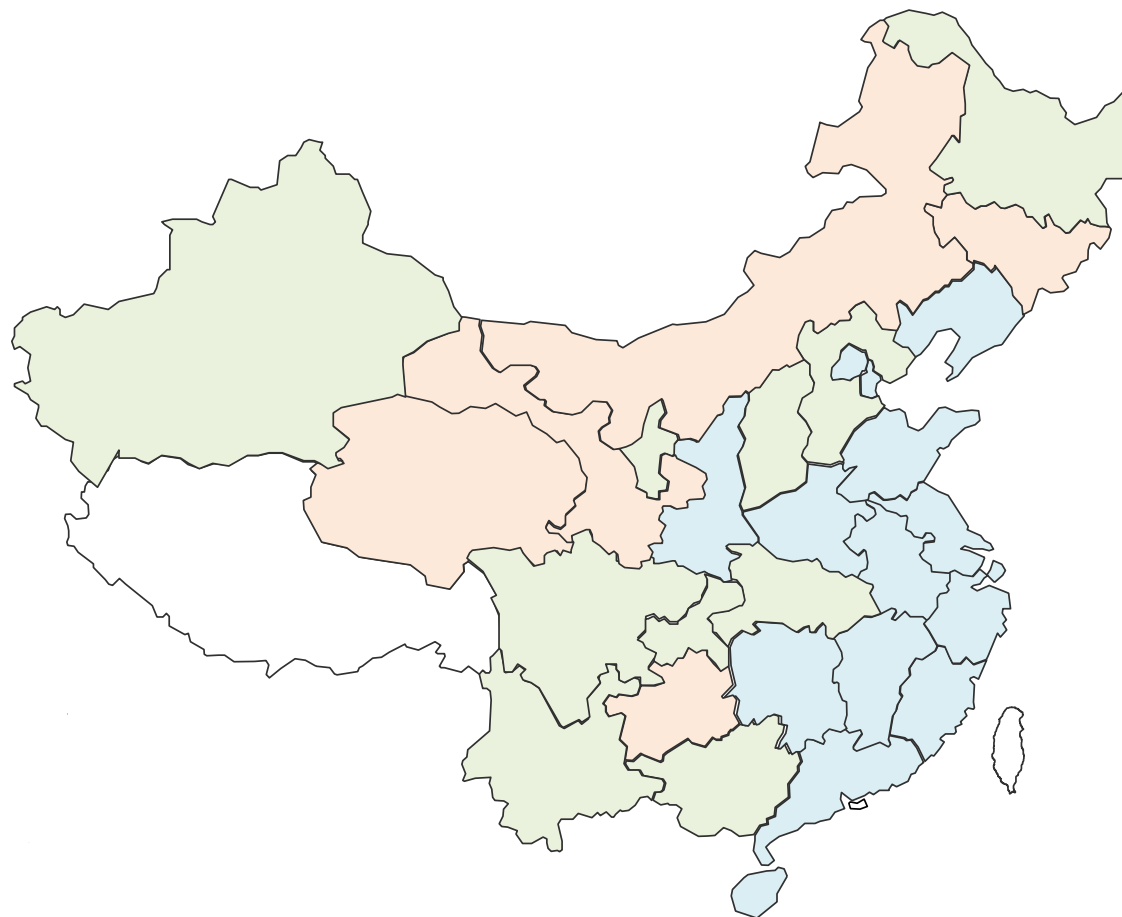
- ◆ **90 家营业部中有 89 家为 C 型营业部。**公司此次获准成立的 90 家营业部中，除呼和浩特市的一家为 A 型营业部，其余 89 家均为 C 型营业部，即：在营业部内不设置相关交易系统，也不提供现场交易服务。
- ◆ **这一事件是券商经纪业务轻资产扩张模式的大规模尝试。**从国际经验来看，随着网络交易技术的发展，营业部前端功能（包括现场交易功能和现场信息发布功能）将逐步弱化，经纪业务将由以营业部为中心转向以经纪人和网络系统为中心（详见我们在 2013 年 3 月专题研究报告《佣金率的区域差异与经纪业务发展趋势》）。而以 C 型营业部为代表的轻资产扩张，正是舍弃营业部前端交易功能的一种模式；C 型营业部由于不设置交易系统，因此设立成本、维护成本、退出成本都极大降低。
- ◆ **未来将有更多券商设立 C 型营业部，但经纪业务集中度或将进一步提高。**目前我国证券经纪业务在各省佣金率仍差异较大，整体趋势是沿海地区佣金率较低，而中西部地区佣金率较高（见图 1），而在轻资产扩张模式下，全国性的综合券商将能够以更低成本渗透到中西部地区，这将使这些地区佣金率承受压力，且地方性券商的市场份额受到挑战。而对于海通证券这样的综合性券商，将会是进一步增加业务份额的时机。
- ◆ **盈利预测与评级：**维持公司“增持”评级，目标价 11.39 元。
- ◆ **风险提示：**经纪业务佣金率下跌，行业门槛的降低使竞争加剧。

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)	29.1	34.9	27.4	24.0	21.9
市净率 P/B(倍)	2.03	2.01	1.79	1.72	1.64

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2013 年 7 月 15 日收盘价

图 1: 佣金率的省际分布 (2011 年)



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

	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	净利差	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	-	-	-	-	-	股票及股票连接主承销市场份额	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	企业主体债券主承销市场份额	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了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。