



方正证券研究所证券研究报告

分析师：周伟

执业证书编号：S1220511020001

E-mail: zhouwei@foundersc.com

联系人：赵莎莎

TEL: 010-68584843

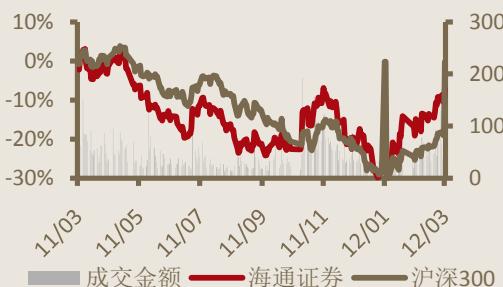
Email: zhaoshasha@foundersc.com

联系人：夏子衍

TEL: 010-68585869

Email: xiaziyan@foundersc.com

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2010A	2011A	2012E	2013E
主营收入	976769	929273	1022200	1226640
(+/-)	-2%	-5%	10%	20%
净利润	368626	310303	372364	465455
(+/-)	-19%	-16%	20%	25%
BVPS(元)	5.40	5.47	6.08	6.75
P/B	1.8	1.77	1.6	1.44
EPS(元)	0.45	0.38	0.45	0.57
P/E	21.58	25.75	21.46	17.16

请务必阅读最后特别声明与免责条款

巩固资本实力，发扬创新优势

海通证券(600837)

公司深度报告

2012.04.05

买入（首次评级）

证券行业

核心观点

融资融券业务市占率最高，资券供给实力具备绝对优势，对优质客户资源向海通证券集中形成强大吸引力。期货公司再次注资，业务平台扩大，贡献收入占比有望快速增长。

投资要点

※两融供给能力具绝对优势，优质客户资源将集中壮大

海通证券融资融券业务市场份额居行业第一。截至 2012 年 2 月底，公司两融余额和交易额的市占率分别达到 9.57% 和 12.72%。融券能力相比同业更是具有绝对优势，融券余额市占比例高达 33.94%，远超市占第二的华泰证券一倍多。由于能更多满足信用交易客户融资、融券的需求、提供更多的投资机会，我们认为公司在吸引优质客户资源上具有强大优势。

※海通期货收入贡献比例 5 年增长 2.32 倍，公司再次注资 2.28 亿元

2011 年，全国期货市场成交额下降 11.03%，但金融期货交易额却逆势增长了 6.56%。伴随股市人气的回暖，股指期货收益有望继续增长。根据中金所每日交易排名来看，海通期货股指期货交易额位居行业前三。海通期货为公司贡献收入占比由 2007 年的 0.1% 增长至 2.32%。2011 年公司再次注资 2.28 亿元为满足海通期货平台的进一步发展扩大。

※资本市场人气回暖，传统业务将现拐点式增长

公司经纪业务市场份额在弱市中保持稳定，佣金率止跌企稳，继续下降空间有限。截止 2012 年 2 月，公司共有营业部 190 家，行业排名第三。公司在债券承销方面今年呈现爆发式增长，年初至 2 月底承销金额达 361 亿，同比增长 72 倍，承销规模列行业第一。公司自营衍生金融工具投资发力，2011 年衍生金融工具投资收益同比增长 41 倍。伴随资本市场人气回暖，公司各项传统业务将出现明显拐点式增长。

盈利预测

2012 年市场人气相比 2011 年将有所回暖，成交量放大将利好公司各传统业务。两融业务将进一步为公司贡献估值溢价。目前券商板块动态 PB2.08 倍，公司的 PB 水平相对行业估值较低。预计 2012 年 EPS、BVPS 分别为 0.45 元、6.08 元，对应 PE、PB 为 21.46 倍、1.6 倍。首次给予公司“买入”评级。

风险提示

经济复苏乏力，资本市场持续低迷。自营利润率同比下降 44.65%，自营成本待有效控制。

正文目录

一、上海老牌大券商	4
1. 资本实力雄厚，但净资产增速放缓	4
2. 前九大股东均受上海国资委监管	4
二、星星之火，燎原之势	5
1 两融创新，行业新革命	5
1.1 我国将采用集中授信的信用交易模式	5
1.2 净资本实力乃是两融业务比拼的关键要素.....	9
1.3 以台湾为鉴，我国两融业务初露头角前景风光.....	9
1.4 公司两融市占率第一，券源供给优势突出.....	10
2 海通期货，抢占股指先机	11
2.1 海通期货行业领先，公司再次注资 2.28 亿.....	11
2.2 股指期货逆势增长，海通期货分享大额收入.....	12
三、乘风破浪靠舵手	13
1 公司经纪业务打破资本市场的低迷，保持稳健.....	13
1.1 经纪业务市场份额稳定在 4%以上	13
1.2 佣金率止跌，营业部数量行业第三	14
2 资管市占 2.01%，期待更多发展	15
2.1 集合理财规模较小，提升空间巨大	15
2.2 参股的两只基金利润贡献稳定	17
3. 投行债券承销年初爆发式增长，同比增长 72 倍.....	17
四、风险考虑因素	19
五、盈利预测	20

图表目录

图表 1 公司控股或参股公司	4
图表 2 公司近年净资产同比下滑扩张速度待提	4
图表 3 上海国资委监管公司总持股占比 34.19%	5
图表 4 美国高度市场化交易模式	6
图表 5 日本采用单轨制交易模式	7
图表 6 台湾采用双轨制交易模式	8
图表 7 我国将采用集中授信信用交易模式	8
图表 8 台湾市场开展两融一年内成交额活跃 29%	9
图表 9 台湾两融交易额占总成交额达 20%	10
图表 10 我国两融交易额占比平均水平达到 2%	10
图表 11 公司融券余额市率占高达 33.94%	11
图表 12 公司两融交易额市占比第一	11
图表 13 公司两融余额市占比第一	11
图表 14 海通期货 2011 年贡献收入 2.17 亿元	12
图表 15 海通期货为公司利润贡献将持续增长	12
图表 16 股指期货与股市成交额正相关	13
图表 17 2011 年股指期货交易额逆势增长 6.56%	13
图表 18 3 月 8 日合约：IF1203 成交额海通第一	13
图表 19 公司股基交易额市占稳定 4% 之上	14
图表 20 经纪业务占比持续下滑 2011 年达 41.06%	14
图表 21 2010 年公司各业务均衡发展	14
图表 22 公司净佣金率止跌企稳	15
图表 23 营业部数量年复合增长率达 31%	15
图表 24 公司主要营业部分布图	15
图表 25 券商分析师及投顾人员数量	15
图表 26 券商集合理财产品比较	16
图表 27 至 2012 年 2 月集合理财净值规模市占 2.01%	16
图表 28 截至 2012 年 2 月底存续期产品共 7 支	16
图表 29 资管收入占比维持 9% 向上	16
图表 30 2011 参股基金贡献 98% 资管净收入	16
图表 31 参股基金贡献利润占比稳步回升	17
图表 32 2011 年公司投行业务市场份额 2.7%	17
图表 33 2011 年公司承销总规模同比下降 39.4%	18
图表 34 2012 年初债券承销规模同比增长 72 倍	18
图表 35 2012 年在审 IPO 项目 18 家	18
图表 36 2011 年共有保代 75 名	19
图表 37 衍生工具投资收入增长 40 倍	19
图表 38 公司 2011 年加大自营业务规模至 69.04%	19
图表 40 2011 年公司自营规模达 308.54 亿元同比增长 50%	20
图表 41 盈利预测简表	21

一、上海老牌大券商

1. 资本实力雄厚，但净资产增速放缓

海通证券股份有限公司（以下简称“海通证券”）为上海证券交易所上市公司上海市都市农商社股份有限公司（简称“都市股份”）重大资产出售暨吸收合并海通证券后的存续公司。海通证券股份有限公司成立于 1988 年，原为上海海通证券公司，是中国成立最早的证券公司之一。2007 年 7 月 31 日，公司在上交所挂牌交易。自成立以来公司通过控股和参股子公司，业务领域已拓展至基金，期货，私募股权及海外市场等方面。公司的国际化进程位于行业前列，今年有望实现 H 股上市融资。募集资金除增加运营资本外，公司将在海外择机设立或收购证券相关机构。

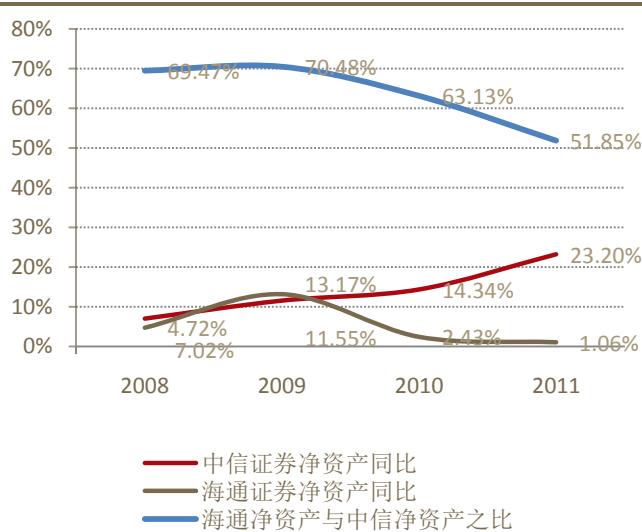
至 2011 年底公司净资产达 449.73 亿元，行业排名第二，仅次于中信证券。但公司近年净资产同比增速有放缓迹象，从 2009 年 13.17% 降至 2011 年 1.06%，扩张速度有待提升。

图表 1 公司控股或参股公司



数据来源：WIND 方正证券研究所

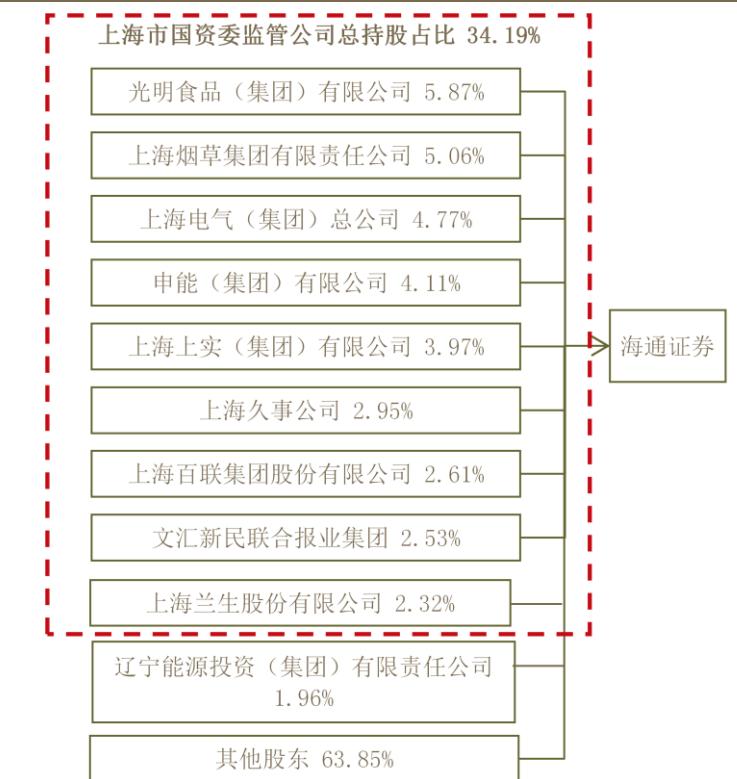
图表 2 公司近年净资产同比下滑扩张速度待提



2. 前九大股东均受上海国资委监管

公司没有控股股东，股东持股结构呈现出比例低而且分散的特点，背景涉及多种实业领域。截止 2011 年末，直接持有公司股权 5% 以上的股东仅有 2 家，分别是光明食品集团有限公司和上海烟草集团有限责任公司。经统计，公司前九大股东总持股比例为 34.19%，均受上海国资委监管。我们认为公司在发展历程中，会较多受益于上海地方政府和企业支持。

图表 3 上海国资委监管公司总持股占比 34.19%



数据来源: WIND 方正证券研究所

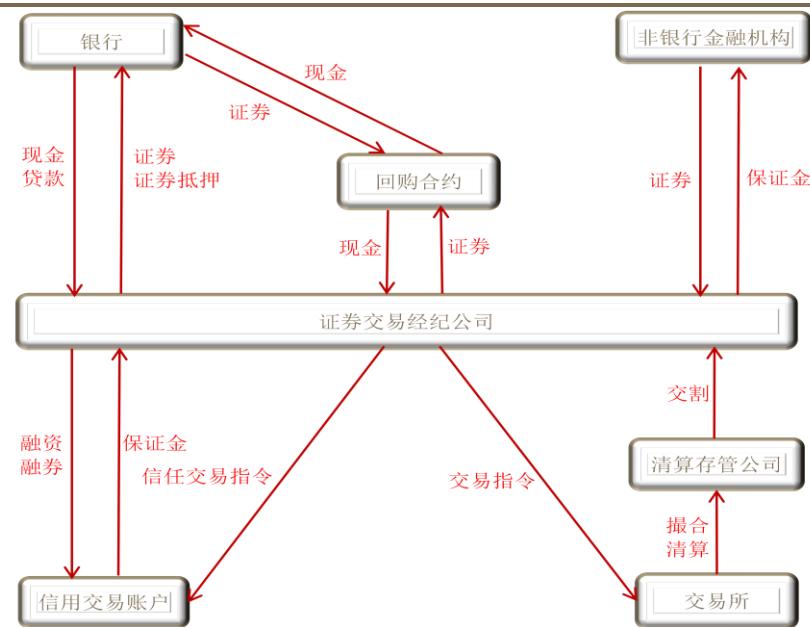
二、星星之火，燎原之势

1 两融创新，行业新革命

1.1 我国将采用集中授信的信用交易模式

在良好的信用交易体系保障下，美国采用了高度市场化的融资融券交易模式。两融的资金来源包括：券商自有资金、信用账户中的贷方余额、银行贷款和保证金、担保价款。证券来源包括：券商自有有价证券、保证金账户中的融资担保品、从其他券商或银行等金融机构借贷的证券。

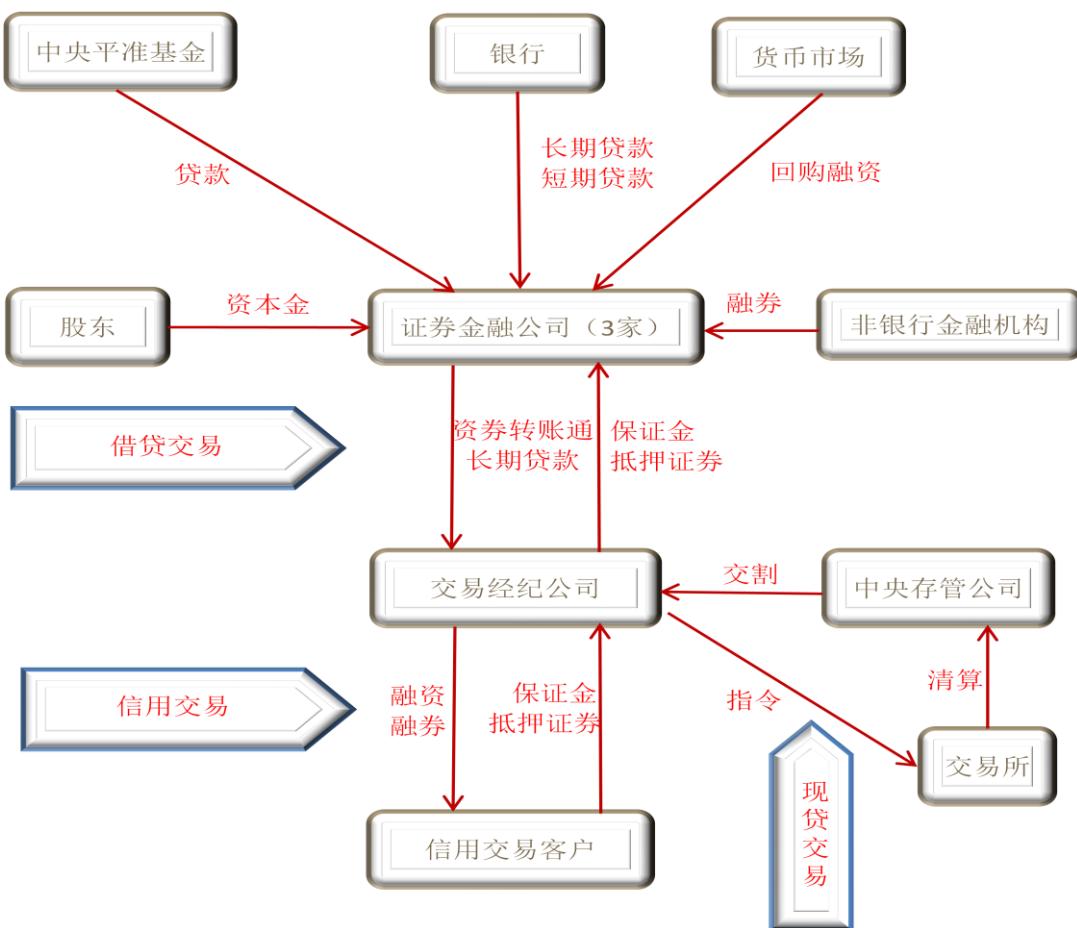
图表 4 美国高度市场化交易模式



数据来源:《融资融券》(简军 南京大学出版社) 方正证券研究所

日本证券公司融资融券制度最大的特点是实施了以证券金融公司为主的专业化授信模式。客户不允许直接从证券金融公司融取资金和证券，而必须通过证券公司来统一进行。目前主要有三家证券金融公司：日本证券金融公司、大阪证券金融公司以及中部证券金融公司。券商先从证券金融公司获得融券资金或借款，再在信用交易中作为中介代理客户融资融券。券商融资的资金来源主要是自有资金与转融资所得资金，融券主要来源是自有证券与转融券所得证券。

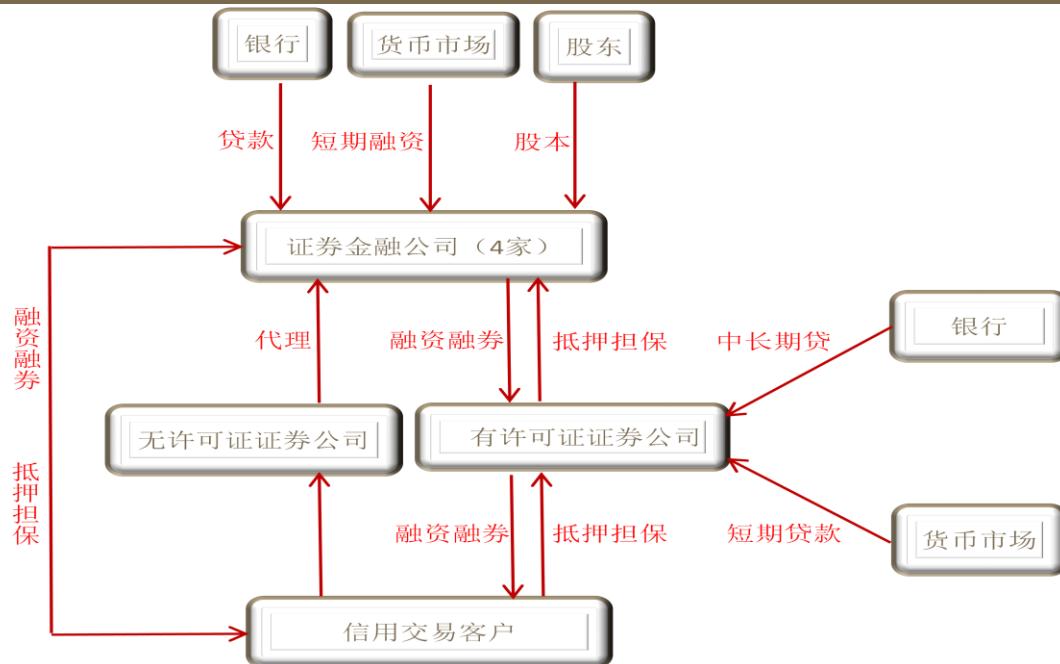
图表 5 日本采用单轨制交易模式



数据来源：《融资融券》（简军 南京大学出版社） 方正证券研究所

台湾融资融券的特点在于证券金融公司不仅仅面对证券公司，也面对信用交易客户，实行了对证券公司和一般投资者同时融资融券的“双轨制”。获得融资融券许可的证券公司可以给客户提供融资融券的服务，然后再从证券金融公司转融通。而没有许可证的证券公司，只能接受客户的委托，代客户向证券金融公司申请融资融券。台湾设立有四家证券金融公司，并且这四家之间还存在一定的竞争关系。

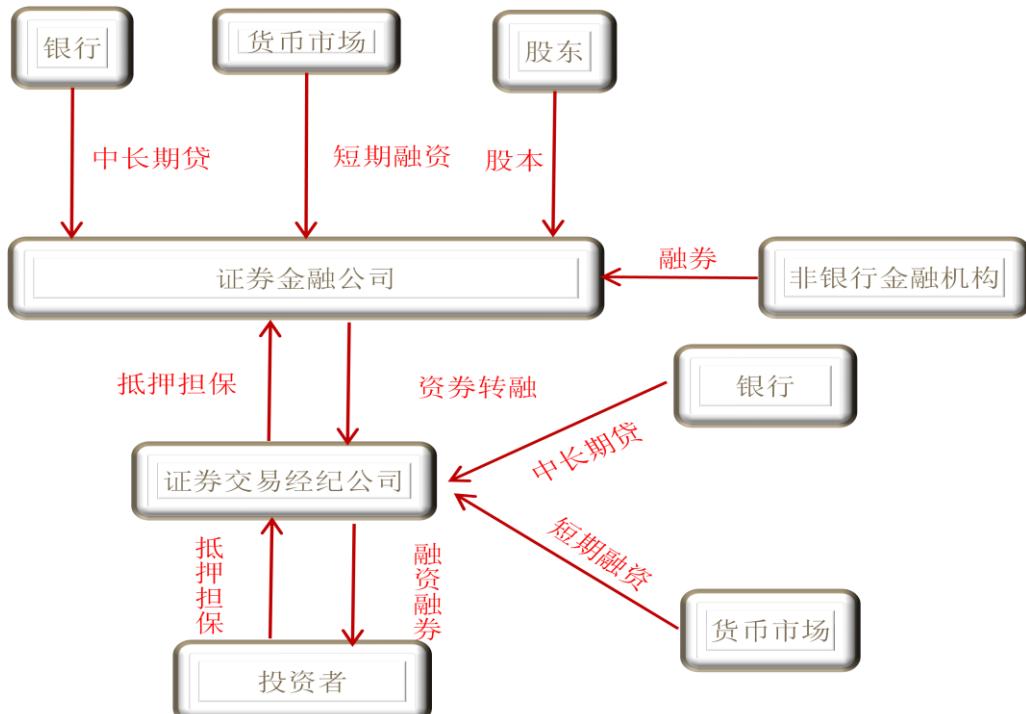
图表 6 台湾采用双轨制交易模式



数据来源:《融资融券》(简军 南京大学出版社) 方正证券研究所

根据我国去年成立的证券金融公司的运作形式,我国的转融通业务将仿日本的“单轨制”实行集中授信的信用交易模式,即唯一的证券金融公司只对证券交易经纪公司进行转融通。我们认为伴随融资融券业务的发展,自有资券供给能力雄厚的大型券商在面对不断开发的客户需求时更具有竞争力。

图表 7 我国将采用集中授信信用交易模式



数据来源:《融资融券》(简军 南京大学出版社) 方正证券研究所

1.2 净资本实力乃是两融业务比拼的关键要素

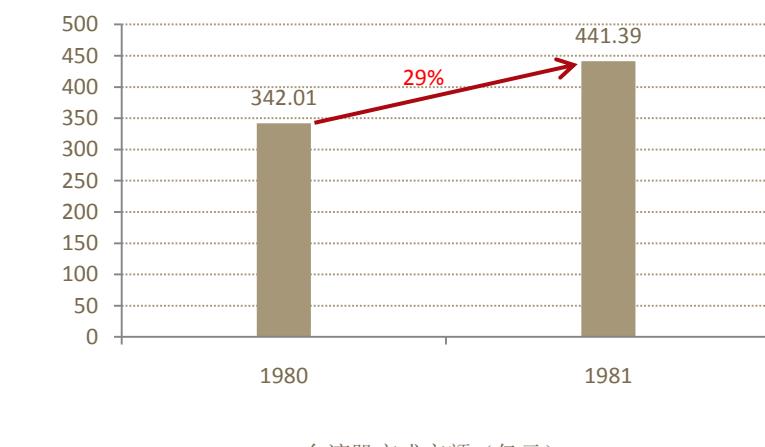
根据证监会发布的《证券公司融资融券业务内部控制指引》规定，证券公司应当建立以净资本为核心的融资融券业务规模监控和调整机制。根据监管要求和自身财务状况，合理确定向全体客户、单一客户和单一证券的融资、融券的金额占净资本的比例等风险控制指标。我们预计在未来两融业务的发展中，净资本实力雄厚的大型券商的优势更明显。

我们认为融资融券业务的开展对券商带来的影响主要有以下两点：(1)会给券商带来稳定的息费收入和较高的佣金净收入；(2)会加速优质客户向先行试点该业务的优质券商集中，有利于进一步提高其经纪业务的市场份额。

1.3 以台湾为鉴，我国两融业务初露头角前景风光

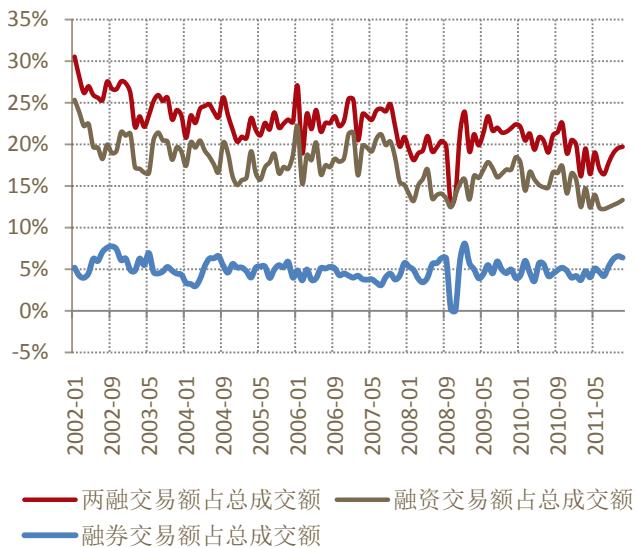
台湾证券市场于 1980 年推出了融资融券业务。两融业务推出后，交易量明显放大，一年内市场交易额上涨 29%。至 2011 年年底，台湾市场两融余额达到 565.1 亿元，两融交易额与总成交额之比达 19.69%。同期，我国两融交易额与总成交额之比仅为 2%。新业务起步，我国两融业务活跃性与发达地区存在一定差距，加之我国投资者交易习惯对卖空行为较为生疏，两融业务暂时为行业收入贡献还未起到举足轻重的作用。但以发达地区为鉴，两融业务未来发展空间非常可观。测算 2011 全年行业两融业务或实现收入 32 亿元，占行业总收入 2.35%。2012 年，整个行业融资融券业务收入有望突破 100 亿元。(详细推断见方正证券公司深度报告《光大证券(601788)：业绩重现曙光，估值优势明显》)

图表 8 台湾市场开展两融一年内成交额活跃 29%



数据来源：WIND 方正证券研究所

图表 9 台湾两融交易额占总成交额达 20%



图表 10 我国两融交易额占比平均水平达到 2%



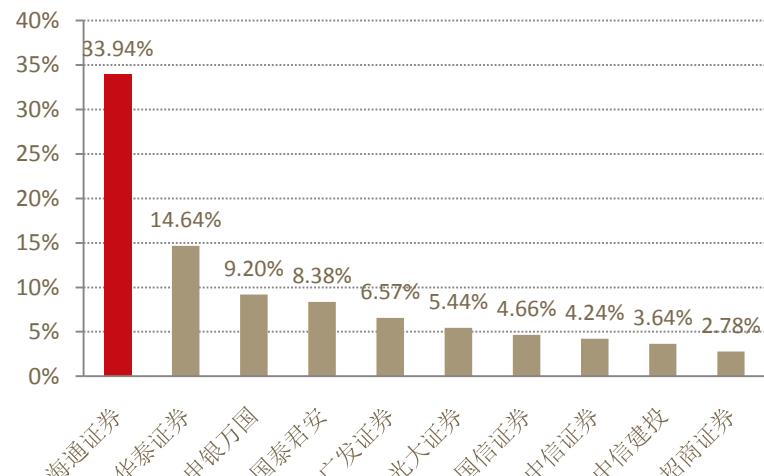
数据来源：WIND 方正证券研究所

1.4 公司两融市占率第一，券源供给优势突出

海通证券融资融券业务市场份额居行业第一，交易额与余额均领先于同行业公司。截至 2012 年 2 月底，两项指标的市占率分别达到 12.72% 和 9.57%。公司的券源数量相比同业具有绝对优势，融券余额市占比例高达 33.94%，远超市占第二的华泰证券一倍多。我们预计 2012 年公司两融收入将达 10 亿元左右，营业收入贡献度或超越 10%。由于能更多满足信用交易客户对融资、融券的需求、提供给客户更多的投资机会，我们认为公司在吸引优质客户资源上具有突出优势。

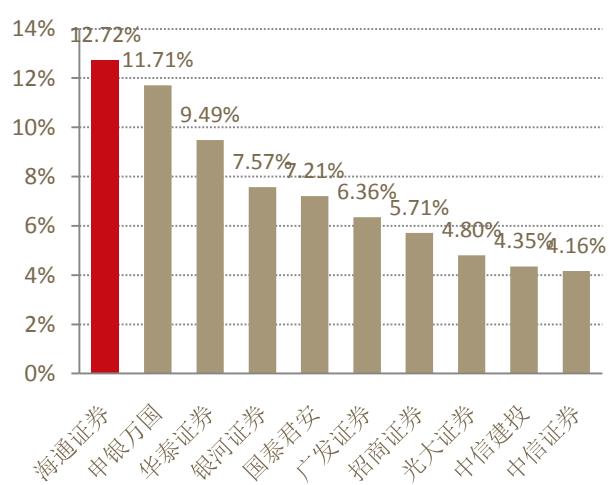
海通证券两融业务的竞争不仅来自于紧随其后的大牌券商，如申银万国和国泰君安，也来自于更多中小券商上场后对现有客户资源市场的蚕食。截至 2012 年 2 月底，开展融资融券业务的券商共 25 家。目前又有 41 家券商即将取得融资融券业务资格。我们观察到从 2011 年 10 月份以来，公司两融的余额和交易额市占比例都有微幅下滑。

图表 11 公司融券余额市率占高达 33.94%



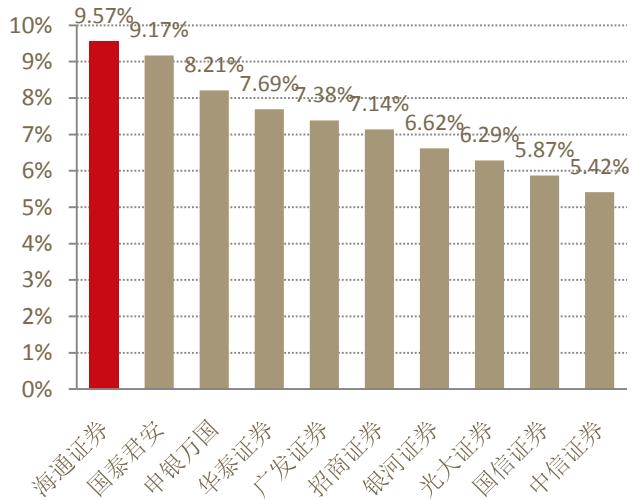
数据来源：深交所 上交所 方正证券研究所

图表 12 公司两融交易额市占比第一



数据来源：WIND 方正证券研究所

图表 13 公司两融余额市占比第一



2 海通期货，抢占股指先机

2.1 海通期货行业领先，公司再次注资 2.28 亿

公司控股子公司海通期货在券商系期货公司中的盈利能力位居前列。在全国设有 24 家营业部，分类监管评级获得 A 类。公司 2011 年对海通期货再次增资 2.28 亿，注册资本达 10 亿元，海通持股比例变更为 66.67%。截至 2011 年底海通期货总资产达 65.94 亿元，四年年均复合增长率高达 118%。2011 全年实现营业收入 3.24 亿元，同比增长 22.7%，为公司贡献收入占比由 2007 年的 0.1% 增长至 2.32%。

对海通期货的此次增资一方面是为了适应期货业务强劲发展的需要，持续符合期货公司风险监管指标。根据监管要求，期货公司经调整的核心资本金与客户保证金之比应不低于 7.2%。据目前已公布的海通期货 2010 年财务数据，公司净资本达 5.1 亿元，仅能保障 70.8 亿元的客户权益。伴随海通期货的快速发展，客户保证金逐年增长，为符合风险监管指标，公司的资本金需求逐渐显现。

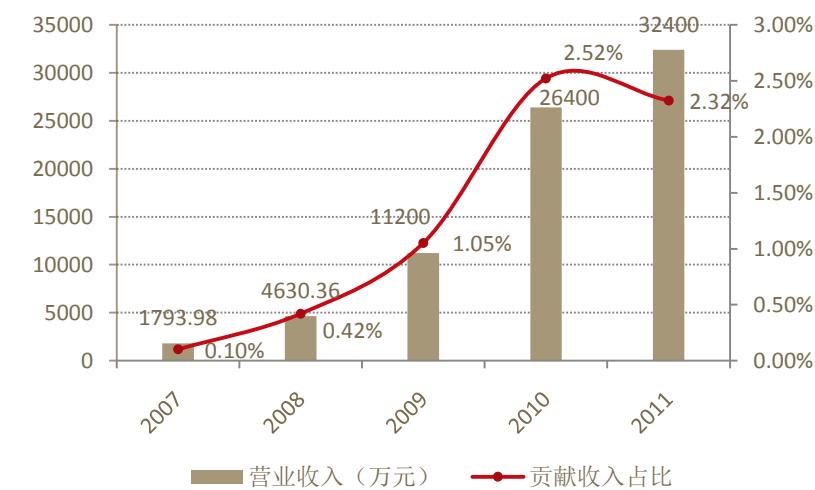
另一方面，股指期货运行一年后，机构投资者对股指期货的研究和各项准备已较为充分，在政策导向和自身套保需求的双重作用之下，机构投资者将加快入市。海通期货通过增资扩股，也是为了满足机构投资者对平台的需求，大力发展战略客户。

图表 14 海通期货 2011 年贡献收入 2.17 亿元

	营业收入(万元)	净利润(万元)	总资产(亿元)	净资产(亿元)	注册资本(亿元)	海通持股比例
2007	1793.98	7.11	2.91		1	63.67%
2008	4630.36	9.45	7.12	0.94	1	63.67%
2009	11200	1400	26.04	5.09	5	93.33%
2010	26400	5100	55.94	5.6	5	93.33%
2011	32400	6600	65.94	11.97	10	66.67%

数据来源：公司年报 方正证券研究所

图表 15 海通期货为公司利润贡献将持续增长



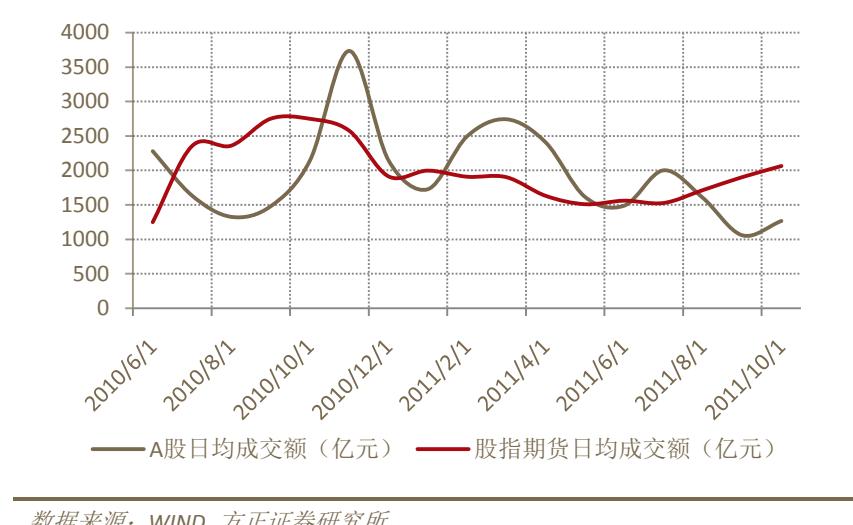
数据来源：公司年报 方正证券研究所

2.2 股指期货逆势增长，海通期货分享大额收入

我国股指期货业务自运行以来增长迅速，日均成交额最高突破 2700 亿元。股指期货交易量与股市交易量呈正相关性。伴随股市人气的回暖，股指期货收益有望继续增长。2011 年，全国期货市场成交额下降 11.03%，但金融期货交易额却逆势增长了 6.56%，仅沪深

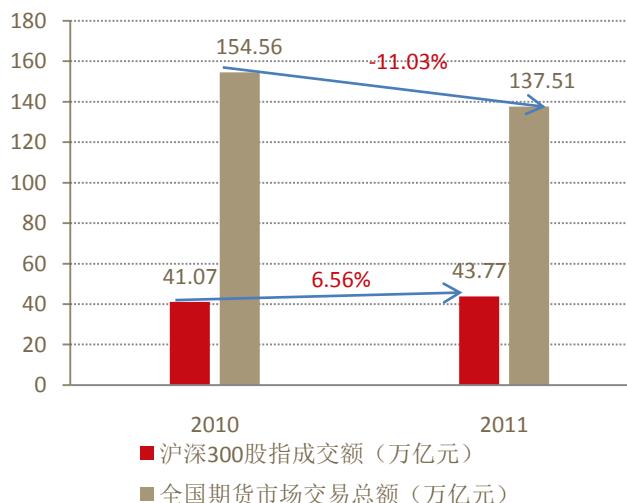
300 股指期货就占据了全国期货市场逾三成，这也极大推动了以股指作为主要业务的券商背景期货公司继续大踏步前进。根据中金所每日交易排名来看，股指期货交易几乎被券商背景期货公司垄断，其中海通证券在券商系期货公司中成交额位居前列，2012 年 3 月 8 日合约 IF1203 海通期货成交额位居第一。

图表 16 股指期货与股市成交额正相关



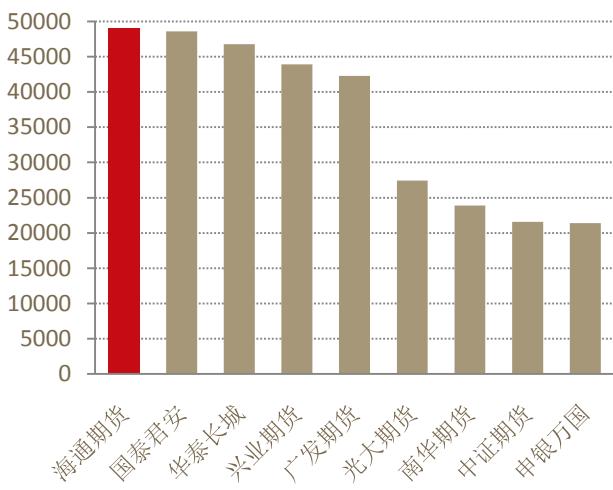
数据来源：WIND 方正证券研究所

图表 17 2011 年股指期货交易额逆势增长 6.56%



数据来源：WIND 方正证券研究所

图表 18 3 月 8 日合约：IF1203 成交额海通第一



三、乘风破浪靠舵手

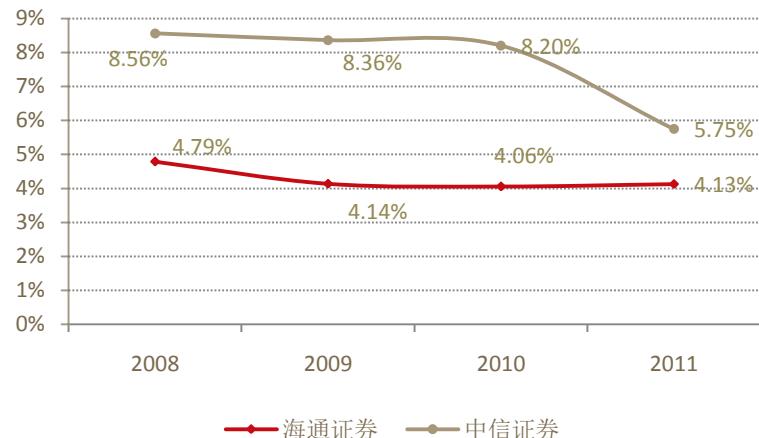
1 公司经纪业务打破资本市场的低迷，保持稳健

1.1 经纪业务市场份额稳定在 4%以上

2009 年以来资本市场连年低靡。公司的经纪业务收入占比也持

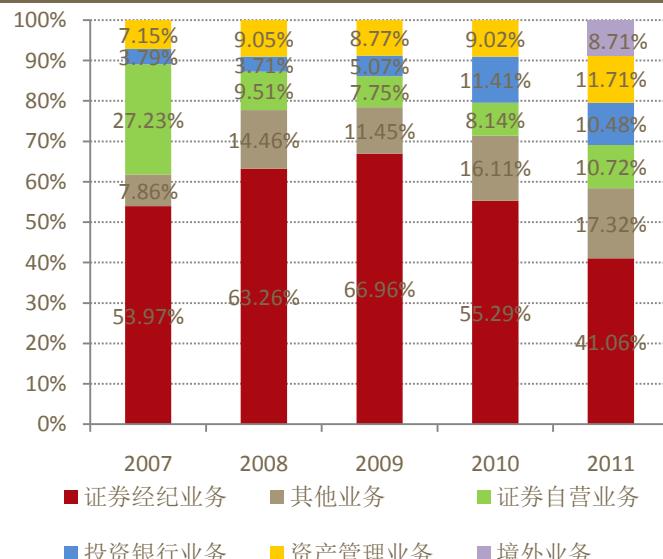
续下降，至 2011 年底，占比为 41.06%。但是在此背景下股基交易额市场份额却一直稳定在 4%以上。

图表 19 公司股基交易额市占稳定 4%之上

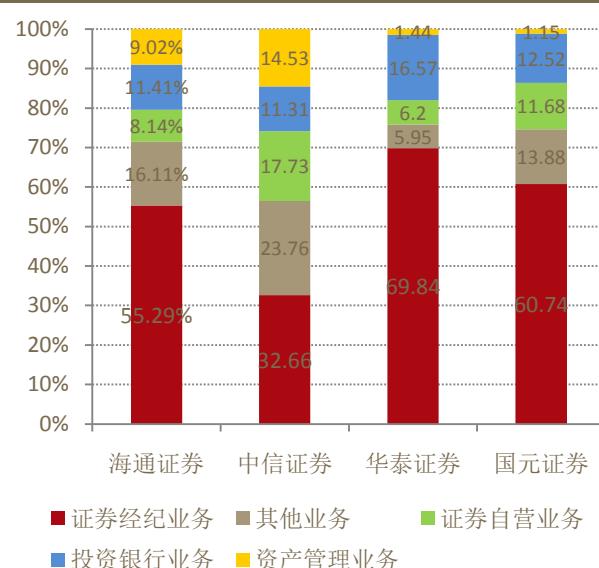


数据来源：WIND 方正证券研究所

图表 20 经纪业务占比持续下滑 2011 年达 41.06%



图表 21 2010 年公司各业务均衡发展



数据来源：WIND 方正证券研究所

1.2 佣金率止跌，营业部数量行业第三

2011 年公司佣金率止跌企稳达 0.11%，继续下降空间有限。截止 2011 年底，共有营业部 193 家。营业部数量行业排名第三，仅次于银河证券和广发证券。经纪业务人员 3 年复合增长率达 31%，2010 年共有 6891 人。至 2011 年底，公司拥有分析师 57 名，投资顾问 593 名。

图表 22 公司净佣金率止跌企稳

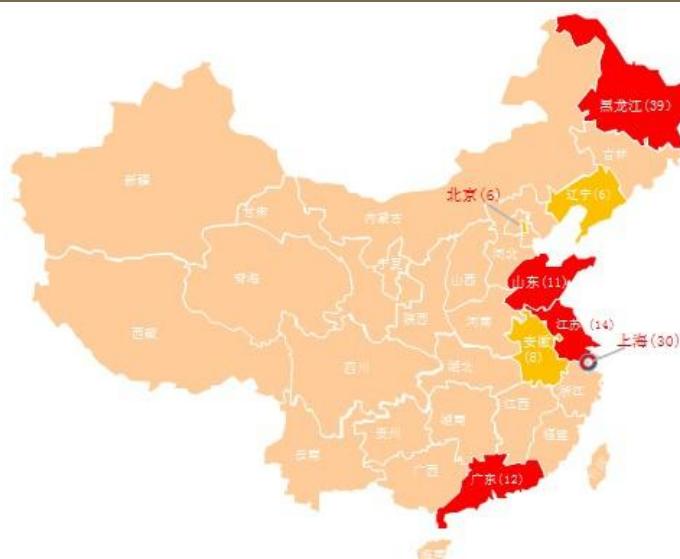


图表 23 营业部数量年复合增长率达 31%



数据来源: WIND 方正证券研究所

图表 24 公司主要营业部分布图



图表 25 券商分析师及投顾人员数量

机构名称	分析师	投资顾问	部均投顾数量
中金	79	104	7
国信证券	75	717	10
中信证券	73	557	11
国泰君安	65	998	6
华泰证券	63	703	8
国金证券	58	100	5
海通证券	57	593	3
招商证券	56	390	4
中国银河	45	1032	5
中信建投	44	679	5
广发证券	43	1118	6
光大证券	42	402	4
安信证券	42	348	3

数据来源: WIND 方正证券研究所

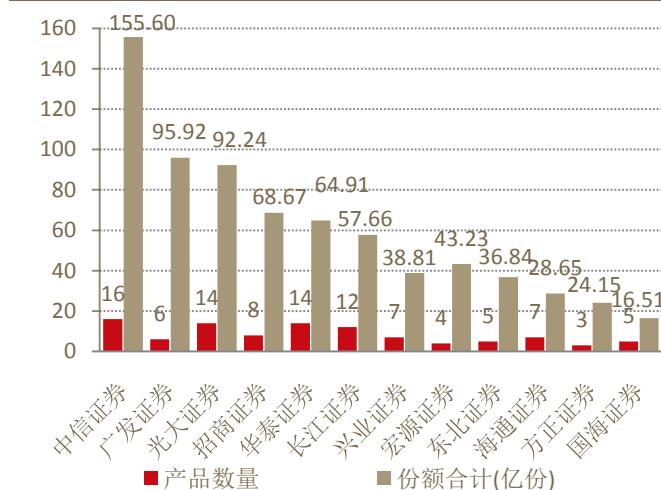
2 资管市占 2.01%，期待更多发展

2.1 集合理财规模较小，提升空间巨大

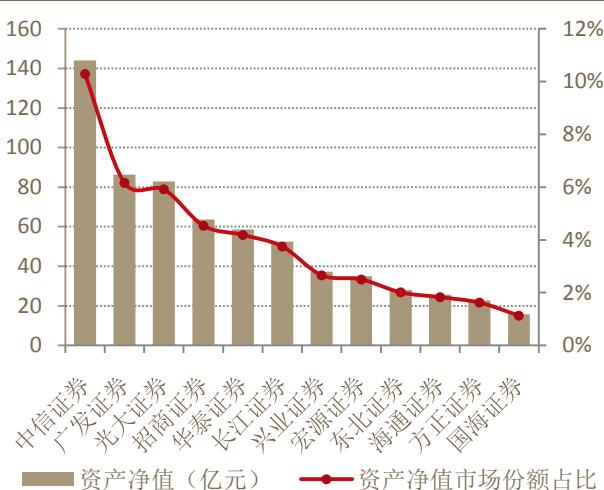
海通的资管业务收入相对稳定，总收入占比近年维持在 9% 左右，2011 年达 11.71%。2011 年资管业务实现收入达 10.88 亿元，同比增长 26.18%。其中，集合理财净收入 2278 万元，占资管净收入 2.28%。占比较小的原因一方面是公司参股的海富通基金和富国基金贡献了大部分收入，另一方面是海通的集合理财规模与同行业相比还较为落后。至 2012 年 2 月底，海通集合管理 7 只产品，总净值为 25.56 亿元，市场份额占比为 2.01%。另外，公司定向资管

业务尽管对资管业务总收入贡献不大，但受托规模近年一直保持上涨趋势。今年定向资管受托规模达 111.85 亿元，同比增长 46.4%。

图表 26 券商集合理财产品比较



图表 27 至 2012 年 2 月集合理财净值规模市占 2.01%



数据来源：WIND 方正证券研究所

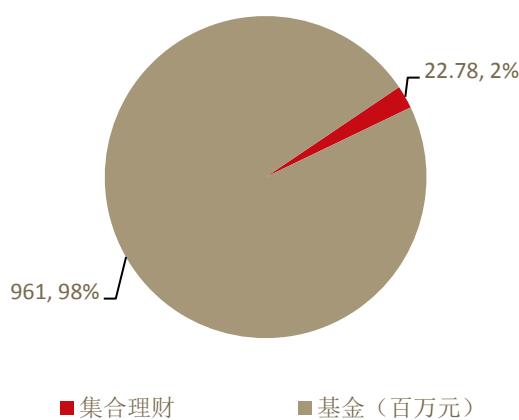
图表 28 截至 2012 年 2 月底存续期产品共 7 支

产品简称	所属概念	成立日期	到期日期	存续期(年)
海通新兴成长	混合型	2010/5/26		
海通季季红	债券型	2009/1/19	2014/1/18	5
海通金中金	FOF	2008/6/30	2013/6/29	5
海通海蓝内需价值优选	混合型	2011/2/10		
海通海蓝消费精选	混合型	2011/8/3		
海通海蓝宝益	债券型	2011/11/18		
海通稳健成长	混合型	2009/8/28	2014/8/27	5

数据来源：WIND 方正证券研究所

图表 29 资管收入占比维持 9% 向上

图表 30 2011 参股基金贡献 98% 资管净收入



数据来源：公司公告 方正证券研究所

2.2 参股的两只基金利润贡献稳定

公司分别持有海富通和富国基金 51% 和 27.8% 股份。在资本市场连年低迷的大环境下，尽管参股基金公司净利润有下滑趋势，但对海通证券贡献收入占比稳步回升。2011 年，贡献利润占比达到 5.22%。

图表 31 参股基金贡献利润占比稳步回升

	富国基金		海富通基金				
	净利润（亿元）	贡献净利润（亿元）	净利润（亿元）	贡献净利润（亿元）	贡献利润合计（亿元）	公司净利润（亿元）	基金贡献公司总利润占比
2007	3.7	1.03	2.1	1.071	2.10	55.60	3.78%
2008	3.1	0.86	1.7	0.867	1.73	33.85	5.11%
2009	2.5	0.70	1.7	0.867	1.56	46.62	3.35%
2010	2.9	0.81	2	1.02	1.83	38.68	4.72%
2011	2.76	0.77	1.67	0.8517	1.62	31.00	5.22%

数据来源：WIND 方正证券研究所

3. 投行债券承销年初爆发式增长，同比增长 72 倍

公司的投行业务 2007 年-2010 年复合增长率达 37.74%。2012 年前 2 个月份，公司债券承销金额达 361 亿，同比增长 72 倍，承销规模行业第一；另外，公司 IPO 项目数逐年增长，今年公司 IPO 在审项目 18 家。2011 年和 2010 年分别完成 IPO 项目 14 家、12 家。

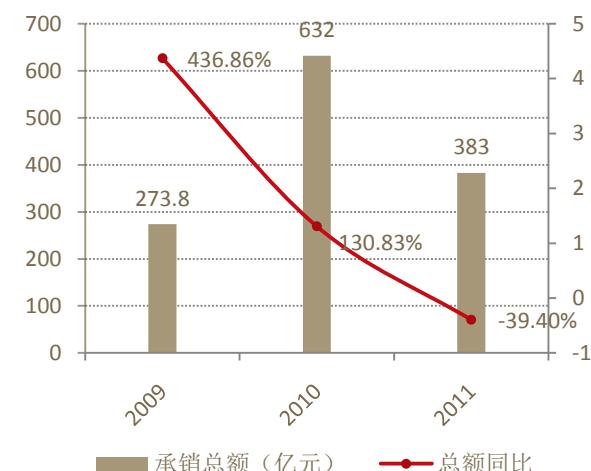
经历过 2009 年和 2010 年爆发式的增长，公司的投行业务 2011 年的发行规模同比下降 39.4%。截止 2011 年底，公司共有保代 75 名。虽然股票承销市场依然不景气，但是债券承销业务的突破，让我们看到公司今年投行业务的希望所在。

图表 32 2011 年公司投行业务市场份额 2.7%



数据来源：WIND 方正证券研究所

图表 33 2011 年公司承销总规模同比下降 39.4%



图表 34 2012 年初债券承销规模同比增长 72 倍



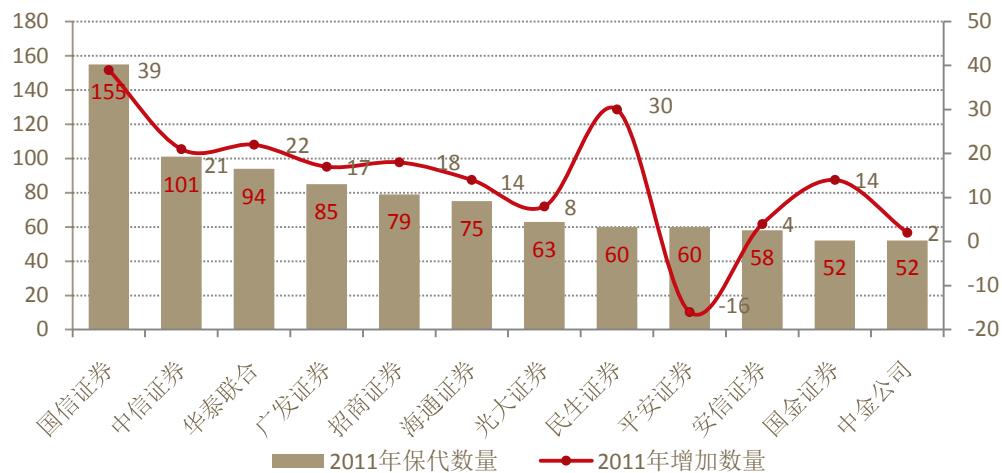
数据来源: WIND 方正证券研究所

图表 35 2012 年在审 IPO 项目 18 家

主板	注册地	所属领域	备注
上海北特科技	上海	汽车行业	落实反馈意见中
慈铭健康体检管理集团	北京	服务行业	落实反馈意见中
宁波华龙电子	宁波	半导体行业	落实反馈意见中
海南双成药业	海南	医药行业	落实反馈意见中
宁波精达成形装备	宁波	金属加工机械制造行业	落实反馈意见中
上海中技桩业	上海	混凝土和水泥制品行业	落实反馈意见中
上海中信国健药业	上海	医药行业	落实反馈意见中
江苏云蝠服饰	江苏	纺织服装业	落实反馈意见中
泉州海天材料科技	福建	纺织业	落实反馈意见中
深圳市爱迪尔珠宝	深圳	珠宝首饰行业	落实反馈意见中
鞍山重型矿山机器	辽宁	制造业	已通过发审会
宏昌电子材料	广东	化工行业	已通过发审会
信质电机	浙江	电机制造业	已通过发审会
创业板	注册地	所属领域	备注
湖南科美达电气股份有限公司	湖南	电力电子器件及变流装置	落实反馈意见中
上海新文化传媒集团股份有限公司	上海	数字内容服务	落实反馈意见中
杭州炬华科技股份有限公司	浙江	工业自动化	落实反馈意见中
广东奔朗新材料股份有限公司	广东	环境友好材料	落实反馈意见中
深圳市神舟电脑股份有限公司	深圳	计算机及外部设备	落实反馈意见中

数据来源: 证监会 方正证券研究所

图表 36 2011 年共有保代 75 名



数据来源：金融时报 方正证券研究所

四、风险考虑因素

经济复苏乏力，资本市场持续低迷。不仅传统业务（经纪、自营、投行、资管）收入重挫，而且创新（两融与股指期货等）业务也缺乏市场参与度，丧失发展动力。

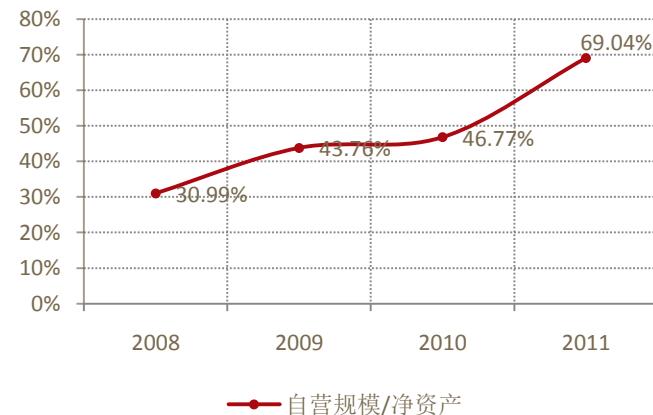
2011年，公司自营业务收入达到9.96亿元，同比增长33.89%，总收入占比达10.72%。自营规模达308.54亿元，占净资产总额达69.04%。其中权益类产品投资和固定收益类两配比分别调至38.69%和61.31%。

自营收入的增长是受益于公司大力发展衍生金融工具投资，2011年公司衍生金融工具投资收益同比增长41倍。但同时我们发现公司自营成本同比增长高达995.29%，致使自营利润率降至49.13%，同比下降44.65%。2011年公司实现自营净利润4.9亿，同比下降29.94%。

图表 37 衍生工具投资收入增长 40 倍



图表 38 公司 2011 年加大自营业务规模至 69.04%



数据来源：公司公告 方正证券研究所

图表 39 2011 年公司自营规模达 308.54 亿元同比增长 50%

	2008	2009	2010	2011
自营权益类证券/净资本	3.20%	25.28%	26.87%	38.09%
自营固定收益类证券/净资本	31.49%	29.53%	36.31%	60.35%
净资本	341.45	343.91	324.60	313.43
自营权益类资产	10.93	86.94	87.22	119.39
自营固定收益类资产	107.52	101.56	117.86	189.16
自营投资总额	118.45	188.50	205.08	308.54
净资产	382.26	430.74	438.52	446.87
自营规模/净资产	30.99%	43.76%	46.77%	69.04%

数据来源: WIND 方正证券研究所

五、盈利预测

2012 年市场人气相比 2011 将有所回暖，成交量放大将利好公司各传统业务。两融业务将进一步为公司贡献估值溢价。目前券商板块动态 PB2.08 倍，公司的 PB 水平相对行业较低。预计 2012 年 EPS、BVPS 分别为 0.45 元、6.08 元，对应 PE、PB 为 21.46 倍、1.6 倍。首次给予公司“买入”评级。

图表 40 盈利预测简表

日期	2012. 03. 30		股价	9. 71	
财务摘要 (万元)	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入	993, 972	976, 769	929, 273	1, 022, 200	1, 226, 640
(+/-) %	42%	-2%	-5%	10%	20%
归属于母公司所有者净利润	454, 823	368, 626	310, 303	372, 364	465, 455
(+/-) %	38%	-19%	-16%	20%	25%
EPS (元)	0. 55	0. 45	0. 38	0. 45	0. 57
BVPS (元)	5. 28	5. 40	5. 47	6. 08	6. 75
市盈率	17. 65	21. 58	25. 75	21. 46	17. 16
市净率	1. 84	1. 80	1. 77	1. 60	1. 44
盈利预测表 (万元)	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入	993, 972	976, 769	929, 273	1, 022, 200	1, 226, 640
手续费及佣金净收入	775, 519	720, 824	486, 552	555, 747	637, 863
其中：代买卖证券业务	627, 418	486, 382	304, 143	334, 557	368, 013
其中：证券承销业务	38, 155	91, 974	83, 907	93, 137	103, 382
其中：客户资产管理业务	74, 356	71, 352	98, 502	128, 053	166, 468
利息净收入	112, 400	136, 552	209, 338	314, 006	471, 009
营业支出	420, 973	493, 476	512, 506	538, 131	591, 944
归属于母公司所有者净利润	454, 823	368, 626	310, 303	372, 364	465, 455

数据来源: WIND 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引起的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

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、发表或引用。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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：预期未来6个月内相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：预期未来6个月内相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%；

减持：预期未来6个月内相对沪深300指数下跌10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：预期未来6个月内相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

减持：预期未来6个月内相对沪深300指数下跌10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼 (100037)	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼 (410015)
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail:	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com