

首次覆盖

海通证券

步步为“赢”，铸就中国一流券商

综合实力行业领先，经纪、承销市场份额持续增长

截止 2013 年海通盈利、资产等主要指标已连续 3 年位居行业第 2 位；2013 年公司经纪、承销、两融等业务均居行业第 5 位左右。海通经纪份额连续 4 年保持增长；债券、股票承销份额快速提升。公司经纪业务转型较早，对经纪收入依赖度较低，我们预期未来受佣金率下滑影响有限。

创新业务先发优势显著，创新收入金额与占比居行业前列

海通创新业务几乎均首批试点，资本中介、产业基金等先发优势显著。公司创新收入仅次于中信，远超其他公司。2013 年海通积极拓展融资渠道，但由于融资时点较晚、财务成本较高。考虑公司债务融资仍有较大空间，我们预期公司未来将持续加杠杆，资本中介业务持续高速增长可期。

战略执行能力和成本控制能力较强

海通曾多次增资，先后托管、并购甘肃证券、兴安证券、大福证券等，由一家中型券商跨越式发展为综合实力行业第二位的大型证券公司。公司成本控制能力也较强，管理费率连续 3 年处于上市券商最低水平。我们预期未来公司将凭借其较强的战略执行能力和成本控制能力继续在竞争中保持相对优势。

估值：首次覆盖给予“买入”评级，目标价 11.67 元

我们预计公司 2014-16 年 EPS 为 0.53 元/0.64 元/0.71 元，基于分部估值法推导得出目标价 11.67 元，对应 2014-16 年 P/E 22.1/18.3/16.5 倍，对应 2014 年 P/B1.70 倍。海通综合实力较强，目前大型上市券商平均 P/B1.35 倍，考虑公司的领先地位，我们认为 1.70 倍 P/B 较合理，首次覆盖给予“买入”评级。

Equities

中国
多样化金融服务

12 个月评级 **买入**
之前: 未予评级

12 个月目标价 **Rmb11.67**
之前: -

股价 **Rmb9.70**

路透代码: 600837.SS 彭博代码 600837 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围 Rmb13.27-8.83

市值 Rmb91.9 十亿/US\$14.8 十亿

已发行股本 8,092 百万 (ORDA)

流通股比例 67%

日均成交量(千股) 69,225

日均成交额(Rmb 百万) Rmb678.4

普通股股东权益 (12/14E) Rmb65.7 十亿

市净率 (12/14E) 1.4x

一级资本充足率 -

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测
12/14E	-	0.53	- 0.54
12/15E	-	0.64	- 0.66
12/16E	-	0.71	- 0.68

潘洪文

分析师

S1460513090002

hongwen.pan@ubssecurities.com

+86-213-866 8845

崔晓雁

分析师

S1460513100002

xiaoyan.cui@ubssecurities.com

+86-213-866 8871

重要数据 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	9,342	9,166	10,302	12,779	15,367	17,065	18,803	20,523
税前利润	4,227	4,061	5,338	6,599	7,941	8,821	9,722	10,613
净利润 (本地 GAAP)	3,103	3,038	4,035	5,070	6,116	6,800	7,499	8,191
净利润 (UBS)	3,103	3,038	4,035	5,070	6,116	6,800	7,499	8,191
一级资本充足率%	-	-	-	-	-	-	-	-
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.38	0.33	0.42	0.53	0.64	0.71	0.78	0.85
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
股东权益回报率(UBS)	6.9	5.9	6.7	8.0	9.0	9.3	9.5	9.7
股价/拨备前营业利润(稀释后)	15.6	17.4	20.2	14.1	11.7	10.5	9.6	8.8
市净率	1.6	1.5	1.7	1.4	1.3	1.2	1.1	1.1
市净率(UBS)	1.6	1.5	1.7	1.4	1.3	1.2	1.1	1.1
市盈率 (UBS, 稀释后)	23.8	28.0	26.6	18.3	15.2	13.7	12.4	11.4
净股息收益率(%)	1.7	1.3	1.1	1.5	1.9	2.2	2.4	2.6

资料来源: 公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值: 根据该年度的平均股价得出, (E): 根据 2014 年 04 月 09 日 16 时 26 分的股价(Rmb9.70)得出。

投资主题

海通证券

投资理由

海通证券是中国最大的证券公司之一，资产、盈利等指标稳居行业第 2 位。

海通综合实力较强，经纪、承销、两融等业务居于行业 5 名左右，其中经纪份额连续 4 年保持增长；债券、股票承销份额快速提升。公司经纪转型较早，营业网点主要集中在佣金率较低的地区、经纪收入占比较低，我们预期未来经纪收入受佣金率下滑影响较小。

海通创新业务几乎均首批试点，资本中介、产业基金等先发优势显著。公司创新收入仅次于中信，明显高于其他大型券商。2013 年海通积极拓展融资渠道，考虑公司债务融资仍有较大空间，我们预期公司未来将持续加杠杆，推动资本中介业务持续高增长。但公司融资时点略晚，2014 年财务成本上升值得关注。

乐观情景

假设股市好转、交易量持续活跃，在 2014-16 年日均交易额分别为 2,489 亿元/2,748 亿元/2,929 亿元以及综合投资收益率分别为 8%/8%/8%的乐观假设下，我们预期公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.58 元/0.67 元/0.76 元。基于分部估值法推导出每股估值 13.77 元，对应 2014 年 P/B 2.01 倍，P/E 23.7 倍。

悲观情景

假设股市下跌或持续低迷，在 2014-16 年日均交易额分别为 1,500 亿元/1,575 亿元/1,654 亿元以及综合投资收益率分别为 3%/3%/3%的悲观假设下，我们预期公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.46 元/0.53 元/0.60 元。基于分部估值法推导出每股估值 8.29 元，对应 2014 年 P/B 1.21 倍，P/E 18.0 倍。

近期催化剂

若中国资本市场改革力度超预期，迎来一轮大发展；中国证券行业创新政策的推出进度、力度超预期。

若 A 股市场出现较大涨幅，交易持续活跃，公司各类业务大幅提升，业绩贡献超预期。

若公司创新类业务增速超预期，业绩贡献超预期。

IPO 重启后，公司 2014 年投行收入有望大幅增长，驱动净利润高速增长。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb11.67

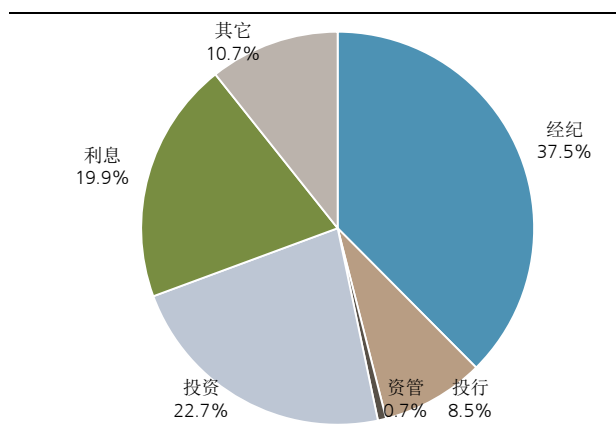
公司简介

海通证券是我国成立最早的证券公司之一，其前身为 1988 年成立的上海海通证券公司，公司经营范围包括证券经纪、证券自营、证券承销与保荐、证券投资咨询、财务顾问、证券资产管理、直接投资、证券投资基金代销、期货 IB、融资融券、金融产品等投资业务。

行业展望

中国证券行业的盈利模式正处于快速变化中，盈利模式由传统的“通道服务”为主的模式逐渐演变为“杠杆+资产负债表业务”模式。新的盈利模式下我们预期行业杠杆率将逐步提升，从而推动行业 ROE 持续增长。目前，证券行业传统业务好坏参半，经纪业务在佣金率较快下滑下面临一定的下滑风险，但承销业务正在逐渐恢复；证券行业创新业务正迎来一轮新的快速发展，我们短期看好信用交易类业务的快速成长。

图表 1: 海通证券收入构成 (2013)



来源: 公司公告, 瑞银证券

图表 2: 海通证券简要损益表 (亿元)

损益表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	91.4	104.5	128.6	154.6	171.6
营业支出	51.4	51.2	61.8	74.3	82.4
营业利润	40.0	53.4	66.8	80.3	89.2
所得税	8.7	11.7	14.7	17.7	19.6
净利润	32.5	42.8	52.1	62.6	69.5
归属母公司净利润	30.4	40.4	50.7	61.2	68.0

注: 营业收入和营业支出基于中国会计准则。

来源: 公司公告, 瑞银证券估算

目录

投资主题	4
风险	5
估值和推导我们目标价的基础.....	5
瑞银预测对比市场一致预期	7
敏感性分析.....	8
风险分析	9
竞争分析	9
行业吸引力评估	9
竞争优势	15
管理层策略.....	17
传统业务市场份额稳健增长	18
经纪份额逐年提升，经纪收入受佣金率下滑影响应有限.....	18
投行：股债承销份额显著提升，应较为受益 IPO 重启.....	21
投资风格较为稳健，债券投资潜在风险相对较小.....	23
创新业务：位居行业前列，优势明显	24
创新业务优势明显，但财务成本值得关注	24
大资管业务：布局全面，产业基金业务行业领先.....	27
财务状况和盈利预测	30
利润表.....	30
资产负债表.....	32
估值	33
分部估值法推导得出目标价 11.67 元.....	33
可比公司估值	37
公司背景	39

潘 洪文
分析师
S1460513090002
hongwen.pan@ubssecurities.com
+86-213-866 8845

崔 晓雁
分析师
S1460513100002
xiaoyan.cui@ubssecurities.com
+86-213-866 8871

投资主题

海通证券是中国最大的证券公司之一，综合实力行业领先，创新业务先发优势明显。然而公司加杠杆晚于同类公司，2013 年创新业务增速放缓。公司短期内业绩增速慢于中信，但杠杆率有望持续提升，推动净利润和 ROE 增长。

综合实力行业领先，经纪、承销市场份额持续增长

- **综合实力行业领先。**2013 年海通净利润 40.35 亿元，年末净资产 615 亿元、净资本 390 亿元。截止 2013 年海通营业收入、净利润、总资产、净资产、净资本等指标已连续 3 年位居行业第 2 位。业务排名方面，2013 年海通经纪、股债承销、融资融券等业务均居行业第 5 位左右，业务发展较为均衡。
- **经纪、承销等传统业务市场份额持续增长。**公司经营稳健、业务持续增长，2013 年经纪、股票承销、债券承销的市场份额分别同比增长 5.5%、192%、11.8%。海通经纪份额已连续 4 年保持增长，佣金率降至行业平均以下，加之公司收入来源较为多元，未来佣金率下滑对公司业绩影响有限。公司债券承销快速提升，股票承销稳步增长；2014 年受益于 IPO 重启和债市发展，公司投行收入有望快速回升，收入占比重回 10% 左右。

创新业务先发优势明显，创新收入金额和占比居于行业前列

- **创新业务先发优势显著。**受益于监管层“扶优限劣”和自身综合实力较强，海通各类创新业务几乎均首批试点，融资融券、股票质押、产业基金等方面先发优势明显。2012、13 年海通证券创新收入分别为 13.85 亿元和 26.47 亿元，收入占比分别为 15% 和 25%，创新收入金额和收入占比居于行业前列(详见图表 38)。
- **资本中介等创新业务持续高增长可期。**2013 年海通积极拓展融资渠道，但由于融资时点较晚、财务成本较高。受制约资金因素，2013 年公司创新业务增速慢于同类公司，但启动融资后业务增速显著提升。考虑到海通融资空间仍然较大以及公司创新业务资金需求量较大，我们预期公司将继续扩大债务融资，杠杆率有望持续提升。虽然短期内受财务成本上升的影响，公司业绩增速可能较慢；但中长期看，受益于资本中介业务的持续高增长，公司业绩和 ROE 有望持续提升。

战略执行能力和成本控制能力较强

海通战略执行能力较强，历史上曾多次增资，并先后托管、并购甘肃证券、兴安证券、大福证券、恒信金融实现跨越式发展。公司由中型公司逐步成长为目前综合实力位居行业第二位的大型证券公司。此外，公司成本控制能力也较强，管理费率连续 3 年处于上市券商最低水平。未来公司有望继续凭借其较强的战略执行能力和成本控制能力在竞争中保持相对优势。

首次覆盖给予“买入”评级，目标价 11.67 元

我们预计公司 2014-16 年 EPS 为 0.53 元/0.64 元/0.71 元，基于分部估值法推导得出目标价 11.67 元，对应 2014-16 年 P/E 22.1/18.3/16.5 倍，对应 2014 年 P/B1.70 倍。海通综合实力较强，目前大型上市券商平均 P/B1.35 倍，考虑公司的领先地位，我们认为 1.70 倍 P/B 较合理，首次覆盖给予“买入”评级。

风险

经纪业务竞争显著加剧，公司经纪业务收入面临下滑风险：2014 年以来，随着证券公司分支机构开设和网上开户等的放开以及未来最低佣金率指导可能取消，我们预期证券行业佣金率将快速下滑，使得经纪收入面临下滑风险。

市场波动风险：证券行业主要业务经纪、投行、自营等与股票市场、债券市场密切相关，而资本市场受多方面因素影响波动性较大，从而证券行业经营业绩也随之呈现较大的周期性。

创新风险：创新政策推进速度低于预期或创新业务业绩贡献低于预期，以及创新失败导致声誉受损、客户流失、诉讼、监管处罚等风险。

财务成本波动带来风险：市场上短期及长期可获得的资金来源、资金成本以及利率水平和波动程度等因素都可能会对公司财务成本产生影响，从而影响公司净利息和收入的风险。

资产管理业务风险：公司资管子公司持有的债券分级产品的次级，如固定收益市场持续低迷，资管子公司的浮亏可能进一步扩大，导致公司计提减值准备或被迫兑现，从而影响公司业绩的风险。

估值和推导我们目标价的基础

我们首次覆盖海通证券，预计公司 2014-16 年 EPS 为 0.53 元/0.64 元/0.71 元，基于分部估值法推导得出目标价 11.67 元，对应 2014-16 年 P/E 22.1/18.3/16.5 倍，对应 2014 年 P/B1.70 倍，首次覆盖给予“买入”评级。海通目标价对应估值略低于我们给予中信证券目标价 15.32 元（基于分布估值法）对应 2014E 1.80x P/B 的估值。

分部估值法推导得出目标价 11.67 元

考虑到不同类型业务的增长前景差别较大，我们将公司业务分为传统业务、资本中介业务和资本投资三类业务。我们单独预测各业务收入、利润和净资产，使用不同的估值方法分别进行估值，并单独估算主要子公司价值，然后进行加总，进而推导得出公司合理市场价值。

传统业务采用 P/E 估值法。传统经纪（不含两融佣金）、投行收入（承销+保荐+财务顾问）、资管收入及传统息差收入之和，分别计算各业务净利润，然后以传统业务净利润之和乘以相应 P/E 计算估值。

- 经纪业务受佣金率和成交量的影响大，存在一定波动性，但海通经纪份额已连续 4 年持续增长，公司营销网络和综合金融服务平台较完善，佣金率下滑对公司经纪收入影响应相对较小，我们给予经纪业务 12 倍 P/E。
- 投行业务受资本市场环境和政策法规的影响，尤其是受 IPO 是否暂停影响大，存在一定不确定性。海通股债承销业务市场份额提升较快，2014 年受益于 IPO 重启，投行收入可能快速恢复，我们给予投行业务 12 倍 P/E。
- 海通管理资产规模增速较快，资管收入快速提升，我们给予资管业务 15 倍 P/E。传统息差业务受利率市场影响，具有一定的不确定性，我们给予 10 倍 P/E。

资本中介业务采取 P/E 估值法，考虑高成长性给予较高的估值。使用融资融券、股票质押等资本中介业务总收入扣减相应债务成本，计算净收入、净利润，再乘以相应的 P/E。考虑到资本中介业务目前仍处于高成长阶段，融资融券的利息率、股权质押的利率目前仍较为稳定，因此资本中介业务净收入应仍处于高成长中，我们分别给予 2014-16 年 33/25/20 倍的 P/E。

投资业务使用 P/E 估值法。公司投资业务投资收益扣除联营合营公司收益，加公允价值变动，不含直投收益及出售子公司一次性收益，扣减相应债务成本计算净收入，然后计算净利润，最后以净利润乘以相应 P/E 计算估值。考虑到资本投资业务受资本市场波动影响很大，股票市场和债券市场波动对投资收益影响较大，此外公司兑现多少投资收益亦影响利润表的投资收益，因此投资收益存在较大的不确定性，我们给予 10 倍 P/E。

主要子公司：海通旗下主要子公司包括海富通基金、富国基金、海通期货、海通开元、海富产业、海通国际控股、海通创新投资等。根据业务性质及盈利状况，分别采用不同的估值方法。

各业务相加推导得出海通每股合理价格为 11.67 元。将传统业务、资本中介业务、投资业务及主要子公司的估值进行加总，推导得出海通对应 2014 年的每股合理价格为 11.67 元，对应市值 1,119 亿元。

图表 3: 海通证券分部估值表 (亿元)

	2014E	2015E	2016E	备注
传统业务				
净收入	64	66	69	经纪佣金+投行收入+资管收入+传统息差+买入返售利息收入
净利润	24	24	24	
P/E 倍数	11	11	11	
业务价值	269	270	275	净利润*P/E
资本中介业务				
净收入	23	33	40	(融资融券+股票质押+约定购回) 利息收入-短融、公司债等利息成本
净利润	10	14	17	
P/E 倍数	33	25	20	看好资本中介业务成长性, 给予较高的估值
业务价值	331	349	344	净利润*P/E
资本投资业务				
净投资收益	12	14	17	投资收益-联合合营+公允价值变动-直投收益-出售子公司收益
净利润	7	8	9	
P/E 倍数	10	10	10	
出售子公司	-	-	-	
业务价值	70	78	92	净利润*P/E+出售子公司
子公司				
海富通基金	5	5	6	参考其他基金公司近期成交价, 采用 Price/AuM 法
富国基金	4	5	5	参考其他基金公司近期成交价, 采用 Price/AuM 法
海通开元	163	169	174	采用净资产*P/B+管理资产规模*Price/AuM
海富产业基金	5	4	4	收益相对稳定, 采用净利润*P/E
海通创新	91	96	102	采用净资产*P/B
海通期货	25	27	28	采用净利润*P/E
海通国际控股	87	90	92	海通国际控股业务包括持有 71.76%海通国际和其他业务, 采用净利润*P/E
恒信金融集团	68	78	90	采用净资产*P/B
子公司价值小计	449	475	501	各子公司价值之和
合理市值	1,119	1,172	1,212	传统业务+资本中介业务+投资业务+子公司
每股价值 (元)	11.67			合理市值/总股本

来源: 瑞银证券估算

瑞银预测对比市场一致预期

2014-16 年瑞银预测 EPS 与市场一致预期差异: -6%/-2%/-3%。较之市场我们更为谨慎。我们预测公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.53 元、0.64 元、0.71 元, 比市场一致预期分别低 6%、2%和 3%。我们的盈利预测较低的主要原因在于我们充分考虑了公司投资收益减少、财务成本较高以及经纪业务下滑的因素。

图表 4: 瑞银预测与市场一致预期 (百万元)

年	项目	一致预期	瑞银预测	差异
2014E	营业收入	13,446	12,864	-4%
	净利润	5,384	5,070	-6%
	EPS	0.56	0.53	-6%
2015E	营业收入	15,266	15,456	1%
	净利润	6,236	6,116	-2%
	EPS	0.65	0.64	-2%
2016E	营业收入	18,200	17,159	-6%
	净利润	7,027	6,800	-3%
	EPS	0.73	0.71	-3%

来源: WIND, 瑞银证券估算, 市场一致预期截至 2014 年 4 月 7 日。

敏感性分析

我们认为证券公司经纪业务对股票市场日均股基交易额及净佣金率的变动较敏感, 投资业务对权益类产品与固定收益类产品的投资收益率变动较敏感。

经纪业务: 我们测算证券市场日均股基交易额或公司平均净佣金率每变动 10 个百分点, 公司 2014 年预测净利润变动 4.6%。

图表 5: 公司 2014 年预测 EPS 对日均交易额和净佣金率的敏感性分析

净佣金率变动 \ 日均交易额变动	日均交易额变动						
	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%
0%	-14%	-9%	-5%	0%	5%	9%	14%
-2%	-14%	-10%	-5%	-1%	4%	8%	13%
-5%	-15%	-11%	-7%	-2%	2%	6%	11%
-8%	-16%	-12%	-8%	-4%	1%	5%	9%
-10%	-17%	-13%	-9%	-5%	0%	4%	8%
-15%	-19%	-15%	-11%	-7%	-3%	1%	5%
-20%	-20%	-17%	-13%	-9%	-6%	-2%	2%

来源: 瑞银证券估算

投资业务: 我们测算权益类产品 (股票) 投资收益率每变动 10%, 公司 2014 年预测净利润变动 0.30%; 固定收益类产品 (债券) 投资收益率每变动 10%, 公司 2014 年预测净利润变动 1.8%。

图表 6: 2014 年预测 EPS 对权益类和固定收益类产品投资收益率的敏感性分析

股票投资收益率变动 \ 债券投资收益率变动	股票投资收益率变动						
	-30%	-20%	-10%	0.0%	10%	20%	30%
-30%	-6%	-6%	-6%	-5.5%	-5%	-5%	-5%
-20%	-5%	-4%	-4%	-3.7%	-3%	-3%	-3%
-10%	-3%	-2%	-2%	-1.8%	-2%	-1%	-1%
0.0%	-0.9%	-0.6%	-0.30%	0.0%	0.3%	0.6%	0.9%
10%	1%	1%	2%	1.8%	2%	2%	3%
20%	3%	3%	3%	3.7%	4%	4%	5%
30%	5%	5%	5%	5.5%	6%	6%	6%

来源: 瑞银证券估算

风险分析

我们认为，公司股价下行的风险主要包括：

经纪业务竞争显著加剧，公司经纪业务收入面临下滑风险：2014 年以来，随着证券公司分支机构开设和网上开户等的放开以及未来最低佣金率指导可能取消，我们预期证券行业佣金率将快速下滑，使得经纪收入面临下滑风险。

市场波动风险：证券行业主要业务经纪、投行、自营等与股票市场、债券市场密切相关，而资本市场受多方面因素影响波动性较大，从而证券行业经营业绩也随之呈现较大的周期性。

创新风险：创新政策推进速度低于预期或创新业务业绩贡献低于预期，以及创新失败导致声誉受损、客户流失、诉讼、监管处罚等风险。

业绩低于预期风险：

- **财务成本波动带来风险：**市场上短期及长期可获得的资金来源、资金成本以及利率水平和波动程度等因素都可能对公司财务成本产生影响，从而影响公司净利息和收入的风险。海通债务融资启动较晚，加之 2013 年 6 月后债券市场利率高企，公司第一期短期融资券和第一期公司债分别发行于 2013 年 10 月、11 月，资金成本偏高。
- **投资收益下滑风险：**海通证券 2013 年投资收益收入占比 23%，占比相对较大且主要来自债券。假如债券市场持续低迷或信用事件导致债市大跌，公司投资收益或将受到较大影响，从而影响公司业绩的风险。
- **资管子公司持有劣后端产品浮亏兑现风险：**2013 年海通资管子公司由于持有的债券类分级产品劣后端，年度亏损 1.62 亿元。假如债券市场持续低迷，资管子公司持有的劣后产品浮亏可能继续扩大，导致公司计提资产减值准备或被迫兑现，从而影响公司业绩的风险。

竞争分析

行业吸引力评估

证券行业监管环境显著好转

过度监管束缚了中国证券业的发展，使得中国证券业不但远远落后于高盛、摩根士丹利等国际投行，也严重滞后于国内银行、保险、信托等其他金融机构。但 2011 年底以来中国证券业所处监管环境明显转好。

《创新指引》鼓励创新、容忍创新中的错误，打开自主创新空间。证监会于 2011 年 11 月下发《证券公司业务(产品)创新工作指引(试行)》，明确了证券公司可以开展监管机构未予以明确的创新业务(产品)，并鼓励证券公司进行业务(产品)创新。我们认为《创新指引》的重大意义在于它改变了证券公司开展创新业务的本质。在以前的监管思路下，监管模式可以概括为“凡是监管部门没有明确提出可以做的业务，证券公司都不可以做”，这与国外“只要监管部门没有明确禁止的业务，证券公司都可以做”形成鲜明的反差。

《创新指引》支持了证券公司的创新活动，产品和业务创新方面先试点、后推开、成熟一个推出一个，打开了国内证券公司的自主创新空间。

创新发展研讨会打破了阻碍行业发展障碍，放松管制、鼓励创新。2012年5月证券业协会、上交所、深交所等共同举办“证券公司创新发展研讨会”，围绕证券公司改革开放、创新发展提出11项措施举措。截止目前，创新研讨会的11项创新举措的配套政策基本上全面出台，我们认为束缚证券公司手脚的条条框框基本被打破。此外，《证券法》修改和完善提上议事日程，我们预期证券法修改将释放更多创新红利。

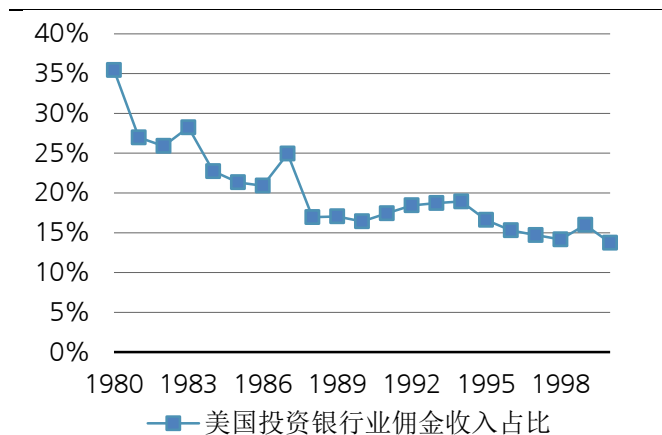
“威海会议”恢复证券公司基础功能。2012年9月证券业协会在山东威海召开证券公司五大基础功能发展专题研讨会，会议指出证券公司必须再造其交易、托管结算、支付、融资和投资等基础功能。我们认为只有恢复五大基础功能、建好行业发展基础设施，证券公司创新才能走得更远。

传统业务：竞争加剧下经纪承压、投行受益于IPO重启

经纪佣金率降幅可能超预期，我们预计经纪业务收入占比将持续降低。2013年证券行业经纪佣金收入759亿元，收入占比47.68%。2013年8月网上开户正式推行以来，尤其2014年2月国金证券“佣金宝”正式上线给予投资者“万分之二”的佣金率之后，证券行业佣金率在2012-13年企稳甚至略有回升之后，再次开始下滑。我们重申预期2014年行业平均佣金率降幅或达20%，且存在降幅超预期的可能（详见3月10日报告《中国证券行业月度数据点评：2月业绩环比回升，但未来佣金率下滑或超预期》）。

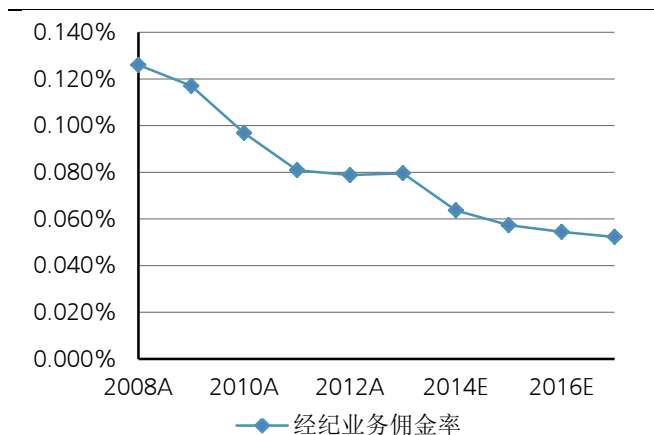
从美国投资银行收入结构看，经纪业务收入占比基本稳定在15-20%，我国证券行业经纪业务收入占比目前仍在40%以上，明显高于发达国家。目前监管层已明确表态“证券经纪业务服务价格由市场供求关系决定”，我们预计随着2013年分支机构新增增加、非现场开户的放开、互联网思维优化开户流程、新技术使用（全能行APP）以及未来最低佣金率指导线可能被打破，经纪业务竞争或将进一步加剧。2013年行业佣金率0.0796%，中长期看我们预期行业佣金率仍将处于下滑趋势之中。此外，考虑我国证券行业经纪业务佣金收入主要由个人投资者贡献（2013年个人投资者交易额占比81%）以及证券公司仍面临较为严格的监管限制，我们判断中国证券行业经纪业务收入占比可能长期高于美国等成熟市场。我们预计中长期中国证券行业经纪业务收入占比有望降至25-30%的水平。

图表 7:美国投资银行业佣金收入占比长期维持在 15-20%的水平



来源: 上交所统计年鉴, 瑞银证券

图表 8: 预期经纪业务佣金率下滑幅度超预期, 2014 年佣金率降幅或达 20% 以上



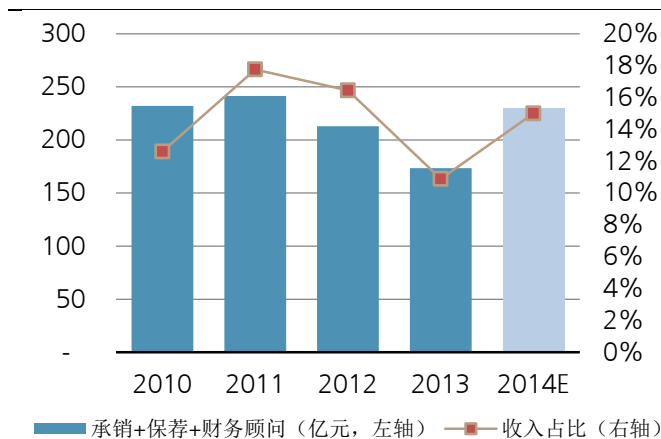
来源: 中国证券业协会、WIND, 瑞银证券估算

投行业务 2014 年应受益于 IPO 重启, 业务趋于多元, 收入占比有望回升。

投资银行业务主要包括股票、公司债和企业债等的保荐和承销, 以及企业改制、并购重组和其他财务顾问业务等。其中 IPO 项目的承销是证券行业投行收入主要来源。2013 年受 IPO 发行暂停影响, 证券行业投行收入(承销+保荐+财务顾问)大幅减少, 收入占比由 2010-12 的 15% 以上下滑至 2013 年的 10.9%。2014 年 IPO 已重启, 根据证监会披露的拟上市公司数量和上市板块, 我们估算 2014 年 IPO 承销收入或达 280 亿元左右, IPO 重启有望驱动投行收入大幅回升。

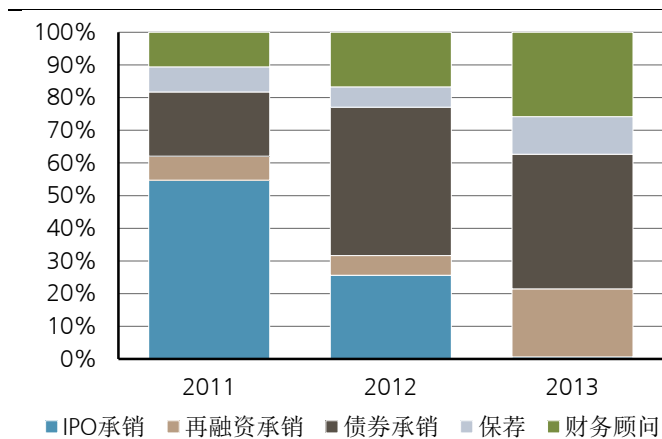
2012 年以来随着 IPO 发行的减缓和暂停, 投行业务也在不断谋求转型。其中债券和再融资承销、并购及场外市场等成为重点发展方向。根据我们估算, 2011 年证券行业投行收入中 IPO、再融资、债券承销收入分别约占 55%、7%、20%, 财务顾问和保荐收入分别占 11%、8%; 2013 年 IPO 暂停, 投行收入中再融资、债券承销分别占比约 21%、41%, 财务顾问和保荐收入占 26%、12%。其中, 再融资、债券承销和财务顾问收入 2013 年较 2011 年分别增长 103%、51%、76%, 部分抵消了 IPO 暂停的不利影响。此外, 新三板 2013 年 12 月正式扩容至全国, 中国中小企业融资需求旺盛, 新三板挂牌要求较低, 我们预期以新三板为代表的场外市场业务或可成为投行的另一增长点。

图表 9: 受益于 IPO 重启, 2014 年投行业务的收入金额和收入占比有望快速回升



来源: 中国证券业协会、瑞银证券估算

图表 10: 投行业务积极转型, 大力发展债券承销、场外市场、并购等业务, 收入来源趋于多元



来源: 中国证券业协会、WIND, 瑞银证券估算

短期看好资本中介业务高增长, 但资金瓶颈或制约业务发展和业绩贡献

融资融券已全面铺开, 业务规模增速显著。融资融券业务自 2010 年 3 月试点以来持续快速增长, 标的券、试点券商、客户范围不断扩容。截至 2013 年末两融余额已达 3,465 亿元。2013 年融资融券利息收入 184.62 亿元, 收入占比 12%, 如再考虑佣金收入, 则我们预计两融业务收入占比已达 15% 以上。截至 2014 年 2 月末, 开展融资融券业务的证券公司已达 84 家, 占中国全牌照券商家数的 86%, 占中国经纪业务市场份额的 97.78%, 目前融资融券业务已全面铺开。

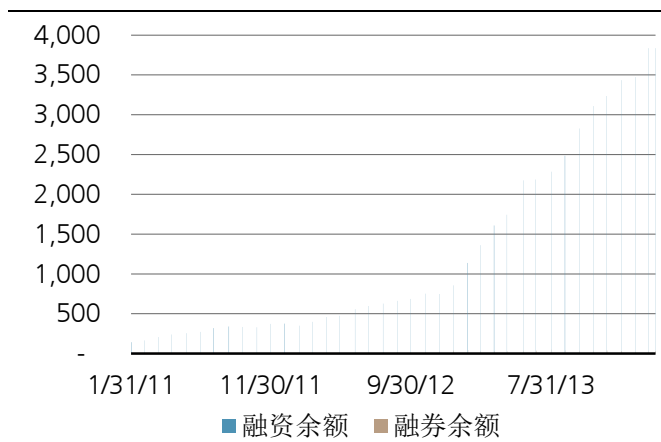
股票质押快速增长之中。2013 年 6 月 24 日证券公司股票质押业务正式展业。2013 年证券公司已占据股票质押市场份额的 25%, 其中 12 月份证券公司单月市场份额达到 46%。我们认为, 证券公司迅速占领股票质押市场得益于证券公司股票质押业务的场内交易、T+0 到账、费率较低等优点。受益于业务的制度优势, 我们预期证券公司股票质押业务仍将继续高增长。截至 2014 年 2 月末, 证券公司接受质押股票市值 2,659 亿元, 较 2013 年末增长 56%。我们认为, 股票质押业务有望成为融资融券之后, 证券行业又一贡献显著业绩的创新业务。

预期资本中介业务将保持高增长, 但资金瓶颈和利息成本值得关注。考虑到目前市场的融资需求和多样化交易需求非常旺盛, 我们认为未来 1-3 年融资融券、股票质押等资本中介业务仍将高速增长。目前融资融券标的券仅 711 只 (不含 ETF), 仅占沪深个股数量的 28%, 未来标的券仍有进一步扩容的空间, 从而有望推动融资融券业务持续高增长。对于股票质押业务, 证券行业正式展业仅半年多时间, 待开发空间仍然较为广阔。证券公司净资本对资本中介业务的限制也较低, 根据《证券公司风险资本准备计算标准的规定》融资融券、股票质押业务计提比例仅业务规模的 5% 和 3%。

然而, 在资本中介业务高速增长的同时, 证券公司的资金供给成为最大的瓶颈。虽然 2012 年开始, 整个行业通过短期融资券、公司债等方式加杠杆, 或通过资产管理发产品等方式多渠道融资, 但未来随着资本中介业务规模的持续扩大, 资金瓶颈的制约作用或将更加突出。此外, 目前中国正处于利率市场化推进之中, 我们预计未来几年资金利率仍可能维持在高位, 而随着证券

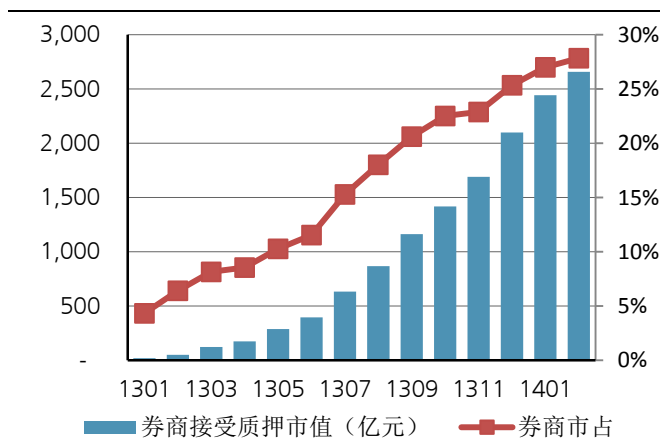
公司融资规模的扩大，高企的资金成本或将部分抵消资本中介业务的业绩贡献。

图表 11: 融资融券业务快速增长 (亿元)



来源: WIND, 瑞银证券

图表 12: 证券行业接受质押股票市值快速增长 (亿元)



来源: WIND, 瑞银证券

中长期看好资产管理业务发展空间

2012 年 10 月《证券公司客户资产管理业务管理办法》实施以来，证券公司资管业务审批制改备案制、投资范围扩大，束缚基本解除。自 2012 年 4 季度开始证券行业管理资产规模突飞猛进，2013 年末已达 5.2 万亿元，同比增长 175%，较 2012 年中期（资管业务大幅增长前）增长 811%；2013 年资管收入 70.3 亿元，同比增长 163%。短期来看，2012 年以来中国证券行业管理资产规模增长非常快速，但主要来自通道业务，我们认为增速难以持续。中长期看，我们认为中国社会财富已相对丰富且仍在快速积累之中，居民理财需求十分旺盛，资产管理业务的成长空间十分广阔。

证券行业盈利模式转变，竞争格局快速变化中

证券行业盈利模式正在转变，新盈利模式下杠杆率是关键。目前，证券行业盈利模式正在由原来的“通道业务”模式逐步演变为“杠杆+资产负债表业务”模式。行业杠杆率快速提升，收入来源更加多元。传统业务虽喜忧参半，但以信用类业务为代表的资本中介业务有望成为收入快速增长的亮点。展望未来 3-5 年，我们认为资本中介业务、另类投资业务等的高速增长以及杠杆率快速提升将共同驱动行业 ROE 提升，预期 5 年后行业平均 ROE 有望由 2013 年的 5.8% 提升至 10% 左右。

图表 13: 中国证券公司新商业模式

业务构成	投资银行	资产管理	销售、交易及经纪		其他
			经纪	销售&交易、研究	
传统中介业务	股票资本市场 (ECM) 债务资本市场 (DCM) 并购顾问 财务咨询	小集合 定向理财 专项理财 公募基金	零售 高净值个人 财富管理	机构销售 机构交易	
资本中介业务				股权及衍生品资本中介 固定收益类资本中介 大宗经纪	融资融券 约定/股权质押回购 股权收益互换
本金投资业务				传统方向型自营 量化、套利套保策略 内部对冲基金	直投 (直投、并购基金) 战略投资 另类投资
全球化	跨境业务 国际化平台				

来源: 瑞银证券

图表 14: 新盈利模式扩大了收入来源



来源: 瑞银证券

证券行业竞争格局快速变化之中。我们认为随着经纪业务佣金率的快速下滑，未来证券行业创新将由目前的以监管推动为主转变为以自主创新为主。行业内证券公司逐步分化，竞争格局快速变化。短期来看，中国证券行业以净资本为核心的监管体系应不会改变，故而资本实力仍是决定一家公司市场地位的关键。除此之外，影响行业竞争格局的重要因素还包括：传统业务占比和
未来增长前景、创新业务布局和未来增长前景、向新盈利模式转变的快慢以及管理团队专业性等。

- **大型证券公司显著受益于创新，向全能型发展。**行业放松管制、创新发展迄今近两年的时间，大型证券公司凭借先发优势、规模优势、资源优势无疑更为收益。大型证券公司的创新业务更加全面、多样；同时受益于创新业务与传统业务的协同效应，大型证券公司传统业务的市场占有率逐步提升，呈现强者恒强的局面。目前大型证券公司，如中信、海通多效法高盛、美林等国际投资银行业务模式，向全能型发展。
- **中小型证券公司向特色化转变。**中小型证券公司多为区域型证券公司，受制于地域、规模、资金等方面限制，创新业务发展显著落后于大型证券公

司。加之传统业务市场集中度提升，互联网企业、其他金融机构对证券行业虎视眈眈，如何抵御传统业务下滑成为中小证券公司面临的重大问题。目前部分中小型证券公司已开始向特色化发展，一方面积极应对传统业务下滑，另一方面根据自身禀赋制订差异化、特色化的发展策略。如东吴、西南采取“根据地”策略、精耕本地业务；再如国金证券借助互联网，走低成本个人金融服务商的道路。

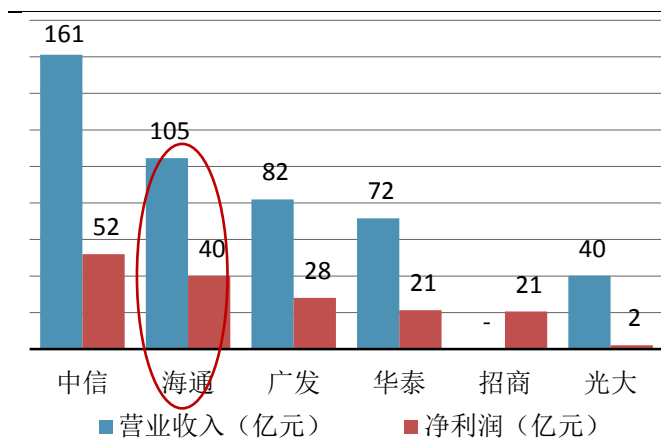
竞争优势

综合实力强，主要指标居行业前列

海通证券综合实力强，2013 年公司营业收入、净利润分别实现 104.55 亿元和 40.35 亿元，年末净资产、净资本分别达到 615 亿元、390 亿元。2011-2013 年公司营业收入、净利润、总资产、净资产指标已连续 3 年位居行业第 2 位，2013 年公司净资本升至行业第一名。

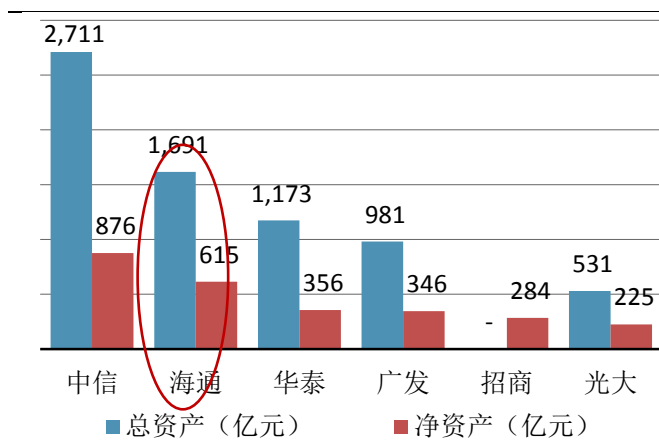
主要业务排名 5 名左右，但均衡业务发展和较强资本实力使得公司收入和净利润位居第二名。从主要业务排名来看，2013 年公司经纪（第 5 位）、股票承销（第 6 位）、债券承销（第 4 位）、融资融券（第 4 位）。尽管海通主要业务市场排名虽未进入前二，但均衡业务发展、较强资本实力和良好的费用控制使得公司收入、净利润位居行业第二名。

图表 15: 海通证券盈利规模居行业前列（2013 年）



来源: 公司公告, WIND。注: 招商数据使用 WIND 市场一致预期, 其他公司使用 2013 年报或业绩快报

图表 16: 海通证券资产规模居行业前列（2013 年）



来源: 公司公告, WIND。注: 招商数据使用 WIND 市场一致预期, 其他公司使用 2013 年报或业绩快报

图表 17: 海通证券主要指标行业排名

	2009	2010	2011	2012	2013
盈利规模					
营业收入	2	3	2	2	2
净利润	2	4	2	2	2
资产规模					
净资产	2	2	2	2	2
净资本	2	2	2	2	1
总资产	2	2	2	2	2
业务规模					
股票基金交易额	6	7	6	5	5
股票承销份额	12	4	10	13	6
债券承销份额	11	12	11	6	4
资产管理规模	11	8	5	13	
融资融券规模		1	1	2	4

来源: 中国证券业协会, WIND, 瑞银证券

战略执行能力强，多次增资和并购，实现跨越式成长

多次增资，大幅提升资本实力。海通证券是中国成立最早的证券公司之一，公司历史上曾多次改制、增资，从一家中型证券公司逐步发展为目前综合实力居行业第二位的大型公司。

海通过去几次较为重要的增资包括：1) 2002 年注册资本由 40.06 亿元增至 87.34 亿元，一跃成为当时国内资本规模最大的综合性证券公司；2) 2007 年 7 月成功借壳上市，于同年 12 月定向增发募资 260 亿元，净资产增厚 897%，一跃成为国内证券行业资产规模第二大的证券公司；3) 2012 年 4 月，海通 H 股上市，融资约 115 亿元，净资产增厚 30%，资本实力再次大幅提升。

多次并购，行业排名持续提升。中国证券行业实行以净资本为核心的风险监管体系，海通资本实力的不断提升为公司业务的进一步拓展提供了有力支撑。2005 年海通成功托管甘肃证券和兴安证券；2009 年成功收购香港大福证券；2013 年成功收购中国外资租赁企业中排名第七（按注册资金）的恒信金融集团。不断地外延式扩张推动公司盈利规模持续增长，行业排名（按净利润）由 2005 年之前的 20 多位不断提升，至目前稳定在行业第 2 位的水平。

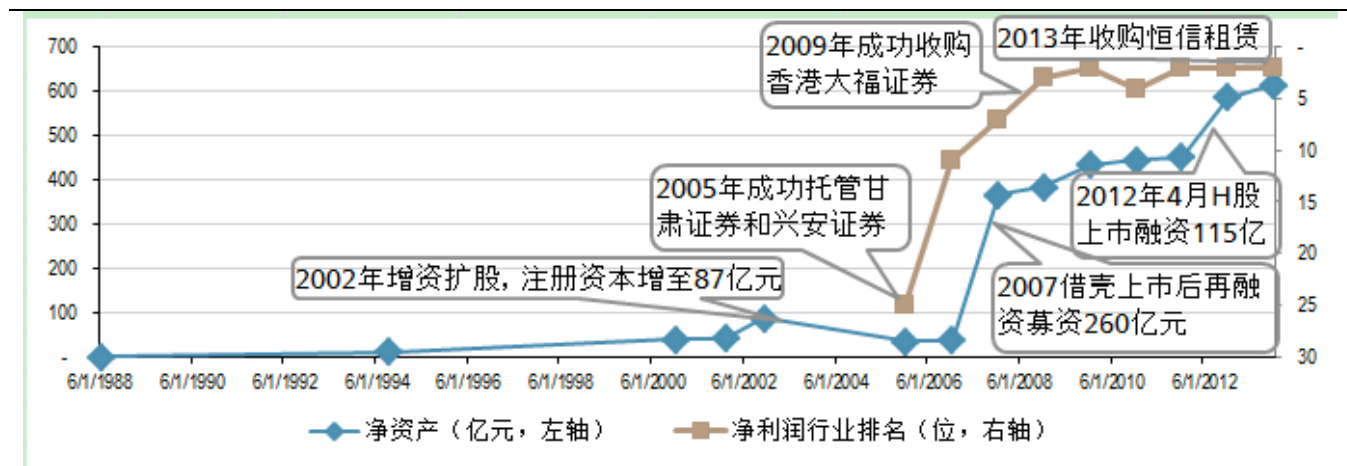
收购大福证券，较早布局海外业务。2009 年海通成功收购香港大福证券，为中国内地券商首次在港成功收购上市券商。大福证券是香港最大的本地券商之一，收购大福为海通海外业务提供了相对稳固的业务平台。经过 4 年发展，2013 年海通国际控股¹经纪业务交易量位列香港 B 类券商第 17 位，较 2012 年上升 4 位；同时，海通国际控股承销业务在中资券商中较为领先，成功完成银河证券、中石化炼化等大型 IPO 项目，港股 IPO 承销家数位居中资券商第二位。2013 年，海通国际控股实现净利润 3.7 亿港元，创历史最好成绩。

收购恒信金融，集团化战略实现新突破。2013 年海通国际控股成功收购恒信金融集团 100% 股权，2014 年 1 月完成交割，公司集团化战略取得新突破。

¹注：海通证券海外业务组织结构：海通证券 100% 控股海通国际控股，海通国际控股持有海通国际 71.76% 股权。大福证券 2010 年 11 月更名为海通国际。

恒信金融集团 2011-1H2013 净利润分别 1.8 亿、2.8 亿和 2.0 亿，2012-1H2013ROE 分别 12.9%和 8.5%。我们认为恒信金融的成功收购有望进一步提升公司的盈利能力，并使公司可以为客户提供更为多元化的金融服务。

图表 18: 海通证券多次增资、并购，实现跨越式增长，行业排名不断提升

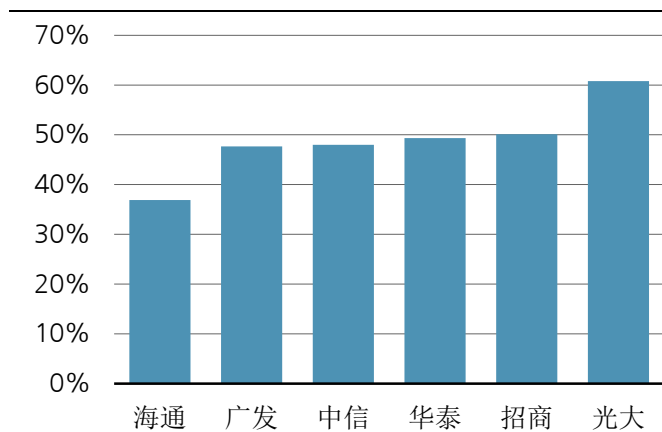


来源: 公司公告, WIND, 瑞银证券

成本控制能力优于同类公司

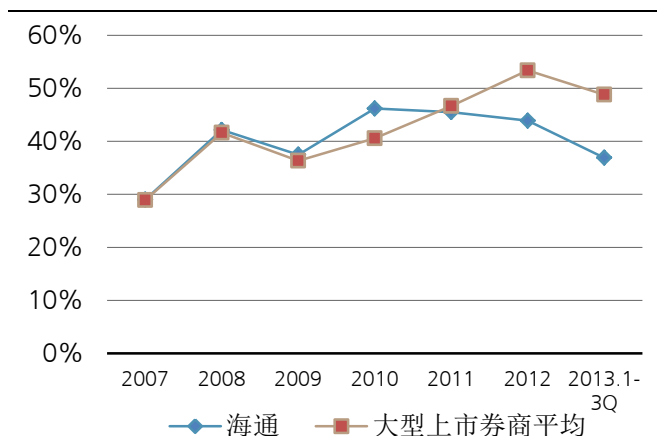
管理费用率低于同类公司，显示海通成本控制能力较强。2011 年以来，海通管理费用率一直处于上市券商的最低水平。从海通与大型上市券商历年来的平均管理费用率比较来看，2007 年以来大型上市券商管理费用率整体呈持续上升趋势，而海通的管理费率则保持相对平稳，一直维持在 40%左右。其中，2012 年海通管理费用率低于同类公司平均 9 个百分点，2013 年海通管理费率 43.54%，低于中信 50%的管理费率水平。我们认为海通成本控制能力较强，未来管理费用率有望继续保持相对稳定。未来海通有望继续凭借其较强的成本控制能力在竞争中保持相对优势。

图表 19: 海通管理费用率低于同类公司 (2013.1-3Q)



来源: 公司公告, 注: 管理费用率=业绩及管理费用/营业收入

图表 20: 相对同类公司，海通管理费用率更为平稳



来源: 公司公告, 注: 管理费用率=业绩及管理费用/营业收入

管理层策略

稳健经营风格为海通证券一大特点。海通证券是国内二十世纪八十年代成立的证券公司中唯一一家至今仍在营运并且未更名、未接受政府注资的大型证券公司。在多年的发展中，海通证券始终遵循“务实、开拓、稳健、卓越”

的经营理念 and “规范管理、积极开拓、稳健经营、提高效益” 的经营方针。经营稳健成为海通证券最大的特点，尤其在风险控制方面如股票自营。近几年 A 股市场持续低迷，公司保守的自营投资风格使得公司权益类投资保持较为稳定的收益率。

稳健经营的同时，发展战略不失进取。2007 年上市以来，海通加快集团化和国际化的经营步伐。公司积极推进金融控股集团建设，全资控股海通开元、海通创新证券投资、海通国际控股、恒信租赁；控股或参股海富产业、海通期货、海富通基金和富国基金等。国际化方面，海通 2009 年成功收购了香港本地老牌券商大福证券，着力打造海外发展的业务平台。海通国际在香港人民币产品领域始终保持领先地位，首批获得合格境外机构投资者（QFII）资格。2012 年海通 H 股成功上市，公司的国际知名度和品牌影响力得以提升，为公司进一步拓展海外业务、加速国际化发展奠定了坚实的基础。

传统业务市场份额稳健增长

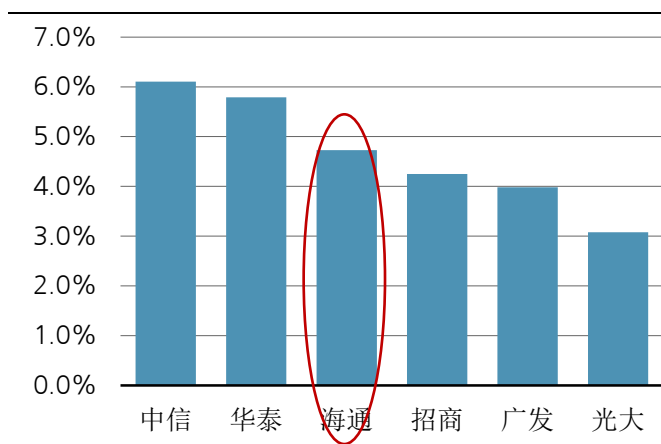
经纪份额逐年提升，经纪收入受佣金率下滑影响有限

目前新增营业网点大幅增加，非现场开户放开、互联网思维和技术开始应用于网上开户和手机开户，同时考虑监管层对低佣金率（国金证券推万分之二佣金率）的默许态度，以及未来最低佣金率指导线可能被打破，我们预计证券行业佣金战有进一步升级的可能，行业佣金率面临一定的下滑风险。

随着证券行业佣金率快速下滑，海通佣金率也势必受到影响，但考虑到海通市场份额很可能继续上升，我们预计未来佣金率降幅将低于行业平均，公司经纪业务转型较早，佣金率下降对公司经纪收入影响应相对较小。

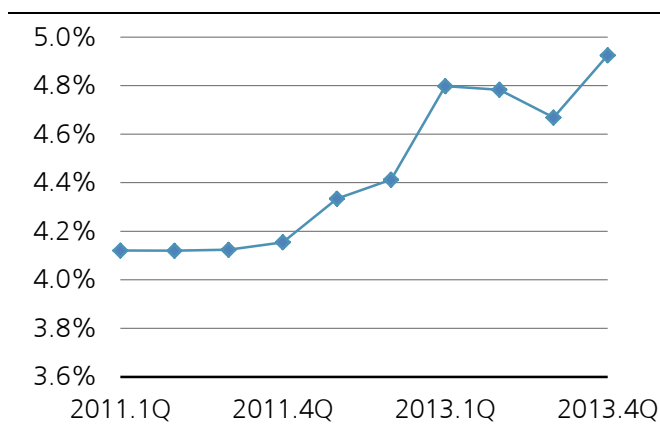
搭建综合金融服务平台，经纪份额连续 4 年持续提升。海通证券经纪业务基础雄厚，截止 2013 年末公司在境内外设有 240 家营业网点，分布在全国 28 个省和直辖市，拥有零售客户约 470 万，机构、高净值客户约 1.5 万。依托雄厚的客户基础、充足的资本实力以及创新业务先发优势，公司在全国建立起强大的营销网络和综合金融服务平台。2009 年以来证券行业内竞争日益激烈，但公司依托其营销网络和综合金融服务平台，经纪份额连年上升，由 2010 年的 4.1% 提升至 2013 年的 4.7%。目前公司营业网点仍在扩张之中，公司 2013 年新增营业网点 38 家，已获批尚未设立网点 51 家，网点新设工作仍在推进之中。

图表 21: 海通经纪份额在上市券商中仅次于中信、华泰



来源: 公司公告

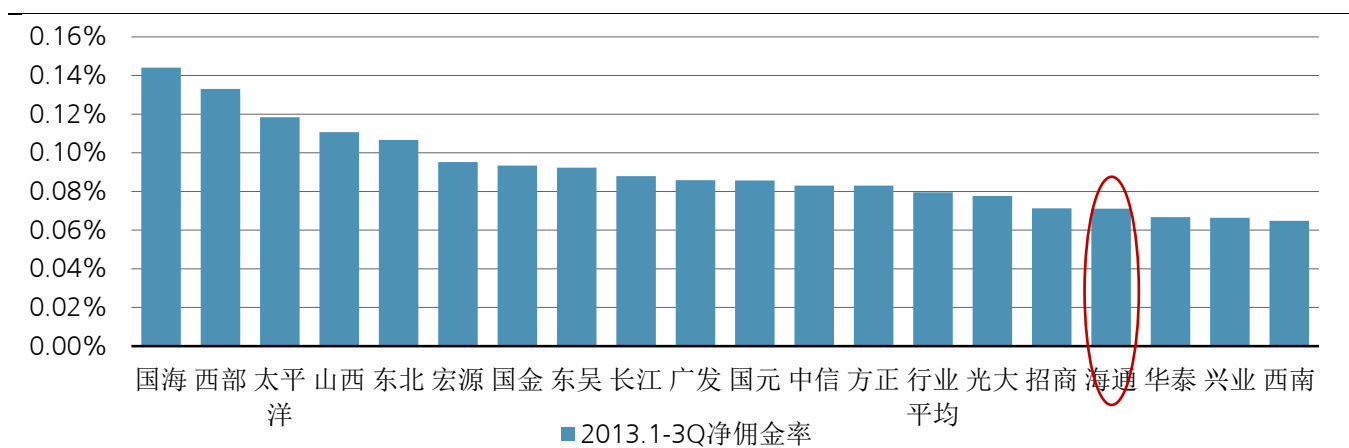
图表 22: 海通经纪份额 2011 年以来逐年提升



来源: 公司公告

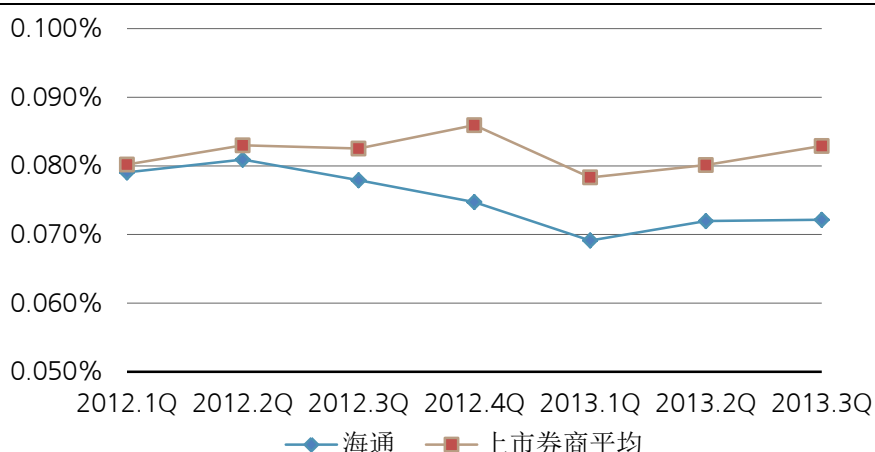
营业网点多分布在佣金率较低的地区。截至 2013 年海通经纪业务佣金率 0.077%，低于行业平均 0.0796%，在上市券商中亦处于较低水平。海通营业网点主要分布在黑龙江（39 家）、上海（31 家）、江苏（23 家）和浙江（17 家）、广东（16 家），上海、江苏、浙江、广东佣金率均较低，黑龙江佣金率也处于行业平均水平以下。目前新增营业网点大幅增加，非现场开户放开、互联网思维和技术开始应用于网上开户和手机开户，同时考虑监管层对价格战的默许态度，以及未来最低佣金率指导线可能被打破，我们预计证券行业佣金战有进一步升级的可能，行业佣金率面临一定的下滑风险。然而，海通营业网点主要分布在佣金率较低的地区，且公司创新业务全面开展，综合金融服务提高客户粘性的同时有助于抵御佣金率下滑。我们判断海通未来受佣金率下滑的冲击相对较小。

图表 23: 海通佣金率低于行业平均，在上市券商中处于较低水平（2013.1-3Q）



来源: 公司公告, WIND

图表 24: 2012 年以来, 海通佣金率降幅高于行业平均

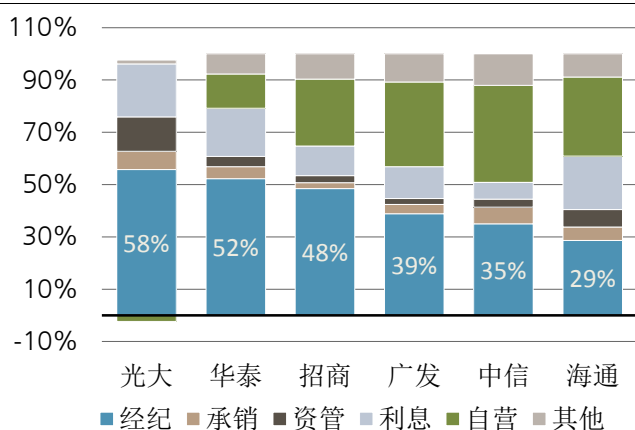


来源: 公司公告, WIND, 瑞银证券

受益于创新业务, 经纪业务下滑风险影响应有限。海通经纪佣金收入主要由传统经纪业务和融资融券业务佣金收入构成。传统经纪业务方面, 公司经纪份额持续提升, 佣金率虽有下滑, 但影响有限, 佣金收入有望保持相对稳定。融资融券业务方面, 公司业务规模较大且有望持续增长, 佣金率虽下滑, 但仍可保持较高水平。我们预计, 2014 年公司经纪佣金收入或受佣金率下滑影响出现降低, 而未来则有望在融资融券业务的推动下呈现逐年回升的态势。

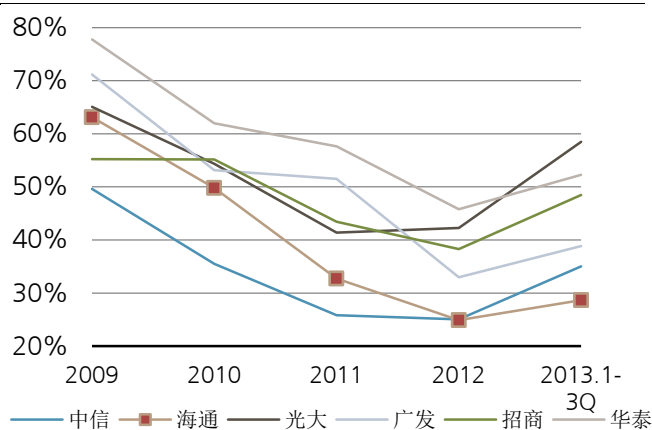
从收入结构上看, 受益于投资收益较高和收入更加多元, 海通经纪佣金占比处于大型上市券商最低水平, 2012、13 年海通经纪业务佣金收入占比分别仅为 29.4% 和 37.5%, 其中证券经纪业务佣金占比 25.1%、33.8%。展望未来, 考虑到公司创新收入快速增长, 而经纪收入受佣金率下滑增长放慢, 我们预期海通经纪收入占比将持续降低。

图表 25: 海通经纪业务佣金收入占比低于同类公司 (2013.1-3Q)



来源: 公司公告

图表 26: 6 家大型上市券商经纪业务收入占比比较 (2009-2013)



来源: 公司公告, 注: 2010、2011 年数据, 中信剔除出售长期股权一次性投资收益

图表 27: 海通证券经纪业务测算表 (亿元)

	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
传统经纪业务								
日均股基交易额	1,754	1,344	1,348	2,155	2,305	2,464	2,635	2,639
市场占有率	4.04%	4.28%	4.51%	4.64%	4.73%	4.78%	4.78%	4.78%
净佣金率	0.086%	0.076%	0.072%	0.062%	0.057%	0.054%	0.051%	0.050%
Y/Y(+/-) %	-21%	-11%	-5%	-15%	-8%	-5%	-5%	-3%
佣金收入 (百万元)	2,968	2,127	3,131	2,975	2,987	3,067	3,118	3,236
两融交易								
融资融券余额	41	70	198	301	409	480	543	598
换手率	10	10	10	10	10	11	11	11
融资融券交易额	489	1,117	2,689	5,090	7,383	9,429	11,054	12,550
两融交易市占	0.06%	0.17%	0.28%	0.49%	0.66%	0.79%	0.87%	0.92%
净佣金率	0.15%	0.15%	0.15%	0.12%	0.11%	0.10%	0.10%	0.09%
佣金收入 (百万元)	73	168	403	611	797	967	1,077	1,162
期货经纪佣金收入 (百万元)	-	394	391	410	431	444	457	471
传统+两融+期货经纪业务								
市场占有率	4.09%	4.45%	4.79%	5.13%	5.40%	5.57%	5.65%	5.70%
Y/Y(+/-) %	1%	9%	8%	7%	5%	3%	1%	1%
佣金收入 (百万元)	3,041	2,688	3,925	3,996	4,216	4,478	4,652	4,869
收入占比	33%	29%	38%	31%	27%	26%	25%	24%

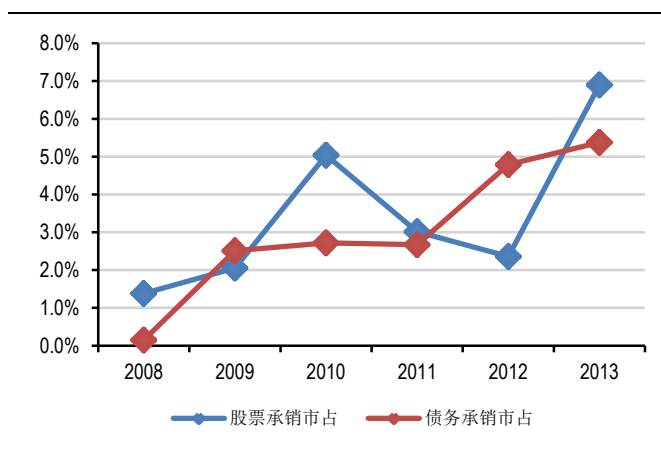
来源: 公司公告, 瑞银证券估算

投行: 股债承销份额显著提升, 应较为受益 IPO 重启

2013 年公司股债承销份额显著提升。股票承销业务原为海通的短板, 2008 年市场份额仅 1.4%, 落后于公司其他业务。2008 年以来受益于公司综合实力的快速提升和公司管理层的重视, 2010 年海通股票承销市场份额提升至 5.0%; 2011、2012 年创业板推出, 公司中小项目承销实力较弱, 股票承销市场份额有所下滑; 2013 年受益于再融资本业务, 公司股票承销市场份额达到 6.9% 的历史峰值, 行业排名第 6 位, 行业排名在上市券商中仅次于中信。

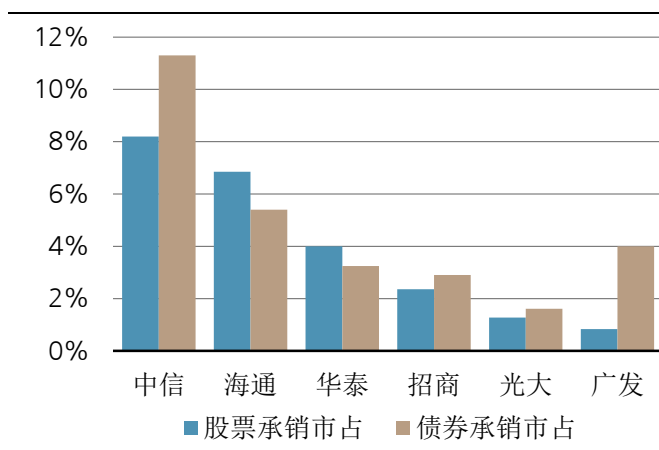
债券承销业务是海通最近几年的业务亮点, 2008 年以来受益于公司管理层高度重视债券承销业务, 公司投行由以股权融资为主向股债业务并重转型, 债券承销收入大幅增长, 市场份额和行业排名逐年提升。市场份额方面, 2008 年海通债券承销份额仅 0.1%, 2009 年不足 3.0%, 2012 年提升至 4.8%, 2013 年再接再厉提升至 5.4%。行业排名方面, 2008 年海通行业排名第 30 位, 2009-11 年提升至 10 位左右, 2012 年提升至第 6 位, 2013 年提升至行业第 4 位。

图表 28: 海通股债承销业务市场份额持续提升



来源: WIND

图表 29: 大型上市券商股债承销份额比较 (2013)



来源: WIND

预计 2014 年投行收入有望快速提升, 较为受益 IPO 重启。2011-13 年海通投行收入分别为 10.58 亿元、8.02 亿元和 8.87 亿元, 收入占比分别为 9.0%、8.8%、8.5%。海通股债承销份额快速提升驱动投行收入在 IPO 暂停下同比增长 10.6%, 实属不易。目前 IPO 已重启, 2014 年以来海通已发行项目 2 家, 另有过会项目 1 家、在审项目 16 家。海通储备项目数量在同类公司中虽不占优势, 然而根据项目粗略估算, 公司 2014 年 IPO 承销收入有望达 4.94 亿元。如按照过会率 70% 折算, 则公司 IPO 承销收入 3.86 亿元。同时, 考虑到海通再融资、债券承销份额的持续提升, 我们预计 2014 年公司投行收入有望快速提升。

图表 30: 大型上市券商已发行及过会项目比较

	已发行项目				过会项目			
	中小板	主板	创业板	合计	中小板	主板	创业板	合计
招商证券	3		1	4	2			2
广发证券			4	4			1	1
华泰证券	3			3			1	1
中信证券		2		2		0	1	1
海通证券			2	2	0	1		1
光大证券						1	3	4

来源: WIND, 注: 数据截至 2014 年 2 月末

图表 31: 大型上市券商储备项目比较

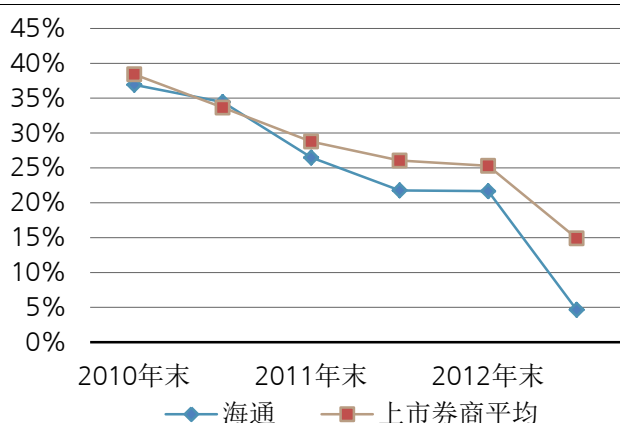
	初审中				落实反馈意见				已预披露				总计
	中小板	主板	创业板	小计	中小板	主板	创业板	小计	中小板	主板	创业板	小计	
招商证券	10	7	3	20	5	3	10	18	2	1	1	4	42
广发证券	3	4	6	13	18	1	6	25		3		3	41
中信证券	3	10	2	15	3	4	3	10		1		1	26
华泰证券	2	4	3	9	4	3	5	12				0	21
海通证券	2			2	5	1	7	13	1			1	16
光大证券	2	1	3	6	5	1	2	8				0	14

来源: WIND, 注: 数据截至 2014 年 2 月末

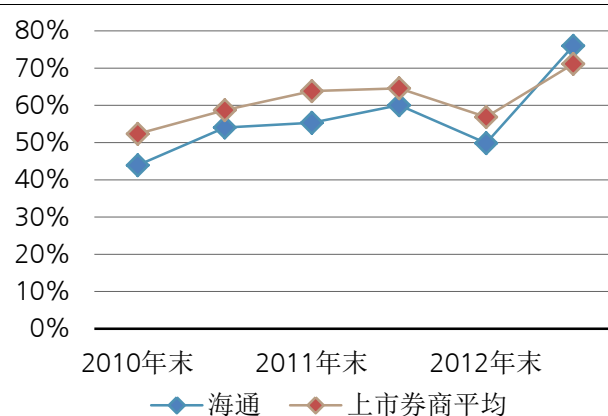
投资风格较为稳健，债券投资潜在风险相对较小

投资风格较为稳健，收益率居同类公司前列。海通自营的投资风格一贯较为稳健，2013 年末公司自营持仓结构中权益、债券、其他分别占比 16%、62%、22%。公司 2013 年中期权益类资产占比 5%，低于上市券商平均 15% 的水平；债券类资产占比 76%，略高于上市券商平均 71% 的水平²。投资收益率方面，海通 2012、13 年投资收益率分别为 7.2%/4.7%。公司 2012 年及 2013 年前 3 季度投资收益率在同类公司中居于前列。

图表 32: 海通权益类持仓比例低于行业平均



图表 33: 海通债券持仓比例 2013 年增至高于行业平均



来源: 公司公告, 瑞银证券, 注: 无行业平均数据, 以上市券商平均替代

来源: 公司公告, 瑞银证券, 注: 无行业平均数据, 以上市券商平均替代

图表 34: 海通历年投资收益率与同类公司平均、沪深 300 指数、中证全债指数比较

	2008	2009	2010	2011	2012	2013.1-3Q
投资收益率						
海通	9.8%	6.2%	5.4%	4.1%	4.7%	6.5%
同类公司平均	4.2%	8.5%	7.7%	1.3%	5.2%	4.3%
综合投资收益率						
海通	9.8%	18.2%	-1.1%	-2.9%	7.1%	6.6%
同类公司平均	2.5%	11.9%	6.5%	-5.0%	7.1%	4.6%
沪深 300	-65.95%	96.71%	-12.51%	-25.01%	7.55%	-4.51%
中证全债指数	15.94%	-1.40%	3.10%	5.88%	3.52%	1.27%

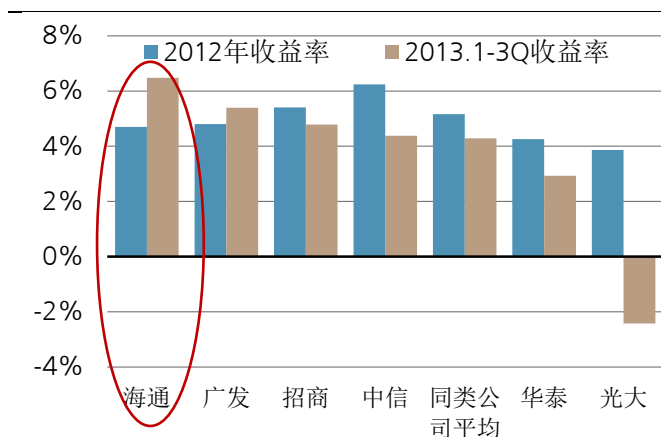
来源: 公司公告, 瑞银证券, WIND

注: 投资收益率=(投资收益-联合合营公司收益+公允价值变动-减值准备)/(交易性金融资产+可供出售金融资产+持有至到期金融资产)期初期末平均值

综合投资收益率=(投资收益-联合合营公司收益+公允价值变动-减值准备+当期计入其他综合收益的可供出售金融资产公允价值变动净额)/(交易性金融资产+可供出售金融资产+持有至到期金融资产)期初期末平均值

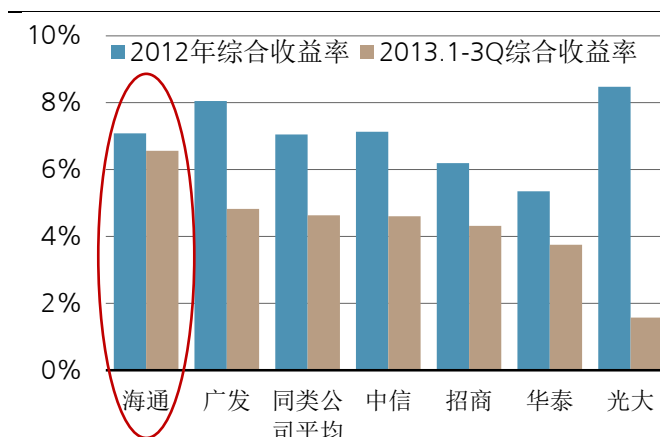
² 各公司 2013 年年报尚未公布完毕, 无法计算上市券商平均进行参照, 故继续使用 2013 年中报数据。

图表 35: 海通 2013 年前 3 季度投资收益率居同类公司前列



来源: 公司公告, 注: 投资收益率= (投资收益-联营合营公司收益+公允价值变动-减值准备) / (交易性金融资产+可供出售金融资产+持有至到期金融资产) 期初期末平均值

图表 36: 海通 2013 年前 3 季度综合投资收益率居同类公司前列



来源: 公司公告, 注: 综合投资收益率= (投资收益-联营合营公司收益+公允价值变动-减值准备+其他综合收益/75%) / (交易性金融资产+可供出售金融资产+持有至到期金融资产) 期初期末平均值

比较同类公司，海通债市投资风险相对较小。目前债券市场波动对证券公司影响较大。我们根据公司已公告自营投资规模、持仓结构及净利润情况，假设公司未来投资规模与投资风格不会发生重大转变，测算公司计入交易性金融资产的债券投资收益变动对净利润的影响和全部债券投资收益变动（假设全部兑现）对净利润影响。基于上述方法，经测算，海通交易性债券投资变动及全部债券投资收益变动对净利润的影响比例分别为 4.8%、5.1%。

2013 年海通资管子公司因持有债券分级产品劣后端亏损 1.62 亿元，净利润占比 4%，占比较小，且如债市持续回暖或公司持有至到期，我们预计实际亏损将小于目前损失。综上所述，我们认为海通证券投资风格稳健，收益率稳定，债券投资潜在风险相对较小。

创新业务：位居行业前列，优势明显

创新业务优势明显，但财务成本值得关注

创新业务先发优势明显，布局全面。中国证券业各类创新业务往往采用先试点后常规的推广路线，分类监管模式下监管层秉承“扶优限劣”的原则，对于评级较高、各指标排名居前，尤其资本实力强的公司先行给予试点资格。海通证券综合实力较强、资本实力尤为突出，历年中分类评级较高³，故而各类创新业务布局全面，且几乎均首批试点。海通证券在融资融券、约定购回、股票质押、产业基金等方面先发优势显著。

³ 注：2007-2012 年为 AA 级，2013 年因“一海通财”系列产品未向证监会履行创新产品方案报送义务降至 A 级。

图表 37: 海通证券创新业务多首批试点，先发优势显著

分类	项目	简述
资本中介	融资融券	2010年4月海通、中信、光大、广发首批开展融资融券业务
	转融通	2012年8月海通、中信、招商、光大、广发、银河首批试点
	约定式购回	2011年10月海通、中信、银河首批获得开展约定购回式证券交易资格
	股权质押业务	2013年6月海通、中信、光大、广发、招商等9家首批获得股权质押业务试点资格
资产管理	保险资产管理	2012年9月海通、博时基金、大成基金等9家机构取得保险资产管理资格
	资管子公司	2012年6月上海海通证券资产管理有限公司设立
股权投资	直投	2008年10月直投子公司——海通开元投资有限公司设立
	产业基金	2004年4月海富产业设立，海通持股67%，是国内第一家产业投资基金管理公司，管理中国—比利时直接股权投资基金基金资产
多层次市场	私募债	2012年6月海通等10家券商首批试点
	短期融资券	2012年11月海通等10家券商继中信、中金之后取得参与短融、中票的主承销业务资格
	期货资管	2012年9月海通期货、中证期货等11家券商首批试点
	柜台市场	2012年12月海通、国泰君安等7家券商首批试点
	另类投资	2012年4月海通创新证券投资有限公司设立，注册资本30亿元

来源: 公司公告、瑞银证券

受益于创新业务先发优势，海通创新收入金额和占比居于行业前列。创新业务试点初期，市场空间较为广阔、利润率也较高。先行试点券商，尤其首批试点券商往往更容易吸引到优质客户、快速抢占市场份额、获取更高的利润。2012年6月及之前，海通融资融券业务规模曾居于行业首位，2012年7月之后逐渐才被中信、国泰君安等公司超越，一度下滑至行业第7位，但2014年2月海通再次回升至行业第三位。海通的约定购回业务2012年也曾一度占据行业首位。受益于创新业务的先发优势，海通创新业务收入金额和收入占比居于行业前列。2012、13年海通证券创新收入分别实现13.85亿元和26.47亿元，收入占比分别为15%和25%。在大型上市券商中，海通创新收入金额仅次于中信，远超其他公司，海通2013年创新收入占比已超越中信（详见图表38）。

图表 38: 海通创新业务收入占比较高, 同类券商中居前列 (百万元)

		融资融券	股票质押	约定购回	直投	产业基金	另类投资	资产管理	创新收入合计	收入占比
2013	中信	1,999	181	209	746	(433)	366	442	3,509	22%
	海通	1,430	184	196	386	100	281	71	2,647	25%
	光大	728	29	31	17		(7)	224	1,022	25%
2013.1H	中信	710						199	909	
	海通	440		84	124	53	152	34	887	16%
	光大	279		14	27	-	-	82	402	17%
	广发	421		27	90	-	5	85	628	16%
	招商	370		10				65	445	15%
	华泰	451		49	16	-	-	134	650	18%
2012	中信	461		18	825	690	115	233	2,342	20%
	海通	728		63	236	232	104	22	1,385	15%
	光大	293		3	76		-	45	417	14%
	广发	359		1	272		4	112	748	11%
	招商	400		2	22	90	-	83	597	13%
	华泰	419		3	-		-	87	509	9%

来源: 公司公告, 注: 中信、招商 2013 年中报部分创新数据未披露; 广发、招商、华泰 2013 年年报尚未披露

公司积极拓展融资渠道, 为创新业务做好资金准备。2013 年以来海通证券积极拓展融资渠道, 通过扩大卖出回购、发行短期融资券、公司债、境外美元债等方式扩大债务融资, 杠杆率⁴由 2012 年的 2.13 提升至 2013 年的 2.36。我们认为, 一方面公司通过多渠道融资为创新业务做好资金准备, 另一方面, 在“杠杆+资产负债表业务”新业务模式下, 提升杠杆做大信用类等创新业务将驱动公司业绩提升。

未来债务融资仍有较大空间, 杠杆率或将稳定提升。目前海通短期融资券、公司债获批额度仍有 119 亿元和 110 亿元; 长期次级债、海外债等融资工具尚未使用。假设海通短期融资券、公司债、长期次级债发行达到监管上限, 海外债按 100 亿元假设, 则公司债务融资还可增加约 1000 亿元, 可推动公司杠杆率由 2013 年 2.36 倍提升至 3.89 倍。考虑公司创新业务发展需要, 我们预期公司将继续扩大债务融资, 持续提升杠杆率。

图表 39: 海通证券债务融资空间 (亿元)

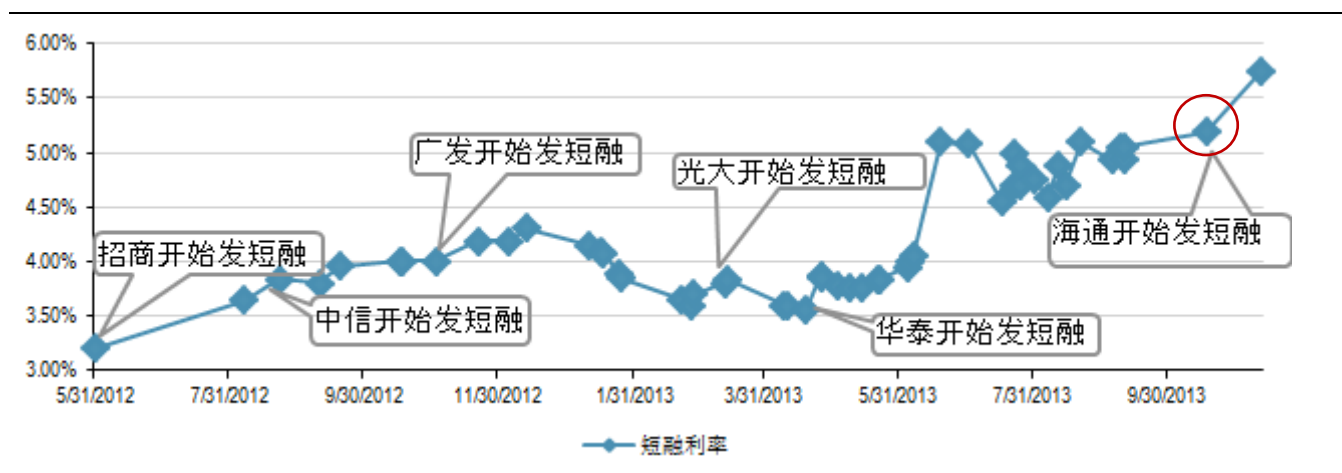
各类融资工具	理论上限	目前已发行规模	规定
短期融资券	293	30	待偿还余额不超过净资产 60%
公司债	246	120	发行后累计余额不超过公司净资产 40%
长期次级债	488	-	长期次级债不超过净资产的 100%
海外债	100		无具体规定, 假设发行 100 亿元
总负债	3,075	978	净资产/负债>8%, 净资产/负债>20%

来源: 瑞银证券估算

⁴ 杠杆率= (总资产-客户资金) / 归属母公司所有者权益

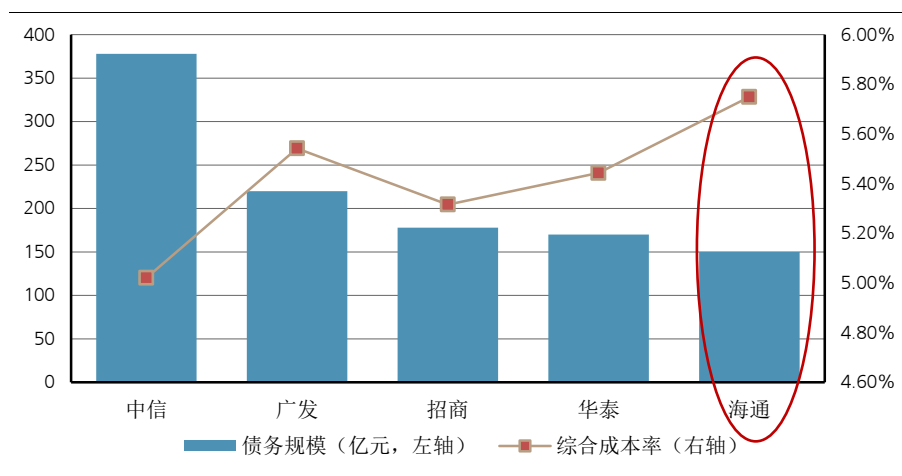
但由于融资时点较晚、财务成本偏高。然而，海通 H 股融资后资本较充裕，因此债务融资启动较晚，2013 年 6 月份之后债券市场利率高企，公司 2013 年 10 月才发行第一期短期融资券 30 亿元、11 月发行公司债 120 亿元，加杠杆进程晚于招商、中信等同类公司。截至 2014 年 2 月，海通发行短期融资券、公司债等共 150 亿元，金额小于中信（378 亿元）、广发（220 亿元）、招商（178 亿元）、华泰（170 亿元）等同类公司。受 2013 年中期以后资金成本高企影响，截至 2014 年 2 月海通债务综合成本率为 5.75%，也高于同类公司如中信（5.02%）、广发（5.54%）、招商（5.32%）、华泰（5.44%）。

图表 40: 海通加杠杆进程慢于同类公司



来源: 公司公告

图表 41: 截止 2014 年 2 月，海通债务融资规模低于同类公司，资金成本高于同类公司

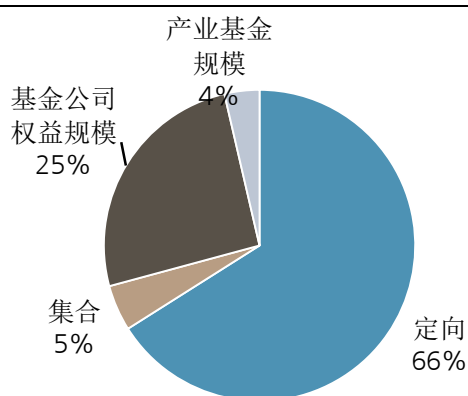


来源: 公司公告

大资管业务：布局全面，产业基金业务行业领先

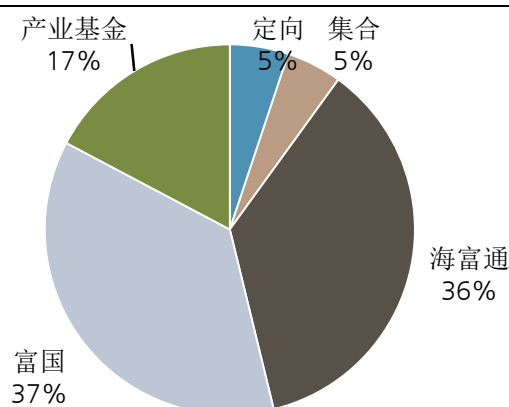
海通证券资管业务布局全面，截至 2013 年末已形成由资管子公司、参股控股基金公司（海富通基金、富国基金）及各产业投资基金、直投资基金构成的大资管业务平台，其中产业基金业务行业领先。

图表 42: 海通大资管业务管理资产规模 (2013)



来源: 公司公告, 瑞银证券

图表 43: 海通大资管业务收入拆分 (2013)

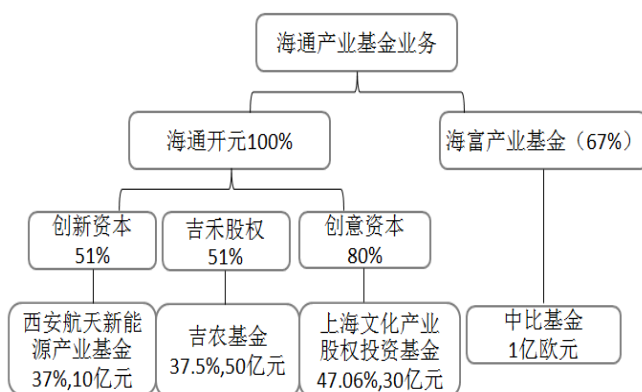


来源: 公司公告, 瑞银证券, 注: 收入不局限于会计科目中的资产管理业务收入, 如富国基金采用权益法核算, 按权益净利润计入投资收益

起步较早, 产业投资基金行业领先。海通开元和海富产业基金管理众多产业投资基金为海通大资管业务的一大亮点。海通证券产业基金业务开展较早, 海富产业基金 2004 年开始管理“中国-比利时直接股权投资基金”, 管理资产规模 1 亿欧元, 而中信证券产业基金业务始于 2008 年, 其他证券公司更晚。此外, 海通开元管理产业基金包括吉林省现代农业和新兴产业投资基金 (37.5%)、西安航天新能源产业基金 (37%)、上海文化产业股权投资基金 (47.06%)。截止 2013 年末, 海通管理产业投资基金规模合计 105 亿元, 基金规模在行业中仅次于中信, 高于广发、招商等其他大型证券公司。

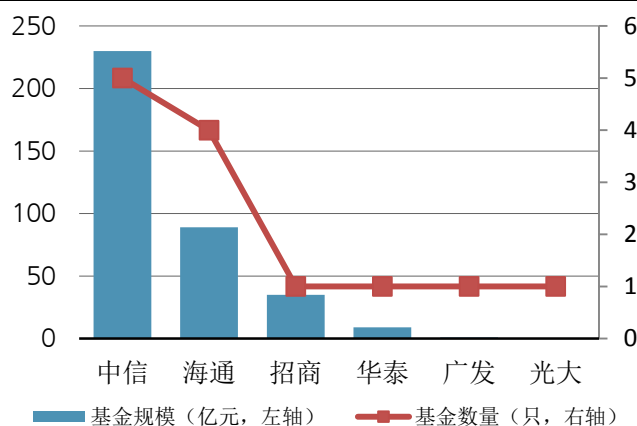
2013 年, 海通开元和海通产业基金分别实现净利润 2.26 亿元和 0.58 亿元, 合计占公司净利润的 7.04%。由于 2013 上半年海通开元直投项目 (东方财富) 退出, 我们难以拆分海通开元产业基金业务业绩贡献。根据公司管理产业基金 105 亿元的规模、2% 的管理费率估算, 我们预计海通产业基金业务管理费收入约 2.10 亿元/年。如考虑西安航天基金、上海文化基金募资总目标分别为 50 亿元和 100 亿元, 目前仅完成首批募集, 未来仍有 40 亿元和 70 亿元的募资目标待完成, 未来海通产业基金总规模有望接近 200 亿元, 则年管理费收入有望达到 4 亿元, 收入占比约 3%。再考虑项目退出的分成收益, 则业绩贡献更为可观。

图表 44: 海通管理产业基金结构图



来源: 公司公告, 瑞银证券

图表 45: 大型上市券商产业基金业务比较 (2013.1H)

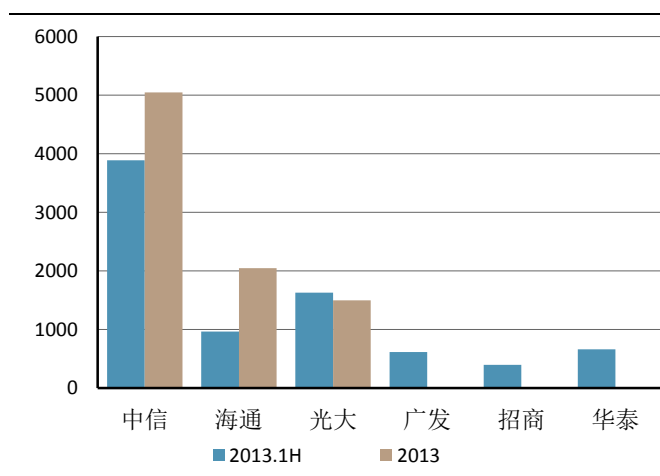


来源: 公司公告, 注: 广发、光大管理产业基金规模无公开数据

管理资产规模增速较快，持有债券产品亏损金额影响或有限。海通资管子公司 2012 年 7 月设立，注册资本 10 亿元。2013 年公司通过金赢家系列和债券分级产品管理资产规模快速提升，年末管理资产规模 2,048 亿元，同比增长 576%，其中集合理财规模 138 亿元、定向规模 1910 亿元。2013 年海通资产管理业务收入 0.71 亿元，同比增长 225%，增速较快。然而资管子公司由于持有债券分级产品劣后端，年度亏损 1.62 亿元（占公司 2013 年度净利润比例约 4%）。2014 年随着债市回暖，海通资管子公司 2 月份净利润扭亏为盈。我们认为如债市持续回暖或公司可持有劣后端产品至到期，预计实际亏损将小于目前损失。反之如债市出现下跌则公司持有债券分级产品劣后端仍存在进一步亏损的风险。

基金公司权益规模小于同类公司，业绩贡献较小。海通旗下基金公司包括海富通基金（51%）、富国基金（27.775%），其中海富通基金采用成本法核算，合并报表，富国基金采用权益法核算。海通通过海富通、富国管理资产 316 亿元（基金公司管理资产*持股比例,不含非公募规模），约占海通大资管业务管理总资产的 26%，较之同类公司，海通旗下权益基金规模较小。海富通、富国 2013 年营业收入分别为 5.06 亿元、9.38 亿元，净利润分别为 1.20 亿元、2.90 亿元。海富通、富国约可贡献海通净利润的 3.51%。

图表 46: 海通资产管理业务管理资产规模在同类公司居于前列



来源: WIND, 注: 广发、招商、华泰 2013 年年报尚未公布

图表 47: 海通证券权益基金规模小于同类公司（亿元）

券商	基金公司	持股比例%	基金规模	券商权益规模
中信	华夏	59.0	2,282	1,346.17
	广发	48.3	1,228	957.13
华泰	易方达	25.0	1,455	848.37
	华泰柏瑞	49.0	362	848.37
招商	南方	45.0	1,492	695.67
	博时	49.0	1,052	695.67
海通	招商	33.3	541	315.59
	富国	27.8	707	315.59
	海富通	51.0	234	315.59

来源: 公司公告, WIND。注: 基金规模数据截至 2013 年末, 不含专户等非公募数据

财务状况和盈利预测

利润表

盈利预测：我们首次覆盖海通证券，预计公司 2014-16 年归属母公司所有者的净利润预计分别为 50.7 亿元/61.2 亿元/68.0 亿元，对应 EPS 分别为 0.53 元/0.64 元/0.71 元，同比增速 26%/21%/11%，对应 ROE 8.0%/9.0%/9.3%。

图表 48: 海通证券利润表及预测 (百万元)

损益表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
营业收入	9,293	9,141	10,455	12,864	15,456	17,159	18,901	20,626
传统中介	6,830	5,289	6,317	6,430	6,605	6,865	7,060	7,280
经纪净佣金 (不含信用交易佣金)	2,968	2,520	3,522	3,386	3,418	3,511	3,575	3,707
投行收入	1,058	802	887	1,304	1,388	1,513	1,650	1,750
传统息差收入	1,819	1,945	1,837	1,635	1,683	1,713	1,694	1,668
资管收入	985	22	71	105	116	128	141	155
资本中介收入								
融资融券	345	878	1,694	2,658	3,659	4,489	5,056	5,483
股票质押/约定购回	-	35	379	1,090	1,634	2,047	2,497	2,962
收益权互换业务收入	-	-	-	-	-	-	-	-
资本中介业务利息支出		(0)	(152)	(1,412)	(2,035)	(2,523)	(2,812)	(3,060)
资本中介业务净收入	345	913	1,921	2,336	3,258	4,013	4,741	5,385
投资业务								
投资收益-联合合营+公允价值变动	1,507	2,455	2,252	2,697	2,951	3,203	3,463	3,670
投资业务利息支出	(248)	(557)	(1,116)	(1,302)	(1,327)	(1,318)	(1,314)	(1,342)
投资净收益	1,259	1,898	1,136	1,394	1,624	1,885	2,149	2,327
其他收入	859	1,041	1,081	2,705	3,970	4,396	4,951	5,634
投资咨询	62	33	351	65	85	110	143	186
联合合营公司投资收益	73	66	117	85	89	94	99	103
海富通		580	506	549	575	603	634	668
恒信租赁				1,744	2,180	2,616	3,139	3,767
其他	723	362	107	261	1,041	973	936	910
营业支出	5,125	5,136	5,115	6,180	7,426	8,244	9,081	9,909
税金及附加	379	269	430	579	696	772	851	928
业务及管理费用	4,228	4,012	4,552	5,601	6,730	7,471	8,230	8,981
资产减值损失	508	823	(18)	-	-	-	-	-
其他业务成本	10	32	151	-	-	-	-	-
营业利润	4,168	4,005	5,340	6,684	8,031	8,915	9,821	10,717
所得税	1,018	875	1,174	1,470	1,767	1,961	2,161	2,358
净利润	3,282	3,252	4,281	5,213	6,264	6,954	7,660	8,359
少数股东损益	179	215	246	143	148	154	161	168
归属母公司净利润	3,103	3,038	4,035	5,070	6,116	6,800	7,499	8,191
每股净收益 (元)	0.38	0.33	0.42	0.53	0.64	0.71	0.78	0.85
净资产收益率(ROE)	6.9%	5.9%	6.7%	8.0%	9.0%	9.3%	9.5%	9.7%

注：营业收入和营业支出基于中国会计准则。

来源：公司公告，瑞银证券估算

图表 49: 海通证券收入结构

收入结构	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
传统中介	73%	58%	60%	50%	43%	40%	37%	35%
经纪净佣金（不含信用交易佣金）	32%	28%	34%	26%	22%	20%	19%	18%
投行收入	11%	9%	8%	10%	9%	9%	9%	8%
传统息差收入	20%	21%	18%	13%	11%	10%	9%	8%
资管收入	11%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
资本中介收入								
融资融券	4%	10%	16%	21%	24%	26%	27%	27%
股票质押/约定购回	0%	0%	4%	8%	11%	12%	13%	14%
收益权互换业务收入	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
资本中介业务利息支出	0%	0%	-1%	-11%	-13%	-15%	-15%	-15%
资本中介业务净收入	4%	10%	18%	18%	21%	23%	25%	26%
投资业务								
投资收益-联合合营+公允价值变动	16%	27%	22%	21%	19%	19%	18%	18%
投资业务利息支出	-3%	-6%	-11%	-10%	-9%	-8%	-7%	-7%
投资净收益	14%	21%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
其他收入	9%	11%	10%	21%	26%	26%	26%	27%
投资咨询	1%	0%	3%	1%	1%	1%	1%	1%
联营合营公司投资收益	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
海富通		6%	5%	4%	4%	4%	3%	3%
恒信租赁		0%	0%	14%	14%	15%	17%	18%
其他	1%	2%	6%	8%	4%	1%	2%	7%

来源: 公司公告, 瑞银证券估算

资产负债表

资产负债预测：我们首次覆盖海通证券，预计公司 2014-16 年归属母公司所有者权益（以下简称净资产）分别为 657 亿元/706 亿元/758 亿元，对应 BVPS 6.85 元/7.36 元/7.91 元，同比增速分别为 6.8%/7.5%/7.5%。

图表 50: 海通证券资产负债表及预测（百万元）

资产负债表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
货币、结算备付金及存出保证金	57,089	59,437	62,422	63,931	66,323	66,926	69,149	68,707
交易性金融资产	20,505	32,386	47,542	48,976	50,364	51,310	51,981	55,474
可供出售金融资产	7,189	7,956	7,048	7,743	7,980	8,364	8,753	9,161
持有至到期投资	-	657	635	635	635	635	635	635
长期股权投资	2,490	4,401	4,856	5,000	5,100	5,202	5,306	5,412
信用业务占用资产	4,124	8,514	27,701	46,178	61,453	73,686	85,517	96,832
固定资产	955	922	1,008	1,022	1,022	1,022	1,022	1,022
其他资产	6,524	12,209	17,911	20,495	21,596	23,332	23,651	24,983
资产合计	98,876	126,482	169,124	193,981	214,473	230,476	246,013	262,225
代理买卖证券款	38,014	36,957	40,430	41,238	42,063	42,904	43,762	44,638
短借+拆入+卖出回购	12,045	26,817	33,364	39,241	41,358	42,545	43,808	45,158
应付债券+短融	-	-	20,940	33,940	45,940	53,940	60,940	67,940
交易性金融负债	-	135	6,455	6,777	6,981	7,190	7,406	7,628
其他负债	2,207	2,143	3,831	4,437	4,816	5,231	5,687	6,188
负债总计	52,266	66,052	105,018	125,633	141,157	151,809	161,603	171,550
股本	8,228	9,585	9,585	9,585	9,585	9,585	9,585	9,585
资本公积金	21,948	32,440	32,546	32,797	33,013	33,212	33,388	33,583
盈余及风险准备	3,953	4,493	5,187	6,058	7,108	8,277	9,565	10,972
未分配利润	9,188	10,165	12,010	14,623	17,726	21,048	24,602	28,477
外币报表折算差额	(251)	(250)	(414)	(414)	(414)	(414)	(414)	(414)
归属于母公司所有者权益合计	45,042	58,680	61,507	65,678	70,572	75,846	81,508	87,689
少数股东权益	1,568	1,751	2,598	2,670	2,744	2,821	2,901	2,985
所有者权益合计	46,611	60,431	64,105	68,348	73,316	78,666	84,410	90,675
净资产	43,538	46,182	39,041	51,329	55,060	59,078	63,391	68,096
实际杠杆率	1.42	1.58	2.13	2.36	2.48	2.51	2.51	2.51
每股净资产（元）	5.47	6.12	6.42	6.85	7.36	7.91	8.50	9.15

来源: 公司公告, 瑞银证券估算

图表 51: 海通证券资产结构

资产结构	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
现金类资产	58%	47%	37%	33%	31%	29%	28%	26%
其中客户保证金	35%	27%	22%	20%	18%	17%	17%	16%
拆出资金与应收利息	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
非现金类投资资产	35%	48%	58%	63%	65%	67%	68%	70%
交易性金融资产-债券	15%	14%	19%	17%	15%	15%	14%	14%
交易性金融资产-权益	2%	6%	4%	4%	3%	3%	3%	3%
交易性金融资产-其他	4%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
可供出售-债券	1%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
可供出售-权益	6%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
可供出售-其他	1%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
衍生品	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
融资融券	4%	6%	12%	15%	19%	21%	22%	23%
股票质押/约定购回	0%	1%	5%	8%	10%	11%	13%	14%
其他资产	1%	5%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
长期股权投资	3%	3%	3%	3%	2%	2%	2%	2%
非投资资产	6%	5%	4%	4%	3%	3%	3%	3%
总资产	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

来源: 公司公告, 瑞银证券估算

图表 52: 海通证券负债结构

负债结构	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
客户资产	73%	56%	38%	33%	30%	28%	27%	26%
短借+拆入	5%	16%	7%	10%	9%	9%	9%	8%
卖出回购	18%	24%	25%	22%	20%	19%	18%	18%
应付债券	0%	0%	17%	23%	28%	30%	31%	32%
短融	0%	0%	3%	4%	5%	6%	7%	8%
金融负债	0%	0%	6%	5%	5%	5%	5%	4%
应付薪酬与税费	3%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
其他	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
总负债	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

来源: 公司公告, 瑞银证券估算

估值

我们首次覆盖海通证券, 预计公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.53 元/0.64 元/0.71 元; 2014-16 年 BVPS 6.85 元/7.36 元/7.91 元, ROE 8.0%/9.0%/9.3%。基于分部估值法推导出公司目标价为 11.67 元, 对应 2014-16 年 P/E 分别为 22.1/18.3/16.5 倍, 对应 2014 年 P/B 1.70 倍。

分部估值法推导得出目标价 11.67 元

考虑到不同类型业务的增长前景差别较大, 我们将公司业务分为传统业务、资本中介业务和资本投资三类业务。我们单独预测各业务收入、利润和净资产, 使用不同的估值方法分别进行估值, 并单独估算主要子公司价值, 然后进行加总, 进而推导得出公司合理市场价值。

传统业务采用 P/E 估值法。传统经纪 (不含两融佣金)、投行收入 (承销+保荐+财务顾问)、资管收入及传统息差收入之和, 分别计算各业务净利润, 然后以传统业务净利润之和乘以相应 P/E 计算估值。

- 考虑到海通经纪业务市场份额连续 4 年持续增长，公司营销网络和综合金融服务平台较完善，或可有效抵御佣金率下滑冲击，我们给予经纪业务 12 倍 P/E。
- 考虑公司股债承销业务市场份额快速提升，2014 年受益于 IPO 重启，投行收入可能快速恢复，我们给予投行业务 12 倍 P/E。
- 考虑公司管理资产规模快速增长，资管手续费收入有望快速增长，我们给予资管业务 15 倍 P/E。
- 传统息差业务受利率市场影响，具有一定的不确定性，我们给予 10 倍 P/E。

图表 53: 海通证券传统业务估值计算表（亿元）

	2014E	2015E	2016E	备注
经纪业务				
佣金净收入	34	34	35	传统经纪业务收入，未包括融资融券产生佣金
净利润率	34%	33%	31%	营业利润*(1-所得税率)
净利润	11.6	11.2	11.0	佣金净收入*净利润率
投行业务				
投行收入	13	14	15	承销+保荐+财务顾问收入
净利润率	35%	35%	35%	营业利润*(1-所得税率)
净利润	4.58	4.87	5.31	承销收入*净利润率
传统息差业务				
传统息差收入	16	17	17	存放同业利息收入-客户存款利息支出+买入返售
净利润率	43%	43%	43%	
净利润	7.01	7.22	7.35	传统息差收入*净利润率
资产管理				
资管收入	1.1	1.2	1.3	资产管理业务收入
净利润率	30%	31%	31%	
净利润	0.3	0.4	0.4	
传统收入	64	66	69	传统经纪+承销+传统息差+资产管理收入合计
传统净利润	24	24	24	
P/E 倍数	11	11	11	给予经纪、投行业务 12 倍 P/E、资管业务 15 倍 P/E、传统息差业务 10 倍 P/E
传统中介合理市值	269	270	275	

来源: 公司公告, WIND, 瑞银证券估算

资本中介业务采取 P/E 估值法，考虑高成长性给予较高的估值。使用融资融券、股票质押等资本中介业务总收入扣减相应债务成本，计算净收入、净利润，再乘以相应的 P/E。考虑到资本中介业务目前仍处于高成长阶段，融资融券的利息率、股权质押的利率目前仍较为稳定，因此资本中介业务净收入应仍处于高成长中，我们分别给予 2014-16 年 33/25/20 倍的 P/E。

图表 54: 海通证券资本中介业务估值计算表（亿元）

	2014E	2015E	2016E	备注
融资融券收入	27	37	45	融资融券业务利息、佣金等收入
股票质押/约定购回收入	11	16	20	股票质押与约定购回业务利息收入
债务成本	14	20	25	
资本中介净收入	23.4	32.6	40.13	业务收入-债务成本
净利润率	43%	43%	43%	
净利润	10.0	14.0	17.2	资本中介净收入*净利润率
P/E 倍数	33	25	20	看好资本中介业务成长性，给予较高估值，但逐年递减
资本中介业务合理市值	331	349	344	净利润*P/E

来源: 公司公告, WIND, 瑞银证券估算

投资业务使用 P/E 估值法。公司投资业务投资收益扣除联营合营公司收益，加公允价值变动，不含直投收益及出售子公司一次性收益，扣减相应债务成本计算净收入，然后计算净利润，最后以净利润乘以相应 P/E 计算估值。考虑到资本投资业务受资本市场波动影响很大，股票市场和债券市场波动对投资收益影响较大，此外公司兑现多少投资收益亦影响利润表的投资收益，因此投资收益存在较大的不确定性，我们给予 10 倍 P/E。

图表 55: 海通证券投资业务估值计算表 (亿元)

	2014E	2015E	2016E	备注
投资部门收益	25	28	30	投资收益-联营合营公司利润+公允价值变动-直投兑现-出售长期股权
债务成本	13	13	13	短借+拆入+卖出回购资金成本
净利润率	59%	55%	55%	公告营业利润*(1-所得税率)，过去 3 年平均
净利润	7.0	7.8	9.2	(投资部门收益-债务成本)*净利润率
P/E 倍数	10	10	10	给予 10 倍 P/E
合理市值	70	78	92	净利润*P/E

来源: 公司公告, 瑞银证券估算

子公司: 海通子公司包括海富通基金、富国基金、海通期货、海通开元、海富产业、海通国际、海通创新投资等。

- 海富通基金、富国采用 Price/AuM 法，参考近期其他基金公司股权成交价格，我们给予 7% 的 P/AuM。
- 海通期货采用 P/E 估值法，看好中国衍生品市场的发展前景，我们给予 25 倍的 P/E。
- 海通国际控股采用 P/E 估值法。海通国际控股持有 71.76% 海通国际 (0665.HK)，海通国际目前总市值约 59 亿元人民币，但同时海通国际控股还有其他业务、其他资产。海通国际控股信息披露较少，我们无法单独估算海通国际其他业务的市场价值⁵，故我们对海通国际控股采用 P/E 法进行整体估值。我们看好海外业务的发展前景，给予 25 倍的 P/E。
- 海通开元自有资金直投业务采用 P/B 估值法，我们给予 2.4 倍的 P/B；管理第三方直投基金、产业基金采用 Price/AuM 法，我们给予 10% 的 P/AuM。
- 海富产业基金已进入稳定获利期，采用 P/E 估值法，我们给予 20 倍的 P/E。
- 海通创新投资盈利的不确定性较强，采用 P/B 估值法，我们给予 2.6 倍的 P/B。

⁵ 注：海通证券年报、中报中仅披露海通国际控股的总资产、净资产、营业收入、营业利润和净利润，无法拆分到具体业务，故难以区分海通国际 (0665.HK) 以外部分。

图表 56: 海通证券主要子公司估值计算表 (亿元)

子公司	2014E	2015E	2016E	备注
海富通基金				
海富通基金权益规模	137	151	166	持股比例*海富通基金管理资产规模
Price/AuM	7%	7%	7%	参考其他基金公司近期股权交易价格
合理市值	4.89	5.38	5.91	基金权益规模* Price/AuM
富国基金				
富国基金权益规模	200	220	242	持股比例*海富通基金管理资产规模
Price/AuM	7%	7%	7%	参考其他基金公司近期股权交易价格
合理市值	4.20	4.62	5.08	基金权益规模* Price/AuM
海通开元				
净资产规模	62	64	65	
PB 倍数	2.4	2.4	2.4	看好直投业务成长性, 给予 2.4 倍 P/B
管理基金规模	130	170	190	
Price/AuM	10%	10%	10%	
合理市值	163	169	174	净资产*P/B+管理基金规模* Price/AuM
海富产业基金				
净利润	0.3	0.2	0.2	子公司净利润*海通持股比例
PE 倍数	20	20	20	海富产业基金公司管理中比基金已进入稳定获利期, 给予 20 倍 P/E
合理市值	5.1	4.4	4.0	净利润*P/E
海通创新投资				
净资产规模	35	37	39	
PB 倍数	2.6	2.6	2.6	看好另类投资业务前景, 给予 2.6 倍 P/B
合理市值	91	96	102	净资产*P/B
海通期货				
净利润	1.0	1.1	1.1	
PE 倍数	25	25	25	看好期货业务前景, 给予 20 倍 P/E
合理市值	25	27	28	净利润*P/E
海通国际				
净利润	3.5	3.6	3.7	
PE 倍数	25	25	25	看好海外业务前景, 给予 25 倍 P/E
合理市值	87	90	92	净利润*P/E
恒信金融				
净资产规模	26	30	35	
PB 倍数	2.6	2.6	2.6	2014 年 1 月交割完毕, 时间较短, 不确定性较大, 但相对看好融资租赁业务, 给予 2.2 倍 P/B
合理市值	68	78	90	
子公司合理市值	449	475	501	各子公司市值之和

来源: 公司公告, 瑞银证券估算

各业务估值加总得出海通证券每股合理价格为 **11.67 元**。将传统业务、资本中介业务、资本投资业务及子公司的合理市值加总, 我们推导得出海通证券对应 2014 年的每股合理价格为 11.67 元, 对应市值 1,119 亿元。

图表 57: 海通证券分业务估值计算表及各分部占比 (亿元)

	2014E	2015E	2016E	备注
传统业务	269	270	275	
资本中介业务	331	349	344	
投资业务	70	78	92	
子公司	449	475	501	
公司合理市值	1,119	1,172	1,212	
每股价值(元)	11.67			

来源: 公司公告, 瑞银证券估算

可比公司估值

选择国内外 9 家公司为参照。海通是中国最大的证券公司之一，我们选择 A 股上市的中信、广发、华泰、招商、光大等中国大型证券公司作为可比公司。此外，中信 H 股、海通 H 股作为海通 A 股估值的重要参照。国际投行参考高盛（GS）、摩根士丹利（MS）、野村（NMR）、大和（DAIWA）等。

上市券商龙头之一，我们给予海通证券一定估值溢价。A 股五家可比公司对应 2013-15 年的平均 P/E 分别为 23.2/18.6/15.3 倍，对应 2013-15 年的平均 P/B 分别为 1.46/1.35/1.28 倍。我们基于分部估值法推导出海通目标价为 11.67 元，对应 2014 年 P/E 22.1 倍、P/B 1.70 倍，高于可比公司目前估值。我们认为，海通证券综合实力行业领先，战略执行能力强，多次跨越式发展，尤其创新发展以来，海通创新业务快速发展，创新业务规模、创新收入金额与占比均居行业前列，相比同类公司享有一定的估值溢价较为合理。同时，该估值低于我们给予中信证券目标价 15.32 元对应 2014E 1.80x P/B 的估值。

图表 58: 海通证券可比公司估值

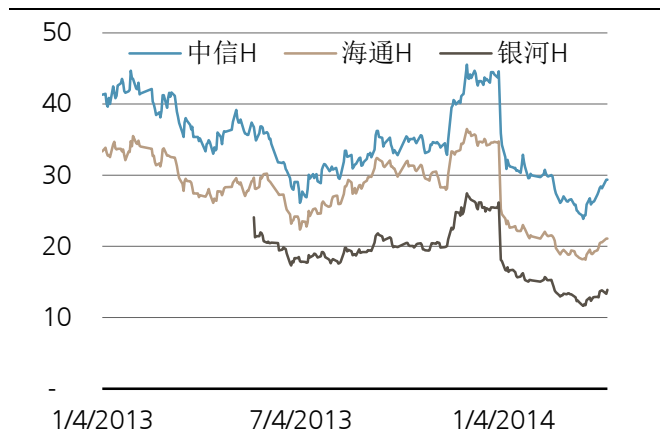
	市价 (元)	市值 (亿元)	P/E			P/B		
			2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E
中信证券	11.19	1,233	23.3	17.6	15.1	1.41	1.32	1.23
海通证券	9.70	930	23.1	18.3	15.2	1.51	1.42	1.32
广发证券	10.45	619	22.1	17.4	14.2	1.72	1.51	1.31
招商证券	10.86	506	25.0	19.5	15.8	1.79	1.59	1.65
华泰证券	8.12	455	18.9	14.8	11.7	1.26	1.18	1.08
光大证券	8.08	276	26.8	23.6	19.8	1.15	1.16	1.10
可比公司平均			23.2	18.6	15.3	1.46	1.35	1.28

来源: WIND, 瑞银证券估算, 注: 中信、海通盈利预测采用瑞银证券估算, 其他公司采用 WIND 一致预期; 市价采用 2014 年 4 月 9 日收盘价, 估值的平均值未包括海通

相比 H 股，海通证券 A 股估值更高。海通 H 股上市以来，除 2012 年 11 月底至 2013 年 1 月外，海通 A 股股价一直高于 H 股、平均高出 17%，2013 年 7 月溢价率最高达到 42%。与此相反的是，中信 A 股估值长期低于中信 H 股。

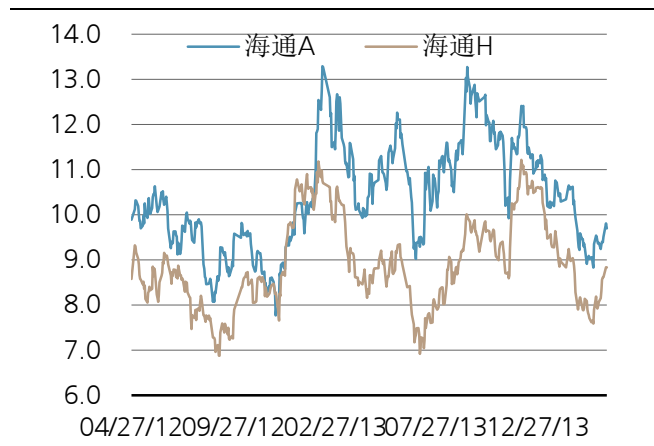
我们认为出现这一差异的主要原因在于：（1）H 股投资者更为偏好综合实力最强、最大的证券公司，因而给予海通相对中信一个估值折价；但对于 A 股投资者，反而给最大券商一个估值折价，因而我们看到 A 股海通证券估值持续高于中信证券估值。（2）A 股投资者更看重短期业绩增长，而 H 股投资者更看重长期发展前景，如 2013 年上半年海通业绩表现较为优异，A 股海通证券估值显著上升，估值明显高于海通 H 股；而 H 股投资者对短期业绩反应较弱，更关注公司长期发展前景，因此海通 H 股估值一直持续低于中信 H 股估值。（3）A、H 不同市场的特性带来不同的影响：H 股市场受海外市场、流动性和 QFII 额度增加等影响较大，如 2012 年 12 月 RQFII 额度放开，H 股海通出现一轮大幅上涨；而 A 股市场相对较为封闭，在流动性中性偏紧背景下偏好成长股，对 RQFII 等因素反应弱于 H 股，但对券商创新研讨会等政策性事件较敏感。因此，我们看到 2012 年 12 月至 2013 年 1 月出现非常短暂海通 H 股相对 A 股溢价。但随着流动性因素的结束，又恢复到 A 股相对 H 股溢价。

图表 59: H 股市场券商股估值 (PE), 中信 H 高于海通 H, 海通 H 高于银河 H



来源: WIND

图表 60: 海通 A 股相对 H 股显著溢价, 2014 年 2-3 月溢价率维持在 10-20%



来源: WIND

图表 61: 海通证券 A、H 股及中信 H 股估值比较

	市价 (元)	P/E			P/B		
		2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E
中信-H	13.80	29.7	23.2	19.4	18.2	1.71	1.64
海通-H	8.83	18.6	15.7	13.6	12.1	1.36	1.27
海通-A	9.70	23.1	18.3	15.2	13.7	1.51	1.42

来源: WIND, 瑞银证券估算, 注: H 股盈利预测采用市场一致预期, A 股采用瑞银证券估算数据, 价格采用 2014 年 4 月 9 日收盘价

国际投行与国内证券公司盈利模式和经营环境差距很大, 估值参考价值不大。目前国际投行的估值显著低于 H 股和 A 股市场证券公司, 国际投行 2013-15 年的平均 P/E 分别为 10.3/10.4/10.1 倍, 最新 P/B 为 1.05 倍。考虑到 2008 年金融危机后国际投资银行的监管环境发生了很大变化, 业务模式因而也出现较大变化, 主要的投资银行要么被收购要么成为银行控股公司, 整个投资银行业均在大幅降杠杆、消减交易类业务尤其是自营业务。因此, 我们认为国内证券公司与国际投行相比, 在监管环境、业务模式、业务范围、杠杆水平等方面存在非常大的差异, 故而国际投行估值参考价值不大。

图表 62: 国际投行估值

	市价	P/E			最新 P/B
		2013A	2014E	2015E	
高盛	156.56	10.2	9.4	8.7	1.03
摩根士丹利	29.53	12.2	10.1	8.9	0.92
野村	6.15	10.1	11.8	11.6	0.94
大和	826.00	8.6	10.3	11.0	1.32
平均		10.3	10.4	10.1	1.05

来源: bloomberg, 注: 价格采用当地货币, 2014 年 4 月 9 日收盘价

公司背景

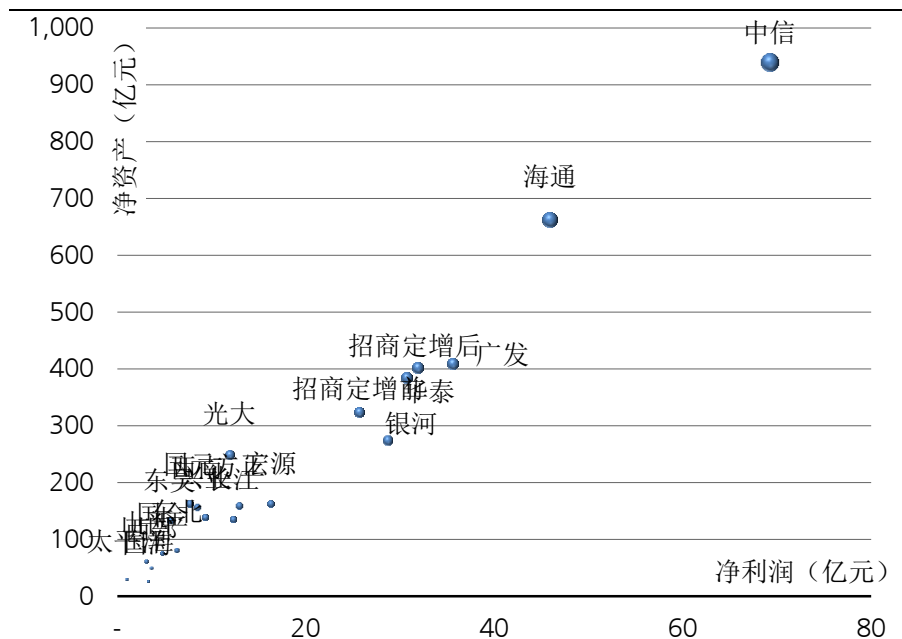
海通证券是我国成立最早的证券公司之一，其前身为 1988 年成立的上海海通证券公司，是交通银行上海分行的全资子公司。1994 年改制为海通证券有限公司，2002 年进一步整体变更为股份有限公司。2007 年 7 月公司通过借壳都市股份在上交所上市，2012 年 4 月通过 IPO 在香港联交所上市。

公司总资产和净资产连续 5 年居国内证券行业第二位，拥有境内外近 220 家营业部（截至 2013 年中期）、400 万零售客户和超过 1 万个机构客户及高端客户，客户资产规模近万亿元。

公司股权结构较为分散，直接持有公司 3% 以上的 A 股股东共有四家，分别是光明食品（集团）、上海海烟投资、上海电气（集团）和申能（集团），其中光明食品（集团）、上海电气（集团）和申能（集团）均为上海市国资委旗下企业。

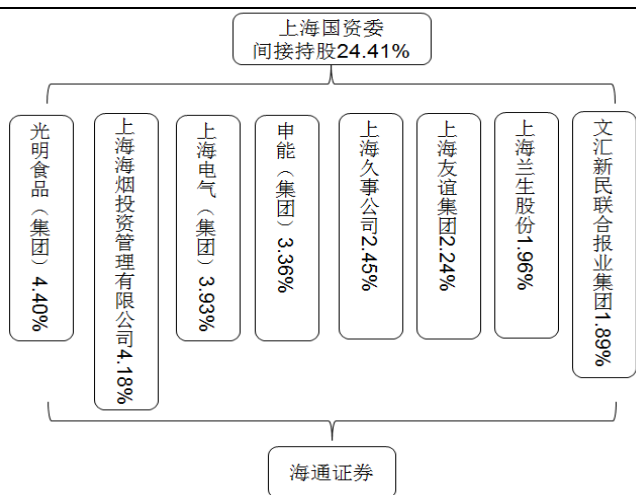
海通证券目前有 8 个主要子公司分别为：海通证券资管（资管子公司）、海通创新投资（另类投资子公司）、海富通基金和富国基金（基金公司）、海富产业投资基金和海通开元投资（直投业务）、海通期货（期货子公司）、海通国际控股（海外业务、跨境业务）。此外，海通国际全资收购恒信金融集团（融资租赁业务）2014 年 1 月已获中国证监会和上海金融办批复。

图表 63: 海通证券在行业竞争格局所处地位 (2014E)



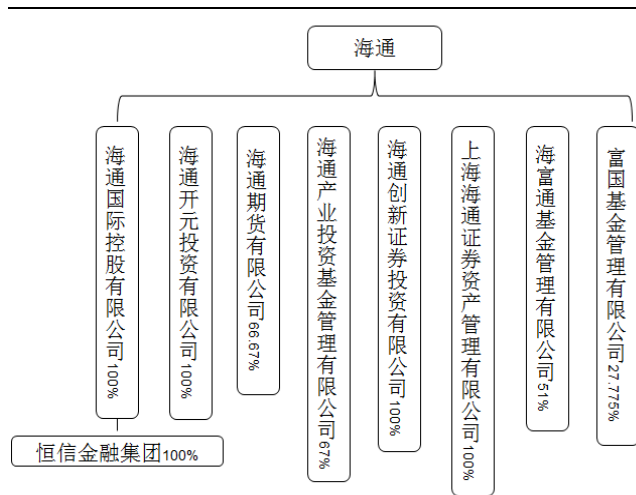
来源: 公司公告, WIND, 瑞银证券估算。注: 中信、海通、西南采用瑞银证券估算, 其他公司采用 WIND 市场一致预期 EPS 或 BVPS*股本

图表 64: 海通证券股权分布较分散 (2013)



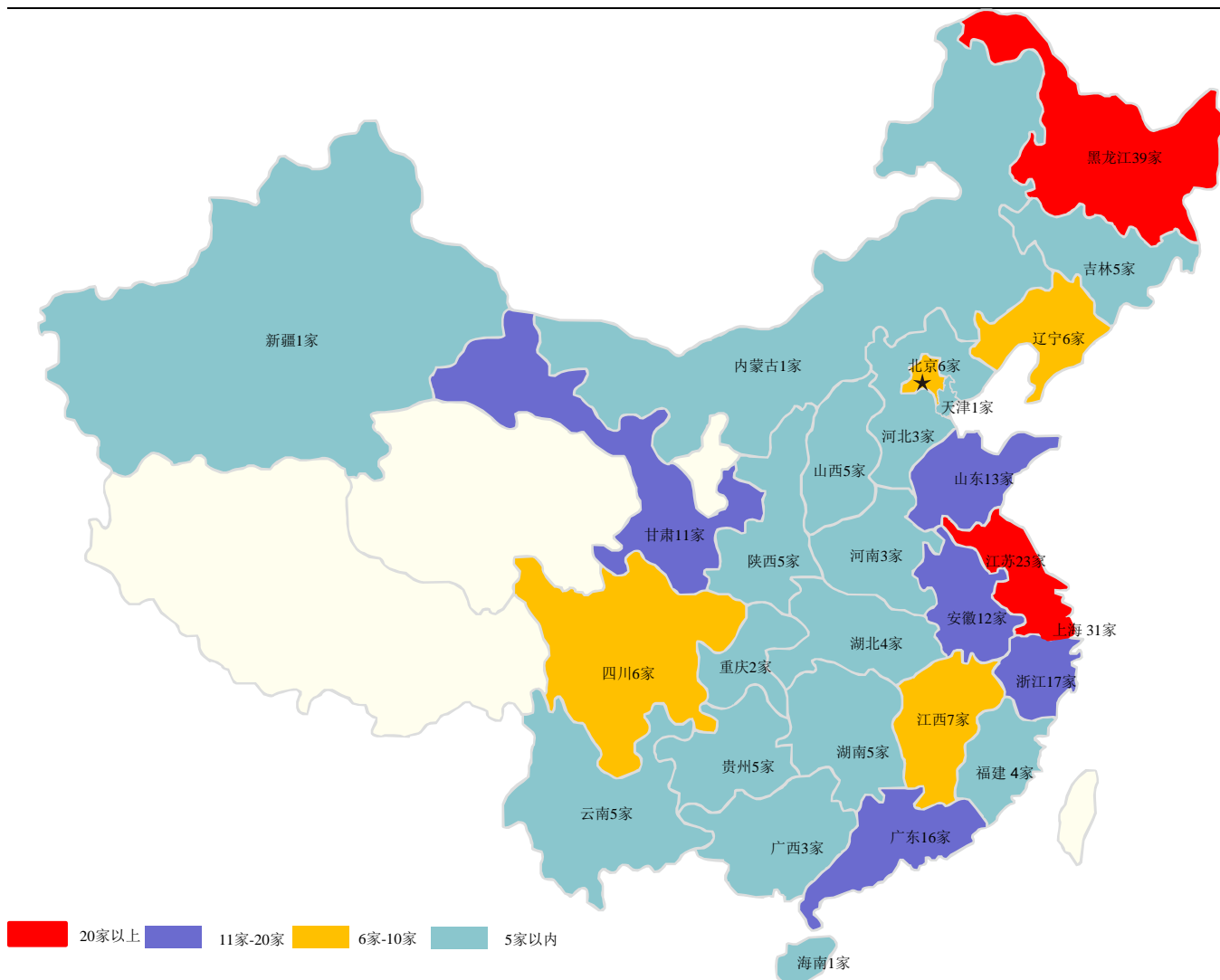
来源: 公司公告

图表 65: 海通证券旗下子公司 (2013)



来源: 公司公告

图表 66: 海通证券营业网点分布 (2013)



来源: 公司公告, 瑞银证券

海通证券 (600837.SS)

	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
损益表(Rmb 百万)										
净利息收入	2,093	2,124	2,084	2,275	9.1	2,979	31.0	3,517	4,020	4,452
非利息收入总额	7,249	7,042	8,218	10,504	27.8	12,388	17.9	13,548	14,782	16,071
总盈利	9,342	9,166	10,302	12,779	24.0	15,367	20.3	17,065	18,803	20,523
现金支出总额	(4,439)	(4,114)	(4,826)	(6,011)	-24.6	(7,256)	-20.7	(8,073)	(8,911)	(9,739)
折旧前营业利润	4,903	5,052	5,477	6,768	23.6	8,111	19.8	8,992	9,892	10,783
折旧和摊销(除商誉)	(168)	(168)	(157)	(169)	-8.1	(170)	-0.2	(170)	(170)	(170)
拨备前营业利润	4,735	4,884	5,320	6,599	24.0	7,941	20.3	8,821	9,722	10,613
总拨备	(508)	(823)	18	0	-	0	-	0	0	0
拨备后营业利润	4,227	4,061	5,338	6,599	23.6	7,941	20.3	8,821	9,722	10,613
来自联营及合资公司的利润(税前)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他税前项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润 (UBS)	4,227	4,061	5,338	6,599	23.6	7,941	20.3	8,821	9,722	10,613
例外项目 (包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前列利润	4,227	4,061	5,338	6,599	23.6	7,941	20.3	8,821	9,722	10,613
税项	(1,018)	(875)	(1,174)	(1,470)	-25.3	(1,767)	-20.1	(1,961)	(2,161)	(2,358)
税后利润	3,209	3,186	4,164	5,128	23.2	6,175	20.4	6,860	7,561	8,256
股息(优先)	73	66	117	85	-27.2	89	5.0	94	99	103
优先股股息	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
少数股东权益	(179)	(215)	(246)	(143)	41.8	(148)	-3.4	(154)	(161)	(168)
净利润(本地 GAAP)	3,103	3,038	4,035	5,070	25.7	6,116	20.6	6,800	7,499	8,191
净利润(不计优先股股息)	3,103	3,038	4,035	5,070	25.7	6,116	20.6	6,800	7,499	8,191
净利润(UBS)	3,103	3,038	4,035	5,070	25.7	6,116	20.6	6,800	7,499	8,191
每股(Rmb)										
每股收益(本地 GAAP, 基本)	0.38	0.33	0.42	0.53	25.7	0.64	20.6	0.71	0.78	0.85
每股收益(UBS 稀释后)	0.38	0.33	0.42	0.53	25.7	0.64	20.6	0.71	0.78	0.85
拨备前营业利润(稀释后)	0.58	0.53	0.56	0.69	24.0	0.83	20.3	0.92	1.01	1.11
每股股息净值	0.15	0.12	0.12	0.15	25.0	0.18	20.0	0.21	0.23	0.25
每股账面价值	5.47	6.12	6.42	6.85	6.8	7.36	7.5	7.91	8.50	9.15
每股账面价值(UBS)	5.47	6.12	6.42	6.85	6.8	7.36	7.5	7.91	8.50	9.15
资产负债表(Rmb 百万)										
银行资产(年底)	98,876	126,482	169,124	193,981	14.7	214,473	10.6	230,476	246,013	262,225
银行资产(平均)	107,145	112,679	147,803	181,552	22.8	204,227	12.5	222,474	238,244	254,119
总资产(年底)	98,876	126,482	169,124	193,981	14.7	214,473	10.6	230,476	246,013	262,225
风险加权资产 (RWA) (年底)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
风险加权资产 (RWA) (平均)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
客户贷款	4,124	7,049	24,586	42,752	73.9	57,855	35.3	69,980	81,737	93,014
客户贷款(平均)	2,447	5,587	15,818	33,669	112.9	50,303	49.4	63,918	75,859	87,376
生息资产(平均)	53,514	79,530	99,591	105,456	5.9	109,906	4.2	112,816	115,611	119,538
客户存款	34,815	33,688	37,965	38,725	2.0	39,499	2.0	40,289	41,095	41,917
普通股权益(年底)	45,042	58,680	61,507	65,678	6.8	70,572	7.5	75,846	81,508	87,689
普通股权益(平均)	44,755	51,861	60,093	63,592	5.8	68,125	7.1	73,209	78,677	84,599
股东资金总额(股权、优先股及少数股 权)(年底)	46,611	60,431	64,105	68,348	6.6	73,316	7.3	78,666	84,410	90,675
股东资金总额(股权、优先股及少数股 权)(平均)	46,114	53,521	62,268	66,226	6.4	70,832	7.0	75,991	81,538	87,542
有形资产净值	46,611	60,431	64,105	68,348	6.6	73,316	7.3	78,666	84,410	90,675
Balance sheet structure (%)										
贷款/银行资产(年底)	4.2	5.6	14.5	22.0	51.6	27.0	22.4	30.4	33.2	35.5
存款/银行资产(年底)	35.2	26.6	22.4	20.0	-11.1	18.4	-7.7	17.5	16.7	16.0
存贷比	11.8	20.9	64.8	110.4	70.5	146.5	32.7	173.7	198.9	221.9
股东资金总额/银行资产(年底)	47.1	47.8	37.9	35.2	-7.0	34.2	-3.0	34.1	34.3	34.6

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

海通证券 (600837.SS)

	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
资本充足率 (Rmb 百万)								
一级资本	0	0	0	0	0	0	0	0
总资本	0	0	0	0	0	0	0	0
风险加权资产 (RWA) (年底)	0	0	0	0	0	0	0	0
核心资本(一级资本)充足率%	-	-	-	-	-	-	-	-
一级资本充足率%	-	-	-	-	-	-	-	-
总资本充足率%	-	-	-	-	-	-	-	-
有形权益	45,042	58,680	61,507	65,678	70,572	75,846	81,508	87,689
权益对资产比率%	45.6	46.4	36.4	33.9	32.9	32.9	33.1	33.4
有形权益对有形资产比率%	45.6	46.4	36.4	33.9	32.9	32.9	33.1	33.4
资产质量 (Rmb 百万)								
不良资产	0	0	0	0	0	0	0	0
风险准备金总额	0	0	0	0	0	0	0	0
不良贷款率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
拨备覆盖率	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
拨备: 平均贷款余额	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
不良资产净值与股东资金比率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
盈利能力								
净息差(平均资产)	1.95	1.88	1.41	1.25	1.46	1.58	1.69	1.75
拨备与营业利润比率	10.7	16.8	(0.3)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股东权益回报率(UBS 盈利)	6.9	5.9	6.7	8.0	9.0	9.3	9.5	9.7
经调整的资产收益率	6.9	5.9	6.7	8.0	9.0	9.3	9.5	9.7
风险加权资产收益率 (UBS 经调整)	-	-	-	-	-	-	-	-
资产收益率	3.00	2.83	2.82	2.82	3.02	3.08	3.17	3.25
生产率								
成本收入比	49.3	46.7	48.4	48.4	48.3	48.3	48.3	48.3
成本与平均资产比率	4.30	3.80	3.37	3.40	3.64	3.71	3.81	3.90
薪酬费用比	32.9	30.5	33.0	25.6	22.1	20.7	19.0	17.7
增长率(%)								
营业收入	-5.1	-1.9	12.4	24.0	20.3	11.1	10.2	9.1
拨备前营业利润	-3.5	3.2	8.9	24.0	20.3	11.1	10.2	9.2
净利润 (UBS)	-15.8	-2.1	32.8	25.7	20.6	11.2	10.3	9.2
每股股息净值	0.0	-20.0	0.0	25.0	20.0	16.7	9.5	8.7
总资产(年底)	-14.3	27.9	33.7	14.7	10.6	7.5	6.7	6.6
客户贷款	435.9	70.9	248.8	73.9	35.3	21.0	16.8	13.8
客户存款	-42.6	-3.2	12.7	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Value (x)								
市值/收入	7.9	9.1	10.1	7.2	6.0	5.4	4.9	4.5
市值/存款	2.1	2.5	2.7	2.4	2.3	2.3	2.2	2.2
股价/拨备前营业利润(稀释后)	15.6	17.4	20.2	14.1	11.7	10.5	9.6	8.8
市盈率(本地 GAAP, 基本)	23.8	28.0	26.6	18.3	15.2	13.7	12.4	11.4
市盈率 (UBS, 稀释后)	23.8	28.0	26.6	18.3	15.2	13.7	12.4	11.4
净股息收益率(%)	1.7	1.3	1.1	1.5	1.9	2.2	2.4	2.6
市净率	1.6	1.5	1.7	1.4	1.3	1.2	1.1	1.1
市净率(UBS)	1.6	1.5	1.7	1.4	1.3	1.2	1.1	1.1

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

预测回报率

预测股价涨幅	+20.3%
预测股息收益率	1.6%
预测股票回报率	+21.9%
市场回报率假设	9.5%
预测超额回报率	+12.4%

风险声明

我们认为公司股价下行的风险主要包括：市场波动风险、政策不达预期、经纪业务下滑、业绩低于预期等。尤其业绩低于预期风险，海通 2013 年中期净利润一度达到行业首位，市场对公司业绩预期普遍乐观。我们认为公司加杠杆晚于同类公司，未来财务成本可能较高。此外，固定收益市场持续低迷的市场环境下，公司投资收益可能下滑，资管子公司持有的劣后端产品浮亏可能扩大或被迫兑现，故而公司存在业绩低于预期的风险。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

分析师声明：每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银 12 个月评级	定义	覆盖 ¹	投资银行服务 ²
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	47%	33%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	42%	34%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	23%
瑞银短期评级	定义	覆盖 ³	投资银行服务 ⁴
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2014 年 03 月 31 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

主要定义 **预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）：** 分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

例外和特殊案例 英国和欧洲投资基金的评级和定义： **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：潘 洪文；崔 晓雁。

涉及报告中提及的公司的披露

公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
中信证券 ¹⁶	600030.SS	买入	不适用	Rmb11.27	2014 年 04 月 08 日
海通证券 ^{2, 4, 5, 16}	600837.SS	未予评级	不适用	Rmb9.81	2014 年 04 月 08 日

资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

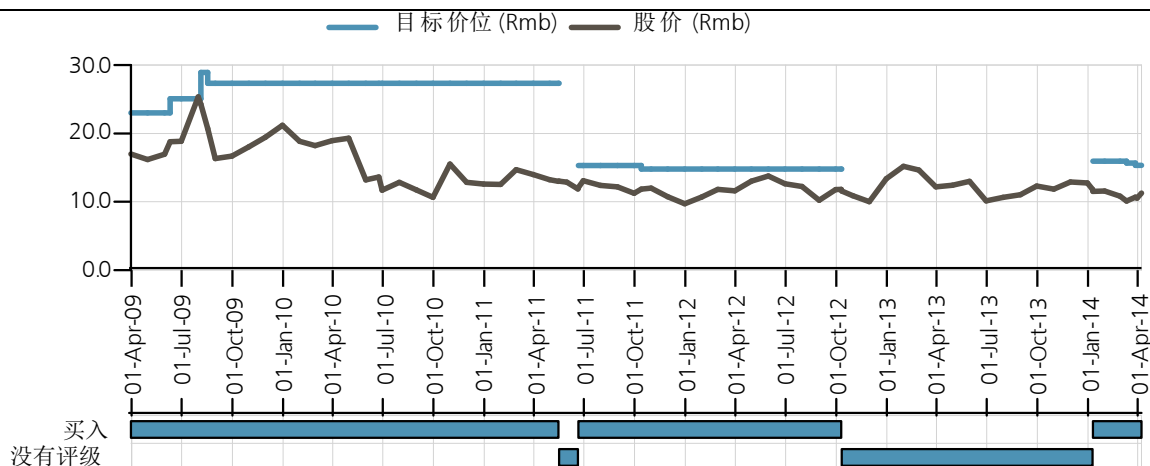
本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

2. 在过去的 12 个月里，UBS AG, 其关联单位或子公司曾担任该公司/实体或其关联单位证券发行或配售的经办人/联席经办人、承销商或证券配售代理。
4. 在过去的 12 个月里，UBS AG, 其关联单位或子公司在对该公司/实体的投资银行业务中取得过报酬。

5. 在今后的 3 个月里, UBS AG, 其关联单位或分支机构预期或试图在投资银行服务方面从该公司/实体得到报酬。
 16. UBS Securities (Hong Kong) Limited 是这家公司在香港上市股票的做市商。

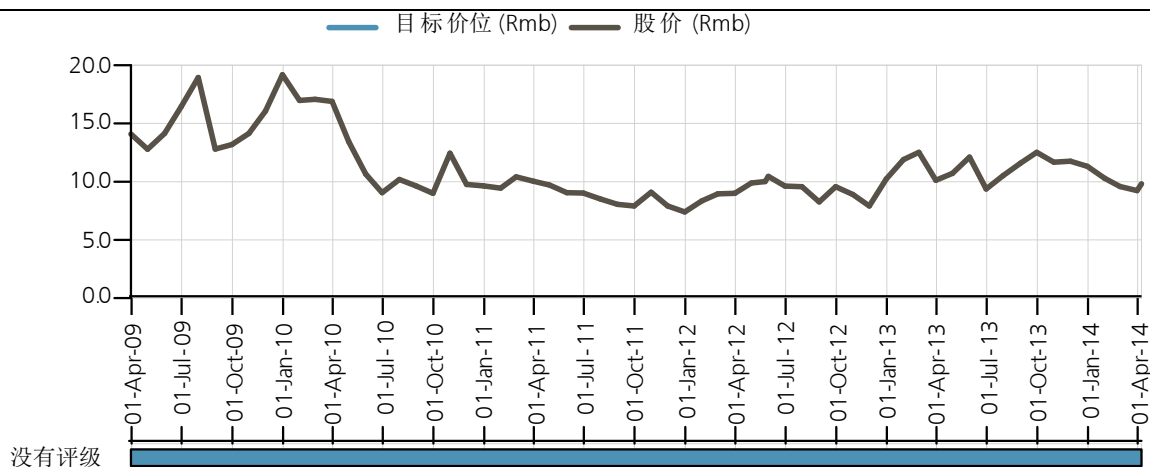
除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

中信证券 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 4 月 8 日

海通证券 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 4 月 8 日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值,亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区： 除非在此特别申明，本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。**法国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国审慎监管局（ACP）和金融市场管理局（AMF）监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。**德国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局（BaFin）监管。**西班牙：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会（CNMV）监管。**土耳其：** 由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》（法律编号：6362）规定颁发的许可。因此，在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其他涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是，根据第 32 号法令第 15 (d) (ii) 条之规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。**波兰：** 由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分发。**俄罗斯：** 由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士：** 仅由 UBS AG 向机构投资者分发。**意大利：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会（CONSOB）监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非：** 由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。**以色列：** 本文件由 UBS Limited 分发，UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局（ISA）监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格投资者”，任何其他人士不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯：** 本文件由瑞银集团（及/或其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia（瑞银集团子公司）的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号 1010257812，注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。**美国：** 由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构--UBS Financial Services Inc. 分发。UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（“非美国关联机构”）仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。**加拿大：** 由 UBS Securities Canada Inc. 或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西：** 除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发。居住在美国的合格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港：** 由 UBS Securities Asia Limited 分发。**新加坡：** 由 UBS Securities Pte. Ltd. (mca) (p) 107/09/2013 和 Co. Reg. No.: 198500648C] 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd.，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本：** 由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 仅向机构投资者分发。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制，则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发布者。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。**澳大利亚：** 1) 由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）和/或 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法 761G 条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。2) UBS Wealth Management Australia Ltd 的客户：此声明由 UBS Wealth Management Australia Ltd. 分发。UBS Wealth Management Australia Ltd ABN 50 005 311 937（澳大利亚金融服务执照号：231127）Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000 的客户。本文仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。由此本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应咨询独立顾问、并考量任何其他相关文件（包括任何产品披露声明）。UBS AG 被授权在澳大利亚提供与外汇合约有关的金融产品建议，因此 UBS AG 负责给出所有外汇及汇率方面的一般建议。**新西兰：** 由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议，它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜：** 由 UBS AG Dubai Branch 分发，仅供专业客户使用，不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国：** 由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚：** 本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x) 于马来西亚分发。**印度：** Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码: +912261556000 SEBI 注册号: NSE 现金交易: INB230951431, NSE 期货与期权: INF230951431; BSE 现金交易: INB010951437.

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2014 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

