

新股簡介

海通證券股份有限公司 (06837)

2011年12月06日

公司上市資料

(以下為不獲行使超額配股權之資料)

發售股份數目	1, 229, 400, 000
配售部分	1, 167, 930, 000
(約占發售股份比例)	95%
公開發售部分	61, 470, 000
(約占發售股份比例)	5%
發售價格：	9.38-10.58
每手股數：	400
發售形式：	配售及公開發售
保薦人：	海通國際、摩根大通

事項	日期
公開招股時間	12月05日-12月08日
預計定價日	12月09日
公佈申請結果	12月14日
掛牌交易	12月15日

回撥機制	
超額倍數	公開招股占總招股
15-50倍	7.5%
50-100倍	10.0%
100倍以上	20.0%

集資用途	投入資金
(假設以中位數發售)	(百分比)
收購海外證券公司及擴展海外證券業務	35.0%
擴展展仔展融資和證券借貸業務	20.0%
開展另類金融產品業務	20.0%
增資海通開源投資及擴展	15.0%
直投及私募基金業務	
運營資本	10.0%

投資要點

- 公司為中國境內提供證券及期貨經紀、投資銀行、資產管理、自營交易及直接投資業務的證券公司，截至2010年底按資產總額及資產淨額計算，公司為排名第二的中國證券公司，公司截至2011年9月底共擁有210間經紀營業部。
- **經營行業：**10年上深交易所成交量達到544160億人民幣，05-10年複合增長率為76.1%，10年中國股票市場融資總額達到97210億元，複合增長率為96.6%。
- **盈利增長預估：**(1) **行業及市場佔有率：**截至2010年12月底，海通證券資產淨值及資產總佔比為7.7%及5.1%，排名第二，相信隨著行業逐步成熟、市場參透率提高，龍頭企業有望進一步受益於行業增長趨勢；(2) **行業競爭：**公司08-10年平均證券經紀佣金率複合增長-16%，2011年前9個月平均證券經紀佣金率為0.10%，高於行業平均的0.08%，佣金率及管理費用率持續下滑，加上未來外國投資銀行進入中國資本市場，加劇競爭形式；(3) **綜合性業務增長：**公司08-10年證券經紀交易量保持在行業前五，融資融券交易量維持行業領先市場份額，截至2011年9月底，公司開戶數目達到11307個，期貨交易額佔比也不斷提高，市場佔比為8.9%。同時作為首批開展直投業務的券商，公司全面綜合性業務將受益於行業快速增長及成熟。
- **估值：**預估11年公司綜合利潤為31.40億元，有形資產淨值為574.57億港元，按照招股中位數HK\$9.98（市值約為HK\$134.96億元），全球發售獲得96.50億人民幣，對應11年預估每股有形資產淨值為6.94港元，PB為1.44x，低於港股券商均值。基於目前行業增長及競爭、公司市場佔有率、佣金率、綜合業務增長及有形資產淨值，予以**謹慎認購評級**。

風險

- 公司業務及營運業績受到全球及中國資本市場低迷不利影響。

營業紀錄

年度(人民幣百萬元)	2008年	2009年	2010年	1H 2011年
收益	7,841.4	11,048.5	11,108.9	5,892.3
總支出	(4,347.9)	(5,400.0)	(6,393.4)	(2,924.0)
除稅前盈利	3,697.9	5,981.8	4,989.7	3,063.1
淨利潤	3,385.0	4,661.7	3,868.2	3,063.1

同業對比

股份名稱	股價	2011年預估	2010年	2011年	市值
	HK\$	市淨率	市盈率	預測市盈率	(億港元)
海通證券 (6837.HK)	9.38-10.58	1.37-1.50	18.8-21.2	20.2-22.8	126.85-143.08
國泰君安 (1788.HK)	1.95	1.0	8.6	7.2	85.63

資料來源：BLOOMBERG，粵海證券研究部。股價為香港2011年12月06日收市價格。

本報告中的資訊均來源於已公開的資料，我公司對這些資訊的準確性及完整性不作任何保證。報告中的資訊或所表達的意見並不構成所述證券買賣的出價或征價。我公司及其所屬關聯機構可能會持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並進行交易，還可能為這些公司提供或爭取提供投資銀行業務服務。本報告亦可由粵海證券有限公司提供。本報告的版權僅為我公司所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式翻版、複製、刊登、發表或引用。

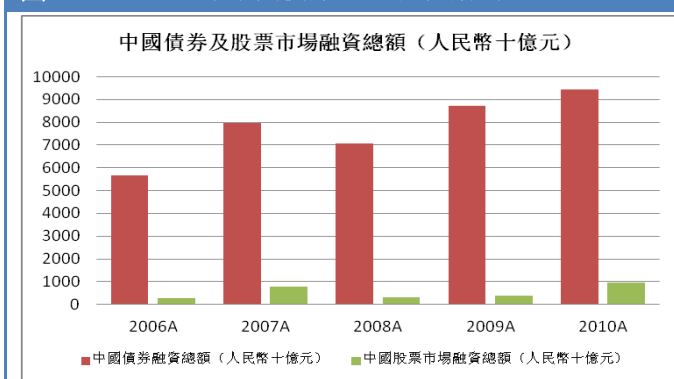
公司簡介

公司為中國境內主要專注提供證券及期貨經紀、投資銀行、資產管理、自營交易及直接投資業務的證券公司，截至 2010 年底，按資產總額及資產淨額計算，公司為排名第二的中國證券公司，公司截至 2011 年 9 月底共擁有 210 間經紀營業部。

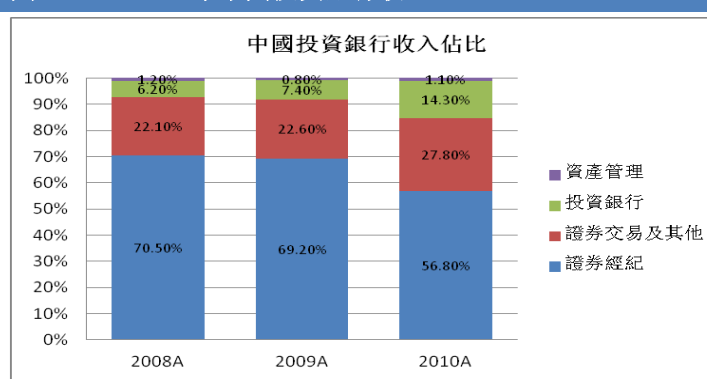
行業概覽

中國資本市場隨著全球經濟發展、改革開放及中國金融市場改革持續增長，上海證券交易所和深圳證券交易所是中國兩家主要的股票交易所，截至 2010 年兩大交易所股票市值達到 265,420 億元，05-10 年複合增長率達到 52.3%，2010 年上深交易所成交量達到 544160 億人民幣，05-10 年複合增長率為 76.1%，2010 年中國股票市場融資總額達到 97210 億元，05-10 年複合增長率為 96.6%。

圖：2006-2010 年中國債券及股票市場融資總額



圖：2008-2010 年中國投資銀行收入佔比



截至 2010 年中國證券公司資產總值及的資產淨值分別為 19686 億元及 5674 億元，06-10 年複合增長率分別為 33.6%及 52.1%，根據中國證券協會數據，2010 年中國證券公司資產回報率為 3.98%，遠高於美國證券公司同期的 0.53%。目前中國證券行業持續以經紀業務為主，非經紀業務收入僅佔總收益的 44%，而美國佔 84%，因此中國證券市場仍與成熟證券市場有結構性差距並具有相當大的增長潛力。

中國證券業參透率遠低於銀行業及保險類，截至 2010 年底，中國銀行計算賬戶擁有 33.8 億戶，而證券業僅為 1.55 億戶，在證券業資產回報率高於銀行及保險類前提下，證券行業參透率有望進一步提高。主要認為行業增長來自於非傳統經紀業務的增長，例如孖展交易，產品多元化、資產管理結構轉型。

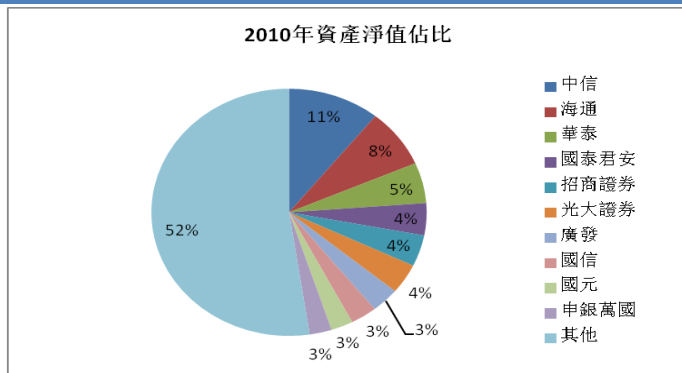
目前中國證券市場仍處於初級發展階段：(1) 經紀業務：經紀業務仍是中國證券公司的核心業務，2010 年中國證券經紀業務成交額為 545634 億元，06-10 年複合增長率為 56.7%；

(2) 投行業務：上交所及深交所的股權募集資金總額由 2006 年的人民幣 2,697 億元增至 2010 年的人民幣 10,121 億元，複合年增長率為 39.2%；(3) 資產管理：2009 年共同基金管理公司及證券公司管理資產總額達到 26761 億元，06-09 年複合增長率達到 46.2%。

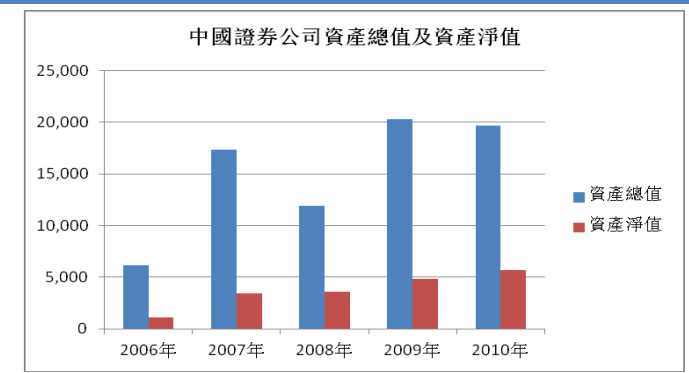
中國證券市場競爭格局，2011 年 6 月底中國證券行業共有 109 間，其中 04-07 年行業經過重組整合、資本管理及風險控制，截至 2010 年前十大證券公司佔中國證券的行業 47.6% 資產淨值 39.5% 資產總值，相信隨著行業逐步成熟、市場參透率提高，龍頭企業有望進一步受益於行業增長趨勢。

截至 2010 年 12 月底，海通證券資產淨值及資產總至佔比為 7.7%及 5.1%，排名第二。

圖：2010年中國證券公司資產淨值佔比



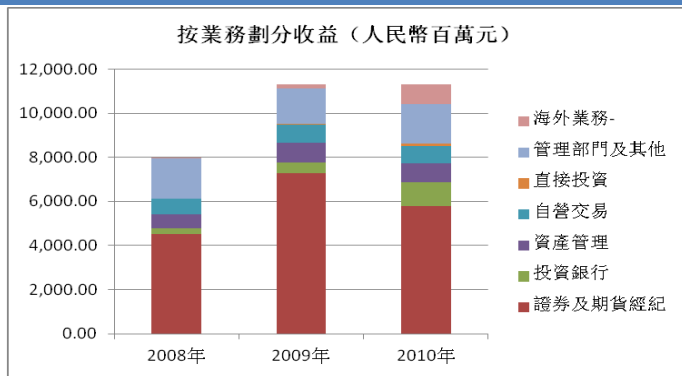
圖：2006-2010年中國證券公司資產總值及資產淨值



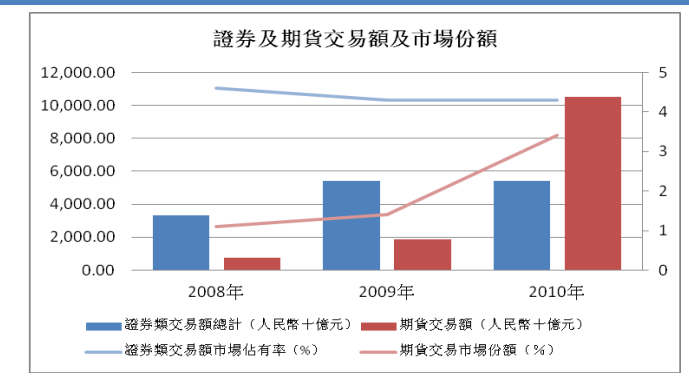
公司的盈利模式：

1. **主營業務收益：**公司主要業務收益包括（1）證券及期貨經紀（2）投資銀行（3）資產管理（4）自營交易及（5）直接投資。截至2011年前三個月，證券及期貨經紀、投行、資產管理業務收益分別佔總收益的41.0%、10.6%及10.4%。

圖：2008-2011年公司收益分佈（人民幣百萬元）

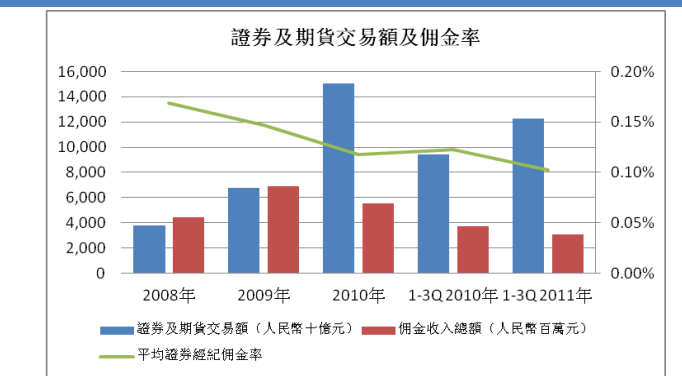


圖：2008-2011年股權及債券承銷金額（人民幣百萬元）

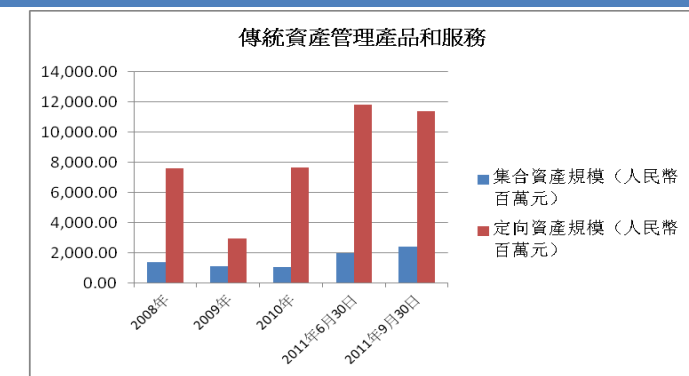


2. **證券及期貨經紀業務：**證券及期貨經紀業務收益依舊是公司最大的收益來源，08-2011年前9個月止，公司證券及期貨經紀業務收入分別佔總收益的57%、64%、51%及41%。2011年前9個月證券經紀業務產品交易額達到42974億人民幣，市場佔有率為4.5%。而期貨業務交易為91954億元，市場佔有率亦為4.5%。08-10年公司證券及期貨交易總額複合增長率達到100%，但佣金收益僅增長12%，主要是由於經紀佣金率持續下滑。根據招股書，2011年前9個月，公司平均證券經紀佣金率為0.10%，高於行業平均的0.08%。

圖：2008-2011年公司收益分佈（人民幣百萬元）



圖：2008-2011年股權及債券承銷金額（人民幣百萬元）



本報告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本報告亦可由粵海證券有限公司提供。本報告的版權僅為我公司所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式翻版、複製、刊登、發表或引用。

- 投資銀行：**公司向客戶提供股權融資、債券及結構化融資和財務顧問業務，截至 2011 年前 9 個月公司股權及債券融資金額達到 133.83 億元和 134.58 億元，2010 年，按股權及債券承銷金額計算，公司排名第 9。08-10 年股權及債券融資金複合增長率為 158%及 442%。
- 資產管理業務：**截至 2011 年 9 月底，公司共擁有 6 個資產管理計劃和 7 個定向資產管理計劃，管理資產總額為 138 億元，08-11 年 9 月底管理資產的複合增長率為 17.1%。海富通基金管理是集團公司擁有 51%股權的基金管理子公司，包括 19 支開放式基金，管理資產總規模超過 351 億元，管理費率在 0.33%至 2.0%之間。

認購建議：

- 行業增長及市場佔有率：**中國資本市場隨著全球經濟發展、改革開放及中國金融市場改革經歷了高增長階段，截至 2010 年兩大交易所股票市值達到 265,420 億元，05-10 年複合增長率達到 52.3%，2010 年上深交易所成交量達到 544160 億人民幣，05-10 年複合增長率為 76.1%，2010 年中國股票市場融資總額達到 97210 億元，05-10 年複合增長率為 96.6%，截至 2010 年 12 月底，海通證券資產淨值及資產總至佔比為 7.7%及 5.1%，排名第二。相信隨著行業逐步成熟、市場參透率提高，龍頭企業有望進一步受益於行業增長趨勢。
- 行業競爭：**行業業務市場面臨激烈的競爭環境，在產品、價格、服務、交易、員工等方面都面臨競爭，市場價格戰也較為明顯。公司 08-10 年，證券及期貨產品成交量複合增長率達到 100%，而總佣金收益僅增長 12%，平均證券經紀佣金率複合增長-16%。根據招股書，2011 年前 9 個月，公司平均證券經紀佣金率為 0.10%，高於行業平均的 0.08%。中國券商佣金率及管理費用率持續下滑，加上未來外國投資銀行進入中國資本市場，加劇競爭形式。
- 綜合性業務增長：**公司 08-10 年證券經紀交易量保持在行業前五，融資融券交易量維持行業領先市場份額，截至 2011 年 9 月底，公司開戶數目達到 11307 個，期貨交易額佔比也不斷提高，市場佔比為 8.9%。同時作為首批開展直投業務的券商，公司全面綜合性業務將受益於行業快速增長及成熟。

估值：

公司預估 2011 年公司擁有人應佔綜合利潤為 31.40 億元，股東應佔有形資產淨值為 574.57 億港元，按照招股中位數 HK\$9.98（市值約為 HK\$134.96 億元），全球發售獲得 96.50 億人民幣，對應 2011 年預估每股有形資產淨值為 6.94 港元，PB 為 1.44x，低於港股券商均值。但基於目前行業增長及競爭、公司市場佔有率、佣金率、綜合業務增長及有形資產淨值，予以**謹慎認購評級**。

同行對比：

公司名稱	股票代碼	現價	市值	P/E(x)			P/B(x)		
		(HKD)	(百萬港元)	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
海通證券	6837 HK Equity	9.38-10.58	12685-14308	18.8-21.2	20.2-22.8	NA	1.66-1.87	1.37-1.50	NA
中信證券	6030 HK Equity	14.38	149,296	11.3	11.0	17.0	1.5	1.5	1.4
申銀萬國	218 HK Equity	2.3	1,221	6.5	NA	NA	1.1	NA	NA
海通國際	665 HK Equity	2.97	2,719	10.9	NA	NA	1.0	NA	NA
國泰君安	1788 HK Equity	1.95	3,198	11.1	8.6	7.2	1.0	1.0	1.1
新鴻基	86 HK Equity	4.05	8,563	6.5	6.9	6.2	0.6	0.6	0.6
惠理集團	806 HK Equity	4.5	7,898	9.9	16.7	8.7	3.3	3.3	2.7
平均				9.4	10.8	9.8	1.4	1.6	1.4

綜合盈利表：

(人民幣百萬元)	2008年	2009年	2010年	1H 2010年	1H 2011年
收入					
佣金及費用收入	5,527.10	8,753.40	8,384.10	3,880.50	3,689.60
利息收入	1,386.60	1,407.00	1,647.00	746.9	1,205.50
投資收益淨額	927.7	888.1	1,077.80	289.8	997.2
收入總額	7,841.40	11,048.50	11,108.90	4,917.20	5,892.30
其他收入及收益	106.8	267.3	196	55.6	60.8
收入及其他收益總額	7,948.20	11,315.80	11,304.90	4,972.80	5,953.10
總支出	-4,347.90	-5,400.00	-6,393.40	-2,537.00	-2,924.00
攤分聯營公司業績	97.6	66	78.2	39.6	34
所得稅前利潤	3,697.90	5,981.80	4,989.70	2,475.40	3,063.10
所得稅費用	-312.9	-1,320.10	-1,121.50	-550.1	-724
年度／期間淨利潤	3,385.00	4,661.70	3,868.20	1,925.30	2,339.10
淨利率	42.59%	41.20%	34.22%	38.72%	39.29%

研究報告免責聲明

本報告中的資訊均來源於已公開的資料，我公司對這些資訊的準確性及完整性不作任何保證。報告中的資訊或所表達的意見並不構成所述證券買賣的出價或征價。我公司及其關聯機構可能會持有報告中的公司所發行的證券。本報告可由粵海證券有限公司及其關聯機構提供，本報告版權僅為我公司所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式翻版、複製、刊登、發表或引用。