

海通证券 (600837)

2013年11月29日

投资评级：买入（维持）
市场数据
2013年11月28日

当前股价（元）	11.71
52周最高/最低（元）	13.15/7.69
市盈率	26.28
市净率	1.77
总市值（百万元）	112,237.09
总股本（百万股）	9,585
流通股本（百万股）	8,092


分析师：田渭东
SAC 执业证书编号：

S0790512030001

联系电话： 029-87303020

Email: tianweidong@kysec.cn

联系人：张月慧
联系电话： 029-88447618

Email: zhangyuehui@kysec.cn

开源证券有限责任公司
地址：西安市高新区锦业路1号
都市之门B座5层
http://www.kysec.cn

资本中介强势不减 海通“稳中求胜”

● 客户资源丰富，自营业绩大幅提升

海通证券具备丰富的客户资源，公司目前拥有超过460万零售客户以及超过1.2万名的机构及高净值客户，客户资金存款也高于中信等同类公司。另一方面，在公司业绩保持稳健增长的同时，海通证券自营业务投资收益率大幅提高，从历年平均的3.5%一跃至今年第三季度的7.05%，已经高于中信等可比公司。自营业绩爆发与资本中介类业务的双轮驱动令海通净利润率显著高于同类上市公司。

● 资本中介业务保持强势，进军融资租赁行业

海通证券凭借雄厚的资本实力和广泛的客户资源，在资本中介业务领域一直保持行业前列，截止到2013年10月，海通证券两融余额达到165.7亿元，市场份额5.27%；约定购回业务待回购余额从年初的14.65亿元增长至22.74亿元，市场份额保持在6%左右；已经承接32笔股权质押项目，质押股数达到16.95亿股，市场份额达到14%。控股恒信金融集团后进一步强化了公司强势的资本中介业务，短期内将显著增厚海通净利润。

● 成本费用管控能力再次提升，费率下降至同类券商最低

海通证券对成本费用的控制能力逐年提高，通过对比近年来海通证券与其他公司费用率可以看出，海通证券费用率一直保持逐年下降的趋势，从2011年开始，海通费率在同类型上市公司中只低于中信证券。2012年公司成本费用管控能力再次大幅提升，费用率下降至所有可比公司中最低水平，2013年，公司费用率已经降至34%，与同类公司相比，成本控制优势进一步显现。

● 杠杆撬动ROE空间巨大

海通证券之前一直在消化公司冗余资金，杠杆率在同类型上市券商中间是最低的，2013年三季度海通证券扣除客户资金存款的权益乘数下降至1.67，而四家可比公司权益乘数均保持在2.0以上。按照四家可比公司2.35的平均权益乘数计算，海通证券ROE能提升近41%至8.53，将提升净利润15.7亿元，利润增厚占到海通证券2013年三季度净利润的46%。

● 投资策略

我们认为海通证券未来业绩扩展空间巨大，客户资源优势将增大公司业绩弹性，盈利增长将超过同类型券商。目前海通证券的PB仅为1.77X，处在上市券商中较低水平，具有一定的安全空间。不考虑恒信金融集团并表影响，预计公司2013年EPS为0.46元，2014年EPS为0.55元。看好海通证券在资本中介业务的绝对强势地位以及自营业务业绩爆发双轮驱动、稳健的战略思维及强大的成本费用控制能力，维持公司买入评级。

● 风险提示：市场下行风险 新业务推进受阻

目 录

一、客户资源丰富，自营收益大幅提升	1
(一) 客户资源丰富，新业务弹性增大	1
(二) 业绩保持稳定，净利润率增速第一	2
(三) 自营业务收益率增幅明显	5
二、资本中介业务强势劲头不减	7
(一) 融资融券余额保持稳定增长	7
(二) 约定购回业务站稳行业前列	8
(三) 股权质押业务抢占先河	9
(四) 收购恒信金融集团，强化资本中介业务	10
三、成本费用管控能力进一步提升	12
(一) 费用率维持低位，相对优势进一步显现	12
(二) 人均盈利能力远超同类型上市公司	13
四、杠杆撬动 ROE 空间巨大	13
(一) 杠杆率处于同类型上市公司最低	13
(二) ROE 敏感性分析：杠杆增厚利润空间巨大	15
五、投资策略	15

图表目录

图 1: 海通证券历年客户资金存款	1
图 2: 海通证券收入结构逐渐优化	5
图 3: 海通证券业绩平稳增长	3
图 4: 海通证券 ROE 进入上升轨道	7
图 5: 海通证券 ROE 企稳回升	4
图 6: ROA 处于同类券商前列	8
图 7: 海通证券历年 ROA 开始回升	5
图 8: 海通证券自营业务收益率稳步上升	8
图 9: 海通证券自营投资品种日趋丰富	6
图 10: 海通证券自营收益率处于同类型上市券商前列	6
图 11: 海通证券两融市场份额维持稳定	10
图 12: 海通证券两融余额保持稳定增长	8
图 13: 约定购回待回购余额保持缓慢增长	12
图 14: 海通证券约定购回业务市场份额居前列	9
图 15: 海通证券两融市场份额位于市场前列	10
图 16: 恒信金融保持高 ROE	14
图 17: 恒信金融杠杆较海通证券高一倍	11
图 18: 平均费率逐年降低, 管控能力大幅提升	15
图 19: 海通证券人均盈利能力保持稳定	12
图 20: 除去客户资金存款影响外海通权益乘数整体趋势向上	14
图 21: 海通证券历史 PE Band	19
图 22: 海通证券历史 PB Band	16
表 1: 海通证券与同类型上市券商客户资源对比	2
表 2: 海通证券单季度营业收入较同类型上市券商更加平稳	3
表 3: 海通证券净利润增长率明显高于与同类型上市券商	4
表 4: 海通证券自营投资结构逐步多样化	7
表 5: 海通证券自营投资结构相对同类型上市券商更合理	7
表 6: 海通证券两融市场份额位于市场前列	8
表 7: 海通证券 2013 年约定购回业务明细	9
表 8: 海通证券费用管控能力强于同类券商	12
表 9: 海通证券人均营收能力超过中信证券	13
表 10: 海通证券人均盈利能力显著高于同类型券商	13
表 11: 海通证券权益乘数低于同类型上市券商	14
表 12: 除去客户资金存款影响后海通权益乘数更低	14
表 13: 海通证券 ROE 敏感性分析	15
表 14: 海通证券盈利预测	17

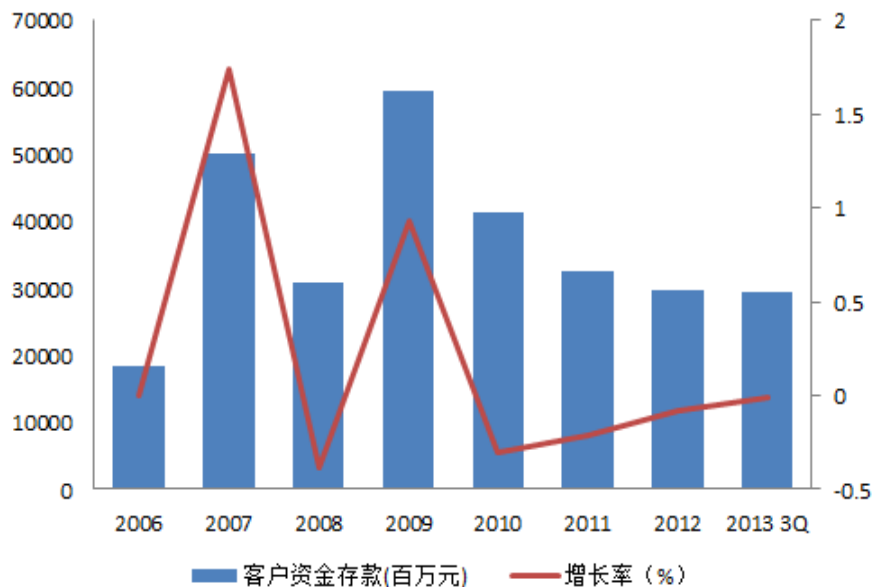
一、客户资源丰富，自营收益大幅提升

(一) 客户资源丰富，新业务弹性增大

对于以“中介”形式存在的券商来说，客户是整个产业链上重要的一环。即使在券商转型期，经纪业务贡献占比有所下降，但在券商资本中介业务中，客户资源仍然决定着券商能否迅速抢占业务先机，扩大业务规模。从海通证券 2013 年半年报中公布的资料来看，公司目前拥有超过 460 万零售客户以及超过 1.2 万名机构及高净值客户。

2006 年—2010 年受到市场行情影响，海通证券客户资金存款经历大幅波动，从 2010 年开始，公司客户资金存款负增长企稳，截止到今年三季度，客户资金存款基本已经与 2012 年水平持平。

图 1：海通证券历年客户资金存款



数据来源：聚源终端，开源证券研究所

我们选取上市券商中与海通证券规模相近的中信证券、华泰证券、广发证券以及招商证券四家券商做为可比公司，通过观察五家公司 2013 年三季度报表发现，海通证券客户资金已经达到 295.14 亿元，位居同类上市券商之首。

表 1：海通证券与同类型上市券商客户资源对比

	客户 资金 (亿元)	托管 市值 (亿元)	净资产 (亿元)	客户资金 /净资产	客户资金规模* /净资产
海通证券	295.14	8571.39	612.66	0.48	14.47
中信证券	289.36	14831.31	868.81	0.33	17.40
华泰证券	243.97	9069.35	647.95	0.38	14.37
广发证券	267.62	8996.52	726.38	0.37	12.75
招商证券	234.94	9190.20	568.40	0.41	16.58

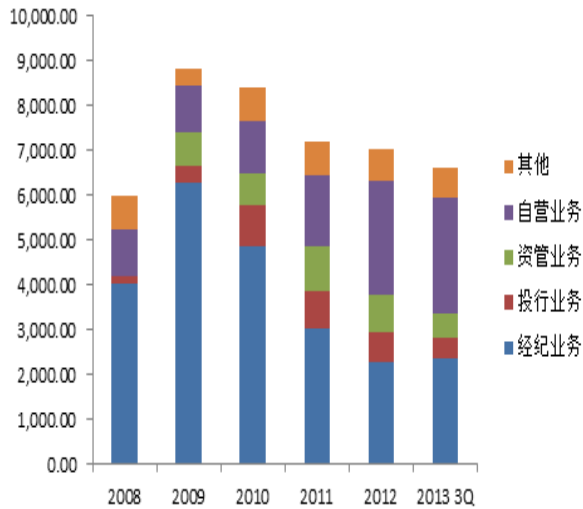
*客户资金规模为客户资金与托管市值之和

数据来源：公司公告，开源证券研究所

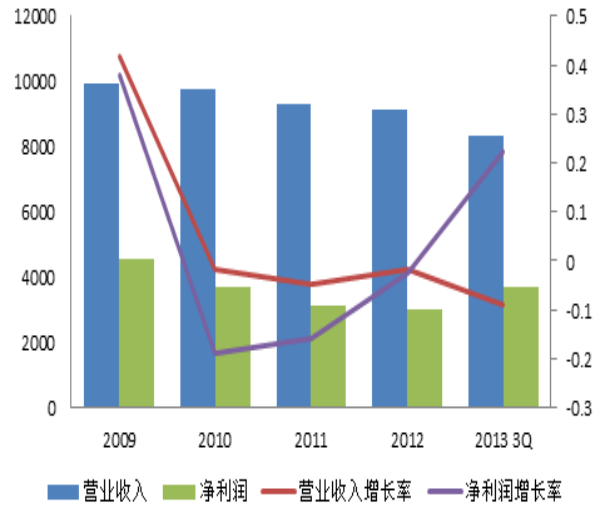
(二) 业绩保持稳定，净利润率增速第一

海通证券向来以稳健著称，在行情大起大落，整个行业业绩波动巨大的周期中，相对于同行业其他券商，海通业绩表现的也更加平稳。2009 年至今的营业收入波动非常小，收入的增长率也保持在小范围变动。将收入分解至单季度，海通业绩相对于同类型上市券商也显得更加平稳。

除了一直保持相对平稳的业绩，公司收入结构也在逐步优化中，经纪业务占比持续下降。2013 年三季报公布的数据显示，公司经纪业务占比已经回落至 30% 以下，自营业务占比逐渐上升至业绩贡献第一位，收入占比达到 31%，资本中介业务依旧保持强势，主要依靠融资融券、约定购回、股票质押等资本中介业务的利息收入贡献了 20.46% 的业绩，直投业务、海外业务业绩贡献度也在持续提升。多元化的收入来源降低了单一业务波动对公司业绩的冲击，再次体现了公司稳健经营的思路。

图 2：海通证券收入结构逐渐优化


数据来源：公司公告，开源证券研究所

图 3：海通证券业绩保持平稳增长


数据来源：公司公告，开源证券研究所

表 2：海通证券单季度营业收入较同类型上市券商更加平稳

单位：亿元

	20121Q	20122Q	20123Q	20124Q	20131Q	20132Q	20133Q
海通证券	24.26	26.37	18.30	22.47	29.26	27.35	26.39
中信证券	23.89	33.99	23.59	35.46	29.53	30.89	42.94
华泰证券	15.74	18.20	11.18	13.71	17.90	18.46	17.82
广发证券	17.90	21.93	13.70	16.18	18.96	19.37	24.56
招商证券	12.51	13.16	10.19	10.80	15.44	13.60	15.32

数据来源：聚源终端，开源证券研究所

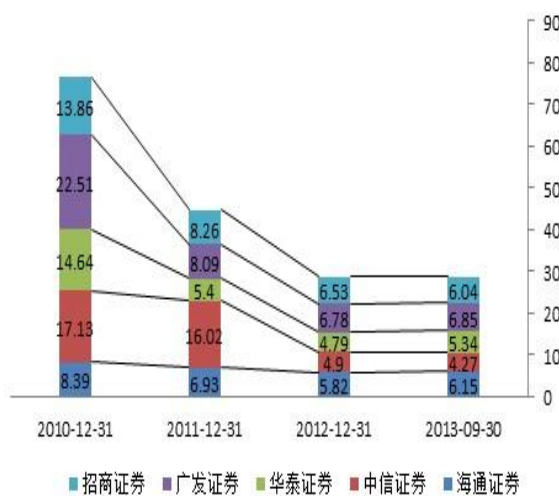
公司凭借雄厚的资本实力和专业能力，抓住行业创新发展的机会，在融资融券、约定购回、股票质押以及 RQFLP 等业务上均获得首批试点资格，在业务创新转型中抢占先发优势。2013 年，前期投入的业务开始进入回报期，海通业绩爆发，单月经营业绩赶超中信证券，冲击龙头地位。自营业务和资本中介业务双轮驱动，令海通证券净利润增速在三季度达到 48.87%。高增长率也令其他券商望尘莫及，在同类型上市券商中位列第一，远超第二华泰证券 11.48 个百分点。

表 3: 海通证券净利润增长率明显高于与同类型上市券商

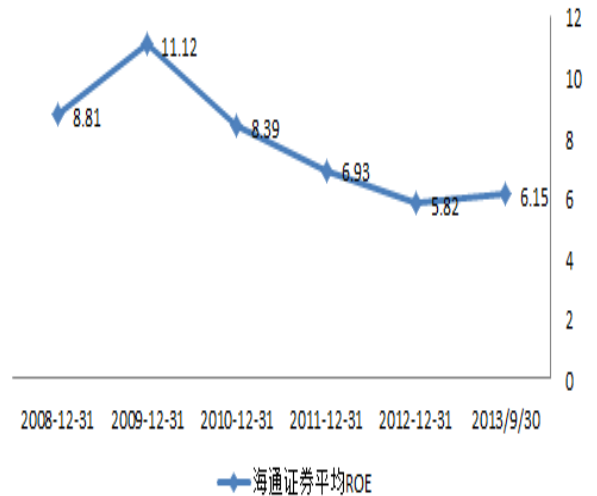
2013 3Q	营业收入 (百万元)	营业收入同 比增长率	净利润 (百万元)	净利润同 比增长率	净利润率
海通证券	8298.71	20.38%	3691.09	48.87%	44.48%
中信证券	10335.12	26.85%	3696.7	27.68%	35.77%
华泰证券	5417.64	20.06%	1855.43	37.39%	34.25%
广发证券	6289.05	17.48%	2305.79	27.30%	36.66%
招商证券	4436.1	33.24%	1582.65	30.03%	35.68%

数据来源: 聚源终端, 开源证券研究所

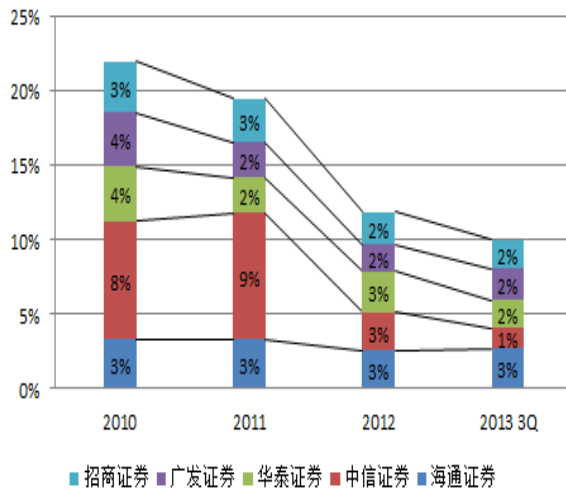
海通自有资金比较多, 之前因为自有资金冗余, 公司净资产收益率一直低于同类型上市券商, 2010 年同类型上市券商均保持两位数 ROE, 海通 ROE 仅为 8.39%。2012 年公司获得融资融券业务试点资格, 冗余资金得到一定的释放, 加上随后开展的约定购回、股票质押等资本中介业务, 开始大量消耗公司冗余资金。另一方面, 随着固定收益市场行情的上涨, 海通证券开始加大对自营业务的投入, 自营业务规模大幅增长, 截止到 2013 年三季度, 自营业务规模较 2010 年增长了 99.32%。资本中介业务进入快速发展期以及公司对自营业务的投入消耗了海通证券大量的冗余资金, 公司总资产收益率和净资产收益率也得到大幅提升。到 2013 年三季度, 公司 ROA 和 ROE 已经反超中信等同类型券商, 以 2.72 的 ROA 和 6.15 的 ROE 水平排在同类上市券商首位。

图 4: 海通证券 ROE 进入上升轨道


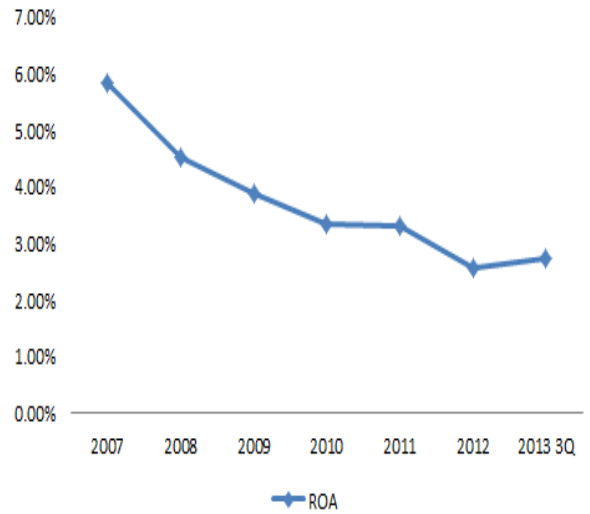
数据来源: 聚源终端, 开源证券研究所

图 5: 海通证券 ROE 企稳回升


数据来源: 聚源终端, 开源证券研究所

图 6：ROA 处于同类券商前列


数据来源：聚源终端，开源证券研究所

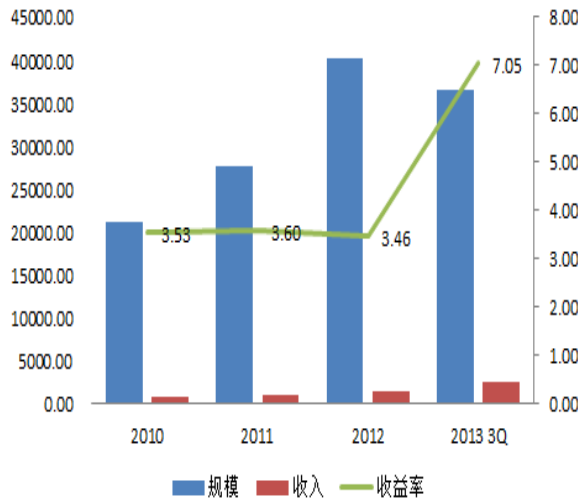
图 7：海通证券历年 ROA 开始回升


数据来源：聚源终端，开源证券研究所

（三）自营业务收益率增幅明显

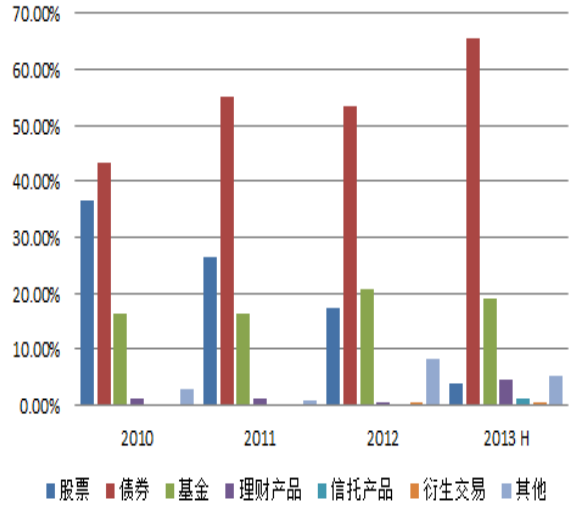
券商业务中受市场行情影响波动较大的是经纪业务和自营业务，自营业务常常因为整个市场行情的高涨或者萎靡大幅波动，而海通证券的“稳健”不仅体现在公司整体业绩及战略思路上，公司的自营业务一直坚持稳健原则，遵循价值投资，在不同市场环境下，保持收益率的平稳波动。2012 年海通证券整合了权益类证券的现货及衍生品自营投资，搭建了量化策略分析平台和快速自动化电子交易平台，同时大幅增加固定收益类产品的投入。借助多样化的投资组合以及债券市场近期的行情，海通证券自营业务投资收益率得到大幅提高，从历年平均的 3.5% 一跃至今年第三季度的 7.05%。从与中信证券、华泰证券、广发证券以及招商证券四家同类型上市券商的对比也可以看出，三季度海通证券的自营投资收益率超过中信和、华泰和广发，仅低于招商 0.21 个百分点。

图 8：海通证券自营业务收益率稳步上升



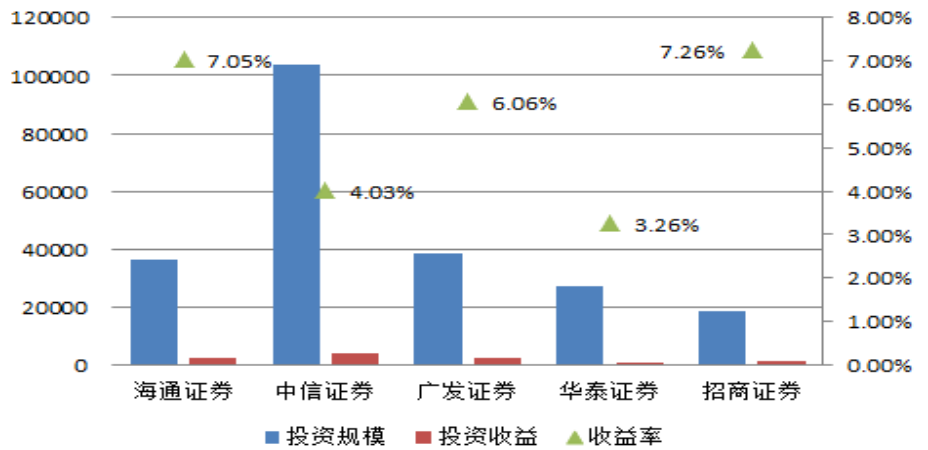
数据来源：公司公告，开源证券研究所

图 9：海通证券自营投资品种日趋丰富



数据来源：公司公告，开源证券研究所

图 10：海通证券自营收益率位于同类型上市券商前列



数据来源：公司公告，开源证券研究所

除了 2013 年投资能力大幅提升之外，海通证券的投资结构也在逐步多元化，债券和基金的投资规模逐年提升，目前债券投资已经占据了海通自营规模的 65.5%，基金投资占据了 19.2%。2013 年公司大幅减仓权益类投资（目前占比仅为 4%），同时新增了对信托产品的投资（占比 1.2%）以及增大了衍生交易的规模。与其他公司相比，海通证券自营的投资结构更加合理一些，投资范围明显多元。

表 4：海通证券自营投资结构逐步多样化

单位：百万元

	2010	2011	2012	2013 H
股票	7772.39	7361.4	6564.84	1703.23
债券	9248.59	15317.89	20081.48	27856.19
基金	3454.22	4497.57	7801.55	8159.76
理财产品	251.96	289.03	63.69	1974.09
信托产品		-	-	499.05
衍生交易	-	-	31.87	46.48
其他	598.56	254.13	3043.89	2266.83
合计	21325.72	27720.02	37587.32	42505.63

数据来源：公司公告，开源证券研究所

表 5：海通证券自营投资结构相对同类型上市券商更合理

单位：百万元

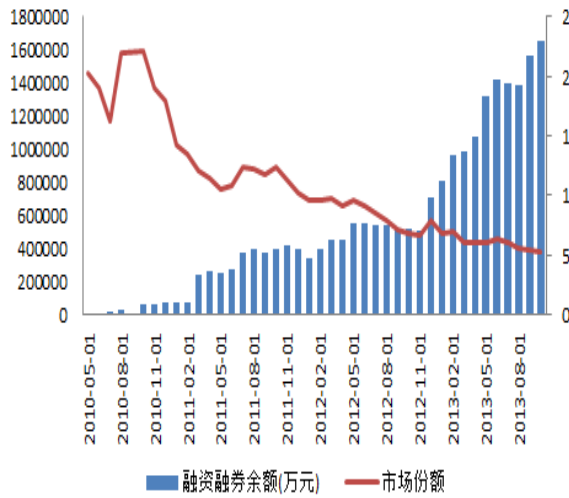
	股票	债券	基金	理财产品	信托	衍生品	其他
海通证券	1703	27856	8160	1974	499	46	2267
中信证券	17338	46377	-	-	-	403	6787
广发证券	3083	27789	965	430	-	18	1745
华泰证券	2694	15602	538	-	-	0	3829
招商证券	8126	23937	-	-	-	12	1977

数据来源：公司公告，开源证券研究所

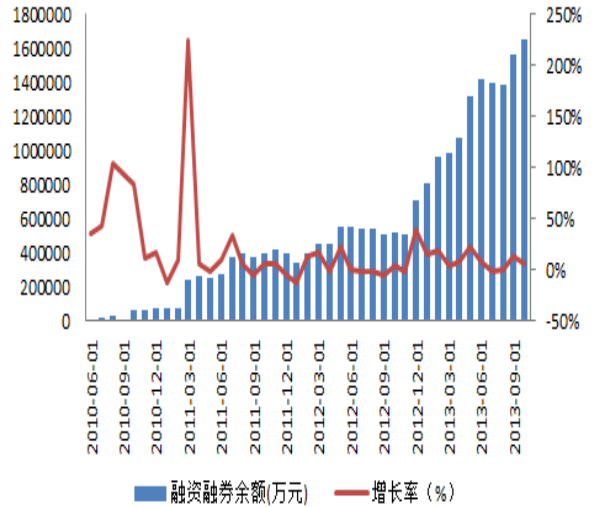
二、资本中介业务强势劲头不减

（一）融资融券余额保持稳定增长

目前以融资融券、约定购回、股票质押等为主的资本中介业务在券商创新类业务中进展最快、规模最大。其中融资融券业务由于开展较早，现在已经进入高速增长期，海通证券作为融资融券业务的首批试点，凭借雄厚的资本实力和广泛的客户资源，在融资融券业务领域一直保持行业前列，融资融券余额保持稳定增长。截止到2013年10月，海通证券两融余额达到165.7亿元，市场份额5.27%，处在行业内前十，融资融券带来的利息收入在2013年中报中披露的数据达到4.4亿元，占当期营业收入的7.8%。

图 11: 海通证券两融市场份额维持稳定


数据来源: 聚源终端, 开源证券研究所

图 12: 海通证券两融余额保持稳定增长


数据来源: 聚源终端, 开源证券研究所

表 6: 海通证券两融市场份额位于市场前列

	两融余额 (万元)	市场 份额 (%)	融资余额 (万元)	市场 份额 (%)	融券余额 (万元)	市场 份额 (%)
中信证券	314.07	9.98	309.44	9.95	4.63	12.76
国泰君安	219.73	6.99	212.63	6.84	7.10	19.57
华泰证券	188.86	6.00	185.13	5.95	3.72	10.26
广发证券	179.21	5.70	177.12	5.70	2.09	5.75
招商证券	171.83	5.46	168.65	5.42	3.18	8.76
银河证券	168.60	5.36	167.13	5.38	1.47	4.05
海通证券	165.68	5.27	163.73	5.27	1.95	5.36
申银万国	155.07	4.93	154.14	4.96	0.93	2.56
国信证券	145.09	4.61	142.86	4.59	2.23	6.14
中信建投	132.42	4.21	130.95	4.21	1.47	4.05

数据来源: 聚源终端, 开源证券研究所

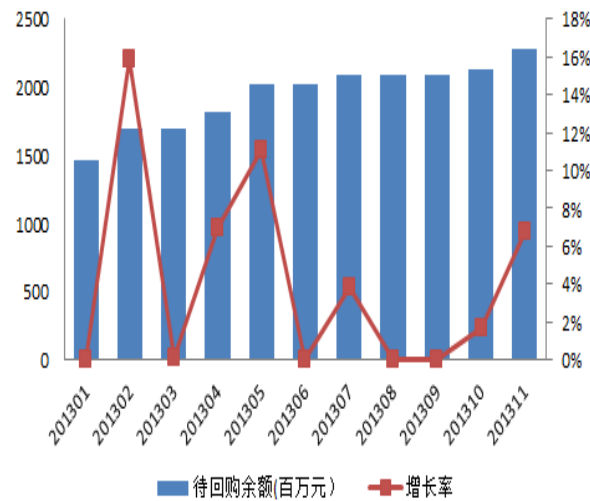
(二) 约定购回业务站稳行业前列

海通证券的约定购回业务相对于行业内其他券商来说开展时间较早, 而丰富的客户资源以及大量的资本金助力公司约定购回业务稳居同行业前列。约定购回业务待回购余额从年初的 14.65 亿元增长至 22.74 亿元, 按照交易总价值排名,

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

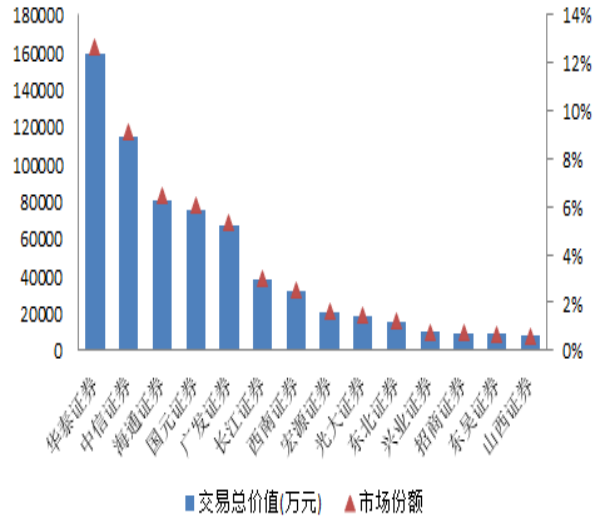
目前海通证券的市场份额保持在 6%，位居中信证券和华泰证券之后。高于经纪业务市场份额以及融资融券业务市场份额。

图 13：约定购回待回购余额保持稳定增长



数据来源：聚源终端，开源证券研究所

图 14：海通证券约定购回业务市场份额居前列



数据来源：WIND，开源证券研究所

表 7：海通证券 2013 年约定购回业务明细

代码	证券简称	交易日期	期限	交易数量 (万股)	参考市值 (百万元)
600969	郴电国际	2013-11-12	3 个月	830	94.62
002298	鑫龙电器	2013-11-11	1 年	740	49.51
000409	泰复实业	2013-05-3	1 年	1365	200.79
000955	欣龙控股	2013-10-31	6 个月	980	34.10
000153	丰原药业	2013-04-10	1 年	1450	118.61
002118	紫鑫药业	2013-07-11	6 个月	1025	76.36
600439	瑞贝卡	2013-03-22		49	2.24
600532	宏达矿业	2013-02-21	1 年	1977.1	232.51

数据来源：聚源终端，开源证券研究所

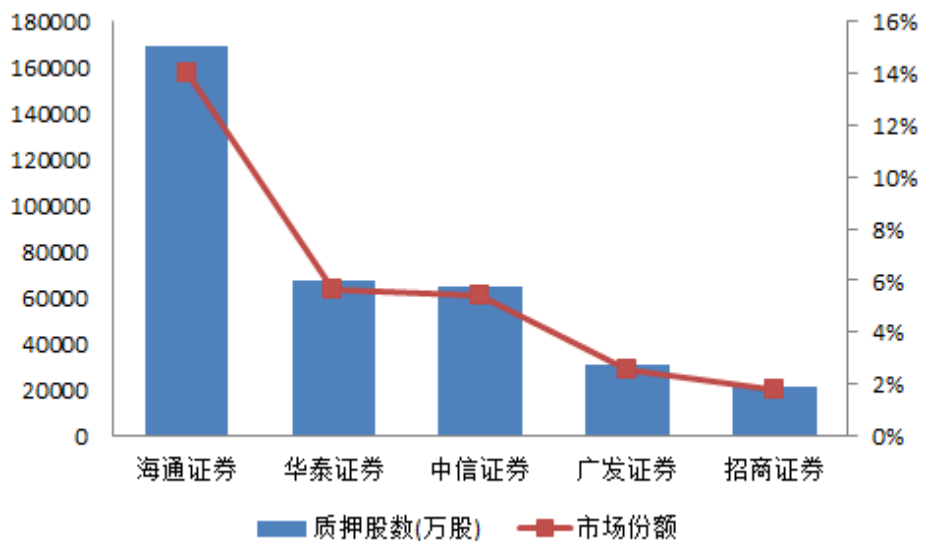
（三）股权质押业务抢占先河

借助于海通证券在约定购回业务积攒的客户资源以及成熟经验，公司股权质押业务从试点期就占据有利地位，在上市券商中抢占先河，目前海通证券已经承接 32 笔股权质押项目，质押股数达到 16.95 亿股，市场份额达到 14%。其中海请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

通创新投资承接 9 笔质押项目，海通国际承接 1 笔，海通证券承接 21 笔。作为其余几家在股权质押业务方面同样具备优势的大型券商，华泰证券（6%）、中信证券（5%）、广发证券（3%）、招商证券（2%）四家可比券商市场份额之和为 16%，海通一家几乎与之相当。

股权质押市场历来都是信托和银行的天下了，自券商今年年中获批股票质押式回购业务以来，由于具备客户资源和交易灵活等优势，券商迅速抢占市场份额，下半年来券商几乎抢占了股权质押市场的半壁江山。在股权质押市场规模逐年增长以及券商整体表现强势的环境下，作为券商中股权质押业务的佼佼者，海通证券将充分发挥自身丰富的客户资源、资金实力等优势，继续在股权质押市场保持领先地位。

图 15：海通证券两融市场份额位于市场前列



数据来源：聚源终端，开源证券研究所

（四）收购恒信金融集团，强化资本中介业务

海通证券在 9 月发布公告称，其全资子公司海通国际控股有限公司（以下简称海通控股）将以 7.15 亿美元的价格收购 UT Capital Holdings 全资子公司恒信金融集团有限公司（以下简称恒信金融）100% 股权。交易完成后，恒信金融将

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

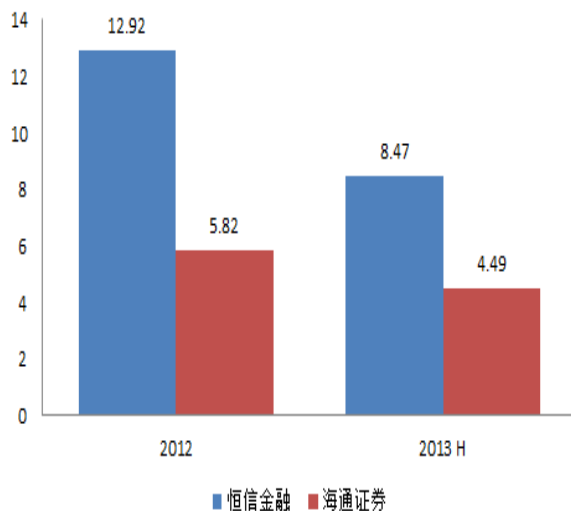
成为海通控股的全资子公司。

恒信金融集团是 2007 年 11 月在香港设立的一家私人公司，隶属于 TPG 集团，已成功转型成为中国租赁业内一家市场领先的企业。为各行各业客户提供直接租赁和售后回租服务，其客户数量超过 3000 名，遍布中国 260 多个城市，包括上市和非上市企业。截至 2012 年 12 月 31 日，恒信金融集团总资产为 105.15 亿元，总负债为 83.67 亿元，净资产为 21.48 亿元。截至 2013 年 6 月 30 日，总资产 113.52 亿元，总负债 90.04 亿元，净资产 23.48 亿元。

从本质上来说，融资租赁属于资本中介业务的范畴，与券商目前开展的资本中介业务不同的是，融资租赁市场是以实物的形式提供资金的融通。近几年来，融资租赁业务以 50% 的年复合增长率高速增长，参照国外的情况来看，国内融资租赁市场的发展空间仍然很大。海通证券此次通过收购恒信集团进入融资租赁市场，不仅进一步强化了公司强势的资本中介业务，同时也在打造公司并购、资产证券化、投资、投行等多业务协同发展的综合金融服务平台。

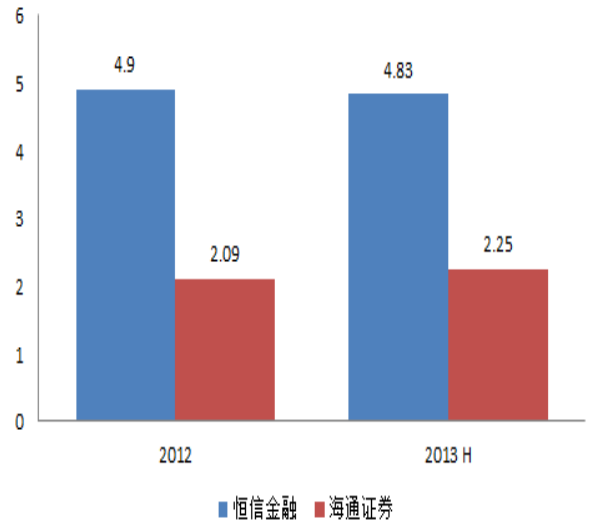
相对于上市公司渤海租赁，恒信金融集团保持较高的 ROE，从 2012 年公布的数据看，恒信金融集团净利润相当于海通证券净利润的 9%，短期内也具备增厚海通利润的空间，未来还将依托上海自贸区获得提速发展，对海通证券长期发展有正面的影响。

图 16：恒信金融保持高 ROE



数据来源：公司公告，开源证券研究所

图 17：恒信金融杠杆较海通证券高一倍



数据来源：公司公告，开源证券研究所

三、成本费用管控能力进一步提升

(一) 费用率维持低位，相对优势进一步显现

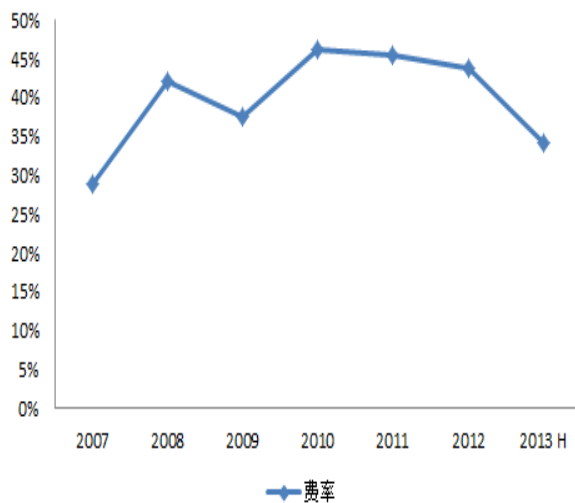
海通证券另一大亮点是对成本费用的控制能力在逐年提高，从公司公布的年报数据来看，海通证券营业收入仍然落后于中信排名第二，但是由于公司出色的成本费用管控能力，海通证券创造的净利润反超中信位居行业龙头地位。通过对比近年来海通证券与其他公司的费用率可以看出，海通证券费用率一直保持逐年下降的趋势，从2011年开始，海通费率在同类型上市公司中只低于中信证券。2012年公司成本费用管控能力大幅提升，费用率下降至所有可比公司中最低水平，2013年，公司费用率已经降至34%，与同类公司相比，成本控制优势进一步显现。

表 8：海通证券费用管控能力强于同类券商

	2010	2011	2012	2013 H
海通证券	46%	45%	44%	34%
中信证券	38%	32%	50%	47%
广发证券	41%	53%	53%	48%
华泰证券	45%	56%	58%	48%
招商证券	35%	46%	55%	-

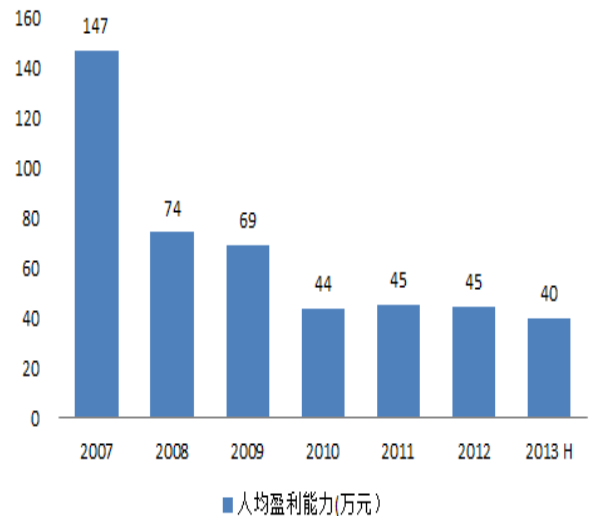
数据来源：公司公告，聚源终端，开源证券研究所

图 18：平均费率逐年降低，管控能力大幅提升



数据来源：聚源终端，开源证券研究所

图 19：海通证券人均盈利能力保持稳定



数据来源：聚源终端，开源证券研究所

(二) 人均盈利能力远超同类型上市公司

从人均营收能力和人均盈利能力上也能看出海通证券对成本费用具有极强的控制能力，2012 年人均营收能力和人均盈利能力超过中信证券位居第一，2013 年这种优势体现的更加明显，截止到三季度，海通证券人均盈利能力接近 40 万元，几乎是中信证券的一倍，达到广发证券的 2.5 倍、华泰证券的 2.2 倍，也远超广发证券、华泰证券以及招商证券 2012 年全年的人均盈利水平。

表 9：海通证券人均营收能力超过中信证券

单位：万元

	2010	2011	2012	2013 H
海通证券	110.42	127.47	126.11	81.28
中信证券	179.60	188.79	111.88	59.48
广发证券	89.16	52.95	72.28	44.64
华泰证券	100.29	84.13	76.08	51.52
招商证券	96.75	65.82	61.36	-

数据来源：公司公告，聚源终端，开源证券研究所

表 10：海通证券人均盈利能力显著高于同类型券商

单位：万元

	2010	2011	2012	2013 H
海通证券	43.73	45.00	44.63	39.95
中信证券	78.42	95.06	41.21	20.78
广发证券	36.63	18.33	22.71	15.85
华泰证券	39.21	24.59	21.48	18.53
招商证券	48.16	25.30	21.65	-

数据来源：公司公告，聚源终端，开源证券研究所

四、杠杆撬动 ROE 空间巨大

(一) 杠杆率处于同类型上市公司最低

整个证券行业相对于同业来说杠杆系数相对较低。海通证券之前一直在消化公司冗余资金，杠杆率在同类型上市券商中间是最低的，2013 年三季度海通权益系数仅为 2.14，可比券商中除了华泰证券（2.80）之外，其余的中信证券、广

发证券以及招商证券权益系数均在 3 以上。由于证券公司资产负债表里涵盖了客户资金存款，所以会虚增券商权益乘数，扣除客户资金存款对权益系数的影响后，海通证券的权益乘数下降至 1.67，而四家可比公司权益乘数均保持在 2.0 以上。尽管在五家上市公司中最低，但从历史情况看，海通证券扣除客户资金存款后的权益系数近年来仍然保持一个缓慢上升的趋势。公司未来若要继续大力开展资本中介业务，自有资金消耗完毕后通过加大杠杆操作筹集资金是必然之路。

表 11：海通证券权益乘数低于同类型上市券商

	2010	2011	2012	2013 3Q
海通证券	2.53	2.12	2.09	2.14
中信证券	2.16	1.7	1.94	3.03
广发证券	4.94	2.43	2.72	3.12
华泰证券	3.41	2.55	2.29	2.80
招商证券	3.98	2.79	2.93	3.14

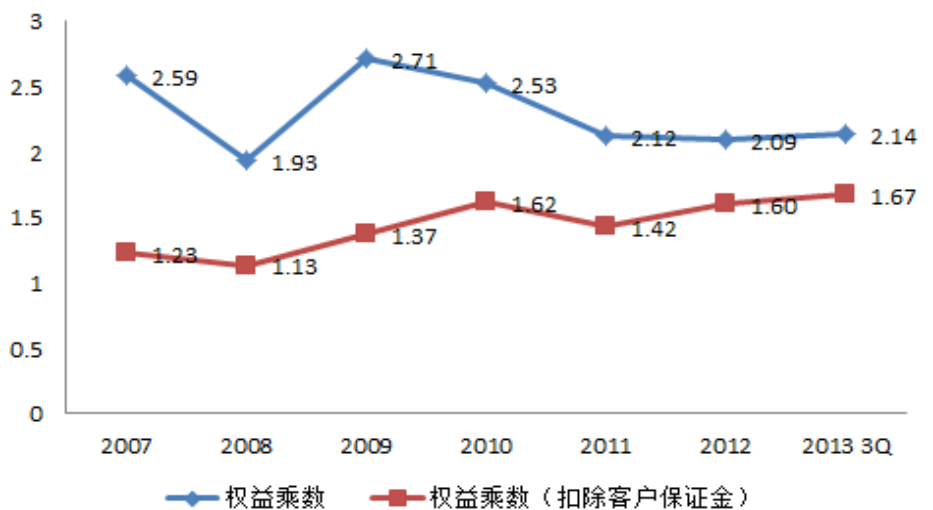
数据来源：聚源终端，开源证券研究所

表 12：除去客户资金存款影响后海通权益乘数更低

	2010	2011	2012	2013 3Q
海通证券	1.62	1.42	1.60	1.67
中信证券	1.50	1.36	1.61	2.70
广发证券	2.60	1.49	1.89	2.34
华泰证券	1.95	1.62	1.50	2.12
招商证券	2.33	1.64	1.89	2.25

数据来源：聚源终端，开源证券研究所

图 20：除去客户资金存款影响外海通权益乘数整体趋势向上



数据来源：聚源终端，开源证券研究所

(二) ROE 敏感性分析：杠杆增厚利润空间巨大

2013 年三季度海通证券 ROA(真实)为 3.63, 相对应的权益乘数(真实)为 1.67。我们通过对海通证券 ROA 以及杠杆因素做一个敏感性分析可以看出, 保持 3.63 的 ROA 不变, 权益乘数在不断增大过程中, ROE 增幅明显, 按照四家可比公司 2.35 的平均权益乘数计算, 海通证券 ROE 能提升近 41%至 8.53, 将增加海通净利润 15.7 亿元, 利润增厚占到海通证券 2013 年三季度净利润的 46%。

表 13: 海通证券 ROE 敏感性分析

		ROA (真实)						
		2.73	3.00	3.30	3.63	3.99	4.39	4.83
权益乘数 (真实)	1.50	4.09	4.50	4.95	5.45	5.99	6.59	7.25
	1.80	4.91	5.40	5.94	6.53	7.19	7.91	8.70
	2.16	5.89	6.48	7.13	7.84	8.62	9.49	10.44
	2.59	7.07	7.78	8.55	9.41	10.35	11.38	12.52
	3.11	8.48	9.33	10.26	11.29	12.42	13.66	15.03
	3.73	10.18	11.20	12.32	13.55	14.90	16.39	18.03
	4.48	12.22	13.44	14.78	16.26	17.88	19.67	21.64

数据来源: 开源证券研究所

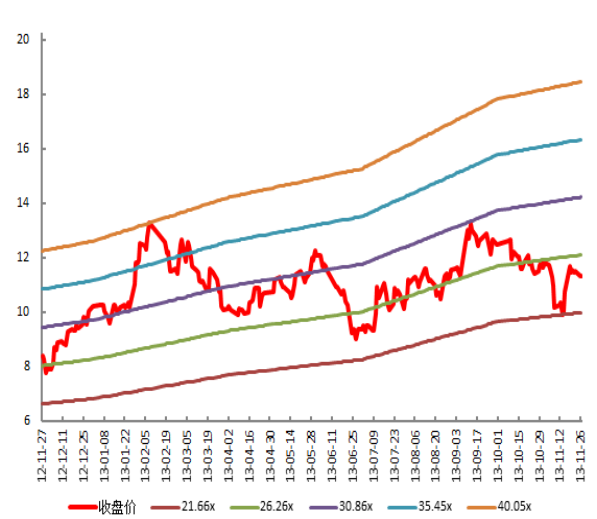
五、投资策略

海通证券在资本中介业务的绝对强势地位加上自营业务业绩爆发双轮驱动, 以及稳健的多业务布局, 我们认为海通证券未来业绩扩展空间巨大, 客户资源优势将增大公司业绩弹性, 盈利增长将超过同类型券商。目前海通证券的 PB 仅为 1.77 X, 处在上市券商中较低水平, 具有一定的安全空间。不考虑恒信金融集团并表影响, 预计公司 2013 年 EPS 为 0.46 元, 2014 年 EPS 为 0.55 元。看好公司雄厚的资本金实力、公司在资本投资、资本中介等业务方面的优势以及公司

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

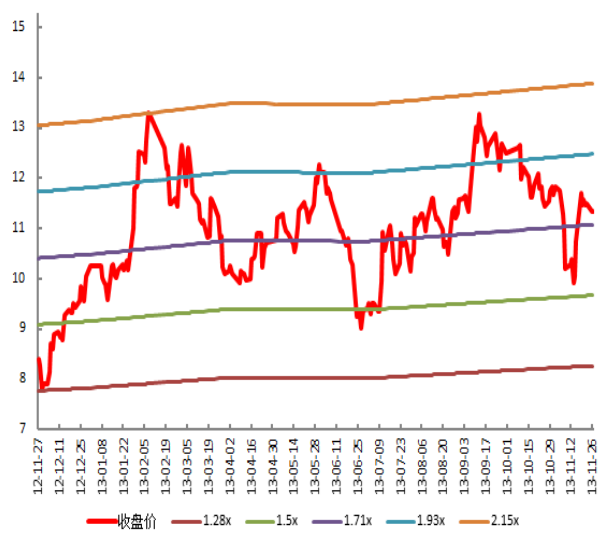
强大的成本控制能力，维持公司买入评级。

图 21：海通证券历史 PE Band



数据来源：聚源终端，开源证券研究所

图 22：海通证券历史 PB Band



数据来源：聚源终端，开源证券研究所

表 14：海通证券盈利预测

单位：百万元

利润表 (INCOME)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	9292.73	9140.69	12296.87	14695.79	17278.56
手续费及佣金净收入	5522.54	4384.85	6720.81	7849.61	8910.62
其中：代理买卖证券业务净收入	3041.43	2274.05	3944.78	4219.11	4772.42
证券承销业务收入	839.07	657.49	491.51	1005.79	1216.57
资产管理业务收入	985.02	861.77	1628.58	1793.74	1976.06
利息净收入	2093.38	2121.47	2558.70	3395.25	4198.23
投资收益	2053.71	2042.46	1025.94	2555.26	3631.74
公允价值变动收益	-473.87	476.95	1859.56	758.61	395.46
汇兑收益	68.87	90.68	103.86	109.05	114.51
其他业务收入	28.11	24.28	28.00	28.00	28.00
营业支出	5125.06	5153.90	6446.13	7648.98	8966.14
营业税金及附加	379.14	269.38	553.36	661.31	777.54
业务及管理费	4228.44	4011.39	5378.28	6392.71	7493.28
资产减值损失	507.64	841.22	504.49	584.96	685.33
其他业务成本	9.83	31.91	10.00	10.00	10.00
营业利润	4167.67	3986.79	5850.74	7046.81	8312.42
营业外净收入	132.49	122.69	172.16	205.74	241.90
利润总额	4300.16	4109.48	6022.89	7252.55	8554.32
所得税费用	1018.17	874.98	1367.20	1646.33	1941.83
净利润	3282.00	3234.50	4655.70	5606.22	6612.49
其中：少数股东损益	178.96	214.72	279.34	336.37	396.75
归属于母公司所有者的净利润	3103.03	3019.78	4376.35	5269.85	6215.74
每股收益					
基本每股收益 (元)	0.38	0.32	0.46	0.55	0.65
稀释每股收益 (元)	0.38	0.32	0.46	0.55	0.65

数据来源：公司公告，开源证券研究所

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。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现20%以上；

增持（outperform）：相对强于市场表现5%~20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；

减持（underperform）：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（underweight）：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供开源证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88447618

传真：029-88447618

公司简介

开源证券有限责任公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，由陕西开源证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司，主要股东为陕西煤业化工集团有限责任公司、佛山市顺德区美的技术投资有限公司、佛山市顺德区诚顺资产管理有限责任公司、佛山市顺德区德鑫创业投资有限公司，注册资本 13 亿元，公司经营范围为：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券自营；证券资产管理；融资融券；约定购回；股票质押式回购；证券承销；证券投资基金销售。

业务简介：

■ **代理买卖证券业务：**我公司经中国证监会批准，开展证券代理买卖证券业务，主要包括：证券的代理买卖（沪、深 A 股、证券投资基金、ETF、LOF、权证、国债现货、国债回购、可转换债券、企业债券等）；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户。公司通过集中交易系统可以为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网和手机等多种委托渠道，可满足投资者通买通卖的交易需求。公司目前与多家银行开通客户资金第三方存管业务，确保投资者资金安全流转，随时随地轻松理财。

■ **证券投资咨询业务：**我公司经中国证监会批准，开展证券投资咨询业务，为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、看法或建议；

■ **与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问：**我公司经中国证监会批准，开展财务顾问业务，为上市公司收购、重大资产重组、合并、分立、股份回购、发行股份购买资产等上市公司资产、负债、收入、利润和股权结构产生重大影响的并购重组活动，提供交易估值、方案设计、出具专业意见等专业服务。

■ **证券自营业务：**我公司经中国证监会批准，开展证券自营业务，使用自有资金和依法筹集的资金，以公司名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价值证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ **资产管理业务：**我公司经中国证监会批准，开展资产管理业务，接受客户委托资产，并负责受理客户委托资产的投资管理，为客户提供专业的投资管理服务。服务对象为机构投资者以及大额个人投资者，包括各类企业、养老基金、保险公司、教育机构和基金会等。

■ **融资融券业务：**融资融券交易和约定购回式证券交易业务运作，为客户提供信用融资服务。

公司下设二十一家营业部：

西大街营业部：西安市西大街 495 号（西门里 200 米路北）	电话：029-87617788
长安路营业部：西安市长安南路 447 号（政法学院正对面）	电话：029-85389098
纺织城营业部：西安市纺织城三厂什字西南角（纺正街 426 号）	电话：029-83542958
榆林航宇路营业部：榆林市航宇路中段长丰大厦三层	电话：0912-3258261
榆林神木营业部：榆林市神木县东兴街融信大厦四层	电话：0912-8018710
商洛名人街营业部：商洛市名人街旅游局大楼一层	电话：0914-2981717
安康石泉营业部：安康石泉县向阳路中段	电话：0915-8228999
铜川正阳路营业部：铜川新区正阳路东段华荣商城一号	电话：0919-3199313
渭南朝阳大街证券营业部：渭南市朝阳大街中段	电话：0913-8189866
咸阳兴平证券营业部：兴平市金城路中段金城一号天镜一号	电话：029-38615030
咸阳世纪大道证券营业部：咸阳市秦都区世纪大道世纪家园三期 A 座 6 号	电话：029-33660530
西安锦业三路证券营业部：西安市锦业三路紫薇田园都市 C 区 S2-2	电话：029-81881435
佛山顺德新宁路证券营业部：广东省佛山市顺德区大良新宁路 1 号信业大厦 8 楼	电话：0757-22363300
北京开阳路证券营业部：北京市开阳路 1 号瀚海花园大厦 2 层 202	电话：010-83570606
汉中南郑证券营业部：汉中市南郑县大河坎镇江南西路君临汉江二期	电话：0916-8623535
韩城盘河路证券营业部：韩城市新城盘河路南段京都国际北楼 4 层 B 户	电话：0913-2252666
锦业路营业部：西安市高新区锦业路 1 号都市之门 B 座 5 层 1 幢 1 单元 10505 室	电话：029-88447531
成都天府大道营业部：成都市高新区天府大道北段 28 号茂业中心 A 塔 2003-2004	电话：028-65193979

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

宝鸡清姜路证券营业部：宝鸡市胜利桥南清姜路西铁五处综合楼商铺三楼

电话：0917-3138308

沈阳大南街营业部：沈阳市沈河区大南街 429 号-10 门

电话：024-31281728

安康巴山东路证券营业部：安康市汉滨区巴山东路 41 号

电话：0915-8889006