



报告日期：2010年11月30日

## 海通证券（600837）：投行业务贡献最大，创新直投业务具备优势

### 基础数据

总股本(万股)	822782.12
流通股(万股)	822782.12
总市值(万元)	8038581.31
流通股/总股本%	100%
12个月最高/最低(元)	20.70/8.86
主要股东	上海上实(集团)有限公司
主要股东持股比例	6.75%

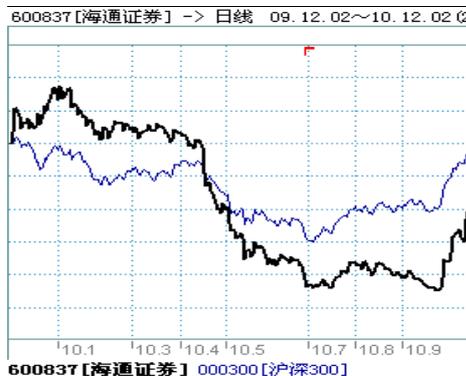
### 十大股东情况

上海上实(集团)有限公司	6.75
光明食品(集团)有限公司	5.87
东方集团实业股份有限公司	5.06
上海烟草(集团)公司	5.06
上海电气(集团)总公司	4.77
申能(集团)有限公司	4.11
鼎和创业投资有限公司	3.78
上海久事公司	2.95
上海百联集团股份有限公司	2.61
文汇新民联合报业集团	2.53

### 公司评级

所属行业	金融行业
公司股价	9.77元
投资评级	增持

### 公司市场表现



### 报告概要:

- ◇ **公司前三季度业绩报告。**前3季度净利润为27.54亿元，每股收益为0.33元，同比下降22.7%、第3季度环比则增长9.8%。2010年前3季度公司营业收入为68.04亿元，同比、环比分别上升1.9%和12.8%。每股净资产5.3元，环比二季度上升了2%。净利润同比下降主要是佣金率下滑以及业务拓展、收购大福证券导致管理费用增加，公司的业务及管理费为28.35亿元，同比增加46.6%。
- ◇ **投行业务贡献较大，市场份额排名上市券商第二。**公司股票承销额高达294亿元，证券承销收入高达6.05亿元。前三季度公司共完成21家新股发行的主承销，募集资金量441亿元，市场份额从09年的2.1%上升至5.7%，在上市券商中排名升至第二位，实现佣金收入6.04亿元，对收入贡献达到了9%的水平。我们认为，第四季度公司的投行业绩依然具有一定的可持续性。
- ◇ **自营业务实现盈利。**公司的自营业务实现盈利8.67亿元，第3季度环比增长更达到5倍以上，主要受益于可观的第3季度公允价值变动收益增长，公司未计入损益自营业务收入仍有7.27亿元。
- ◇ **各项创新业务有序推进。**直投业务已进入收获期，旗下海富产业、海通开元所投项目中已有7个成功上市，另有5个项目过会，等待发行。
- ◇ **创新业务对业务有所贡献。**公司已于3月17日获得首批股指期货IB业务资格，旗下海通期货注册资本5亿元，成交量市场占有率达2%，在期货公司中排名第2位。作为第一批融资融券试点券商，海通在融资融券业务上具有综合优势，目前融资额度为80亿元，市场占有率居第3位，对公司业绩贡献占比达7%。
- ◇ **直投业务已进入收获期。**公司直接投资业务具有先发优势，已率先进入收获期。旗下有子公司海富产业基金、海通开元、海通吉禾股权投资基金、海通开元。海通开元投资注册资本30亿元，在券商直投公司中排名靠前。海富产业、海通开元所投项目中已有多个成功上市。也说明了海通证券重视直投业务，欲将其打造成重要的盈利渠道。
- ◇ **业务及管理费压力增加。**前三季度，公司的业务及管理费为28.35亿元，同比增加46.6%，远高于同期营业收入同比2%的增幅，占营业收入比重由2009年同期的28.95%增至41.67%。
- ◇ **预测与评估。**公司经纪业务的增长不明显，预计在佣金率和交易量下降的市场背景下，全年经纪业务难有突破；鉴于此前的推断，自营收入可能低于预期；投行业务和直投业务增长明确，为2010年的盈利提供了保障。预测2010年净利润39.37亿元，2010年EPS约为0.48元。我们微调2010-2011年EPS分别为0.48元、0.57元，对应现股价的PE分别为20.48倍，17.03倍，2010-2011PB分别为1.63、1.47，处于历史最低位，安全边际高，PB估值居于行业较低水平，长期投资价值开始显现。
- ◇ **风险因素：**经纪业务净手续费率长期下降趋势不可避免；市场行情走势及成交量的不确定。

金融行业研究员

姓名：李海燕

执业编号：S0990200010017

Email：lihy@vsun.com

一、公司前三季度业绩情况和公司经营分析

1、公司前三季度业绩情况

海通证券2010年前3季度公司营业收入为68.04亿元，累计同比、当期环比分别上升1.9%和12.8%。前3季度净利润为27.54亿元，每股收益为0.33元，同比下降22.7%、第3季度环比则增长9.8%。2010年前3季度公司营业收入为68.04亿元，同比、环比分别上升1.9%和12.8%。每股净资产5.3元，环比二季度上升了2%。

净利润同比下降主要是佣金率下滑以及业务拓展、收购大福证券导致管理费用增加，公司的业务及管理费为28.35亿元，同比增加46.6%。净利润为27.54亿元，折每股收益0.33元，同比下降22.7%、第3季度环比增长9.8%。

海通证券2010年前三季度实现主营收入68.04亿元，比上年同期增长1.87%。

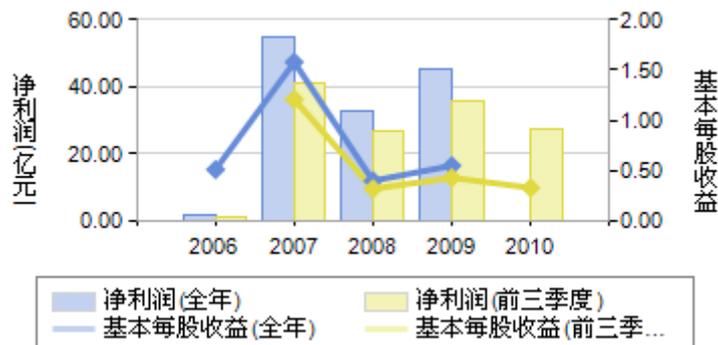
图1：公司历年主营收入比较



数据来源：Wind资讯

海通证券2010年前三季度实现净利润27.54亿元(基本每股收益0.33元)，比上年同期下降22.7%

图2：公司历年净利润比较



数据来源：Wind资讯

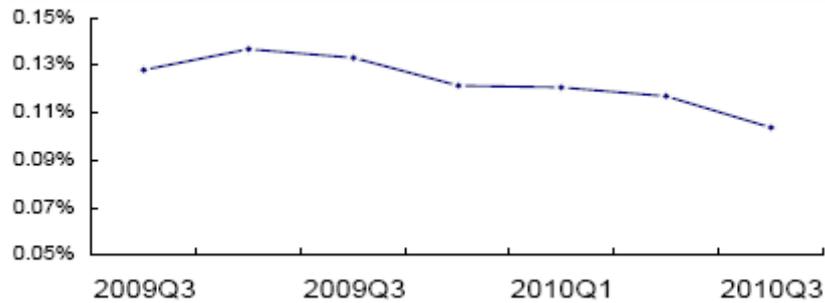
2、公司各项业务经营分析

经纪业务仍是主要收入来源但市场份额略降。

2010年前3季度经纪业务(代理买卖证券业务净收入和净利息收入)的营业收入占比为63.2%，是公司最主要的收入来源。但是在行业内佣金率下滑趋势难以抑制的背景下，公司经纪业务市场份额有所下降、净手续费率继续下降。

前3季度公司代理买卖证券业务净收入为33.49亿元，同比下降28.9%、第3季度环比微幅增长0.8%；前3季度公司股基权证交易市场市场份额为4.00%，同比下降0.06个百分点、第3季度环比上升0.01个百分点；2010年前3季度公司经纪业务净手续费率为0.114%，同比下降14.4%，第3季度环比下降11.2%；2010年前3季度净利息收入为9.53亿元，同比上升17.1%，第3季度环比上升9.8%。

图3：海通佣金费率走势



数据来源: Wind资讯

**投行业务贡献较大。**

证券承销市场份额排名上市券商第二。公司股票承销额高达294 亿元, 同比增加11 倍以上, 环比下降87%, 市场份额5.01%; 证券承销收入高达6.05 亿元。前三季度公司共完成21 家新股发行的主承销, 募集资金量441 亿元, 同比增加514%, 环比则减少67.3%, 市场份额从09年的2.1%上升至5.7%, 在上市券商中排名升至第二位, 实现佣金收入6.04 亿元, 对收入贡献达到了9%的水平。

今年以来股市持续活跃, 给新股加速发行创造了条件。截至三季度末, 今年已发行新股84只, 融资2979.66亿元, 这也超过了前五年A股IPO融资总额。尤其是进入下半年以来, 除了6月份因5·30大跌后股市短暂陷入低迷状态, 当月仅发行3只新股外, 7、8、9三个月新股IPO明显提速, 分别发行新股16、12、13只。我们预计, 第四季度将持续较快的新股发行速度。我们认为, 第四季度公司的投行业绩依然具有一定的可持续性。

**自营业务实现盈利。**

公司的自营业务实现盈利8.67 亿元, 同比增幅79.5%, 环比增长更达到5倍以上, 主要受益于可观的第3 季度公允价值变动收益增长, 公司未计入损益自营业务收入仍有7.27 亿元。自营业务的营业收入占比为12.7%。

**资产管理业务继续发展。**

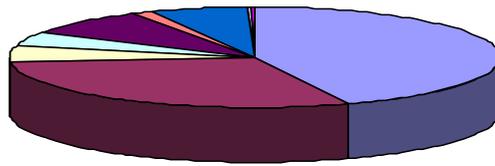
包括海富通基金在内, 公司资产管理业务净收入为4.86 亿元, 同比增长19.2%, 环比也有4.3%的增幅。公司资产管理业务表现一般, 不过公司正积极推动资产管理业务的盈利增长。11月23日公司又获准设立海通海蓝内需价值优选集合资产管理计划, 该计划类型为非限定性集合资产管理计划, 计划推广期间募集资金规模上限为30亿份(含公司自有资金投入所持份额)。

表1: 主要业务收入比较 (忽略其他业务收入) (百万元)

	营业收入		收入结构占比	
	2010年1-9月	2009年1-9月	2010年1-9月	2009年1-9月
经纪业务	3,349	4,712	64%	83%
承销业务	605	98	12%	2%
自营业务	809	434	15%	8%
资管业务	486	408	9%	7%
合计	5,248	5,652	100%	100%

数据来源: Wind资讯

图4: 各项业务收入占比



- 手续费及佣金净收入
- 代理买卖证券业务净收入
- 证券承销业务净收入
- 受托客户资产管理业务净收入
- 利息净收入
- 公允价值变动净收益
- 投资净收益
- 对联营企业和合营企业的投资收益
- 汇兑净收益
- 其他业务收入

数据来源：Wind资讯

**业务及管理费压力增加。**

前三季度，公司的业务及管理费为28.35 亿元，同比增加46.6%，远高于同期营业收入同比2%的增幅，占营业收入比重由2009年同期的28.95%增至41.67%。

**创新业务对业务有所贡献。**

公司已于3 月17 日获得首批股指期货IB业务资格，旗下海通期货注册资本5亿元，成交量市场占有率达2%，在期货公司中排名第2 位。作为第一批融资融券试点券商，海通在融资融券业务上具有综合优势，目前融资额度为80 亿元，市场占有率居第3 位，对公司业绩贡献占比达7%。

公司直接投资业务具有先发优势，已率先进入收获期。旗下有子公司海富产业基金、海通开元、海通吉禾股权投资基金、海通开元。海通开元投资注册资本30亿元，在券商直投公司中排名靠前。海富产业、海通开元所投项目中已有多个成功上市。也说明了海通证券重视直投业务，欲将其打造成重要的盈利渠道。

**3、公司10月经营情况。**

10月公司营业收入7.46亿元，比上月6.65亿元增长12%；当月净利润则从上月的2.22亿元上升45%至3.23亿元，可能是上月公司计提奖金所致。公司10月末净资产为437.92亿元，比上月上升2%；公司的净利润率也从33%回升至43%。

**二、公司市场走势评述**

海通证券股价走势基本处于行业平均水平，总体上跟随行业指数远弱于大盘。

图5：海通证券、行业平均、上证指数走势图比较



数据来源：Wind资讯

据公开资料显示，截至2010-09-30，共12家主力机构(基金3家，保险公司1家，非金融类上市公司1家，一般法人7家)持有海通证券，持仓量总计12.47亿股，占流通A股26.16%。

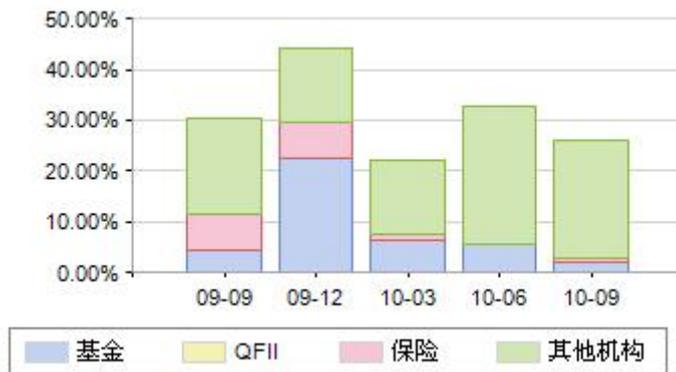
其中，基金持仓与2010-06-30相比：

增仓：0家。减仓：2家，减持199万股

新出现在主力名单中：0家

从主力名单中消失：51家，原持有1.78亿股

注：此数据依据最新的基金投资组合与公司财务报告合并计算得出。  
 各类机构持股比例如下图所示：



数据来源：Wind资讯

### 三、公司盈利预测

海通证券经纪业务的增长不明显，预计在佣金率和交易量下降的市场背景下，全年经纪业务难有突破；鉴于此前的推断，自营收入可能低于预期；投行业务和直投业务增长明确，为2010年的盈利提供了保障。预测2010年净利润39.37亿元，2010年EPS约为0.48元。

我们微调2010-2011年EPS分别为0.48元、0.57元,对应现股价的PE分别为20.48倍, 17.03倍, 2010-2011PB分别为1.63、1.47, 处于历史最低位, 安全边际高, PB估值居于行业较低水平, 长期投资价值开始显现。我们给予“增持”评级。

### 四、风险因素

经纪业务净手续费率长期下降趋势不可避免；  
 市场行情走势及成交量的不确定。

表2：海通证券财务指标

财务摘要	10-09-30	10-06-30	10-03-31	09-12-31	09-09-30
<b>财务比率</b>					
基本每股收益	0.3300	0.2200	0.1200	0.5500	0.4300
摊薄每股收益	0.3347	0.2239	0.1229	0.5528	0.4330
每股净资产	5.30	5.20	5.44	5.28	5.09
每股现金流	-2.58	-1.86	0.15	4.25	2.52
每股经营性现金流	-3.30	-1.93	0.18	4.22	2.91
净资产收益率(%)	6.32	4.31	2.26	10.48	8.50
净资产收益率(扣除)(%)	6.22	4.23	2.19	10.00	8.16
净利润增长率(%)	-22.70	-24.90	1.55	37.76	34.33
主营收入增长率(%)	1.87	6.05	25.87	41.86	19.69
毛利率(%)	96.04	95.74	96.11	95.22	95.10
<b>利润表</b> 单位: 亿元					
主营收入	68.04	43.82	22.37	99.40	66.79
主营利润	65.34	41.96	21.50	94.65	63.51
利润总额	37.49	24.75	13.76	59.82	45.85
净利润	27.54	18.42	10.11	45.48	35.62
<b>资产负债表</b> 单位: 亿元					
资产总计	1101.92	1090.03	1198.33	1207.27	1008.76
负债合计	654.77	652.03	740.07	762.08	586.83

项目	2023	2024	2025	2026	2027
股东权益合计	436.05	427.49	447.30	434.14	418.99
现金流量表	单位: 亿元				
经营性现金流	-271.51	-159.16	15.14	347.53	239.10
投资性现金流	-8.56	-9.50	-7.58	6.88	-22.81
融资性现金流	69.24	16.38	5.06	-4.38	-8.74
净现金流	-212.13	-152.84	12.55	349.99	207.52

数据来源: Wind 资讯

表3: 海通证券: 盈利预测

代码	简称	12.1 价格 (元)	每股收益 (元)			市盈率			净利润 (亿元)		
			09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E
		13.06	0.7476	0.6192	0.6749	30.67	24.38	22.31	17.89	19.26	18.97
		13.23	0.5409	0.5561	0.6069	34.72	26.60	22.99	10.22	10.94	10.72
000562	宏源证券	17.94	0.7900	0.9472	1.0191	22.76	18.94	17.60	11.52	13.84	14.89
000563	陕国投 A	10.80	0.1218	0.0000	0.2511	88.68	0.00	43.00	0.44	0.00	0.90
000686	东北证券	23.06	1.4300	0.8375	1.1633	16.15	27.54	19.82	9.13	5.35	7.44
000728	国元证券	12.31	0.6900	0.4795	0.5724	23.31	25.67	21.50	10.37	9.42	11.24
000776	广发证券	45.04	-0.0420	1.4190	1.7239	-14,630.68	31.74	26.13	-0.08	35.57	43.22
000783	长江证券	11.89	0.6800	0.5742	0.6723	18.82	20.71	17.69	13.72	12.47	14.60
002500	山西证券	12.14	0.3100	0.2100	0.2683	47.09	57.82	45.25	6.19	5.04	6.44
600030	中信证券	12.85	1.3500	0.8208	0.6384	14.23	15.66	20.13	89.84	81.64	63.49
600109	国金证券	15.84	0.5160	0.5380	0.6473	30.68	29.44	24.47	5.16	5.38	6.47
600369	西南证券	12.39	0.5400	0.2702	0.3581	28.57	45.85	34.60	10.07	6.28	8.32
600643	爱建股份	10.54	0.0760	0.0983	0.2466	138.16	107.22	42.74	0.63	0.81	2.02
600816	安信信托	13.60	0.1041	0.0000	0.1621	130.68	0.00	83.90	0.47	0.00	0.74
<b>600837</b>	<b>海通证券</b>	<b>9.80</b>	<b>0.5500</b>	<b>0.4785</b>	<b>0.5754</b>	<b>17.73</b>	<b>20.48</b>	<b>17.03</b>	<b>45.48</b>	<b>39.37</b>	<b>47.34</b>
600999	招商证券	20.50	1.1400	0.8014	0.9555	19.72	25.58	21.45	37.28	28.73	34.26
601099	太平洋	11.52	0.2700	0.1636	0.1931	42.72	70.41	59.66	4.05	2.46	2.90
601377	兴业证券	16.18	0.6000	0.3516	0.4632	30.81	46.02	34.93	11.55	7.74	10.19
601688	华泰证券	14.22	0.8195	0.6118	0.7548	20.98	23.24	18.84	37.95	34.26	42.27
601788	光大证券	14.85	0.9200	0.5805	0.7211	17.96	25.58	20.59	28.27	19.84	24.65

数据来源: Wind 资讯

表4: 海通证券: 市场表现

代码	简称	12.1 价格 (元)	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	每股收益			市盈率 PE			市净率 PB (MRQ)
					TTM	10E	11E	TTM	10E	11E	
		0.00	423.09	219.82	0.5269	0.6192	0.6749	25.72	24.38	22.31	2.87
		13.23	274.95	96.09	0.4803	0.5561	0.6069	29.51	26.60	22.99	4.01
000776	广发证券	45.04	1,129.17	41.47	1.0848	1.4190	1.7239	41.52	31.74	26.13	6.29
000686	东北证券	23.06	147.43	147.42	0.9538	0.8375	1.1633	24.18	27.54	19.82	4.57
000562	宏源证券	17.94	262.14	262.13	0.9374	0.9472	1.0191	19.14	18.94	17.60	3.68
601788	光大证券	14.85	507.57	162.31	0.6907	0.5805	0.7211	21.50	25.58	20.59	2.30
600030	中信证券	12.85	1,278.02	1,266.46	0.6753	0.8208	0.6384	19.03	15.66	20.13	2.01
000783	长江证券	11.89	258.16	131.58	0.6425	0.5742	0.6723	18.50	20.71	17.69	2.78
601688	华泰证券	14.22	796.32	111.56	0.6016	0.6118	0.7548	23.64	23.24	18.84	2.50
600109	国金证券	15.84	158.44	67.58	0.4803	0.5380	0.6473	32.98	29.44	24.47	5.40
000728	国元证券	12.31	241.78	241.78	0.4728	0.4795	0.5724	26.03	25.67	21.50	1.63

600837	海通证券	9.80	806.33	806.33	0.4544	0.4785	0.5754	21.56	20.48	17.03	1.85
600369	西南证券	12.39	287.76	47.01	0.3482	0.2702	0.3581	35.58	45.85	34.60	2.66
600816	安信信托	13.60	61.76	61.72	0.2057	0.0000	0.1621	66.10	0.00	83.90	19.72
601099	太平洋	11.52	173.18	29.87	0.1688	0.1636	0.1931	68.23	70.41	59.66	9.10
000563	陕国投 A	10.80	38.71	38.71	0.1346	0.0000	0.2511	80.20	0.00	43.00	5.38
600643	爱建股份	10.54	86.47	80.62	0.0527	0.0983	0.2466	199.82	107.22	42.74	7.37
002500	山西证券	12.14	291.34	38.85	0.0000	0.2100	0.2683	62.82	57.82	45.25	9.57
600999	招商证券	20.50	735.02	387.22	0.0000	0.8014	0.9555	22.06	25.58	21.45	3.20
601377	兴业证券	16.18	355.96	34.04	0.0000	0.3516	0.4632	40.43	46.02	34.93	4.33

数据来源: Wind 资讯

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，英大证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经英大证券有限责任公司同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分复制、复印或拷贝；或向其它人分发。

### 行业评级

强于大市	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢沪深300指数
同步大市	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数将跟随沪深300指数
弱于大市	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输沪深300指数

### 公司评级

买入	预计未来6个月内，股价涨幅为15%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨幅为5-15%之间
中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
回避	预计未来6个月内，股价跌幅为10%以上

### 评级说明：

#### 1. 投资建议的比较标准

- ◇ 投资评级分为股票评级和行业评级。
- ◇ 以报告发布后的 6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

#### 2. 投资建议的评级标准

- ◇ 报告发布日后的 6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准