

2013年10月29日

海通证券 (600837.SH)

盈利模式向资产负债表迁移

■ **业绩同比大幅增长**：海通证券2013年前9月共实现营业收入83亿元，同比增长20%，其中3季度实现营业收入26亿元，同比增长44%；公司前三季度合计实现净利润37亿元，同比增长51%，其中3季度实现净利润10.3亿元，同比增长147%。公司今年及3季度业绩增长均主要得益于经纪和投资收入的显著改善。

■ **经纪业务收入受益于市场成交量的增长**：公司1-9月共实现经纪业务净收入24亿元，同比增长34%，其中3季度单季实现经纪业务净收入9亿元，同比增长72%。经纪业务收入增长是公司业绩改善的重要原因，这得益于全行业成交量的大幅上涨：1-9月全市场累计股票成交量同比增长39%，其中3季度同比增长84%。

■ **投资业务显著改善**：2013年前9月公司共实现投资收入（投资收益+公允价值变动）26亿元，同比增长38%，其中3季度投资收入为5亿元，同比增长58%。投资业务改善是公司前三季度利润增长的主要来源。根据公司中期的数据，权益类资产在交易性及可供出售资产中的占比只有约10%，预计非方向性的新型投资做出了重要贡献。

■ **盈利模式向资产负债表迁移**：公司买入返售资产余额3季度末为43亿元，较年初的22亿元及年中的37亿元有所增长，表明约定式购回及股票质押业务在持续增长。“其他资产”为344亿元，较年初增长103%，主要是由于融资融券业务的快速增长。“其他负债”为33亿元，较年初增长255%，主要是柜台市场创新产品导致的金融负债增长。此外，公司期末有0.9亿元“预计负债”，主要是资管子公司以自有资金认购资管产品次级部分所致。期末，公司去除保证金后的杠杆率为1.69，较期中的1.78有所下降，主要是短期借款及拆入资金减少，可能受“钱荒”的短期影响，长期来看加杠杆趋势确定。

■ **投资建议**：海通证券依然是券商提升杠杆趋势之中的行业龙头，公司目前股价对应2013年1.9倍PB，处于中等水平。我们维持公司增持-A的投资评级和14元的目标价。

■ **风险提示**：投资环境显著改变；创新进程遭受挫折。

百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	9,293	9,141	11,562	13,216	14,921
Growth(%)	-4.86%	-1.64%	26.49%	14.31%	12.90%
净利润	3,103	3,020	4,843	5,633	6,469
Growth(%)	-15.82%	-2.68%	60.37%	16.31%	14.84%
每股收益(元)	0.38	0.32	0.51	0.59	0.67
每股净资产(元)	5.5	6.1	6.3	6.9	7.5
市盈率	31	37	23	20	17
市净率	2.1	1.9	1.9	1.7	1.6

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

证券Ⅲ

投资评级

增持-A

维持评级

6个月目标价

14.00元

股价(2013-10-29)

11.75元

交易数据

总市值(百万元)	112,620.47
流通市值(百万元)	95,082.54
总股本(百万股)	9,584.72
流通股本(百万股)	8,092.13
12个月价格区间	7.77/13.29元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-6.45	6.64	28.35
绝对收益	-7.41	15.65	34.44

杨建海

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020022
yangjh@essence.com.cn
021-68765375

贺立

分析师

SAC 执业证书编号：S1450512080004
heli@essence.com.cn
021-68767803

相关报告

收购影响中性	2013-09-26
创新业务贡献进一步提升	2013-08-24
投资助力业绩增长	2013-04-25

财务报表预测和估值数据汇总(利润表(百万元))

利润表						资产负债表					
(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E	(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	9,293	9,141	11,562	13,216	14,921	货币资金	50,898	52,312	71,542	78,696	86,566
手续费净收入	5,523	4,385	4,816	5,531	5,858	结算备付与保证金	6,191	7,111	8,702	9,573	10,530
代理买卖证券业务净收入	3,041	2,274	3,379	3,379	3,041	交易性金融资产	20,505	32,164	28,821	31,703	34,874
证券承销业务净收入	839	657	532	975	1,288	买入返售金融资产	606	2,194	852	937	1,031
资产管理业务净收入	985	862	905	1,176	1,529	可供出售金融资产	7,189	8,108	10,106	11,116	12,228
利息净收入	2,093	2,121	2,440	2,806	3,226	其他资产	13,487	24,458	18,958	20,854	22,939
投资收益及公允价值变动	1,580	2,519	3,755	4,250	5,125	资产总计	98,876	126,346	138,981	152,879	168,167
其他业务收入	97	115	0	0	0	短期借款	2,521	8,626	0	0	0
营业支出	-5,125	-5,154	-4,972	-5,551	-6,117	交易性金融负债	0	0	0	0	0
营业税金及附加	-379	-269	-341	-389	-440	衍生金融负债	0	0	0	0	0
业务及管理费	-4,228	-4,011	-4,631	-5,161	-5,678	卖出回购金融资产款	9,525	16,041	13,388	14,726	16,199
营业利润	4,168	3,987	6,590	7,665	8,803	代理买卖证券款	38,014	36,957	53,432	58,776	64,653
营业外收支	132	123	0	0	0	其他负债	2,207	4,292	7,130	8,995	10,787
利润总额	4,300	4,109	6,590	7,665	8,803	负债合计	52,266	65,916	73,950	82,497	91,639
所得税	-1,018	-875	-1,403	-1,632	-1,874	股本	8,228	9,585	9,585	9,585	9,585
净利润	3,282	3,234	5,187	6,033	6,929	归属母公司所有者权益	45,042	58,680	60,714	65,710	71,448
归属母公司所有者净利润	3,103	3,020	4,843	5,633	6,469	少数股东权益	1,568	1,751	4,317	4,672	5,080
少数股东损益	179	215	344	400	460	所有者权益合计	46,611	60,431	65,031	70,382	76,528

经营指标						风险指标					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2011	2012	2013E	2014E	2015E
平均总资产收益率	2.90%	2.68%	3.65%	3.86%	4.03%	净资本	31.343				
平均净资产收益率	3.47%	2.91%	4.06%	4.46%	4.72%	扣除代买卖证券款负债率					
管理费用率	-45.50%	-43.88%	-40.05%	-39.05%	-38.05%	自营规模/净资本	98.44%				
营业收入/总资产	8.67%	8.12%	8.72%	9.06%	9.29%	权益自营规模/净资本	38.09%				

每股数据						估值					
(元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股收益	0.38	0.32	0.51	0.59	0.67	市盈率	31.2	37.3	23.3	20.0	17.4
每股净资产	5.5	6.1	6.3	6.9	7.5	市净率	2.1	1.9	1.9	1.7	1.6

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

杨建海、贺立分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本

报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

■ 销售联系人

上海联系人	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	黄方禅	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
深圳联系人	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮 编： 200123

北京市

地 址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮 编： 100034

