



分析师

黄立军 邢波

电话: 010-88085983

Email: huanglijun@hysec.com

非银行金融业
买入 (维持)



公司点评

海通证券: 剑指三十

- ▶ **海通成为首批融资融券试点将是大概率事件。**首批试点将只会给参与了联机测试的 11 家券商，而最终试点家数将是多方博弈的结果：监管机构将青睐净资本多、风险覆盖能力强的券商；参与测试的中型券商将要求第一批试点较多；大量的中小券商则希望第一批试点尽可能少。试点也需要考虑营业网点数量、行业代表性、地域分布等因素。我们认为上海、北京、深圳证监局各选送一家的可能性较大，海通被选中将是大概率事件。
- ▶ **融资融券将导致客户产生转移的潜在要求。**根据“二八定律”，我们认为交易活跃客户贡献的经纪收入占比较多。根据行为金融学原理，交易活跃的客户往往是风险偏好型的客户，在国内股票市场波动较大的情况下，交易杠杆对其吸引力远大于降低交易佣金率。
- ▶ **经纪人制度将使客户转移从潜在变为现实。**即将推行的证券经纪人制度与保险代理人制度原理基本相同，该制度将发挥巨大的威力。截至 10 月份，沪深两市基金开户数已达 1.68 亿户，而 08 我国总户数为 3.65 亿户，经纪业务人员在高激励高淘汰机制驱动下对存量客户的争夺将迅速升温。
- ▶ **试点机制的高杠杆性将导致试点券商市场份额剧增。**假设非试点券商的活跃客户中有 15% 发生转移（数量上看仅占总客户数的 3%），我们测算结果是如果有 3 家试点券商，则其经纪市场份额增长将在 110% 左右，如果有 5 家试点，则其增长约在 59% 左右。具体逻辑和测算模型详见我们之前的报告《海通证券：融资融券的最大受益者》
- ▶ **上市券商中海通证券将从客户转移中获益最大。**考虑营业部是获取客户转移的载体，而中信证券将获得试点资格的应仅是母公司，因此海通证券由于营业部数量多、分布广在上市券商中将获益最多。假设未来有 3 家试点，并假设转移效应两年内达成，不考虑融资本身获得的利息收入，我们保守预测公司 2010 年、2011 年 EPS 分别为 1.0 元和 1.5 元，复合增长率将达 66%，假设公司 2011 年 20 倍市盈率，给予目标价 30 元。

财务和估值数据摘要

百万元	2007	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	11,265	7,007	9,249	17,184	25,772
Growth (%)	320.69%	-37.80%	32.00%	85.80%	49.97%
净利润	5,560	3,385	4,561	8,406	12,607
每股收益 (元)	1.6	0.4	0.5	1.0	1.5
市盈率	11	43	32	17	11
市净率	1.9	3.7	3.3	2.9	2.4

财务报表预测和估值数据汇总

利润表(百万元)						资产负债表(百万元)					
	2007	2008A	2009E	2010E	2011E		2007	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	11,265	7,007	9,249	17,184	25,772	货币资金	80,276	57,182	82,914	99,497	109,446
手续费净收入	6,900	4,908	6,842	12,873	21,384	结算备付与保证金	6,636	3,185	4,387	5,161	5,626
代理买卖证券业务净收入	5,612	4,023	5,962	11,670	19,919	交易性金融资产	3,452	9,761	10,072	10,067	8,194
证券承销业务净收入	369	168	196	333	354	买入返售金融资产	263	0	12,754	13,609	13,609
资产管理业务净收入	1,305	1,055	1,257	1,613	2,078	可供出售金融资产	2,767	1,126	6,043	9,152	13,656
利息净收入	490	1,003	1,008	1,550	1,703	其他资产	1,952	25,029	2,870	2,889	2,909
投资收益及公允价值变动	3,582	1,041	1,376	2,739	2,663	资产总计	95,345	96,282	119,039	140,374	153,441
其他业务收入	293	0	22	22	22	短期借款	0	0	0	0	0
营业支出	3,941	3,342	3,401	5,976	8,962	交易性金融负债	0	0	0	0	0
营业税金及附加	416	335	442	821	1,231	衍生金融负债	377	0	0	0	0
业务及管理费	3,268	2,953	2,960	5,155	7,731	卖出回购金融资产款	101	610	1,717	1,717	1,717
营业利润	7,324	3,664	5,847	11,208	16,809	代理买卖证券款	53,686	33,778	53,384	64,061	70,467
营业外收支	470	34	0	0	0	其他负债	4,297	1,661	21,424	24,937	20,882
利润总额	7,794	3,698	5,847	11,208	16,809	负债合计	58,462	36,049	76,525	90,715	93,066
所得税	2,234	313	1,286	2,802	4,202	股本	4,114	8,228	8,228	8,228	8,228
净利润	5,560	3,385	4,561	8,406	12,607	归属母公司所有者权益	36,632	38,362	42,211	49,306	59,945
归属母公司所有者净利润	5,457	3,302	4,478	8,254	12,378	少数股东权益	251	275	303	353	430
少数股东损益	103	83	83	153	229	所有者权益合计	36,884	38,637	42,514	49,659	60,375
经营指标	2007	2008A	2009E	2010E	2011E	风险指标	2007	2008A	2009E	2010E	2011E
平均总资产收益率	9.16%	3.45%	4.16%	6.36%	8.43%	净资本	33,721	34,145	40,450	46,916	57,441
平均净资产收益率	13.54%	4.40%	5.56%	9.02%	11.33%	扣除代买卖证券款负债率	11.46%	3.63%	35.25%	34.93%	27.24%
管理费用率	29.01%	42.14%	32.00%	30.00%	30.00%	自营规模/净资本	18.44%	26.36%	37.94%	35.99%	34.33%
营业收入/总资产	18.90%	7.31%	8.59%	13.25%	17.54%	权益自营规模/净资本	17.51%	8.60%	11.38%	21.59%	17.17%
每股数据(元)	2007	2008A	2009E	2010E	2011E	估值	2007	2008A	2009E	2010E	2011E
每股收益	1.6	0.4	0.5	1.0	1.5	市盈率	11	43	32	17	11
每股净资产	8.9	4.7	5.1	6.0	7.3	市净率	1.9	3.7	3.3	2.9	2.4

销售经理：万玮
联系电话：010-88085990
电子信箱：wanwei1@hysec.com

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

宏源证券评级说明	类别	评级	定义
投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6-12个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数涨跌幅为标准。	公司评级	买入	未来 6-12 个月跑赢上证综指+15%以上
		增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%~+15%
		持有	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5% 以上
	行业评级	增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%以上
		中性	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5% 以上