

首次覆盖

华泰证券

传统业务具备明显竞争优势，估值明显低估

通过外延式扩张快速崛起，彰显管理层战略远见与资本运作实力

华泰证券前身为江苏省证券公司，2005-09年公司抓住行业重组的机遇，完成收购亚洲证券、信泰证券、联合证券；2010年公司成功IPO上市。公司通过一系列的资本运作快速崛起，营业收入从2004年行业19名快速升至2009年末行业第4名，彰显公司优异战略远见和资本运作能力的体现。

公司传统业务具备明显竞争优势，是中国最大的经纪商

公司传统业务具备明显竞争优势。公司2014.1H经纪份额达6.91%，是中国最大经纪商。公司采取低价策略、利用IT系统优势并结合互联网方式快速转型，经纪份额重回第一、收入占比快速下降，转型成效初现；公司投行进步明显，并购业务优势突出、收入位居行业第二；资管业务优势明显，集合资管规模行业第二、收入占比高，南方基金、华泰柏瑞基金投资收益贡献稳定。

创新业务布局全面，但盈利持续增长或面临挑战

融资融券业务是公司第二大收入来源、收入占比高，但竞争加剧下信用交易佣金率快速下降、市场份额持续下滑。公司股权质押业务规模位居行业第四，但主要借助第三方资金、对业绩贡献低。公司创新子公司布局相对全面，但盈利贡献依然偏低。

估值：首次覆盖给予“买入”评级，目标价 10.51 元

我们预计公司2014-16年EPS分别为0.51元/0.60元/0.68元，基于分部估值法得出公司目标价10.51元，对应2014-16年P/E 20.6/17.6/15.4倍，对应2014年P/B 1.56x。公司创新业务盈利的高增长面临挑战，但考虑到目前估值较低（2014年P/B 1.28x）、我们认为股价下行风险较小，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 **Rmb10.51**
 之前: -

股价 **Rmb8.66**

路透代码: 601688.SS 彭博代码 601688 CH

交易数据和主要指标

52周股价波动范围 Rmb9.67-7.27

市值 Rmb48.5十亿/US\$7.90十亿

已发行股本 5,600百万(ORDA)

流通股比例 38%

日均成交量(千股) 42,972

日均成交额(Rmb百万) Rmb361.4

普通股股东权益(12/14E) Rmb37.8十亿

市净率(12/14E) 1.3x

一级资本充足率 -

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	%	市场预测
12/14E	-	0.51	-	0.45
12/15E	-	0.60	-	0.53
12/16E	-	0.68	-	0.67

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	6,230	5,883	7,167	8,711	9,939	11,128	12,077	12,748
税前利润	2,254	1,914	2,718	3,552	4,172	4,799	5,218	5,511
净利润(本地GAAP)	1,784	1,616	2,212	2,858	3,339	3,824	4,146	4,368
净利润(UBS)	1,784	1,616	2,212	2,858	3,339	3,824	4,146	4,368
一级资本充足率%	-	-	-	-	-	-	-	-
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.32	0.29	0.39	0.51	0.60	0.68	0.74	0.78
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)	5.4	4.8	6.3	7.8	8.6	9.2	9.4	9.3
股价/拨备前营业利润(稀释后)	27.4	24.5	18.0	12.8	11.0	9.6	8.8	8.4
市净率	2.0	1.5	1.5	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0
市净率(UBS)	2.0	1.5	1.5	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0
市盈率(UBS, 稀释后)	37.3	32.5	23.8	17.0	14.5	12.7	11.7	11.1
净股息收益率(%)	1.3	1.6	1.6	2.1	2.5	2.9	3.2	3.5

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09月18日15时26分的股价(Rmb8.66)得出。

投资主题

华泰证券

投资理由

华泰证券前身为 1991 年成立江苏省证券公司，公司通过收购亚洲证券、信泰证券、联合证券快速崛起成为一家全国性、国内领先的大型证券公司。

公司传统业务具备明显竞争优势，经纪业务通过低价策略和快速转型市场份额重回第一，收入占比快速下降、转型成效初现；公司投行业务进步明显，并购业务优势突出、顾问收入位居行业第二；资管业务优势明显，集合资管规模行业第二、收入占比高。公司创新业务布局全面，但盈利持续增长或面临一定挑战。

我们预计公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.51 元/0.60 元/0.68 元，基于分部估值法得出公司目标价 10.51 元，对应 2014-16 年 P/E 20.6/17.6/15.4 倍，对应 2014 年 P/B 1.56x。尽管公司创新业务盈利增速面临一定挑战，但考虑到目前估值较低、股价下行风险较小，首次覆盖给予“买入”评级。

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 0.57 元/0.68 元/0.79 元。基于分部估值法推导得出每股估值 11.75 元。

悲观情景

假设股市持续低迷，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 年净利润 EPS 分别为 0.41 元/0.48 元/0.55 元。基于分部估值法推导得出每股估值 7.38 元。

近期催化剂

面对竞争加剧市场环境，华泰证券采取低佣金策略、积极向互联网转型，若 2014 年下半年公司经纪份额增长超预期，则为公司股价正面催化剂；

公司低价策略获取较多客户，若价格敏感型的客户被其他更低佣金率券商吸引走，导致公司市场份额下降，对公司股价是负面催化剂；

2014 年上半年公司第四、第五、第六大股东减持，若 2014 年下半和 2015 年公司股东进一步减持，则公司股价存在一定下行风险。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb10.51

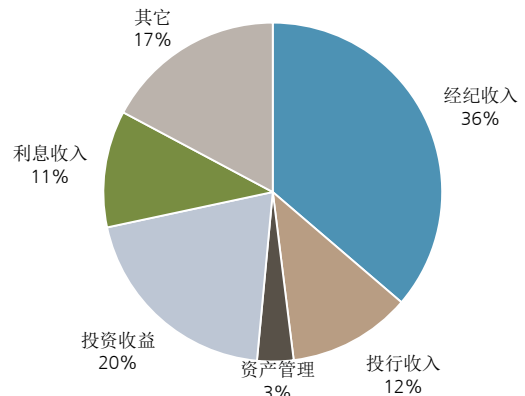
公司简介

华泰证券前身为成立于 1991 年 4 月 9 日的江苏省证券公司，2010 年 2 月上海证券交易所上市。公司总部设在南京，经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券承销与保荐、证券自营、证券资产管理、代办非上市股份公司股份转让、与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问、融资融券、证券投资基金代销和为期货公司提供中间介绍业务等。

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。我们预计新的盈利模式下行业杠杆率将逐步提升，从而推动行业 ROE 持续增长。目前，一方面行业发展的空间已经全面打开；另一方面行业竞争日趋激烈，行业竞争格局可能根本性改变。我们认为随着业务范围扩大和净资本管制的进一步放松，证券行业创新正迎来一轮新的快速发展，短期看好资本中介业务的快速成长。

华泰证券收入构成 (2014.1H)



来源: 公司公告, 瑞银证券

华泰证券简要损益表 (亿元)

损益表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	58.8	71.7	87.1	99.4	111.3
营业支出	37.7	42.5	49.2	55.2	60.6
营业利润	21.2	29.2	37.9	44.2	50.6
所得税	4.6	6.7	8.7	10.1	11.6
净利润	16.6	22.7	29.4	34.3	39.3
归属母公司净利润	16.2	22.1	28.6	33.4	38.2

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	5
敏感性分析.....	6
风险分析	7
竞争分析	7
行业吸引力评估	7
竞争优势	11
管理层策略.....	15
传统业务具备明显竞争优势，经纪转型效果初现	16
经纪快速转型且转型效果初现，但持续效果有待检验	16
投行业务进步明显，并购实力居行业第二	19
自营业务原为公司短板，公司加大转型力度.....	21
努力打造资产管理业务综合平台，资管优势明显、收入占比高.....	24
创新业务布局全面，但盈利持续增长或面临挑战	25
融资融券初期表现优异，但竞争加剧下盈利增长或面临挑战	25
股权质押主要借助第三方资金，规模大但业绩贡献低	28
创新子公司布局相对全面，但盈利贡献依然偏低.....	29
完成 60 亿元次级债发行，短期资本充足率较充足	30
财务状况和盈利预测	31
利润表.....	31
资产负债表.....	33
估值	34
分部估值法推导得出目标价 10.51 元.....	34
可比公司估值	36
公司背景	37

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

华泰证券前身为 1991 年成立江苏省证券公司，公司通过收购亚洲证券、信泰证券、联合证券快速崛起成为一家全国性的、国内领先的大型证券公司。2010-2014 年公司连续获评 A 类 AA 级券商。

通过外延式扩张快速崛起，彰显管理层战略远见与资本运作实力

2005-09 年公司抓住行业重组机遇，完成收购亚洲证券、信泰证券、联合证券；2010 年公司成功 IPO 上市。公司通过一系列资本运作快速崛起，营业收入从 2004 年行业 19 名快速升至 2009 年末第 4 名。我们认为公司快速崛起成长路径正是公司战略远见和资本运作能力体现。

公司传统业务具备明显竞争优势，是中国最大的经纪商

- **中国最大的经纪商，经纪转型成效初现。**2014 年上半年公司经纪份额达 6.91%、市场份额排名第一，是中国最大经纪商。公司领先经纪份额和位居前列营业网点为公司积累大量客户，客户资源优势成为公司核心竞争力。公司在营销策略采取超低的价格策略、利用 IT 技术结合互联网方式快速获取增量客户、与互联网企业深度合作，这使得公司 2014.1H 经纪份额快速提升至行业第一，同时佣金率快速降低至行业最低水平，经纪收入占比由去年同期 53% 降至 36%、结构显著优化，经纪业务转型成效初现。
- **投行业务进步明显，并购实力居行业第二。**公司建立全方位、多元化的全业务链大投行体系，并提早布局大力拓展并购重组业务、再融资业务、债券承销业务等，不断优化业务结构，投行业务进步明显。公司并购团队核心人员保持稳定、机制较为市场化，并长期专注并购重组，创新能力强。公司并购实力最新居行业第二，2011-13 年公司并购业务收入分别 0.92 亿元、1.35 亿元和 1.46 亿元，行业排名分别第 4 位、第 3 位和第 2 位。
- **努力打造资产管理业务综合平台，资管优势明显、收入占比高。**公司努力打造满足客户多元投融资需求的资产管理业务综合平台。截止 2014 年上半年末，公司管理资产规模在行业内排名第二，仅次于国泰君安；受益于公司集合、定向与专项资管业务的快速发展，今年上半年资产管理业务收入占比 7.8%，明显高于行业平均水平。控股南方基金、华泰柏瑞基金投资收益贡献稳定。

公司创新业务布局全面，但盈利持续增长面临挑战

融资融券业务已成为公司第二大收入来源、收入占比高；但随着竞争加剧，公司融资融券业未来盈利持续增长可能面临挑战：一是行业信用交易佣金率大幅下降导致佣金收入下降，二是融资融券市场份额持续下滑。公司股权质押业务规模位居行业第四，但主要是第三方资金，规模大但对业绩贡献低。此外，公司创新子公司布局相对全面，尤其直投业务布局不断加快，但盈利贡献依然偏低。

考虑到估值水平较低，首次覆盖给予“买入”评级，目标价 10.51 元

我们预计公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.51 元/0.60 元/0.68 元，基于分部估值法得出公司目标价 10.51 元，对应 2014 年 P/B 1.56x。尽管公司创新业务盈利增速可能面临挑战，但考虑到目前估值较低（2014 年 P/B 1.28x）、我们认为股价下行风险较小，首次覆盖给予“买入”评级。

风险

我们认为公司股价下行风险主要包括：非现场开户放开、互联网技术应用以及轻型营业部不断新增导致经纪业务竞争加剧，市场份额可能持续下滑或佣金率中长期内持续下滑的风险；若流动性紧张导致融资成本快速上升，导致融资融券、股权质押等资本中介业务利差下降，从而导致业绩贡献低于预期的风险；创新失败导致声誉受损、客户流失、诉讼、监管处罚等风险；证券市场投资收益波动、市场交易持续低迷等风险。

估值和推导我们目标价的基础

我们首次覆盖华泰证券，预计公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.51 元/0.60 元/0.68 元；2014-16 年 BVPS 6.74 元/7.17 元/7.64 元，ROE 7.8%/8.6%/9.2%。

考虑到不同类型业务的增长前景差别较大，我们使用分部估值法，将公司业务分为传统业务、资本中介业务和资本投资三类。我们单独预测各业务收入、利润和净资产，使用相对估值法分别进行估值，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。

基于分部估值法，我们推导得出华泰合理市值为 589 亿元，对应每股价值 10.51 元。

图表 1: 华泰证券分部估值表（亿元）

	2014E	2015E	2016E	备注
传统业务				
净收入	50	57	65	经纪佣金+投行收入+资管收入+传统息差+买入返售利息收入
估算利润	17	19	21	
P/E 倍数	11	11	11	给予经纪业务 10xP/E，给予投行、资管 12xP/E
业务价值	179	200	226	利润*P/E
资本中介业务				
净收入	18	21	21	（融资融券+股权质押+约定购回）利息收入-短融公司债等利息成本
估算利润	7	8	8	
P/E 倍数	32	28	25	考虑到资本中介业务正处于快速成长中，因此我们在不同的时期给予不同的 P/E 倍数，但未来随着资本中介业务增速逐步放缓，我们相应降低 P/E 倍数
业务价值	221	225	203	利润*P/E
资本投资业务				
净投资收益	13	15	18	投资收益-联营合营+公允价值变动-直投收益-出售子公司收益
估算利润	4	5	6	
P/E 倍数	10	10	10	
业务价值	40	46	57	利润*P/E+出售子公司
子公司价值小计	149	160	171	
合理市值	589			传统业务+资本中介业务+投资业务+子公司
每股价值（元）	10.51			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 高于市场一致预期 7%、8%和 4%。我们预测华泰 2014-16 年 EPS 分别为 0.51 元、0.60 元、0.68 元，较 WIND 市场一致预期分别高 7%、8%、及 4%。我们的盈利预测高于市场一致预期，一方面是我们看好公司向互联网金融转型，经纪份额快速增长、经纪收入企稳回升；另一方面是我们看好并购、资管、融资融券等公司优势业务未来业绩贡献。

图表 2: 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	8,452	8,711	3%
	净利润	2,682	2,858	7%
	EPS (元)	0.48	0.51	7%
2015E	营业收入	9,445	9,939	5%
	净利润	3,088	3,339	8%
	EPS (元)	0.55	0.60	8%
2016E	营业收入	10,530	11,128	6%
	净利润	3,664	3,824	4%
	EPS (元)	0.65	0.68	4%

来源: WIND, 瑞银证券估算

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: 经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 3.1%。

图表 3: 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%	-9.3%	-6.2%	-3.1%	0.0%	3.1%	6.2%	9.3%
-2%	-9.7%	-6.7%	-3.6%	-0.6%	2.4%	5.4%	8.5%
-5%	-10.4%	-7.4%	-4.5%	-1.5%	1.4%	4.3%	7.3%
-8%	-11.0%	-8.2%	-5.3%	-2.5%	0.4%	3.2%	6.1%
-10%	-11.4%	-8.7%	-5.9%	-3.1%	-0.3%	2.5%	5.3%
-15%	-12.5%	-9.9%	-7.3%	-4.6%	-2.0%	0.6%	3.2%
-20%	-13.6%	-11.1%	-8.7%	-6.2%	-3.7%	-1.2%	1.2%

来源: 瑞银证券估算

投资业务: 经测算权益类产品 (股票) 投资收益率每变动 10%, 公司 2014 年预测净利润变动 0.3%; 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 0.8%。

图表 4: 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

债券投资收益率变动 \ 股票投资收益率变动	股票投资收益率变动						
	-30%	-20%	-10%	0.0%	10%	20%	30%
-30%	-3.4%	-3.0%	-2.7%	-2.4%	-2.1%	-1.8%	-1.5%
-20%	-2.6%	-2.2%	-1.9%	-1.6%	-1.3%	-1.0%	-0.7%
-10%	-1.8%	-1.4%	-1.1%	-0.8%	-0.5%	-0.2%	0.1%
0.0%	-0.9%	-0.6%	-0.3%	0.0%	0.3%	0.6%	0.9%
10%	-0.1%	0.2%	0.5%	0.8%	1.1%	1.4%	1.8%
20%	0.7%	1.0%	1.3%	1.6%	1.9%	2.2%	2.6%
30%	1.5%	1.8%	2.1%	2.4%	2.7%	3.0%	3.4%

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：

- **市场波动风险：**华泰证券营业收入和净利润与股票市场、债券市场相关性较高。资本市场受多方面因素影响波动性较大，从而公司经营业绩也可能随之波动，呈现较大的周期性。
- **经纪收入下滑风险：**华泰经纪收入占比较高，2014 年以来互联网金融对证券行业经纪业务产生了一定的冲击效应，我们预期未来证券行业竞争将持续加剧，公司经纪业务的市场份额与佣金率均面临一定的下滑风险。
- **创新业务利差缩小的风险：**华泰证券债务规模扩张较快，若流动性紧张导致融资成本快速上升，则创新业务利差可能缩小的风险，从而对公司业绩形成一定压力；
- **创新业务失败风险：**公司还存在创新业务业绩不达预期，或创新失败带来的客户流失、声誉受损、监管处罚等风险。
- **股东减持风险：**2013 年以来公司前十大股东持股解禁，其中 2014 年上半年公司第四、第五、第六大股东分别出现不同数量的减持，若 2014 年下半年和 2015 年公司股东进一步减持，则对公司股价存在一定下行风险。

竞争分析

行业吸引力评估

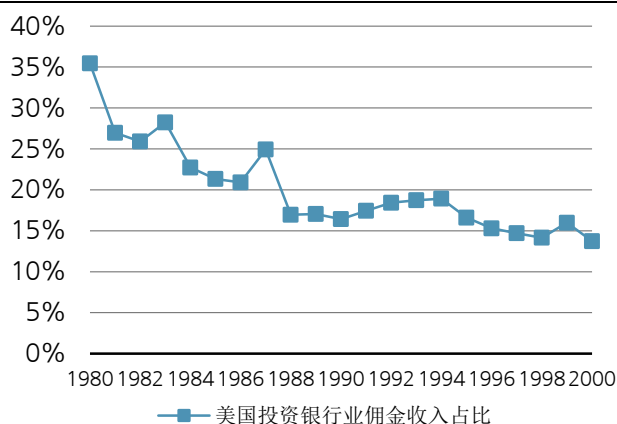
竞争加剧下经纪承压、投行有望受益于 IPO 重启

经纪佣金率逐步下滑，但市场可能高估了佣金率下滑对上市券商经纪收入的影响。2014 年 2 月国金“佣金宝”的推出标志着证券行业佣金战再次启动。尽管 2014 年 4 月 25 日证监会下发《关于进一步规范证券经纪业务活动有关事项的通知》，从佣金率自律管理、严禁低于成本佣金率等方面重申、细化对经纪业务的监管。但考虑到网点新设和非现场开户放开、互联网技术应用及最低佣金率指导线可能被打破等因素，我们认为中长期看行业佣金率将保持逐步降低的趋势。我们预期 2014 年行业平均佣金率降幅为 20%左右，但市场担忧的“价格战不断升级下佣金率将出现非常大幅度下降”的情况发生的可能性较小。

根据证券业协会 2014 年上半年证券公司经营数据，上半年证券行业经纪收入共 321.03 亿元，我们由此推算 2014 年上半年证券行业平均佣金率为 0.0709%，较 2013 年平均佣金率 0.0796% 下滑 10.9%。

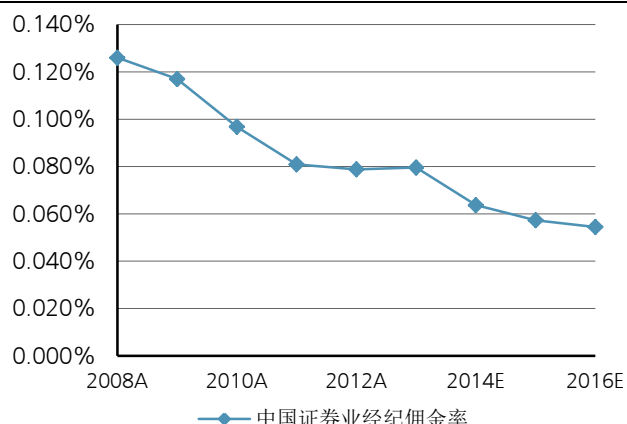
从上市券商经纪收入来看，虽然 2014 年上半年上市券商平均佣金率较上年全年下滑 11.1%，但受益于经纪份额提升，融资融券佣金增长等因素，2014 上半年经纪收入同比仅下滑 2.3%。我们认为市场高估了佣金率下滑对上市券商经纪收入的影响。

图表 5: 美国投行佣金收入占比长期维持在 15-20%



来源: 上交所统计年鉴, 瑞银证券

图表 6: 预期 2014 年中国证券业经纪佣金率降幅约 20%



来源: 中国证券业协会、WIND, 瑞银证券估算

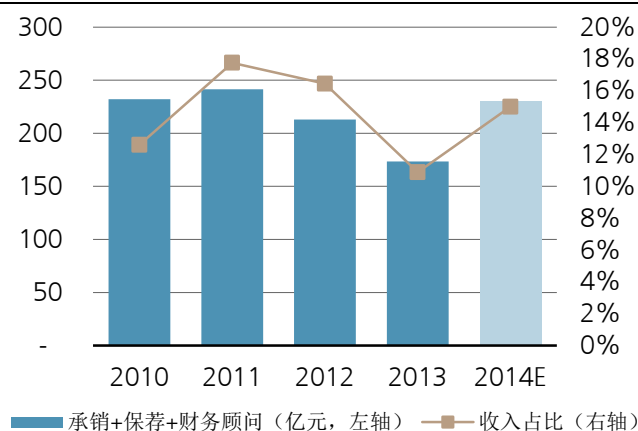
投行业务 2014 年有望受益于 IPO 重启, 业务趋于多元, 收入占比有望回升。

中国证券投行业务主要包括股债保荐和承销以及企业改制、并购重组的财务顾问业务等。其中 IPO 承销是投行收入主要来源。2013 年受 IPO 暂停影响, 证券业投行收入 (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%。2013 年 11 月 IPO 已重启, 我们预计 2014 年受益于 IPO 承销收入增加, 投行收入占比有望回升至 15% 以上。

2012 年以来随着 IPO 的暂停和放缓, 投行业务也在不断谋求转型, 投行收入趋于多元化。2012 年以来再融资承销、债券承销及并购业务财务顾问等成为投行业务的重点发展方向。2013 年再融资、债券承销和财务顾问收入分别较 2011 年增长了 103%、51%、76%。此外, 新三板 2013 年 12 月正式扩容至全国, 考虑到中小企业融资需求旺盛且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。

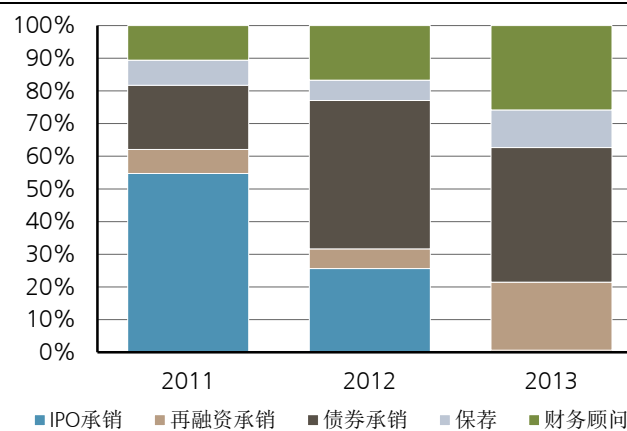
综上所述, 我们认为 IPO 重启和业务的多元化发展将成为驱动投行收入快速回升并持续增长的主动动力。

图表 7: 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

图表 8: 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

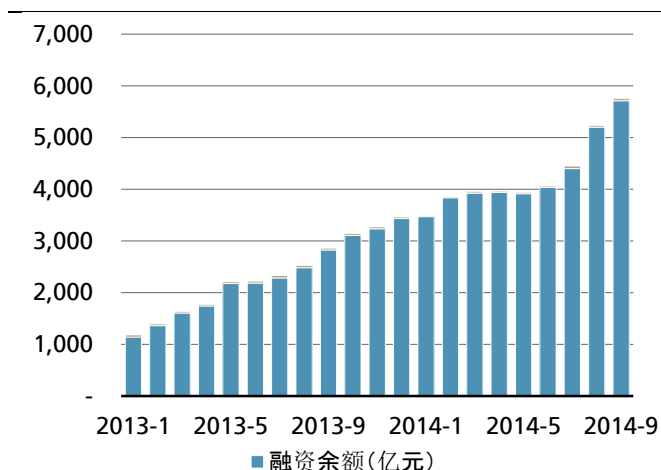
创新业务快速发展，看好资本中介业务

融资融券全面铺开，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 年末融资融券余额已达 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融资融券收入占比预计已达 15% 以上。截至 2014 年 6 月末融资融券余额 4,064 亿元，较 2013 年末余额增长 17%；2014 年上半年融资融券利息收入 163.34 亿元，占比 17.56%，相比去年同期 66.87 亿元同比+144.26%。目前，开展融资融券业务的证券公司已达 86 家，占中国全牌照券商家数的 88%，占中国经纪份额的 98.27%。

股权质押快速增长之中。2013 年 6 月 24 日证券公司股权质押业务正式展业。受益于场内交易、T+1 到账、费率较低等优点，证券公司股权质押业务发展很快，2013 年已占据股权质押市场份额的 25%，其中 12 月份单月市场份额达到 46%。截止 2014 年 6 月末，证券公司接受质押股票市值 4,056 亿元，较 2013 年末金额增长 101%；截至 2014 年上半年，证券公司股票质押式回购待回购交易金额为 1,811.54 亿元，较去年末增长 129.27%。考虑到证券公司开展股权质押业务的业务优势、制度优势，我们认为股权质押业务有望成为融资融券之后，证券行业又一快速增长并业绩贡献显著的创新业务。

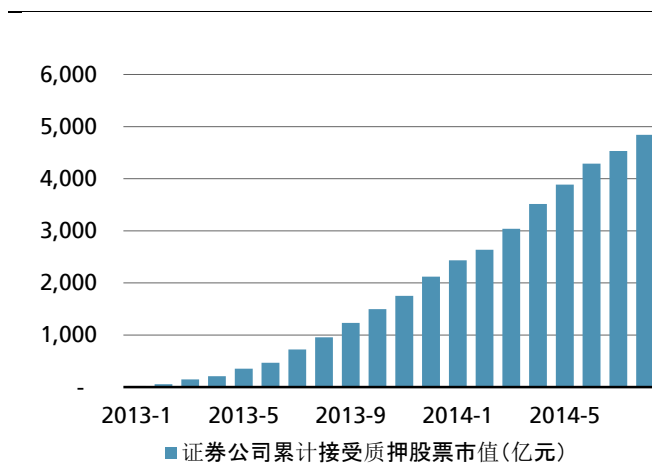
预期资本中介业务将保持高增长，但资金瓶颈值得关注。目前市场的融资以及多样化交易需求非常旺盛，我们认为未来 1-3 年融资融券、股权质押等资本中介业务仍将高速增长。然而在资本中介业务高速增长的同时，证券公司的资金供给成为最大的瓶颈。虽然 2012 年开始整个行业通过短期融资券、公司债等方式加杠杆，或通过资产管理发产品等方式多渠道融资，但随着资本中介业务规模的持续扩大，资金瓶颈的制约作用愈发突显，我们期待监管机构不断拓宽新的融资渠道。

图表 9: 2013 年以来证券行业融资融券余额



来源: WIND, 注: 数据截止 2014 年 9 月 16 日

图表 10: 2013 年以来证券公司接受质押股票市值



来源: WIND, 注: 数据截止 2014 年 8 月末

看好 2014 年证券行业业绩高增长

证券行业上半年净利润同比增长 32%，增速超出市场预期。证券业协会发布 2014 年上半年证券公司经营数据，117 家证券公司上半年实现营业收入 930.30 亿元、同比增长 18.5%；净利润 323.49 亿元、同比增长 32.2%，显

示行业盈利增长非常强劲。我们认为在互联网金融冲击、新一轮佣金战开启的大背景下，证券行业上半年净利润实现同比增长 32%，业绩增速超预期。

图表 11: 2014 年上半年证券行业经营数据与去年同期比较

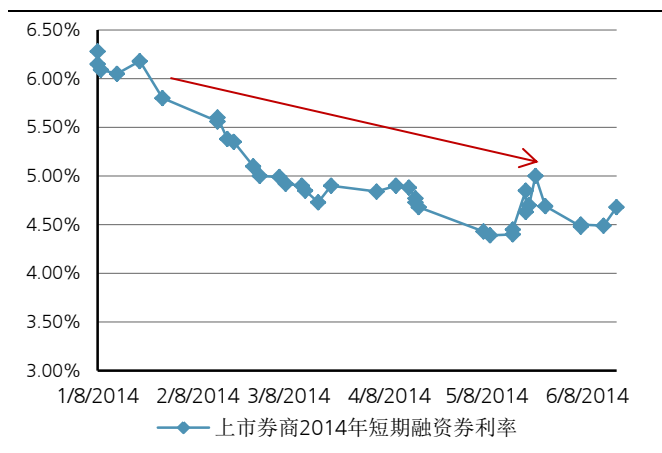
	金额				收入结构		
	2014.1H	2013.1H	变动额	同比	2014.1H	2013.1H	同比变动
营业收入	930.3	785.3	145.0	18.5%			
经纪收入	321.0	340.5	(19.4)	-5.7%	34.5%	43.4%	-8.8%
投行收入	131.6	82.8	48.8	58.9%	14.1%	10.5%	3.6%
资产管理业务净收入	47.0	28.8	18.2	63.3%	5.1%	3.7%	1.4%
投资收益+公允价值变动	269.9	209.4	60.5	28.9%	29.0%	26.7%	2.3%
融资融券利息收入	163.3	66.9	96.5	144.3%	17.6%	8.5%	9.0%
其他收入	(2.6)	56.9	(59.4)	-104.5%	-0.3%	7.2%	-7.5%
净利润	323.5	244.7		32.2%			
总资产	24,500	18,700		31.0%			
净资产	8,105	7,172		13.0%			
净资本	5,676	5,009		13.3%			
有效杠杆率	2.23	1.81					

来源: 中国证券业协会

创新、投资与投行成为 2014 年上半年盈利增长三大驱动因素，重申看好 2014 年全年证券行业业绩高增长的观点。从 2014 年上半年收入增长的贡献来看，融资融券利息、投资收益和投行收入是营业收入增长的主要来源，分别同比增长 144.3%、28.9%和 58.9%，与我们此前判断一致（详见《2014 年下半年投资策略：业绩增速料将加快，可以更乐观一些》：“我们预计 2014 年业绩增长的主要驱动因素包括 IPO 重启驱动投行收入快速增加、规模高增长+融资成本降低驱动资本中介业务收入增长。”）。展望 2014 年下半年，我们认为证券行业盈利增长的三大驱动因素有望持续，且经纪收入有超预期可能。我们重申看好 2014 年证券行业业绩高增长的观点。

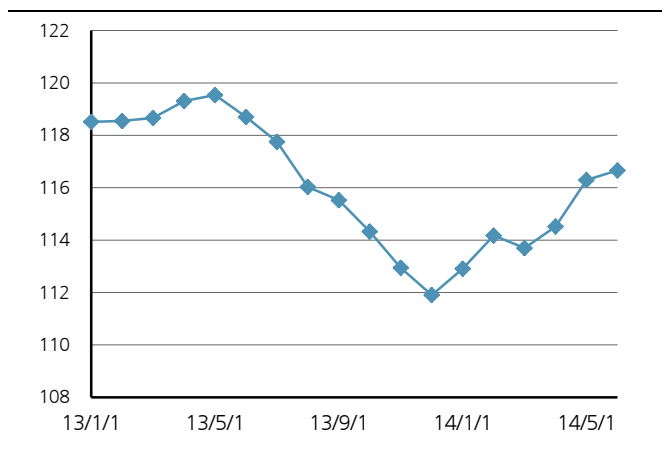
市场持续回暖，券商弹性值得关注。2014 年 7 月以来，证券市场持续回暖，7 月日均成交额回升至 2400 亿元以上、8 月更突破 3000 亿元、9 月第一周突破 3800 亿元、第二周突破 4000 亿元，成交量连创新高。此外，融资融券标的券数量再次扩容，同时考虑到融资融券交易规则修订即将实施，以及市场持续回暖对融资融券业务的促进作用，我们认为融资融券业务规模增速有望显著超出市场预期。市场持续回暖环境下，我们认为证券公司经纪、自营以及融资融券业务弹性显现，有望驱动 2014 年下半年证券行业净利润增速超出市场预期。

图表 12: 2014 年以来上市券商短期融资券利率



来源: 公司公告

图表 13: 中债全价指数 2013 年以来走势



来源: WIND

竞争优势

通过并购快速崛起，彰显管理层战略远见与资本运作实力

通过外延式扩张快速崛起，彰显公司战略远见和资本运作实力。华泰证券前身为成立于 1991 年的江苏省证券公司，属于区域型证券公司。2005-09 年公司抓住行业重组的机遇，完成收购亚洲证券、信泰证券、联合证券；2010 年公司成功 IPO 上市。公司通过一系列的资本运作快速崛起，营业收入从 2004 年行业 19 名¹快速升至 2009 年末行业第 4 名。

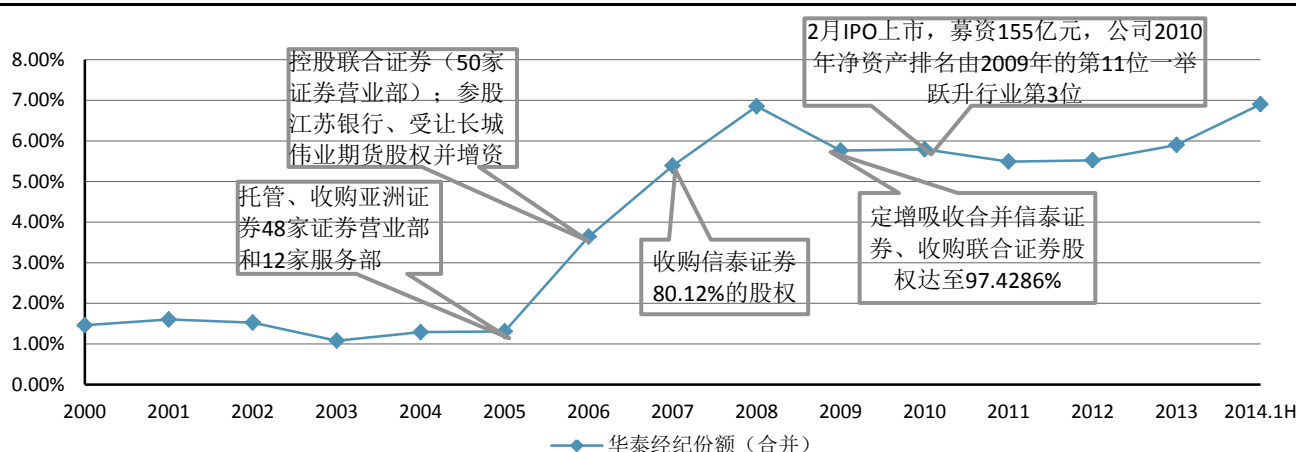
- 2005 年托管、收购亚洲证券 48 家证券营业部和 12 家服务部；
- 2006 年控股联合证券，同年参股江苏银行、受让长城伟业期货股权并增资；
- 2007 年收购信泰证券 80.12% 的股权；
- 2009 年通过定向发行股份等方式吸收合并信泰证券、收购联合证券股权达至 97.4286%；
- 2010 年 2 月成功 IPO 上市，募资 155 亿元，公司 2010 年净资产行业排名由 2009 年的第 11 位一举跃升行业第 3 位。

我们认为公司快速崛起的发展路径不同于国内大多数证券公司，一是公司初期跨越式发展几乎完全靠外延式收购快速做大，二是公司由一家相对较小的券商（34 个营业部）通过多次收购较大型券商（亚洲证券 48 家营业部和 12 家服务部，联合证券 50 家营业部）做大。

因此，我们认为公司快速崛起的成长路径正是公司优异战略远见和资本运作能力的体现。

¹ 根据中国证券业协会数据，2004 年华泰证券营业收入 2.6 亿、第 19 名，联合证券营业收入 3.7 亿、第 12 名

图表 14: 华泰证券依靠外延式扩张快速崛起



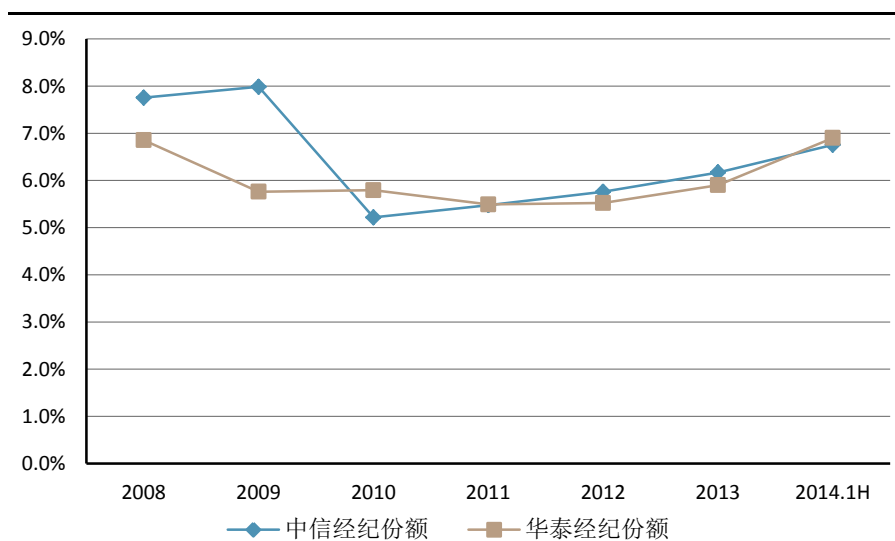
来源: 公司公告

中国最大的经纪商，客户资源优势是公司核心竞争力

外延式并购跨越式发展，铸就经纪业务领先地位。公司经纪业务的发展路径主要是通过一系列外延式并购快速做大，通过托管、并购亚洲证券（48家营业部+12家服务部）、联合证券（50家营业部）和信泰证券（23家营业部），华泰营业网点由34家一跃增至167家，经纪份额由2004年的1.3%快速提升至2008年的6.85%。2008-09年华泰证券经纪份额（合并口径）仅次于中信证券（合并口径），位居行业内第二位。2010年中信证券出售中信建投之后，华泰经纪份额提升至行业首位。

借力互联网、深化转型、采取低价策略，经纪份额大幅回升至行业首位。在整合信泰证券、联合证券过程中，由于各方内部管理制度、客户服务方式等存在差异，出现一定客户流失。2009-11年公司经纪份额连续下滑，2011年公司经纪份额被中信证券反超。2011年9月公司与华泰联合“进一步整合”重新划分业务范围，经纪业务由之前的“划江而治”变更为统归华泰证券母公司管理。公司经纪业务策略上，一方面重新整合渠道资源、团队资源和客户资源，另一方面通过扩张营业网点、大力向互联网转型、主动降低佣金率（率先采取“足不出户、万三开户”的低价策略），这使得公司经纪份额快速上升。尤其2013年下半年以来，公司坚定不移推进互联网营销、大券商中率先挑起佣金战、优化客户结构，经纪份额提升较快。2014年上半年，公司经纪份额达到6.91%，再次超越中信，重新站到行业首位。

图表 15: 华泰与中信经纪份额变化趋势比较



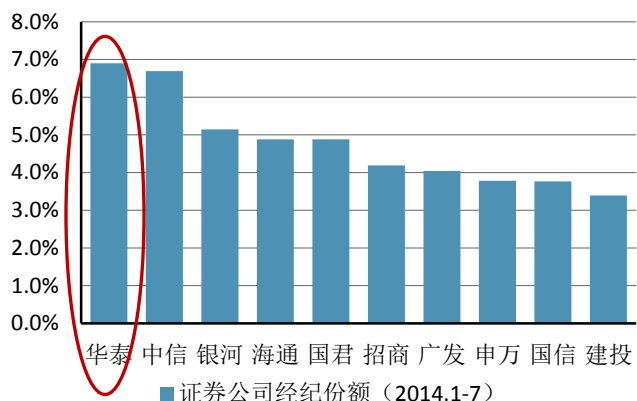
来源: WIND

客户资源优势是公司核心竞争力。客户是金融企业的核心资源，是公司各项业务发展的源泉，为未来拓展新业务收入奠定了坚实基础。我们认为公司最为领先的经纪份额和位居前列的营业网点为公司积累了大量优质客户，而客户资源优势成为公司最为核心的竞争力，为未来拓展信用类业务、财富管理、资产管理、代销金融产品等创新业务提供了巨大发展空间。公司客户资源优势主要体现在：

- 公司托管市值和客户保证金在行业内居前，客户资源具备显著优势：**华泰证券最新经纪份额居行业首位，截至 2014 年上半年末，公司托管证券市值 1.01 万亿元，行业排名第 4 位，仅次于中信（1.69 万亿元）、银河（1.65 万亿元）、国泰君安（1.01 万亿元），居行业领先水平；公司客户保证金余额 343 亿元，位居行业前列，高于同类公司中的招商（307 亿元）和光大（212 亿元），仅低于中信（498 亿元）、海通（429 亿元）和广发（355 亿元）。丰厚的客户积累为公司融资融券、财富管理、资产管理、代销金融产品等创新业务提供了广阔的发展空间。
- 营业网点优势：**截至 2014 年上半年末，华泰证券共有营业网点 267 家，其中证券网点 234 家、期货网点 32 家、香港子公司网点 1 家。公司网点众多，覆盖全国 30 个省市自治区，形成了较为完善的业务网络，且主要集中在经济较为发达的珠三角、长三角、环渤海。截至 2014 年上半年末，华泰网点数量仅次于银河证券（298 家）、海通证券（252 家）、广发证券（248 家），高于中信（224 家）、光大（151 家）、招商（146 家）等同类²大型上市券商公司。

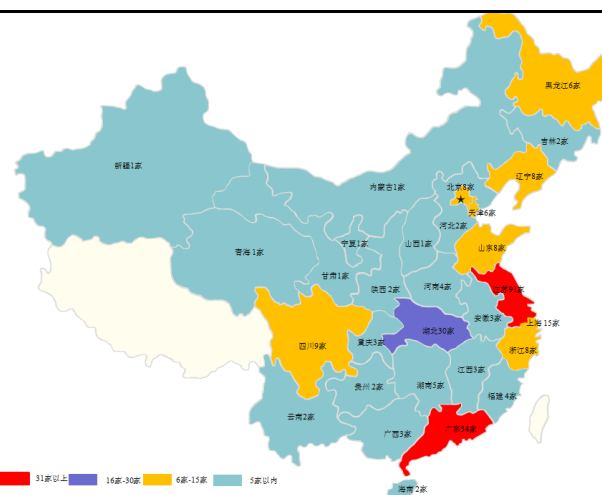
²华泰证券同类公司为 5 家上市大型证券公司，包括中信、海通、广发、光大和招商

图表 16: 华泰经纪份额居行业首位 (2014 年 1-7 月)



来源: WIND

图表 17: 华泰营业网点布局全国 (2014.1H)



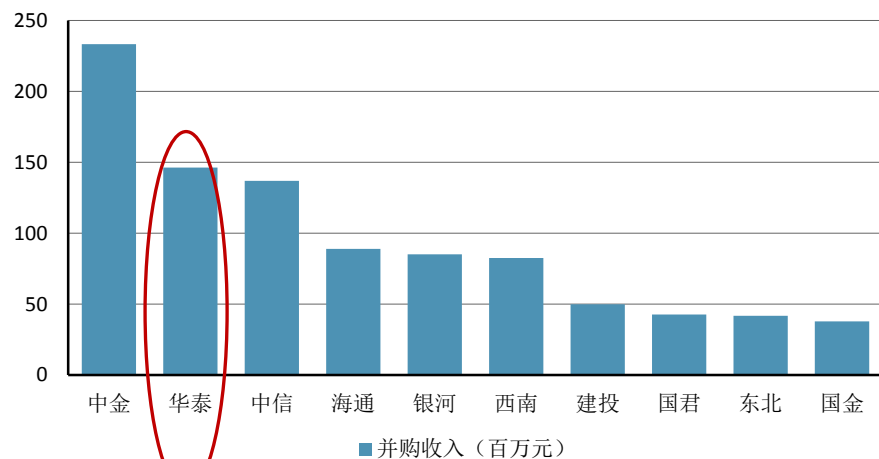
来源: 公司公告

并购团队经验丰富、创新能力强，并购业务实力居行业第二

公司并购业务实力较强，2011 年以来一直位居行业前列。2011 年以来公司并购重组财务顾问收入一直处于行业前五，且收入金额与行业排名逐年提升。根据中国证券业协会数据，2011-13 年公司并购业务分别实现收入 0.92 亿元、1.35 亿元和 1.46 亿元，行业排名分别为第 4 位、第 3 位和第 2 位。2014 年上半年，公司主导完成并购重组业务项目 9 个，项目数量位居行业首位。

公司并购团队经验丰富、专业扎实且创新能力强。公司并购团队始建于 2004 年，多年来核心人员保持稳定。公司长期专注并购业务，并购团队即使在 2009-2011 年大量 IPO 涌现的时候，依然坚持专攻并购重组。此外，华泰联合现任总裁刘晓丹兼任证监会并购重组委员会委员。凭借扎实的专业技能、多年的并购经验和持之以恒专注于并购业务，公司并购团队在市场上赢得了良好的口碑。2011 年，公司主导完成成立思辰收购友网科技（创业板首家并购案例）；2014 年公司在申银万国证券与宏源证券的合并中打破了以往以控股合并为主的母子架构模式，设计出“控股集团+证券子公司”的独特双层架构。

图表 18: 证券行业并购收入前十大证券公司(2013)



来源: 中国证券业协会

积极探索并购新模式、向风险型投行转变，创新能力强。公司并购业务正在探索由单一收取财务顾问费的模式向风险型投行（即通过自有资本介入参与交易取得相应收益）转型的模式，体现较强的创新能力。在 2014 年 4 月蓝色光标收购博杰广告的案例中，华泰紫金投资作为独立财务顾问华泰联合证券的关联公司，为博杰广告股东提供过桥贷款 2.3 亿元。这一交易过程中华泰联合（华泰证券的投行子公司）借钱给股东，股东将钱还给标的公司，紫金投资取得相应的资金回报。这是国内投行作为财务顾问为并购提供过桥贷款的首次尝试。2014 年 4 月，公司投资 1.6 亿元设立华泰瑞联并购基金中心（有限合伙），我们预期未来公司将继续探索为并购方提供过桥贷款的模式，同时公司还可能参与股权投资及债务重组、不良资产处置，甚至产权交易。

并购管制正在快速放松，我们看好公司并购业务未来极大发展潜力。中国并购市场空间十分广阔，2013 年中国并购市场交易额已连续 4 年仅次于美国，居于全球第二位。监管层面也在积极推进并购市场化。2014 年 3 月份国务院印发的《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》中从行政审批、交易机制、金融支持等各方面推进企业并购市场化。2014 年 5 月新“国九条”中也鲜明提出“鼓励市场化并购重组”。考虑并购管制的放松以及国有企业改革和混合所有制探索，我们看好中国并购市场的发展前景。同时，我们认为并购业务是投资银行的高端业务，也是国际投行的重要收入来源。华泰证券并购业务起步较早、人才储备丰富，在行业内具备一定的专业优势，同时公司勇于创新、积极探索资本介入型盈利模式，我们看好公司并购业务未来极大的发展潜力。

管理层策略

公司战略：“投行为龙头，财富管理为基础，资产管理和投资为两翼”的全业务链战略。公司始终秉承“高效、诚信、稳健、创新”的核心价值观，坚持“以客户服务为中心、以客户需求为导向、以客户满意为目的”的经营理念，坚持“投行业务为龙头，财富管理业务为基础，资产管理和投资为两翼”的全业务链发展战略。2012 年以来公司持续深化业务转型，一方面大力推动业务创新、并在融资融券、资产管理等业务中迅速做大规模；另一方面公司加快传统业务转型力度，从通道模式向更为持续健康的模式转型。

经纪业务转型策略：采取低佣金策略，利用信息技术优势、积极拥抱互联网。经纪业务是公司最为重要、也是最具优势的业务。公司经纪业务转型较早，转型的策略是以客户为导向，向财富管理转型、做全业务链，改变以往单纯依赖佣金的传统模式。2013 年公司在大型券商中率先推出“足不出户、万三开户”营销活动，2014 年 4 月与网易签署战略合作协议。2014 年以来公司主动探索和实践互联网金融模式，与互联网企业签署战略合作协议，打造开放式第三方金融信息与交易服务平台，逐步实现线上线下双向有机融合，为公司业务转型发展与创新提供强大支持。由于公司在营销策略采取超低的价格策略、利用 IT 技术结合互联网方式快速获取增量客户、与互联网企业的深度合作，这使得公司 2014 年中期经纪份额快速提升至行业第一。

投行业务发展策略：全方位、多元化发展，打造全业务链投行体系。2011 年投行业务进一步整合以来，公司建立了全方位、多元化的全业务链大投行体系。同时，公司提早布局，大力拓展并购重组业务、再融资业务、债券承销业务等，不断优化业务结构。公司积极探索并购新模式、向风险型投行转变。

公司并购业务正在探索由单一收取财务顾问费的模式向风险型投行（即通过自有资本介入参与交易取得相应收益）转型的模式，体现较强的创新能力。由于公司长期专注并购重组、核心人员保持稳定且机制较为市场化，这使得公司并购业务实力尤为突出，2013年末并购业务收入位居行业第二。

传统业务具备明显竞争优势，经纪转型效果初现

经纪快速转型且转型效果初现，但持续效果有待检验

经纪业务客户定位：坚持不放弃中低端客户，向高净值和机构客户提供财富管理服务。从公司客户结构来看，中低端客户占比非常高，因此公司在经纪业务客户定位上“坚持不放弃中低端客户”。但公司对中低端客户的服务手段正在进行一些调整，从以前“主要靠网点和客户经理”转向“通过互联网去服务”，利用好营业部平台，向高净值客户和机构客户提供财富管理服务。因此，公司在营业部人员结构方面进行调整，以前是简单服务散户，现在转向进行全业务链的财富管理服务；公司营业部逐步转型成展业平台和综合经营平台，不仅仅做经纪业务，还做融资融券、股权质押、投行、资管、新三板等全业务链。

公司管理层具备移动通讯和 IT 背景，对信息系统的重视程度超出同行。与其他证券公司高管多出身金融行业不同，公司总裁兼党委书记周易有较长的移动通讯和 IT 行业从业经验。2006年进入华泰之前曾先后任职于江苏移动、江苏贝尔、南京欣网讯视科技等信息技术公司。因此，公司管理层非常重视 IT 系统，提出“信息技术先行”策略。

公司较早投入 IT 系统，坚持“信息技术先行”、“得互联网者得天下”策略。华泰证券非常重视信息技术系统的投入和利用互联网来改善客户体验，这也是“以客户为导向”的必然结果。公司多年来不断加强信息技术系统的建设、运行和维护，是行业内较早对 IT 系统投入大量资金的公司。公司在 2007-2008 年即投入大量资金打造 CRM（客户资源管理系统）系统，将所有客户信息从纸质档案变成电子信息输入 CRM 系统，对客户信息进行深度挖掘，这在行业内较为领先。公司管理层 2010 年鲜明提出“得互联网者得天下”，“信息技术先行”是公司长期以来不变的经营策略。2010 年公司又在行业内率先推出“涨乐财富通”，较早布局手机移动客户端；2014 年“涨乐财富通”推出“手机开户功能”（突出简洁、便利等互联网思维应用）、“融资融券”（可以自动显示每日可融资额度）和“打新股功能”（打新股，一键申购非常便利）。此外，公司还建立了数据中心、产品平台、交易后台、管理平台等，不断提升经营效益和管理效率。

主动拥抱互联网加快经纪转型，同时在大型券商中率先挑起佣金战。由于公司在信息技术方面的持续关注，在证券行业放开网上开户之初，华泰证券管理层较早的意识互联网金融浪潮的到来，并积极采取措施主动拥抱互联网、利用互联网渠道加快经纪业务转型。

2013 年 3 月中登公司发布《证券账户非现场开户实施暂行办法》，允许实行见证开户、网上开户等非现场开户形式，放开了“现场开户”限制。公司管理层意识到“网上开户”对证券公司经纪业务原有竞争模式的颠覆效应。

2013 年，受益于公司信息技术方面的优势，公司先于行业率先大力推广网上开户业务模式。2013 年以来公司采取措施包括：

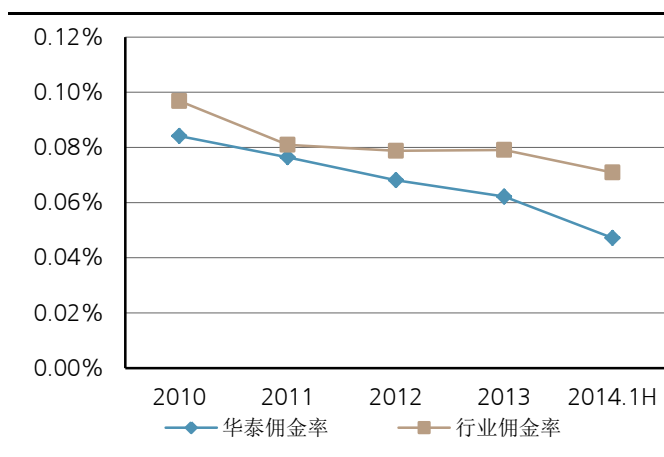
- **率先推出“足不出户、万三开户”的网络营销，在大型券商中率先挑起佣金战。**公司管理层认为“行业佣金水平下滑趋势不可逆转”，因此于 2013 年 10 月推出“足不出户、万三开户”的营销活动，在大型券商中率先挑起价格战，也开启了自身向互联网转型的关键一步。我们认为作为国内经纪业务最大的券商之一，敢于提出万分之三的低佣金策略是非常不容易的，一方面反映了公司管理层敢于顶住压力对经纪业务果断转型，另一方面反应了公司对自身信息系统优势和互联网营销的信心。从转型结果来看，转型不到一年时间，公司在 2014 年上半年末经纪业务市场占有率重新回到第一，体现了公司较强的执行力。
- **注重服务体系打造，对客户进行分层、深挖客户投融资需求。**公司稳步推进应用互联网思维的客户服务体系打造，构建全方位营销服务平台；同时公司对客户进行分层，不断优化客户结构，促进专业投资者、机构客户、个人高净值客户、零售客户四类客户的服务。公司通过客户细分进行差异化服务，对不同客户提供不同的套餐，深度挖掘客户投融资需求和多元化理财需求，努力为客户提供综合而全面的金融产品和服务。
- **与网易展开战略合作。**公司还展开了与互联网企业的深度合作，2014 年 4 月与网易签署战略合作协议，在网易财经页面下增加证券开户入口，引导用户到华泰开户，华泰给予客户万分之三的佣金率及在线咨询、线上和线下金融服务等。
- **注重 O2O（线上和线下并行推进），同时推进转型改革。**从“线上”策略来看，公司比较早意识到智能手机是未来移动互联网趋势，将线下服务推广至线上，进行全方位服务转型。公司今年 3-4 月推出“掌乐财富通”APP 的新功能（手机开户、打新股、融资融券自动显示可融资额），有望打造今后移动互联网的拳头产品；今年 4 月与网易进行深度业务合作，增加客户流量的导入。从“线下”策略来看，公司将线下营业网点的功能向分公司集中、节省运营成本，并对网点存量进行结构调整。公司区域营业网点的功能向分公司集中，正式成立 28 家分公司、筹备 2 家分公司。电脑 IT、文件管理等都归集到分公司，进行集约化管理、节省成本。

低佣金策略下，公司佣金率快速下降。由于公司营业网点主要集中在长三角、珠三角等经济发达地区，公司佣金率一直低于行业平均水平。同时，公司管理层早已认识到“行业中长期佣金水平下滑趋势不可逆转”，2011 年完成并购整合后公司一直以较低的佣金率拓展市场。2013 年监管机构放开非现场开户之后，公司率先推出“足不出户、万三开户”的营销活动，以远低于行业平均（2013 年行业佣金率为 0.0796%）的佣金率 0.03% 吸引客户。

公司在营销策略上一方面采取超低的价格策略，另一方面利用 IT 技术结合互联网方式快速获取增量客户，这使得公司经纪份额快速提升，尽管佣金率也快速降低。

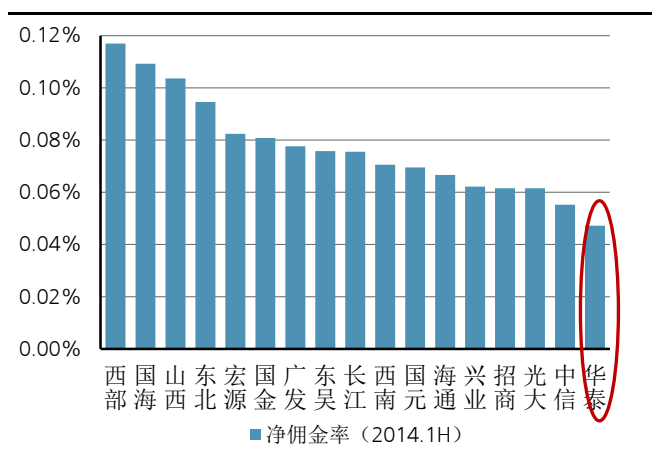
2013 年及 2014 年上半年，公司佣金率下滑幅度远大于行业平均水平。2014 年上半年公司经纪佣金率仅为 0.047%，远低于行业平均水平 0.071%，在上市券商中处于最低位。

图表 19: 2012 年以来华泰佣金率降幅大于行业平均



来源: 公司公告、证券业协会、WIND

图表 20: 华泰佣金率处于上市券商最低位 (2014.1H)

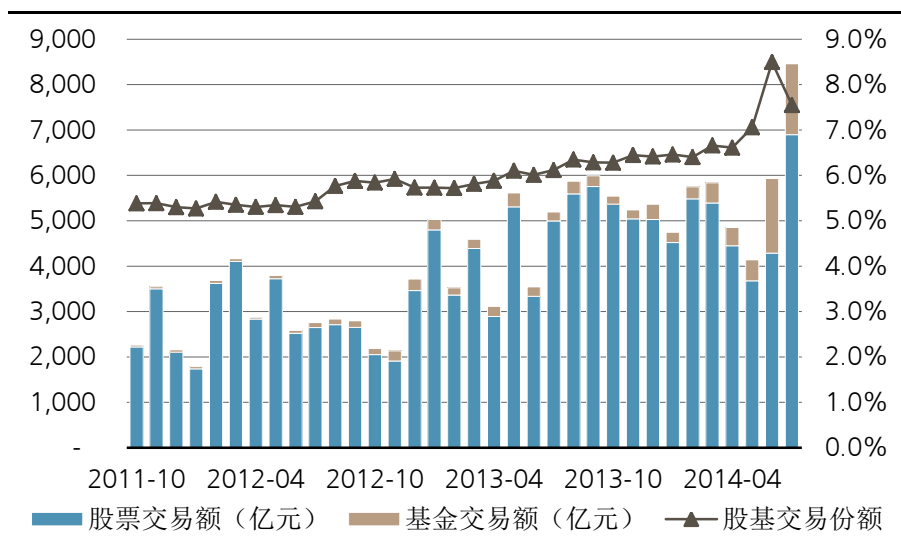


来源: 公司公告、WIND

低价策略取得市场份额快速提升，经纪依赖度显著降低，转型效果初现。

受益于公司主动发起佣金战、加强客户分类、提供综合金融服务，以及一系列借力互联网的营销活动，公司经纪份额 2013 年以来持续提升，2013 年公司经纪份额由 2012 年的 5.52% 提升至 5.90%，2014 年上半年份额达到 6.91%，份额增速不断加快。公司经纪份额快速提升，显示公司积极向互联网转型及主动发起佣金战效果初现。

图表 21: 2011 年 10 月以来华泰证券股基交易额持续提升



来源: WIND

2014 年中期公司经纪业务市场份额由 2013 年末 5.9% 提升至 6.91%、上升了 17%，再次回到行业第一，我们认为在经纪业务竞争显著加剧下这是非常难得的；当然，这也是以佣金率大幅下滑为代价，公司上半年佣金率相比 2013 年下滑 25%，下滑幅度超过行业两倍多。上述二因素导致了公司上半年母公司经纪收入由 15.8 亿降至 14.7 亿，同比下降约 7%。

尽管公司 2014 年上半年经纪收入出现小幅下滑，但考虑到佣金率已处于非常低水平（2014 年上半年公司经纪佣金率仅为 0.047%，远低于行业平均水平

0.071%)以及经纪依赖度大幅下降(2014年上半年公司经纪收入占比由上年全年的53%降至36%),我们认为公司经纪业务转型的阵痛期已过。

尽管部分观点可能认为公司转型后短期公司经纪收入下降,而没有进行低价策略的主要同业经纪收入反而没有下降,是否表明转型效果值得怀疑?但是我们认为佣金率已经大幅低于行业水平的华泰(万分之4.7佣金率)在未来经纪业务竞争加剧中、尤其是佣金率中长期处于下降通道的背景下将更为从容,预计相比主要竞争对手而言佣金率降幅更小,对未来经纪收入影响更小。考虑到公司仅仅以经纪收入下降7%的代价达到“佣金率大幅下降和经纪依赖度大幅下降”,我们认为公司转型在短期内是较有成效的。

转型持续效果仍需时间检验,未来的关键是如何维持市场份额和利用好新客户资源创造收入。公司通过低价策略(万分之三的低佣金率)获取了较多客户(尤其是对价格敏感的中低端客户),大幅提高了公司经纪业务的市场份额至第一名(市场份额由2013年末5.9%提升至2014年中期6.91%)。从转型的效果来看,虽然短期效果初现,但中长期来看,我们认为转型效果仍需时间检验。

我们认为未来的关键有两方面,一是如何维持市场份额,尤其是考虑到价格敏感型的客户亦容易被其他提供更低佣金率(如万分之2.5)的券商吸引走,从而导致公司市场份额下降;二是如何利用好新客户资源、通过创新业务获取收入,尤例如新客户融资融券带来创新收入。

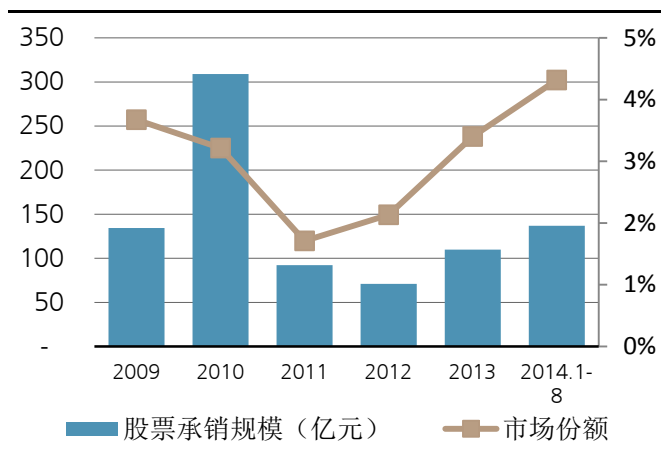
投行业务进步明显,并购实力居行业第二

投行业务经历分工协作、再次整合两个阶段

整合阵痛,2009-11年公司投行业务市场份额持续下滑。华泰证券与华泰联合证券整合之初,在投行业务领域上进行分工,华泰证券负责上交所发行的项目,华泰联合则负责深交所发行的项目。受资源难有效整合、业务领域冲突等原因影响,华泰投行业务(合并口径)2009-11年股、债承销份额持续下滑。2011年公司投行业务市场份额下滑至历史低点,股票承销规模行业排名第18位、债券承销规模行业排名第28位,投行业务成为公司业务短板。

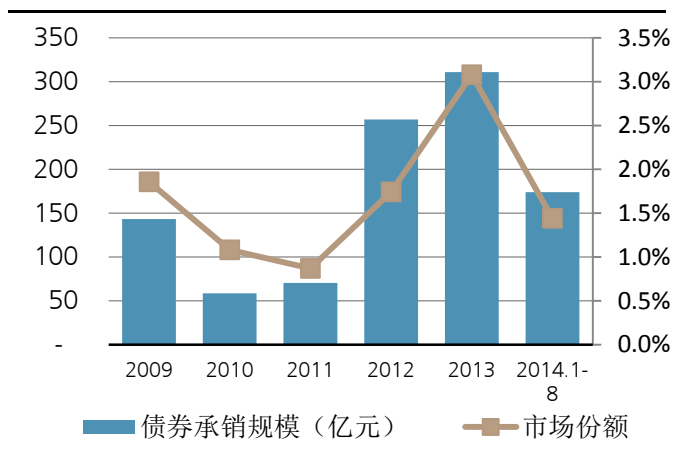
进一步整合,华泰联合成公司专营投行业务的子公司。2011年9月,公司宣布与华泰联合“进一步整合”,投行业务除国债、非金融企业债务融资工具(短融、中票、ABN等)承销外,全部归入华泰联合经营范围。重新整合之后,公司调整管理层团队、调整组织架构,充分发挥资源协同优势,2012年开始公司投行业务市场份额逐年回升。2013年公司股票承销规模排名回升至行业第9位、债券承销规模排名回升至行业第10位。2014年1-8月,公司股票承销排名再进一位至行业第8位,债券承销排名略有波动,降至行业第18位。

图表 22: 2009 年以来华泰股票承销规模与市场份额



来源: WIND

图表 23: 2009 年以来华泰债券承销规模与市场份额

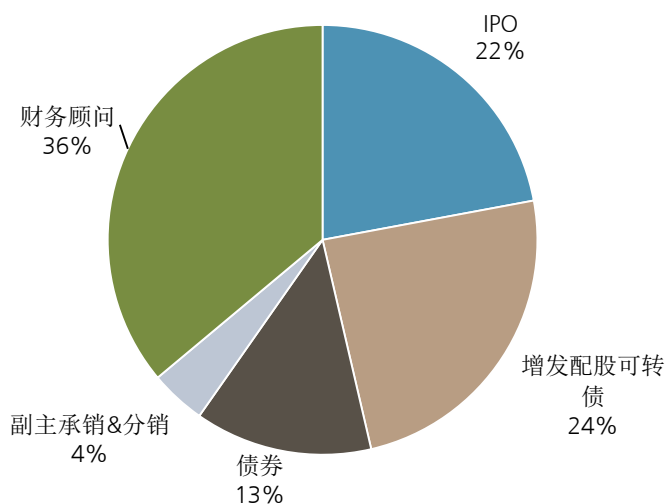


来源: WIND

打造全业务链大投行体系，看好公司投行收入未来提升

全方位、多元化发展，业务结构不断优化。2011 年投行业务进一步整合以来，公司建立了全方位、多元化的全业务链大投行体系。同时，公司提早布局，大力拓展并购重组业务、再融资业务、债券承销业务等，不断优化业务结构。此外，公司还深度挖掘客户需求，加大项目开发和储备力度。截止 2014 年上半年，IPO、再融资、债券、财务顾问、分销等分别占公司投行收入的 22%、24%、13%、36%和 4%。从投行收入结构看，公司投行业务已基本实现均衡发展。

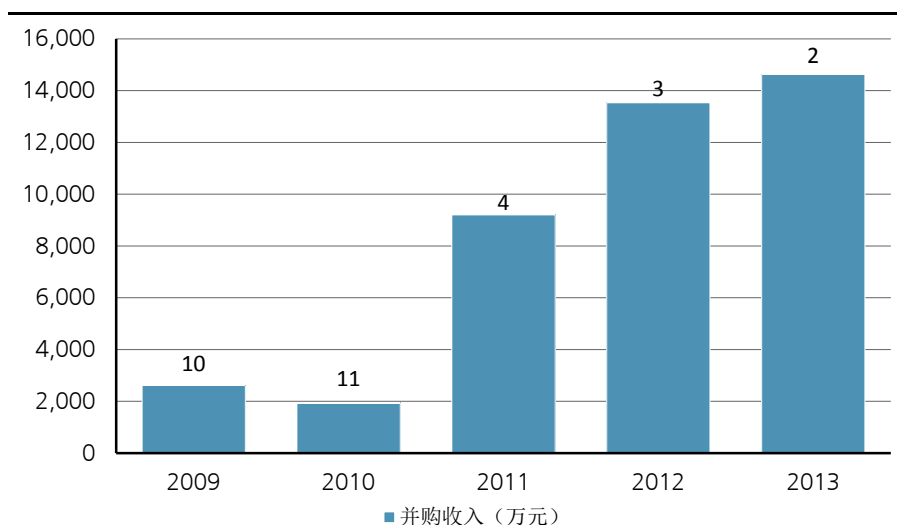
图表 24: 华泰证券投行收入构成 (2014.1H)



来源: 公司公告

并购业务是公司亮点，在行业内显著领先。2014 年上半年，公司投行收入中财务顾问收入占比 36%，是公司投行业务最大的收入来源。华泰财务顾问收入主要来源于并购业务，而从 2011 年以来并购业务一直是公司业务亮点。2011-13 年公司并购业务分别实现收入 0.92 亿元、1.35 亿元和 1.46 亿元，行业排名分别为第 4 位、第 3 位和第 2 位。2014 年上半年，公司主导完成并购重组业务项目 9 个，项目数量位居行业首位。

图表 25: 华泰证券并购收入与行业排名



来源: 中国证券业协会

考虑 IPO 重启及并购重组市场化政策推进, 看好公司投行收入未来提升。根据证监会信息, 截止 2014 年 8 月已预披露或预披露更新企业信息中华泰保荐项目 20 个, 项目数量位居行业第 9 位。考虑到目前预披露企业已达到 630 家左右, 而 A 股每年 IPO 数量仅 150-200 家, 我们认为预披露保荐项目数量一定程度上基本可反映未来 3 年投行业务的市场格局。华泰 IPO 预披露项目数量位居行业前十, 公司未来 3 年内 IPO 承销收入可期。此外, 华泰证券投行业务均衡发展且并购业务实力较强, 扩大直接融资、并购重组市场化背景下, 我们看好公司投行业务未来的业绩提升。

图表 26: IPO 已预披露项目数量排名前十的保荐机构

排名	证券公司	上交所	深交所中小板	深交所创业板	总家数
1	广发	20	8	11	39
2	国信	16	10	10	37
3	招商	15	10	11	36
4	中信建投	22	4	7	33
5	中信	19	1	10	30
6	安信	12	5	6	23
7	华林	12	2	6	20
8	中金	9	3	8	20
9	华泰	10	5	5	20
10	国金	7	5	7	19

来源: 中国证监会注: 预披露数据截至 2014 年 8 月 22 日

自营业务原为公司短板, 公司加大转型力度

自营业务原为华泰业务短板。2010-13 年, 华泰投资收益 (含公允价值变动) 收入占比分别仅 6%、4%、16% 和 11%。虽然自营投资受市场波动影响较大, 但作为三大传统业务之一, 上市券商自营收入占比多在 30% 左右。相比上市券商自营收益平均收入占比, 华泰证券历史自营收入贡献偏低, 是公司一个短板。

公司加大自营业务转型力度。2014 年上半年公司投资收益率显著改善, 除市场因素外, 公司通过权益类投资积极向非方向性转型、固定收益投资提升低

风险业务比重、积极采用创新工具管理风险等方式积极推进自营业务转型也是公司在同类公司中脱颖而出的主要原因为：

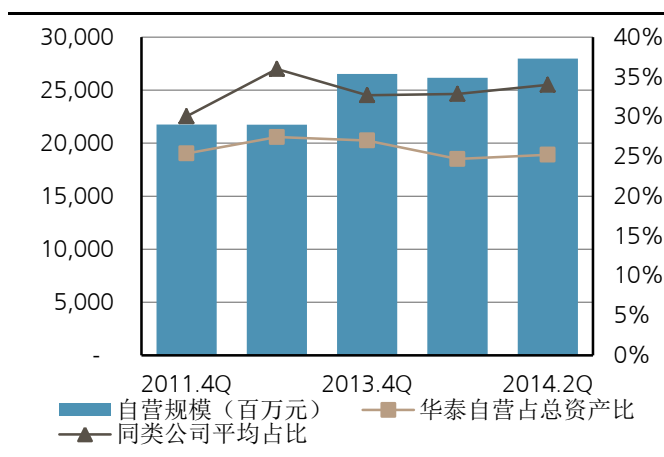
- **权益类投资积极向非方向性转型。**权益类证券投资业务完善投资业务体系，积极推动由单方向投资“等收益”向非方向性投资“创收益”转型，初步建立以择股策略寻求 alpha 收益，辅以择时系统进行敞口管理的投资体系。
- **固定收益投资提升低风险业务比重。**固定收益类证券投资业务不断加强市场分析研究能力，结合市场形势适时调整持仓结构，降低整体持仓风险，提升低风险业务收入比重，取得了良好的投资业绩。
- **积极采用创新工具管理风险。**数量化投资业务方面，在强化风险管理的前提下，灵活应用股指期货对冲系统性风险，健全完善市场特征跟踪监测体系，积极把握市场投资机会，取得较好的投资回报。同时，积极探索新业务模式，拓宽新业务领域，推进场内投资业务和场外创新业务协同发展。

自营转型后，我们看好公司 2014 年全年自营业绩表现。华泰自营业务长期以来规模稳定且持仓主要以债为主。展望 2014 年全年，考虑到公司上半年投资收益（含公允价值变动）同比增长 66%，而下半年已过去的 7、8 月股市、债市均表现良好，我们看好公司自营业务 2014 年全年业绩表现。展望更为长远的未来，虽然公司 2014 年上半年投资收益水平显著提升，但我们认为暂时还不能做出公司投资能力已显著提升的判断，我们期待公司良好而稳定的投资表现。

- **自营资产占比长期维持在 25%左右。**2010 年华泰上市后，自营资产规模³占公司总资产比例由上市前的 10%以下，提升至 20%左右，之后从 2011 年至 2014 年上半年，公司自营资产占比一直保持在 25%左右，低于 35%左右的上市券商平均水平。
- **自营持仓结构以债为主。**从公司自营业务持仓结构来看，2010 年以来公司持仓以债券为主（占比保持 50%以上），与上市公司平均大致相当。尤其 2014 年上半年末，公司债券、权益和其他占比分别为 55%、20%和 25%，与上市券商平均完全一致。

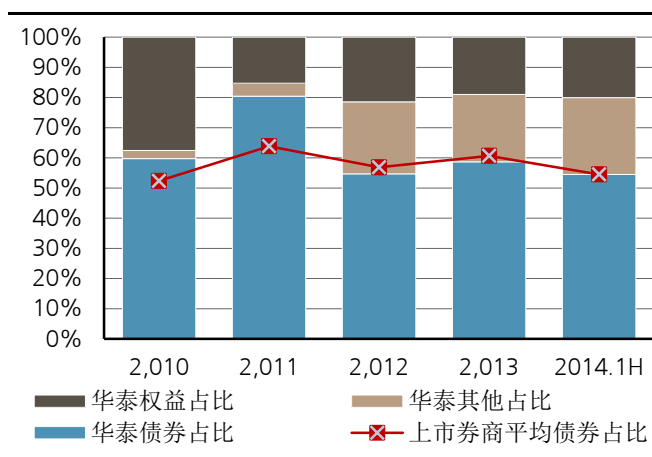
³ 自营资产规模=交易性金融资产+可供出售金融资产+持有至到期+衍生金融资产

图表 27: 华泰自营资产占比长期低于上市券商平均



来源: 公司公告

图表 28: 华泰自营持仓结构与上市券商平均大致相当



来源: 公司公告

2014 年上半年投资收益率显著提升。我们使用总投资收益率⁴和综合投资收益率⁵来衡量证券公司的投资业绩表现。

- 从公司总投资收益率和综合投资收益率来看，2014 年上半年华泰证券总投资收益率为 4.25%、综合投资收益率为 4.28%，已超过去年全年水平（分别为 3.26% 和 3.86%）。
- 公司过去投资业绩略低于上市券商平均水平。2010-13 年华泰证券总投资收益率和综合投资收益率在同类公司中处于中等偏下水平，低于上市券商平均；2014 年上半年公司总投资收益率跃居同类公司首位，高于上市券商平均 0.82 个百分点。

图表 29: 华泰证券投资收益长期处于同类公司中较低水平

	总投资收益率					综合投资收益率				
	2010	2011	2012	2013	2014.1H	2010	2011	2012	2013	2014.1H
中信	10.67%	-0.42%	6.25%	5.83%	2.89%	12.93%	-7.06%	6.98%	4.91%	2.95%
海通	5.40%	4.10%	4.70%	4.72%	3.62%	-0.53%	-2.12%	6.42%	4.62%	3.86%
光大	3.41%	1.14%	3.86%	-4.36%	-1.37%	1.34%	-15.56%	6.17%	-2.66%	0.88%
广发	10.78%	0.85%	4.80%	6.16%	3.37%	10.88%	-2.62%	7.58%	5.33%	3.64%
招商	2.40%	2.70%	5.41%	5.01%	2.99%	2.11%	1.49%	6.11%	4.32%	3.98%
华泰	4.40%	1.22%	4.26%	3.26%	4.25%	4.40%	-2.49%	5.32%	3.86%	4.28%
上市券商平均	7.93%	1.09%	5.48%	5.06%	3.42%	10.99%	-3.02%	6.79%	6.51%	5.04%

来源: 公司公告

⁴总投资收益率= (投资收益-联营合营公司收益+公允价值变动-减值准备) / ((期初交易性金融资产、可供出售金融资产、衍生金融资产-衍生金融负债和持有至到期金融资产+期末交易性金融资产、可供出售金融资产、衍生金融资产-衍生金融负债和持有至到期金融资产) / 2)

⁵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+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) / ((期初交易性金融资产、可供出售金融资产和持有至到期金融资产、衍生金融资产-衍生金融负债+期末交易性金融资产、可供出售金融资产、衍生金融资产-衍生金融负债和持有至到期金融资产) / 2)

努力打造资产管理业务综合平台，资管优势明显、收入占比高

大资管战略驱动公司资产管理业务快速发展，资产管理的理念较有特色。证券行业资产管理业务限制放开以来，华泰证券抓住行业发展的重要机遇，贯彻落实大资管业务体系战略。秉承“把客户的资金转变成公司可以管理的资金”的理念，公司资产管理业务逐步从“单纯投资业务”向“资本中介和撮合业务”、从“资金管理业务”向“资产管理业务转型”。公司不断探索业务转型方向和差异化发展路径，努力打造满足客户多元投融资需求的资产管理业务综合平台。

- **集合资产管理规模位居行业第二名。**集合资产管理业务方面，公司把握市场趋势，坚持以固定收益产品为主导，推出“华泰紫金增强债券”、“华泰紫金货币增强”等固定收益类产品，并适时推出“华泰紫金投融宝”、“华泰紫金质押宝”、“华泰紫金易融宝”等对接股权质押的创新型集合理财产品。公司资产管理业务产品线进一步完善的同时，管理资产规模快速提升。2012 年末、2013 年末和 2014 年上半年末，公司集合资产管理业务规模分别为 113 亿元、218 亿元和 264 亿元。截止 2014 年上半年末，公司管理资产规模在行业内排名第二，仅次于国泰君安。
- **定向资管规模快速提升。**定向资产管理业务方面，大力拓展业务范围，加强与银行、信托、基金、保险等外部机构合作，积极研究梳理银证合作模式，同时提升主动型管理能力。受益于通道类业务规模的快速增长，2012 年末、2013 年末和 2014 年上半年末，公司定向资产管理业务规模分别为 403 亿元、1108 亿元和 2509 亿元。
- **专项资管计划创新能力强。**专项资产管理业务创新方面，一方面华泰紫金资券通专项分级计划正式成立，有效盘活客户闲置证券，为客户提供市值管理服务；另一方面 2014 年公司资产证券化业务再次取得进展，广州长隆主题公园入园凭证专项资产管理计划获证监会批复。

图表 30: 华泰证券资产管理创新产品

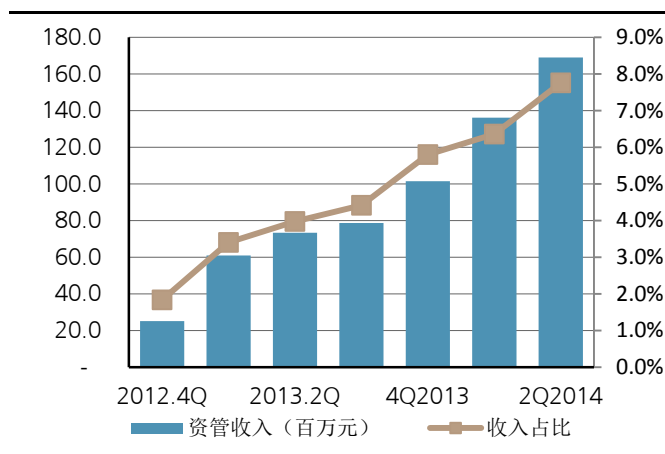
产品名称	设立时间	规模 (亿元)	备注
华泰紫金投融宝	5/14/2013	33.04	业内首只投资于股票质押式回购的券商大集合产品
华泰紫金质押宝	3/11/2014	7.88	主要投资于股票质押式回购，以现金管理类资产等为辅
华泰紫金易融宝	10/10/2013	1.21	主要投资于股票质押式回购业务，以其他固定收益类资产为辅
华泰紫金资券通	5/17/2013	80.00	分级型专项资产管理计划，盘活客户闲置证券，为客户提供市值管理服务
广州长隆主题公园入园凭证专项资管计划	8/25/2014	30.00	国内第二只主题公园入园凭证专项资管计划，分优先级和次级资产支持证券

来源: 公司公告, WIND

资产管理业务收入和占比不断提升，占比高于行业平均水平。受益于公司集合、定向与专项资管业务的快速发展，2013 年以来公司资管收入金额与收入占比逐季稳步提升。2012 年及之前公司每季度资管收入约 0.25 亿元，2014 年 2 季度公司资管收入提升至 1.69 亿元。公司资管收入占比也由 2012 年及

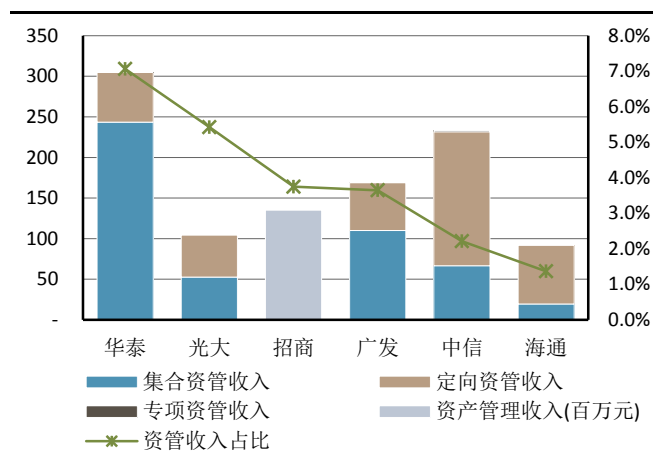
之前的 1.5% 左右（低于行业平均水平 2.1%）提升至 2014 年上半年的 7.8%（高于行业平均水平 5.1%）。尤其值得注意的是同类大型上市券商中，华泰资管收入⁶与收入占比处于最高水平，显示公司资管业务相对较强。

图表 31: 2013 年以来华泰资管收入逐季稳步提高



来源: 公司公告

图表 32: 华泰资管收入及收入占比较高 (2014.1H)



来源: 公司公告, 注: 此处资产业务收入仅含集合、定向和专项业务收入, 不含基金子公司、期货子公司、海外子公司资产收入

控股南方基金、华泰柏瑞基金取得稳定投资收益，期待更多业务协同。 华泰证券持有南方基金 45% 股权、持有华泰柏瑞基金 49% 股权。南方基金、华泰柏瑞成为公司大资管业务体系、资产管理业务综合平台的重要组成部分。

- **取得稳定投资收益。** 2012、2013、2014 年上半年两家基金公司权益净利润⁷分别为 2.23 亿元、2.43 亿元和 1.26 亿元，净利润占比分别达到 14%、11% 和 8.5%。
- **期待更多业务协同。** 美中不足的是，我们注意到公司与两家基金公司的业务协同较少。南方基金产品设计能力较强、在固定收益领域优势也较为突出。2014 年以来在互联网金融冲击下，南方基金成为唯一一家规模排名不降反升的非银行系大型基金公司。2014 年 8 月末，南方管理资产规模近 1900 亿元，位居基金行业第四位，是国内规模最大的基金公司之一。考虑到满足客户多元化投融资需求及打造全业务链大资产平台的需要，我们期待公司与南方基金展开更为深入的业务协作。

创新业务布局全面，但盈利持续增长或面临挑战

融资融券初期表现优异，但竞争加剧下盈利增长或面临挑战

公司融资融券初期表现优异。 华泰证券是 2010 年 6 月第二批 5 家试点融资融券业务券商之一（2010 年 3 月第一批 6 家券商试点），具备一定先发优势。截至 2012 年末，公司融资融券业务余额为 65.14 亿元，额市场份额为

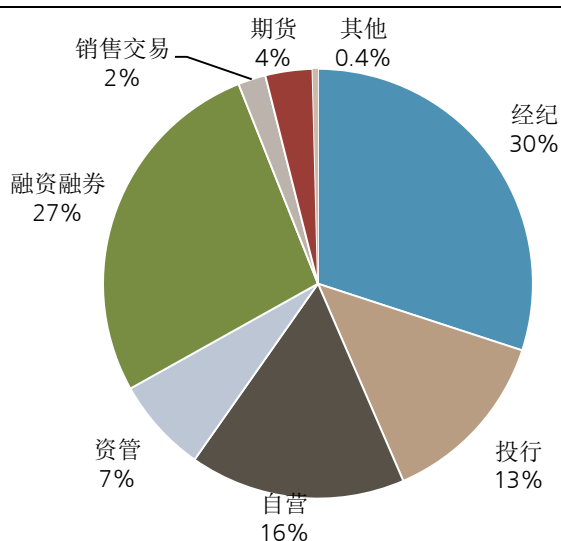
⁶ 此处资产业务收入仅含集合、定向和专项业务收入，不含基金子公司、期货子公司、海外子公司资产收入

⁷ 权益净利润=净利润*持股比例

7.28%，行业排名第三，在行业内较为领先。2012 年公司融资融券贡献收入 6.32 亿元，同比大幅增长 132.6%，占营业收入 10.8%。

融资融券业务已成为公司第二大收入来源、收入占比较高。根据 2013 年报与 2014 年中报分部报表，融资融券业务贡献营业收入分别为 19.32 亿元和 11.70 亿元，收入占比分别为 27.0%和 27.1%。融资融券业务成为公司仅次于经纪业务的第二大收入来源。与同类公司相比，2014 年上半年华泰融资融券收入占比低于招商（两融利息收入占比已达 27%），高于中信（融资融券收入占比约 20%）、海通（融资融券收入占比约 23%）。

图表 33: 2014 年上半年公司融资融券业务收入占比 27%



来源: 公司公告

竞争加剧导致信用交易佣金率大幅下降，公司融资融券市场份额快速下滑、面临挑战。融资融券业务是公司第二大收入来源，对公司业绩变化至关重要。2013 年以来公司持续加大业务推广力度，开发增量客户，持续做好存量客户服务工作，以拓展业务并激发客户交易。由于市场竞争加剧，一方面公司 2013 年以来融资融券市场份额快速下滑，2014 年 7 月已由 2013 年初的 7% 左右下滑至 5.2%；另一方面 2014 年上半年整个行业融资融券业务交易佣金率大幅下滑，公司跟随市场大幅下调佣金率，使得融资融券的佣金收入大幅下滑。可见，公司融资融券业务面临较大竞争压力。

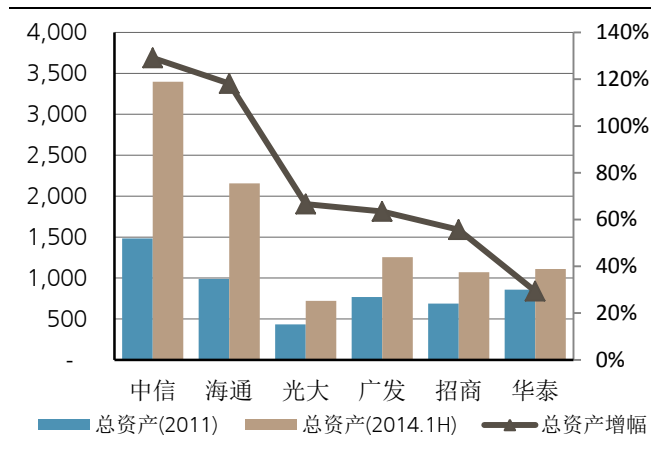
中低端客户占比较高的客户结构和资产扩张相对滞后，是融资融券市场份额持续下滑主要原因。华泰证券经纪业务以中低端客户为主，而中低端客户对融资融券需求明显弱于高净值和机构客户，因此限制了公司融资融券业务发展。虽然公司已采取措施加大高净值和机构客户开发力度、改善客户结构，然而客户结构调整仍需要较长时间。此外，考虑到融资融券业务是资本消耗量较大，而公司加杠杆相对较晚、资产扩张相对滞后，我们认为资金供给相对不足是公司融资融券业务增速慢于行业的另一重要原因。

- **一方面公司融资手段相对偏少、加杠杆时点较晚。**公司融资手段相对偏少，IPO 以来未进行再融资，融资手段主要靠公司债、次级债和短融。中信、海通等均通过国内和国外两个市场进行多渠道融资，包括 H 股发行、境外债的发行，而华泰证券没有 H 股上市、也没有发行境外债。招商证券、西

南证券、东吴、国金等完成定向增发或可转债发行，公司上市后没有进行任何股权再融资。公司 2013 年 4 月发行第一期短期融资券，加杠杆时点晚于同类公司招商（2012 年 5 月）、中信（2012 年 8 月）、广发（2012 年 10 月）、光大（2013 年 2 月）；仅早于海通（2013 年 10 月）。

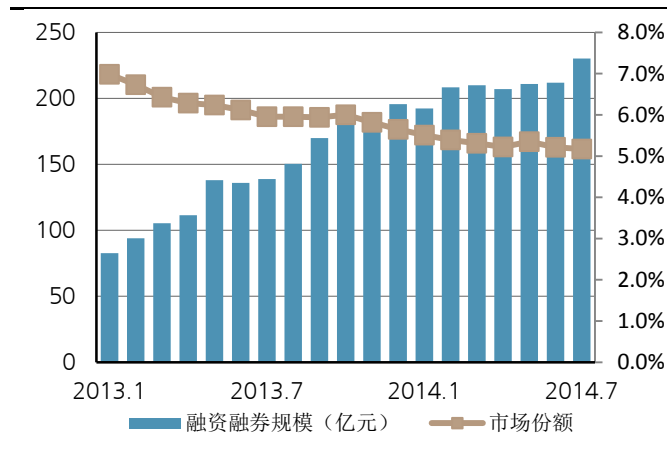
- **另一方面公司资产负债表扩张速度相对较保守。**2013 年以来虽然公司也采取了发行短期融资券、公司债、次级债等方式扩张资产负债表，但公司资产扩张进度仍相对保守。从资产扩张速度来看，公司 2014 年上半年末总资产规模较 2011 年末仅增长 29%，在同类公司中远低于中信（129%）、海通（118%）的增幅，也低于光大（67%）、广发（63%）以及招商（56%）。

图表 34: 华泰证券资产扩张速度慢于中信、海通与招商



来源: 公司公告

图表 35: 2013 年以来华泰融资融券市场份额持续下滑



来源: WIND

考虑佣金率下滑、资金供给等因素，公司融资融券未来盈利增长或面临挑战。

华泰经纪份额居行业首位，客户积累较丰厚。同时 2014 年以来，受益于公司主动发起佣金战，并积极向互联网转型，公司经纪份额提升较快。经纪业务快速扩张背景下，融资融券业务发展前景更好，但综合考虑佣金率下滑、资金供给不足等因素，我们认为公司融资融券业务未来业绩增速面临挑战。

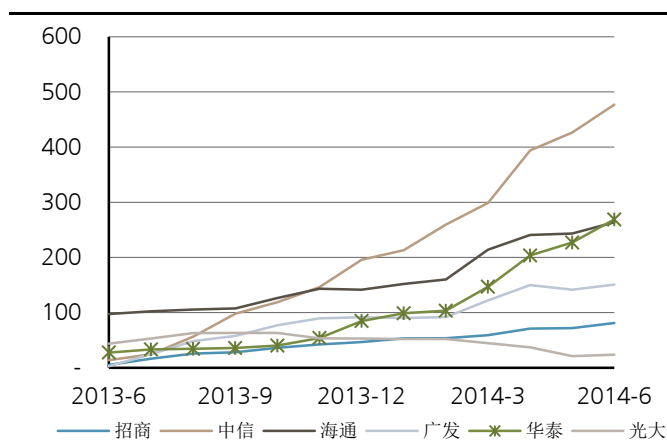
- **由于行业竞争加剧，融资融券佣金收入面临大幅下滑的风险。**由于竞争加剧，整个行业融资融券佣金率快速下降，公司被迫跟随市场调低融资融券业务交易佣金率。我们注意到公司 2014 年上半年公司融资融券佣金收入仅 2.53 亿元，占融资融券业务总收入比例由 2013 年的 38% 快速下降至 22%。值得注意的是，在公司融资融券余额同比增长 56%，而融资融券佣金收入同比反而下滑 13%。我们假设上半年换手率 10 倍测算，2014 年上半年公司融资融券业务佣金率下滑幅度超过 40%。考虑到公司经纪业务依靠低成本扩张，主要吸引价格敏感度较高的客户，我们认为公司融资融券佣金率未来仍可能面临一定压力。
- **资金储备相对不足，制约了融资融券业务持续高增长。**华泰证券 2010 年上市后没有再融资，截至 2014 年 8 月末也没有公告任何再融资计划。同时公司 2013 年以来融资手段相对偏少、加杠杆方面较保守，资产扩张速度低于同类公司水平。考虑到公司没有加快资产负债表扩张的迹象，我们担忧公司资金储备可能难以支撑融资融券业务以超越行业的速度持续高增长。

股权质押主要借助第三方资金，规模大但业绩贡献低

通过资产管理平台等渠道借助第三方资金，股权质押业务规模位居行业前列。截至 2014 年上半年末，华泰接受质押股票市值为 267 亿元，位居行业第四位，仅次于中信、国信和国泰君安。华泰股权质押业务规模增长较快的根本原因在于公司并非单纯依靠自有资金支撑业务发展，而是更多的借助第三方资金。

- **华泰股权质押业务中自有资金占比远低于行业平均水平。**从公司披露数据来看，2013 年末公司股票质押业务待购回初始交易金额为 38.48 亿元，其中自有资金出资仅 10.50 亿元，占比仅 27%；2014 年上半年公司股权质押业务规模约 107 亿元（根据接受质押股票市值按折扣率 40% 估算），而公司计入买入返售科目金额仅 27 亿元，自有资金占比仅 25%。华泰股权质押业务中自有资金占比 25% 左右，远低于行业 60-70% 的平均水平，而中信、海通自有资金占比更高达 75% 和 90%。
- **第三方资金主要来自资产管理平台。**华泰证券正式开展股权质押业务之前，已确定了主要借助第三方资金支撑业务发展的策略。2013 年 5 月，公司推出了业内首只股票质押类集合计划“华泰紫金投融宝”，募资 33 亿元。此后 2013 年 10 月、2014 年 3 月和 5 月，公司又分别推出了“华泰紫金易融宝 1 号”、“华泰质押宝”和“华泰紫金易融宝 2 号”等产品，专门对接公司股权质押业务。

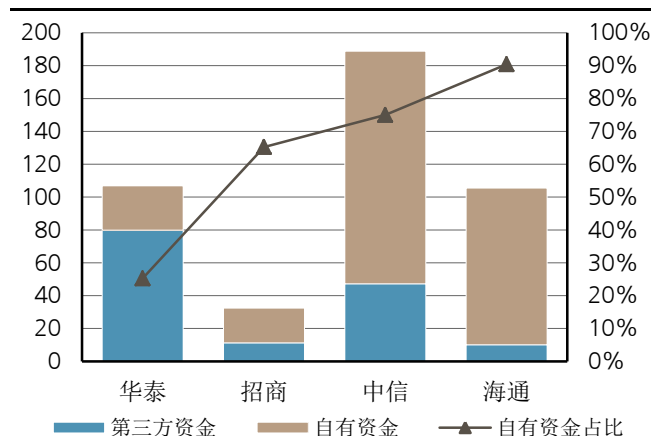
图表 36: 华泰股权质押业务 2014 年增长迅速



来源: WIND

图表 37: 华泰股权质押业务主要依靠第三方资金 (2014.1H)

单位: 亿元



来源: 公司公告, 瑞银证券估算

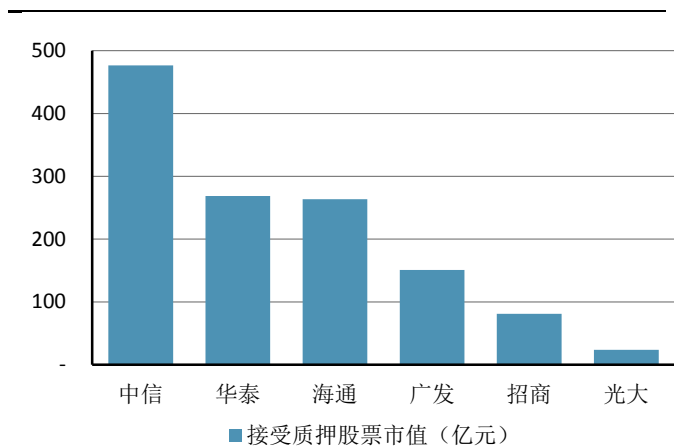
股权质押发展主要依靠两大资金来源，两种方式各有利弊。目前证券公司发展股权质押业务主要依靠两类资金支持，一为自有资金，主要通过资产负债表扩张取得；二为第三方资金，主要通过资产管理平台、信托公司、基金子公司等渠道。我们认为两种资金来源各有利弊：

- **依靠自有资金利弊分析：**依靠自有资金，流动性管理、风险控制更为便利，业务利润率也较高；但需不断扩张资产负债表，债务成本受市场影响，财务压力可能越来越高，而且对资金使用效率要求较高。

- **依靠第三方资金利弊分析：**依靠第三方资金虽然财务压力较小，但一方面需让利给第三方投资人，一定程度上削弱了业务的盈利能力；另一方面第三方资金募集、归还上可能难以掌控，造成错失业务发展良机。

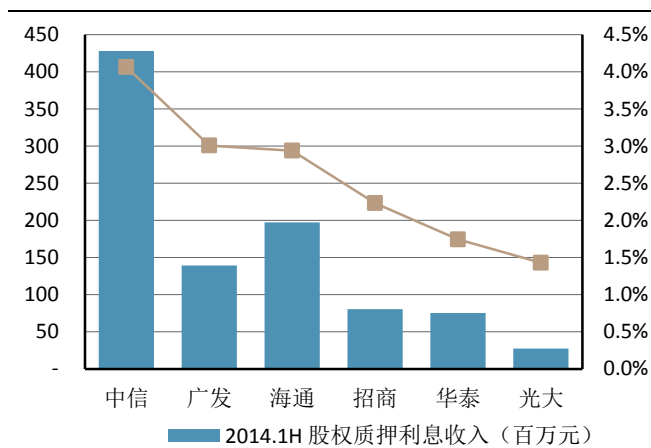
华泰股权质押业务业绩贡献较小，我们期待公司提升业务盈利能力。根据2014年中报，华泰股权质押业务利息收入2014年上半年实现7531万元，收入占比仅1.7%。考虑公司股权质押业务发展更多借助第三方资金，我们预计公司股权质押业务收益在资产管理收入等其他收入中还有体现。然而公司股权质押业务收入贡献与业务规模确实不相匹配。通过分析自有资金和第三方资金两种资金来源的利弊，我们认为目前阶段证券公司杠杆率仍然较低，流动性风险、财务风险均在可控范围之内，我们认为目前阶段更多的使用自有资金支撑业务发展利大于弊。我们期待公司提升加杠杆进度，调整股权质押业务资金结构，从而实现股权质押业务盈利能力的提升。

图表 38: 华泰股权质押业务规模较大（2014 年 6 月末）



来源: WIND

图表 39: 华泰股权质押业务业绩贡献较小



来源: 公司公告

创新子公司布局相对全面，但盈利贡献依然偏低

创新子公司布局相对全面，尤其直投业务布局不断加快。截至2014年上半年末，华泰证券已完成在基金、期货、直投（含直投基金、产业基金、并购基金）、另类投资、海外业务、场外市场等各个领域的业务布局。尤其直投方面，公司直投子公司华泰紫金投资2008年设立，2013年以来先后设立直投基金、产业基金、并购基金，2014年上半年完成增资，业务布局显著加快。

- 2013年1月，华泰紫金投资完成华泰紫金（江苏）股权投资基金（有限合伙）募集设立工作，募资规模20亿元，成为国内第3只获批成立的券商直投基金。
- 2013年6月，华泰紫金投资与北京弘毅投资管理中心（有限合伙）、江苏苏豪投资集团共同出资设立江苏省新兴产业投资管理有限公司，华泰紫金投资持股51%。
- 2013年11月，华泰紫金投资有限责任公司与北京弘德信合投资中心（有限合伙）共同出资设立华泰瑞联基金管理有限公司，华泰紫金投资持股51%。江苏省新兴产业投资基金总规模达100亿元，首期募集资金50亿元。

- 2014年4月，华泰资金投资完成再次增资（首次增资发生于2010年），注册资本由5亿元人民币增至6亿元人民币。

华泰子公司目前盈利贡献仍然较低。虽然华泰创新业务布局已相对较为全面，然而公司子公司业绩贡献仍然较小。2014年上半年，公司基金、直投、期货、另类投资等子公司权益净利润⁸合计1.51亿元，占公司合并净利润的10%。相对于同类公司海通（7.17亿元、25%）、广发（4.33亿元、26%）、招商（3.06亿元、22%），华泰旗下子公司业绩贡献金额与收入占比较小。

图表 40: 华泰子公司基本情况 (2014.1H) 单位: 亿元

子公司	注册资本 (亿元)	持股比例	总资产	净资产	营业收入	净利润
华泰长城期货	8.09	60%	66.26	9.96	1.45	0.26
华泰金融控股(香港)	7	100%	10.30	5.62	0.37	-0.14
华泰紫金投资	6	100%	6.60	6.60	0.14	0.13
江苏股权交易中心	2	52%	2.03	1.97	0.05	-0.01
华泰创新投资	5	100%	5.17	5.13	0.19	0.12
南方基金	1.5	45%	38.85	26.93	9.97	2.41
华泰柏瑞基金	2	49%	5.12	4.66	1.49	0.35

来源: 公司公告

期待公司子公司未来业绩贡献逐步提升。虽然公司期货、直投等子公司目前业绩贡献较小，但考虑到证券行业创新业务正处在业务规模与业绩贡献的高增长阶段，我们看好公司子公司的未来前景。其中，我们最为看好另类投资和直投业务。

- 公司另类投资子公司——华泰创新投资2013年11月设立，设立时间较短、2014年上半年尚处在项目储备、筛选阶段。考虑到另类投资业务具有投资范围广、回报期短、收益率较高等特点，我们期待公司另类投资业务2014年下半年就实现较好的业绩表现。
- 公司直投业务2013年开始加快布局，已设立直投资基金、产业基金、并购基金，且规模较大（有望超过100亿元）。考虑管理费收入、项目退出收益等，我们看好公司直投业务未来业绩贡献。

完成 60 亿元次级债发行，短期资本充足率较充足

截止2013年末公司净资本金额192亿元，净资本/净资产的比例为59.92%。考虑到2014年4月份，公司完成60亿元次级债发行，我们预计截止2014年上半年末公司净资本金额约250亿元，净资本/净资产的比例约77%。公司净资本/净资产指标高于48%的行业预警线超过29个百分点，短期内公司资本充足较充足。此外，考虑到公司次级债总额度为160亿元，仍有100亿元待发行，我们认为未来2-3年公司资本充足率较充足。

⁸ 权益净利润=净利润*持股比例

图表 41: 2014 年上半年末上市券商净资本及相关风险控制指标 (亿元)

公司	净资本	净资产	净资本/净资产	备注
太平洋	52.65	59.93	87.85%	
西部	39.33	47.70	82.46%	
国金	60.20	74.64	80.66%	
华泰	252.05	325.87	77.35%	中报未披露, 期末净资本为估计值
长江	95.76	126.36	75.78%	
方正	118.45	160.71	73.71%	
宏源	105.49	146.89	71.81%	
光大	162.45	228.45	71.11%	
国海	43.64	61.52	70.94%	
兴业	87.40	130.44	67.00%	
招商	256.95	390.65	65.78%	
西南	98.23	151.97	64.64%	
东吴	51.27	80.17	63.96%	
海通	373.54	615.66	60.67%	
广发	203.89	336.83	60.53%	
山西	40.46	69.23	58.45%	
中信	418.67	732.86	57.13%	
东北	43.55	76.68	56.80%	
国元	79.42	155.63	51.03%	

来源: 公司公告, 注: 华泰净资本数据为瑞银证券估算

财务状况和盈利预测

利润表

基本假设

经纪业务: 假设 2014-16 年市场日均股基交易额分别为 2,155 亿/2,305 亿元/2,464 亿元, 假设公司 2014-16 年经纪业务佣金率为 0.044%、0.040% 和 0.039%;

自营业务: 假设公司 2014-16 年自营总投资收益率为 6.2%/5.8%/5.6%。

图表 42: 营业收入相关的主要假设

	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	备注
经纪业务							
日均交易额	1,754	1,344	1,348	2,155	2,305	2,464	
佣金率 (股基)	0.076%	0.069%	0.062%	0.044%	0.040%	0.039%	考虑到公司向互联网转型的战略定位, 假设 2014 年佣金率降幅较大, 之后降幅趋缓
证券投资							
投资平均收益率	1.16%	4.26%	3.10%	6.47%	6.14%	5.89%	
自营规模/总资产	29%	32%	31%	29%	29%	30%	
创新业务							
融资融券余额	26	65	196	291	382	440	
股权质押业务规模		-	38	140	252	353	

来源: 公司数据、瑞银证券估算

图表 43: 成本费用相关的主要假设

费用	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	备注
管理费用率	56%	58%	53%	51%	50%	49%	
营业税率	5.05%	5.11%	5.99%	5.50%	5.50%	5.50%	
所得税率	25.72%	21.75%	22.76%	22.76%	22.76%	22.76%	

来源: 公司数据、瑞银证券估算

盈利预测

经纪业务: 考虑到公司经纪业务主动转型效果明显, 佣金率已处于行业最低位、经纪收入占比 2014 年上半年也由上年全年的 53% 降至 36%, 我们认为 2015 年开始公司经纪收入有望实现以量补价, 逐步企稳回升。

融资融券: 考虑公司融资融券业务规模稳健增长, 我们预期公司融资融券业务收入将持续提升; 但考虑到 2014 年上半年公司两融交易佣金率下滑较快, 我们预期公司两融业务收入增速未来可能放缓。

投行业务: 考虑到公司 IPO 预披露项目数量位居行业前十, 预期未来 3 年公司 IPO 承销收入将表现不错。此外, 华泰投行业务均衡发展且并购业务实力较强, 扩大直接融资、并购重组市场化背景下, 我们看好公司投行业务未来的业绩提升。

我们首次覆盖华泰证券, 基于上述判断, 我们预计公司 2014-16 年归属母公司所有者的净利润预计分别为 28.58 亿元/33.39 亿元/38.24 亿元 (根据本地会计准则), 同比增速分别为 29%/17%/15%, 对应 EPS 分别为 0.51 元/0.60 元/0.68 元, 对应 ROE 7.8%/8.6%/9.2%。

图表 44: 华泰证券利润表及预测 (百万元)

损益表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
营业收入	6,230	5,883	7,167	8,711	9,939	11,128	12,077	12,748
传统中介	5,772	4,239	4,780	5,204	5,906	6,707	7,333	7,770
经纪收入 (不含信用交易佣金)	3,591	2,516	3,074	2,835	2,869	3,058	3,261	3,274
投行收入	849	666	578	920	1,331	1,620	1,732	1,835
传统息差收入	1,239	970	815	823	980	1,179	1,361	1,610
资管收入	93	87	314	626	726	851	979	1,051
资本中介收入								
融资融券	191	619	1,931	2,526	3,289	3,907	4,408	4,834
股票质押/约定购回	-	13	181	417	697	993	1,238	1,464
收益权互换业务收入	-	-	-	-	-	-	-	-
资本中介业务利息支出	-	-	(516)	(1,152)	(1,903)	(2,798)	(3,567)	(4,311)
资本中介业务净收入	191	632	1,596	1,791	2,083	2,103	2,080	1,987
投资业务								
投资收益-联合合营+公允价值变动	236	922	763	1,946	2,301	2,695	3,101	3,483
投资业务利息支出	(175)	(258)	(378)	(600)	(744)	(794)	(881)	(960)
投资净收益	61	664	386	1,346	1,556	1,901	2,221	2,523
其他收入	207	349	404	371	394	418	443	468
投资咨询	-	43	78	50	55	61	67	73
联营合营公司投资收益	197	209	219	258	271	284	297	309
其他	9	96	107	63	68	73	79	86
营业支出	3,791	3,767	4,251	4,922	5,516	6,065	6,582	6,948
税金及附加	315	300	429	479	547	612	664	701
业务及管理费用	3,482	3,439	3,818	4,443	4,970	5,453	5,918	6,247
资产减值损失	(13)	(4)	(24)	-	-	-	-	-
其他业务成本	8	31	27	-	-	-	-	-
营业利润	2,439	2,116	2,916	3,789	4,423	5,063	5,495	5,800
所得税	630	462	668	867	1,011	1,157	1,255	1,325
净利润	1,821	1,661	2,269	2,942	3,432	3,927	4,260	4,496
少数股东损益	36	45	57	84	93	103	114	128
归属母公司净利润	1,784	1,616	2,212	2,858	3,339	3,824	4,146	4,368
每股净收益 (元)	0.32	0.29	0.39	0.51	0.60	0.68	0.74	0.78
净资产收益率(ROE)	5.4%	4.8%	6.3%	7.8%	8.6%	9.2%	9.4%	9.3%

来源: 公司公告, 瑞银证券估算 (注: 按本地会计准则)

资产负债表

资产负债预测: 我们首次覆盖华泰证券, 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 377.58 亿元/401.44 亿元/427.99 亿元, 同比增速分别为 5.8%/6.3%/6.6%, 对应每股净资产 6.74 元/7.17 元/7.64 元。

图表 45: 华泰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	54,135	42,916	38,296	48,928	57,581	62,543	68,677	76,083
融出资金	-	6,402	19,852	29,058	38,205	44,018	48,898	52,791
买入返售金融资产	1,033	587	4,736	5,710	8,460	11,374	13,343	15,415
交易性金融资产	19,411	13,334	20,291	26,421	33,821	41,139	48,466	54,117
可供出售金融资产	2,336	8,208	6,233	6,605	7,516	8,339	10,203	12,010
持有至到期投资	5	205	5	5	5	5	5	5
长期股权投资	2,963	3,407	3,857	4,219	4,430	4,651	4,884	5,128
固定资产	1,113	1,001	1,427	1,570	1,727	1,899	2,089	2,298
其他资产	4,747	3,211	3,552	4,625	5,087	5,595	6,071	6,591
资产合计	85,742	79,271	98,248	127,140	156,831	179,563	202,636	224,439
代理买卖证券款	36,057	29,787	26,374	37,231	40,954	43,002	44,292	45,178
短借+拆入+卖出回购	9,046	6,928	10,026	14,147	16,741	18,686	20,555	22,268
短期融资券	-	-	8,000	12,100	17,100	22,100	25,000	28,000
应付债券	-	-	9,980	15,970	30,970	40,970	53,970	65,970
其他负债	7,024	7,918	7,543	9,308	10,202	11,184	12,262	13,446
负债总计	52,127	44,634	61,923	88,756	115,967	135,942	156,079	174,862
股本	5,600	5,600	5,600	5,600	5,600	5,600	5,600	5,600
资本公积金	16,829	17,007	17,167.03	17,218	17,283	17,356	17,442	17,545
盈余及风险准备	3,096	3,509	4,120	4,910	5,833	6,890	8,035	9,243
未分配利润	7,724	8,087	8,847	10,076	11,484	13,019	14,618	16,212
外币报表折算差额	(21)	(21)	(36)	(46)	(56)	(66)	(76)	(86)
归属于母公司所有者权益合计	33,229	34,182	35,699	37,758	40,144	42,799	45,620	48,513
少数股东权益	387	456	627	627	720	823	937	1,064
所有者权益合计	33,615	34,638	36,325	38,385	40,864	43,622	46,557	49,578
净资本	-	20,636	19,205	-	-	-	-	-
有效杠杆率	1.50	1.45	2.01	2.38	2.89	3.19	3.47	3.70
每股净资产	5.93	6.10	6.37	6.74	7.17	7.64	8.15	8.66

来源: 公司公告, 瑞银证券估算

估值

分部估值法推导得出目标价 10.51 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。我们单独预测各业务收入、利润和净资产, 使用相对估值法分别进行估值, 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。给予华泰经纪、传统息差业务 10 倍 P/E, 与同类公司中信证券一致, 低于经纪份额持续增长的海通证券 (12x); 投行、资管业务给予 12 倍 P/E, 略高于中信证券 (10x), 与海通证券保持一致。

资本中介业务采取 P/E 估值法, 考虑到高成长性采用较高的估值倍数。使用融资融券、股权质押等信用类业务总收入扣减相应债务成本, 计算净收入、净利润, 再给予相应的 P/E。考虑到华泰证券融资融券市场份额持续下滑、股权质押业务规模较大但业绩贡献不大, 给予 2014 年 32 倍的 P/E 倍数, 低于业务仍处于高速增长阶段的海通证券 (33x), 高于业务规模较大、增速放缓的中信证券 (30x)。

资本投资业务使用 P/E 估值法。公司投资业务投资收益扣除联合营公司收益，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。考虑投资业务受市场波动影响较大，参考中信证券、海通证券估值，给予 10 倍 P/E。

主要子公司：

1) 南方基金采用 Price/AuM 法，参考近期其他基金公司股权成交价格，给予 0.7% 的 Price/AuM，与中信、海通子公司一致。华泰柏瑞基金旗下 ETF 产品较多，盈利能力相对较弱，给予 0.5% 的 Price/AuM，低于中信、海通子公司估值。

2) 华泰长城期货采用 P/E 估值法，看好中国衍生品市场发展前景及期货公司的成长性，给予 20 倍的 P/E，与中信、海通基本保持一致。

3) 华泰创新投资、华泰紫金投资采用 P/B 估值法，均给予 2.0 倍 P/B，低于中信和海通（另类投资和直投业务发展业绩贡献较大）。江苏股权交易中心采用 P/B 估值法，仍处于亏损阶段，给予 1.5 倍的 P/B。

4) 华泰金融控股香港采用 P/B 估值法，给予 1.5 倍的 P/B。海通及中信海外子公司均采用 P/E 估值法。

5) 江苏银行，采取 P/B 估值法，给予 0.85 倍的 P/B。

推导得出合理市值 589 亿元，对应目标价 10.51 元。基于分部估值法，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，推导得出华泰证券合理市值 589 亿元，对应每股价值 10.51 元。

图表 46: 华泰证券分部估值表 (亿元)

	2014E	2015E	2016E	备注
传统业务				
净收入	50	57	65	经纪佣金+投行收入+资管收入+传统息差+买入返售利息收入
估算利润	17	19	21	
P/E 倍数	11	11	11	给予经纪业务 10xP/E, 给予投行、资管 12xP/E
业务价值	179	200	226	利润*P/E
资本中介业务				
净收入	18	21	21	(融资融券+股权质押+约定购回) 利息收入-短融公司债等利息成本
估算利润	7	8	8	考虑到资本中介业务正处于快速成长中, 因此我们在不同的时期给予不同的 P/E 倍数, 但未来随着资本中介业务增速逐步放缓, 我们相应降低 P/E 倍数
P/E 倍数	32	28	25	看好资本中介业务成长性, 给予较高的估值
业务价值	221	225	203	利润*P/E
资本投资业务				
净投资收益	13	15	18	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
估算利润	4	5	6	
P/E 倍数	10	10	10	
出售子公司	0	0	0	
业务价值	40	46	57	利润*P/E+出售子公司
子公司				
华泰柏瑞基金	13	14	16	参考其他基金公司近期成交价, 采用 Price/AuM 法
南方基金	49	51	53	参考其他基金公司近期成交价, 采用 Price/AuM 法
华泰创新投资	10	11	11	采用净资产*P/B
华泰长城期货	25	28	31	采用净利润*P/E
华泰金融控股香港	9	9	9	采用净资产*P/B
华泰紫金投资	10	10	10	采用净资产*P/B
股权转让中心	3	3	3	采用净资产*P/B
江苏银行	30	34	39	采用净资产*P/B
子公司价值小计	149	160	171	子公司价值之和
合理市值	589			传统业务+资本中介业务+投资业务+子公司
每股价值 (元)	10.51			合理市值/总股本

来源: 瑞银证券估算

可比公司估值

华泰目标价对应估值略高于可比公司平均, 但低于我们已覆盖的中信、海通。华泰证券是中国大型证券公司之一, 我们选择 A 股上市的中信、海通、广发、招商、光大等大型证券公司作为可比公司。A 股五家可比公司对应 2014-16 年的平均 P/E 分别为 49.5/21.8/18.4 倍, 对应 2014-16 年的平均 P/B 分别为 1.64/1.55/1.44 倍。基于分部估值法, 我们推导出华泰目标价为 10.51 元, 对应 2014 年 P/B 1.56 倍, 与可比公司目前平均估值 (1.55x) 大致相当, 但低于我们已覆盖公司中信、海通的目标价对应 1.80x、1.70x 2014E P/B。

考虑公司创新业务发展相对滞后, 相对于中信、海通, 理应有一定估值折价。我们给予公司的目标价对应估值低于中信、海通。相对于中信、海通, 华泰证券在资产负债表扩张、创新业务发展等方面相对滞后, 所以我们认为华泰对两者有一定的估值折价是合理的, 然而考虑到公司积极探索经纪业务转型、打造全业务链大投行、创新业务布局全面, 我们看好公司发展前景。此外, 公司目前股价对应估值较低, 我们认为股价下行风险较小。综合上述多方面考虑, 我们给予买入评级。

图表 47: 华泰证券可比公司估值

	市价 (元)	市值 (亿元)	P/E			P/B		
			2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E
中信证券	12.99	1,431	27.1	20.5	17.5	1.63	1.53	1.43
海通证券	10.03	961	23.9	19.0	15.7	1.56	1.46	1.36
广发证券	10.45	619	21.8	18.1	15.8	1.79	1.69	1.58
招商证券	10.85	630	22.7	22.2	19.6	1.86	1.75	1.55
华泰证券	8.66	485	21.9	17.0	14.4	1.36	1.28	1.21
光大证券	9.15	310	152.0	29.1	23.4	1.37	1.32	1.26
可比公司平均			49.5	21.8	18.4	1.64	1.55	1.44

来源: WIND, 瑞银证券估算, 注: 中信、海通、华泰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 9 月 18 日收盘价, 估值的平均值未包括华泰

公司背景

华泰证券前身是成立于 1991 年 4 月的江苏省证券公司, 总部设在南京, 实际控制人为江苏省人民政府国有资产监督管理委员会。公司是中国证监会首批批准的综合类券商, 也是全国最早获得创新试点资格的券商之一。经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券承销与保荐、证券自营、证券资产管理、代办非上市股份公司股份转让、与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问、融资融券、证券投资基金代销和为期货公司提供中间介绍业务等。2010 年 2 月 26 日公司在上交所上市, 股票代码 601688。

图表 48: 华泰证券前 10 名股东 (2014.1H)

股东名称	股东性质	持股数量(万股)	持股比例(%)
江苏省国信资产管理集团有限公司	国有法人	1,367,687,495	24.42
江苏交通控股有限公司	国有法人	475,741,870	8.50
江苏高科技投资集团有限公司	国有法人	395,000,000	7.05
江苏汇鸿国际集团有限公司	国有法人	310,060,182	5.54
江苏省苏豪控股集团有限公司	国有法人	294,184,864	5.25
国华能源投资有限公司	国有法人	148,662,889	2.65
江苏宏图高科技股份有限公司	境内非国有法人	147,618,708	2.64
江苏苏豪国际集团股份有限公司	国有法人	120,420,000	2.15
金城集团有限公司	国有法人	108,929,397	1.95
海澜集团有限公司	境内非国有法人	98,149,425	1.75
合计		3,466,454,830	61.90

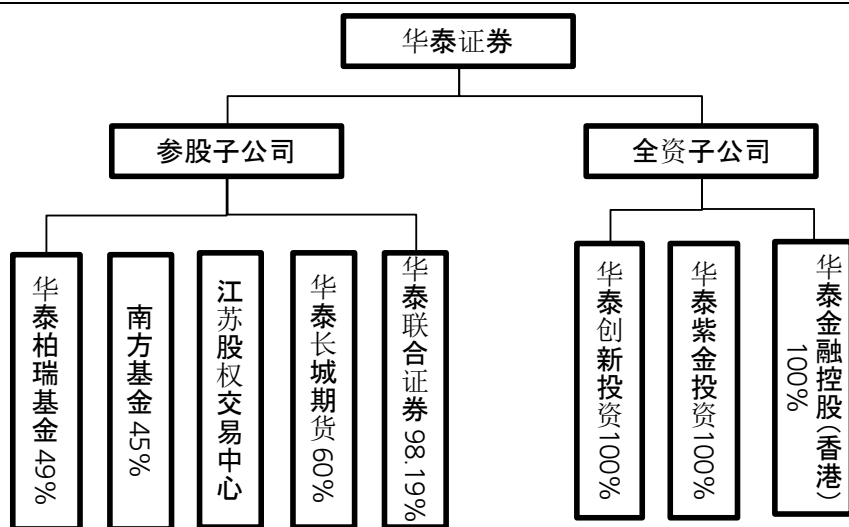
来源: 公司公告

图表 49: 最近 5 年华泰证券主要指标排名

	2009	2010	2011	2012	2013
盈利规模					
营业收入	9	10	11	7	7
净利润	9	9	10	8	7
资产规模					
净资产	11	3	4	4	4
净资本	12	3	4	4	6
总资产	9	7	4	5	5
业务规模					
股票基金交易额	1	1	1	2	2
股票承销份额	9	14	17	16	9
债券承销份额	11	17	32	13	10
资产管理规模	3	6	12	7	
融资融券规模		8	7	4	6

来源: 中国证券业协会

图表 50: 华泰证券旗下子公司及持股比例 (2014.1H)



来源: 公司公告

华泰证券 (601688.SS)

损益表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
净利息收入	1,254	1,144	1,326	1,442	8.8	1,653	14.6	1,704	1,683	1,668
非利息收入总额	4,976	4,739	5,841	7,269	24.4	8,287	14.0	9,424	10,394	11,081
总盈利	6,230	5,883	7,167	8,711	21.6	9,939	14.1	11,128	12,077	12,748
现金支出总额	(3,593)	(3,540)	(4,084)	(4,753)	-16.4	(5,342)	-12.4	(5,886)	(6,397)	(6,758)
折旧前营业利润	2,637	2,343	3,083	3,958	28.4	4,597	16.1	5,243	5,680	5,991
折旧和摊销(除商誉)	(203)	(200)	(164)	(169)	-3.0	(174)	-3.0	(179)	(185)	(190)
拨备前营业利润	2,434	2,143	2,919	3,789	29.8	4,423	16.7	5,063	5,495	5,800
总拨备	13	4	24	0	-	0	-	0	0	0
拨备后营业利润	2,447	2,147	2,943	3,789	28.8	4,423	16.7	5,063	5,495	5,800
来自联营及合资公司的利润(税前)	(193)	(233)	(225)	(238)	-5.7	(251)	-5.8	(264)	(277)	(289)
其他税前项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润(UBS)	2,254	1,914	2,718	3,552	30.7	4,172	17.5	4,799	5,218	5,511
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	2,254	1,914	2,718	3,552	30.7	4,172	17.5	4,799	5,218	5,511
税项	(630)	(462)	(668)	(867)	-29.7	(1,011)	-16.6	(1,157)	(1,255)	(1,325)
税后利润	1,623	1,452	2,050	2,685	31.0	3,161	17.7	3,643	3,963	4,187
股息(优先)	197	209	219	258	17.5	271	5.4	284	297	309
优先股股息	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
少数股东权益	(36)	(45)	(57)	(84)	-47.4	(93)	-10.6	(103)	(114)	(128)
净利润(本地 GAAP)	1,784	1,616	2,212	2,858	29.2	3,339	16.8	3,824	4,146	4,368
净利润(不计优先股股息)	1,784	1,616	2,212	2,858	29.2	3,339	16.8	3,824	4,146	4,368
净利润(UBS)	1,784	1,616	2,212	2,858	29.2	3,339	16.8	3,824	4,146	4,368
每股(Rmb)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
每股收益(本地 GAAP, 基本)	0.32	0.29	0.39	0.51	29.2	0.60	16.8	0.68	0.74	0.78
每股收益(UBS 稀释后)	0.32	0.29	0.39	0.51	29.2	0.60	16.8	0.68	0.74	0.78
拨备前营业利润(稀释后)	0.43	0.38	0.52	0.68	29.8	0.79	16.7	0.90	0.98	1.04
每股股息净值	0.15	0.15	0.15	0.18	20.0	0.22	22.2	0.25	0.28	0.30
每股账面价值	5.93	6.10	6.37	6.74	5.8	7.17	6.3	7.64	8.15	8.66
每股账面价值(UBS)	5.93	6.10	6.37	6.74	5.8	7.17	6.3	7.64	8.15	8.66
资产负债表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
银行资产(年底)	85,742	79,271	98,248	127,140	29.4	156,831	23.4	179,563	202,636	224,439
银行资产(平均)	99,603	82,507	88,760	112,694	27.0	141,985	26.0	168,197	191,099	213,538
总资产(年底)	85,742	79,271	98,248	127,140	29.4	156,831	23.4	179,563	202,636	224,439
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	2,640	6,514	20,619	32,558	57.9	44,505	36.7	52,838	59,482	65,492
客户贷款(平均)	1,320	4,577	13,567	26,588	96.0	38,531	44.9	48,671	56,160	62,487
生息资产(平均)	37,767	35,671	44,369	48,639	9.6	61,789	27.0	73,396	87,817	101,990
客户存款	39,542	33,310	29,130	41,122	41.2	45,234	10.0	47,496	48,921	49,899
普通股权益(年底)	33,229	34,182	35,699	37,758	5.8	40,144	6.3	42,799	45,620	48,513
普通股权益(平均)	33,055	33,705	34,940	36,728	5.1	38,951	6.1	41,471	44,210	47,067
股东资金总额(股权、优先股及少数股权)(年底)	33,615	34,638	36,325	38,385	5.7	40,864	6.5	43,622	46,557	48,513
股东资金总额(股权、优先股及少数股权)(平均)	33,428	34,126	35,481	37,355	5.3	39,624	6.1	42,243	45,089	47,535
有形资产净值	33,615	34,638	36,325	38,385	5.7	40,864	6.5	43,622	46,557	48,513
Balance sheet structure (%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
贷款/银行资产(年底)	3.1	8.2	21.0	25.6	22.0	28.4	10.8	29.4	29.4	29.2
存款/银行资产(年底)	46.1	42.0	29.6	32.3	9.1	28.8	-10.8	26.5	24.1	22.2
存贷比	6.7	19.6	70.8	79.2	11.9	98.4	24.3	111.2	121.6	131.2
股东资金总额/银行资产(年底)	39.2	43.7	37.0	30.2	-18.3	26.1	-13.7	24.3	23.0	21.6

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。

华泰证券 (601688.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	33,229	34,182	35,699	37,758	40,144	42,799	45,620	48,513
权益对资产比率%	38.8	43.1	36.3	29.7	25.6	23.8	22.5	21.6
有形权益对有形资产比率%	38.8	43.1	36.3	29.7	25.6	23.8	22.5	21.6
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)	1.26	1.39	1.49	1.28	1.16	1.01	0.88	0.78
拨备与营业利润率	(0.5)	(0.2)	(0.8)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股东权益回报率(UBS 盈利)	5.4	4.8	6.3	7.8	8.6	9.2	9.4	9.3
经调整的资产收益率	5.4	4.8	6.3	7.8	8.6	9.2	9.4	9.3
风险加权资产收益率(UBS 经调整)	-	-	-	-	-	-	-	-
资产收益率	1.63	1.76	2.31	2.38	2.23	2.17	2.07	1.96
生产率								
成本收入比	60.9	63.6	59.3	56.5	55.5	54.5	54.5	54.5
成本与平均资产比率	3.81	4.53	4.79	4.37	3.89	3.61	3.44	3.25
薪酬费用比	36.8	41.9	41.0	35.6	32.7	30.5	29.4	28.9
增长率(%)								
营业收入	-30.0	-5.6	21.8	21.6	14.1	12.0	8.5	5.6
拨备前营业利润	-45.6	-11.9	36.2	29.8	16.7	14.5	8.5	5.6
净利润(UBS)	-47.9	-9.5	36.9	29.2	16.8	14.5	8.4	5.4
每股股息净值	0.0	0.0	0.0	20.0	22.2	13.6	12.0	7.1
总资产(年底)	-24.4	-7.5	23.9	29.4	23.4	14.5	12.8	10.8
客户贷款	-	146.7	216.5	57.9	36.7	18.7	12.6	10.1
客户存款	-45.6	-15.8	-12.5	41.2	10.0	5.0	3.0	2.0
Value (x)								
市值/收入	10.7	8.9	7.3	5.6	4.9	4.4	4.0	3.8
市值/存款	1.7	1.6	1.8	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0
股价/拨备前营业利润(稀释后)	27.4	24.5	18.0	12.8	11.0	9.6	8.8	8.4
市盈率(本地 GAAP, 基本)	37.3	32.5	23.8	17.0	14.5	12.7	11.7	11.1
市盈率(UBS, 稀释后)	37.3	32.5	23.8	17.0	14.5	12.7	11.7	11.1
净股息收益率(%)	1.3	1.6	1.6	2.1	2.5	2.9	3.2	3.5
市净率	2.0	1.5	1.5	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0
市净率(UBS)	2.0	1.5	1.5	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0

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	+21.4%
预测股息收益率	2.4%
预测股票回报率	+23.8%
市场回报率假设	9.2%
预测超额回报率	+14.6%

风险声明

我们认为公司股价下行风险主要包括：非现场开户放开、互联网技术应用以及轻型营业部不断新增导致经纪业务竞争加剧、佣金率中长期内持续下滑的风险；若流动性紧张导致融资成本快速上升，导致融资融券、股权质押等资本中介业务利差下降，从而导致业绩贡献低于预期的风险；创新失败导致声誉受损、客户流失、诉讼、监管处罚等风险；证券市场投资收益波动、市场交易持续低迷等风险。

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

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。	48%	33%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	41%	30%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	23%
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 06 月 30 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

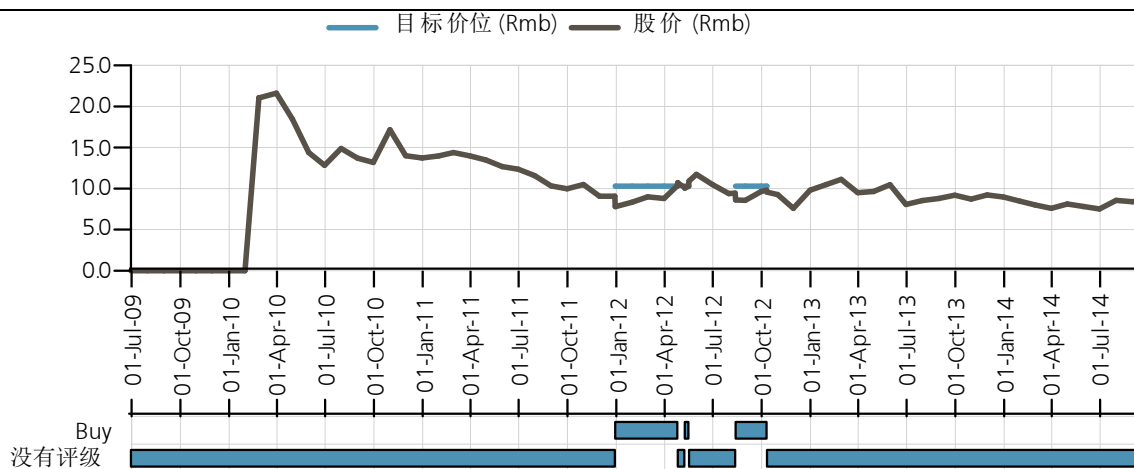
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
华泰证券	601688.SS	Not Rated	N/A	Rmb8.59	2014 年 09 月 17 日

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。

除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

华泰证券 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 9 月 17 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(或部分)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受的损失(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。

本文件及其中信息由瑞银研究部门提供,仅供作为一般背景信息。瑞银并未考虑任何接收方的具体投资目标、财务状况或具体需求。在任何情况下都不应将本文件及其中信息用于下列目的:

- (i) 估值或记账;
- (ii) 计算到期或应付款项、任何金融工具或金融合同的价格或价值;
- (iii) 衡量任何金融工具的表现。

对本文件及其中信息的接受即表示对瑞银保证不会将本文件或其中任何信息用于上述目的,或者依赖本文件或其中任何信息达到上述目的。

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，本文件或任何其它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) 条的规定，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。UBS AG 受瑞士金融市场监督管理局（FINMA）监管。**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。UBS Limited 未按照《以色列顾问法》对持牌人的要求投保。瑞银可能参与金融资产发行或分销其他发行人发行的金融资产等活动，以获取手续费或其他收益。UBS Limited 及其关联机构可能更青睐与之有联系或可能与之有联系（此种联系遵循《以色列顾问法》的定义）的各种金融资产。本材料中的任何内容都不应被视为《以色列顾问法》所规定的投资建议。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格客户”，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. 分发给美国投资者；或由 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 分发给居住在巴西的有资格投资者，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 和/或瑞银集团香港分支机构分发。**新加坡：**由 UBS Securities Pte. Ltd [mica (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. 向专业投资者分发（除非另有许可）。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，出版人及发布人。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发给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：**UBS AG 客户：由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）分发，UBS Securities Australia Ltd 客户：由 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。UBS Wealth Management Australia Ltd 客户：由 UBS Wealth Management Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231127）分发。本文件仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。本文件所载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。UBS Securities Australia Limited 金融服务的网址为：www.ubs.com/ecs-research-fsg。**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，仅供专业用户使用，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：**由 UBS Securities India Private Ltd（公司识别码 U67120MH1996PTC097299），2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051 编制。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。

