

# 海通证券 (600837)

## 海通证券业绩交流电话会议纪要

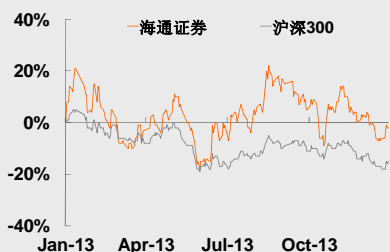
### 推荐 (维持)

现价: 10.41 元

#### 主要数据

行业	平安非银金融
公司网址	www.htsec.com
大股东/持股	香港中央结算(代理人)有限公司/15.57%
实际控制人/持股	-
总股本(百万股)	9,585
流通 A 股(百万股)	8,092
流通 B/H 股(百万股)	1,492
总市值 (亿元)	997.77
流通 A 股市值(亿元)	842.39
每股净资产(元)	6.39
资产负债率(%)	53.2

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

#### 证券分析师

缴文超 投资咨询资格编号  
S1060513080002  
01059730729  
jiaowenchao233@pingan.com.cn

#### 研究助理

刘欣琦 一般证券从业资格编号  
S1060113090035  
01059730725  
Liuxinqi871@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告,如经由未经许可的渠道获得研究报告,请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容

### 投资要点

#### ■ 13 年业绩实现稳定增长, 下半年增速下滑源于固收业务

2013 年海通证券营业收入 107 亿, 同比增长 17%; 净利润 40.2 亿, 同比增长 33%; ROE6.7%, 高于行业平均 6% 的 ROE。

受去年 6 月钱荒的影响, 债券价格出现显著下滑, 由于公司自营资产中债券占比较高, 导致公司业绩受到影响。公司在钱荒之后采取控制债券杠杆率、降低债券久期以及提升债券等级的方式降低债券市场低迷对于公司业绩的影响。

#### ■ 14 年公司业绩仍将保持较高增速

传统业务方面, IPO 的重启预计将提升投行业务收入占比 4 个左右百分点至 10%;

创新业务方面, 公司在新型债券发行、新三板业务、信用交易等业务方面仍有较大发展空间。

在外延式发展方面, 公司已经收购了恒信金融集团, 进入到了租赁行业, 未来将通过加强各条业务线与租赁业务的合作提升协同效应。

在国企改革方面, 公司将积极参与上海国资改革, 提升公司盈利潜力。

#### ■ 投资建议:

随着 IPO 开闸、资本中介等创新业务的进一步扩张以及收购恒信金融集团带来的外延式增长的贡献, 预计 14 年公司业绩仍将保持 30% 以上的增长。而上海的国企改革也有利于公司估值的提升, 目前公司股价对应 14 年的 PE19 倍, PB1.5 倍, 估值低于行业平均, 估值也有进一步抬升的空间。给予公司“推荐”评级。

#### ■ 风险提示:

IPO 开闸影响二级市场交易量, 流动性持续收紧。

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	9,293	9,141	10,692	12,196	14,512
YoY(%)	-4.9	-1.6	16.8	14.2	19.0
净利润(百万元)	3,103	3,020	4,016	5,261	6,406
YoY(%)	-15.8	-2.7	33.0	31.0	21.8
ROE(%)	6.9	5.1	6.7	8.3	9.4
EPS(摊薄/元)	0.32	0.32	0.42	0.55	0.67
P/E(倍)	32.2	33.0	24.8	18.9	15.5
P/B(倍)	2.2	1.7	1.6	1.5	1.4

## 一、13年业绩稳定增长，下半年增速下滑源于固收业务

### 1.1 整体而言，13年海通证券业绩实现稳定增长

2013年海通证券营业收入107亿，同比增长17%；净利润40.2亿，同比增长33%；净资产615亿，同比增长4.8%；ROE6.7%，高于行业平均6%的ROE。

### 1.2 2013年下半年业绩增速下滑源于固收业务，整体风险可控

去年海通资管1~5月发了10个产品，基本在债券市场最高点发出，以希望在新基金法出台之前做大资管业务规模。所发行产品的劣后是由资管公司持有，投资者都是持有优先级。在钱荒之后，公司采取三项措施控制风险：1) 控制规模，发行产品总规模60~70亿，下半年没有继续发行；2) 降低债券久期，久期从2.7年到2.0年左右；3) 控制债券的信用等级，所持债券均在2A以上且偿付风险不大。从目前情况来看，浮亏是可控的，久期也在下降，只要利率水平下降，浮亏会消失。目前测试表明只要优先级利率不超过7.1%就可以不亏损。海通资管规模去年超过2000亿的原定计划，产品发行数量位居行业第一。权益产品的投资收益率平均排名在28%的分位上，5只中有2只在前5%。

13年公司在自营业务上继续保持“谨慎投资”、“价值投资”的理念。尽管受债券市场整体下跌的影响，债券自营业务的收入下半年有所波动，但公司通过构建良好的投资组合取得了超越市场的投资业绩，并保证了正的收益。

2013年12月公司业绩较差的主要原因除了受债券自营的影响外，公司绩效奖励的计提方式也是2013年12月亏损的主要原因。

## 二、14年公司业绩仍将保持较高增速

### 2.1 传统业务和创新业务共同提升公司内涵式增长

随着IPO的重启，预计将带来公司投行业务收入的恢复，预计14年投行业务收入占比将从13年前3季度的5.7%上升到10%左右。公司目前的经纪业务占比51%，但有30%是来自融资融券的利息净收入，因此与同业相比受到互联网的冲击较小，且公司也在积极布局互联网战略项目，从账目基础、电子商务平台、营业部等多维度打造全方位互联网金融业务，并积极寻求外部合作。

创新业务方面，新三板和信用业务都将在14年继续快速发展。其中，目前的新三板挂牌公司已经超过了600家，预计将在今年扩容至1400家，公司PE业务有望实现快速发展；以融资融券和股权质押业务为代表的信用业务仍将在14年快速发展，公司预计将继续运用获批未发的110亿公司债和滚动发行的短融补充开展业务所需的资金。

### 2.2 收购恒信金融集团，进行外延式扩展

2014年1月5日，公司公告收购恒信金融集团100%的股权，进入到租赁行业。未来将通过以下两种方式支持租赁业务的发展：1) 证券业务的各业务线将为租赁业务引入客户；2) 租赁借助公司的信用以更低成本融资。

海通证券自身的ROE7%，恒信金融集团则为15%。预计对于恒信金融集团的整合将进一步提升海通证券整体的ROE。

## 2.3 公司将积极参与上海国企改革和金融改革，进一步激发发展潜力

在国企改革和金融改革的大背景下，公司将进一步谋求发展良机，积极参与上海国企改革，并将在自贸区设立分支机构，分享改革的利好，激发公司发展潜力。

## 三、Q&A

Q: 资管债券型产品规模多大？目前浮亏规模？什么条件下需要计提资产减值或清盘？

A: 从钱荒之后，债券产品的规模控制在70亿左右，目前平均亏损率2%，次级亏损最多的为4%，最少的为0.2%，浮亏累计到年底大概1.6亿。劣后级一开始规模占比在10%左右，现在在5%左右，劣后级一共投入了5.4亿。

产品一般在次级下降到3%和5%有清盘风险，目前看来清盘风险不大，因为中国经济不太可能承受更高的利率水平。目前债券平均久期在2年左右，且债券等级普遍在2A以上，预计2年内就可以消除浮亏。

Q: 13年费用率和前两年的对比如何，预计14年费用率如何？

A: 公司费用有所上升，但是上升幅度低于收入幅度，费用率略有下降。

Q: 对于14年佣金率的判断如何？如何应对互联网金融的冲击？

A: 海通有51%的收入来自经纪业务，但其中30%来自融资融券利息收入，因此与行业内的公司相比，海通证券受到佣金率下滑的影响较小。我们认为佣金下降的空间还是有，但是成本约束是硬约束，行业内超低佣金率不可持续。

公司主要采用三个手段应对互联网的冲击：1) 强化增值服务；2) 合法合规的参与竞争，不搞恶性竞争；3) 开展多元化的服务模式，推动公司转型。

Q: 未来通过提高杠杆率提高行业ROE是大趋势，公司是否有除了债券、短融、拆借以外的其他融资方式？杠杆率上限是多少？

A: 公司的融资工具有公司债、转融通、次级债、短融、回购和同业拆借等多种渠道。

资本中介业务和资本投资业务占比逐步提升是行业需要加杠杆的主要原因。理论上杠杆能够到10倍，但目前情况来看，短期基本不太可能加到10倍。

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E	
货币资金及结算备付金	52,312	53,124	58,561	65,487	
其中:客户资金存款	29,812	28,677	31,612	35,351	
客户保证金及备付金	3,045	5,491	6,053	6,768	
其中:客户备付金	1,839	3,412	3,761	4,206	
交易性金融资产	32,164	28,179	31,063	34,737	
可供出售金融资产	8,108	7,730	8,521	9,528	
持有至到期金融资产	8,108	7,730	8,521	9,528	
买入返售金融资产	2,194	3,616	3,986	4,458	
长期股权投资	4,401	4,416	4,868	5,444	
固定资产	929	1,001	1,104	1,234	
无形资产	304	280	308	345	
递延所得税资产	370	194	214	239	
投资性房地产	90	87	96	107	
其他资产	14,322	24,704	27,232	30,453	
<b>资产总计</b>	<b>126,34</b>	<b>136,55</b>	<b>150,52</b>	<b>168,32</b>	
短期借款	8,626	12,939	15,527	18,633	
拆入资金	2150	2795	3633.5	4723.5	
交易性金融负债	6	6	7	8	
衍生金融负债	0	0	0	0	
卖出回购金融资产款	16,041	20,853	27,109	35,241	
代理买卖证券款	36,957	36,957	36,957	36,957	
其他负债	2,136	1,341	1,514	1,722	
<b>负债合计</b>	<b>65,916</b>	<b>74,892</b>	<b>84,747</b>	<b>97,284</b>	
少数股东权益	1,751	114	121	131	
股本	9,585	9,585	9,585	9,585	
资本公积	32,442	32,442	32,442	32,442	
留存收益	2,247	2,648	3,174	3,815	
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>58,680</b>	<b>61,546</b>	<b>65,657</b>	<b>70,913</b>	
<b>负债和股东权益</b>	<b>126,34</b>	<b>136,55</b>	<b>150,52</b>	<b>168,32</b>	

		每股指标			
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E	
每股净利润	0.32	0.42	0.55	0.67	
每股净资产	6.12	6.42	6.85	7.40	
每股股利	0.12	0.12	0.12	0.12	
股息派发率(%)	38.1	28.6	21.9	18.0	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E	
<b>营业收入</b>	<b>9,141</b>	<b>10,677</b>	<b>12,196</b>	<b>14,512</b>	
经纪业务收入	2,274	2,855	2,983	3,282	
投行业务收入	657	436	716	679	
资产管理业务收入	862	746	885	1,143	
利息收入	2,121	2,506	3,369	3,993	
投资收益	2,042	2,935	3,233	4,202	
其他业务收入	1,183	1,200	1,010	1,212	
<b>营业支出</b>	<b>5,154</b>	<b>5,092</b>	<b>5,242</b>	<b>6,040</b>	
营业税金及附加	269	315	359	428	
管理费用	4,011	4,212	4,844	5,570	
资产减值损失	841	530	0	0	
其他业务成本	32	35	39	42	
<b>营业利润</b>	<b>3,987</b>	<b>5,585</b>	<b>6,954</b>	<b>8,471</b>	
营业外净收入	123	-148	168	200	
利润总额	4,109	5,437	7,122	8,672	
所得税	875	1,158	1,516	1,846	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,020</b>	<b>4,016</b>	<b>5,261</b>	<b>6,406</b>	

		主要财务比率			
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E	
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-1.6	16.8	14.2	19.0	
归母净利润(%)	-2.7	33.0	31.0	21.8	
<b>收入结构</b>					
手续费净收入(%)	24.9	26.7	24.5	22.6	
利息净收入(%)	23.2	23.5	27.6	27.5	
承销收入(%)	7.2	4.1	5.9	4.7	
投资收益(%)	27.6	27.5	26.5	29.0	
资产管理收入(%)	9.4	7.0	7.3	7.9	
其他业务收入(%)	7.7	11.2	8.3	8.4	
<b>获利能力</b>					
代理买卖手续费率(%)	0.08	0.07	0.07	0.07	
自营投资收益率(%)	7.3	7.6	8.4	9.8	
杠杆率	2.2	2.2	2.3	2.4	
ROE(%)	5.8	6.7	8.3	9.4	
ROA(%)	2.9	3.3	3.9	4.3	

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257