



Research and
Development Center

传统业务构筑坚实底部，创新业务拓展上行空间

—— 海通证券（600837.sh）深度报告

2014年11月5日

金融组
王小军

证券研究报告

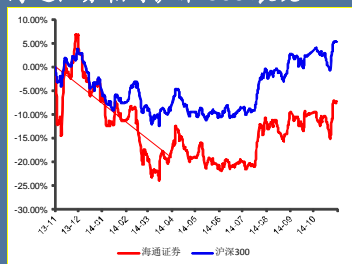
公司研究——首次覆盖

海通证券（600837.sh）



首次评级

海通证券相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据（2014-11-5）

收盘价(元)	10.71
52周内股价波动区间(元)	8.66-12.49
最近一月涨跌幅(%)	3.3%
总股本(亿股)	95.85
流通 A 股比例(%)	84.42
总市值(亿元)	1027

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院
1号楼6层研究开发中心

邮编：100031

王小军 行业分析师

执业编号：S1500512040003

联系电话：+86 10 63081430

邮箱：wangxiaojun@cindasc.com

传统业务构筑坚实底部，创新业务拓展上行空间

深度报告

2014年11月5日

目标价：14.52元

本期内容提要：

- ◆ **投资亮点：优先布局红利+创新业务逐步发力。**1、海通证券的净资本规模、风控水平和综合能力使其在各类新业务试点中均享受“优先布局”的红利；2、融资融券、约定式回购等新业务势头良好，利润贡献占比逐年增加；3、传统业务基础和国际业务平台为公司进一步的创新和扩展提供了良好的基础。
- ◆ **财务预测与估值：**在2014年、2015年日均股票交易额分别为2100亿元、2205亿元的假设下，我们预测公司2014年、2015年每股收益分别为0.60元、0.68元。采用部分加法对公司各业务模块进行估值，得到公司目标价14.52元，首次覆盖给予“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**交易量的下跌可能影响公司经纪业务收入进而影响业绩；自营业务的波动性可能影响公司的盈利；创新业务业绩不达预期。

公司报告首页财务数据

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
主营业务收入(百万元)	9,134	10,454	14,495	16,130	18,282
增长率 YoY %	-1.7%	14.5%	38.7%	11.3%	13.3%
归属母公司净利润(百万元)	3,014	4,034	5,741	6,471	7,458
增长率 YoY%	-2.9%	33.8%	42.3%	12.7%	15.3%
毛利率%	43.6%	51.1%	53.1%	53.9%	54.8%
净资产收益率 ROE%	5.14%	6.56%	8.14%	8.17%	8.36%
每股收益 EPS(元)	0.31	0.42	0.60	0.68	0.78
市场一致预期 EPS(元)	0.33	0.48	0.61	0.71	0.80
市盈率 P/E(倍)	34.55	25.50	17.85	15.75	13.73
市净率 P/B(倍)	1.75	1.67	1.46	1.30	1.15

资料来源：wind，信达证券研发中心预测

目 录

公司介绍:	1
公司概况	1
公司业务分析	3
盈利模式: 创新业务逐渐发力	3
盈利能力: 行业领先	4
经纪业务: 处于第一集团领先地位	6
投行业务: 业绩略低于预期	8
资产管理规模飞速发展	9
自营业务: 风格比较稳健	10
创新业务: 两融业务是营业收入增长引擎	12
国际业务: 进军海外平台	12
盈利预测	14
经纪业务收入增长 2014 年具有较高确定性	14
投行业务 2014 年业绩迅速回升	14
资产管理业务规模迅速发展, 但营收增长主要依赖基金管理业务收入	15
自营业务收入快速提升	16
2014、2015 年归属母公司净利润分别为 57.4 亿元、64.7 亿元	16
公司估值	17
风险提示	19

表 目 录

表 1: 海通证券 A 前十大股东情况	2
表 2: 海通证券经纪业务预测	14
表 3: 海通证券投行业务预测	15
表 4: 海通证券资产管理业务预测	15
表 5: 海通证券自营业务预测	16
表 6: 海通证券业务及管理费预测	16
表 7: 海通证券部分加法估值	17
表 8: 2014 年每股收益敏感性分析	18
表 9: 2014 年每股净资产敏感性分析	18
表 10: 2014 年每股价值敏感性分析	19

图 目 录

图 1: 证券行业收入结构	3
图 2: 海通证券收入结构	4
图 3: 海通证券净利润率	5
图 4: 上市证券公司盈利能力格局 (2013 年)	5
图 5: 上市证券公司营业部均交易额 (2013 年)	6
图 6: 部分上市证券公司经纪业务佣金率 (2013 年)	7
图 7: 海通证券经纪业务佣金率	7
图 8: 上市证券公司经纪业务格局 (2013 年)	8
图 9: 上市证券公司投行业务格局 (2013 年)	9
图 10: 海通证券集合资产管理市场份额	10
图 11: 海通证券自有投资规模	11
图 12: 海通证券自有投资构成	11
图 13: 海通证券融资融券余额规模	12
图 14: 海通证券国际业务净资产规模	13
图 15: 海通证券国际业务净利润和 ROE	13

公司介绍：

公司概况

海通证券股份有限公司成立于 1988 年，是国内成立最早、综合实力最强的大型券商之一。公司前身是上海海通证券公司，1994 年改制为有限责任公司，并发展为全国性的证券公司。2001 年，公司再整体改制为股份有限公司。2002 年，公司增资扩股，注册资金增至 87.34 亿元，成为当时国内资本规模最大的综合性券商。2005 年，公司成功托管甘肃证券和兴安证券，实现低成本快速扩张，同年公司成为创新试点券商。公司于 2007 年在上海证券交易所挂牌上市并完成定向增发，于 2012 年 4 月在香港联合交易所挂牌上市，公司注册资金增至 95.84 亿元。

公司业务范围涵盖经纪、投行、资产管理、自营、融资融券、基金、期货和 PE 投资等全方位金融服务。公司经纪业务基础雄厚，在境内外设立有 240 家营业部，拥有 460 万零售客户和超过 1.2 万个机构客户及高端客户，客户资产规模近万亿元。经纪业务总交易量市场份额稳居市场前列。公司的投资银行业务在发展中打造了具有公司特色的行业品牌，尤其在金融和高科技企业的发行承销，以及文化传媒企业的并购重组方面享有盛誉。公司资产管理业务发展迅速，旗下拥有上海海通证券资产管理公司、海富通和富国基金等资产管理公司，累计资产管理规模逾 3000 亿元。

公司创新业务拥有先发优势，一直保持行业领先地位。作为融资融券第一批试点券商，市场排名始终保持第一位；股指期货业务发展迅速，排名行业前三；公司首批获得约定购回式证券交易资格，并获得债券质押式报价回购资格。公司的 PE 投资业务起步早、发展快、项目经验丰富。公司作为国内最早开展私募股权投资的证券公司，全资拥有或控股海通开元和海富产业等 4 家 PE 投资基金管理公司，打造了国内 PE 投资领域的知名品牌。

公司长期致力于走国际化金融控股集团的发展道路，先后发起设立了海富通基金公司、海富产业基金公司、海通开元投资有限公司、海通国际控股有限公司等子公司，控股了海通期货有限公司。公司通过全资子公司海通国际收购恒信金融集团有限公司，将业务扩展至融资租赁领域。

公司股权结构较为分散，持股比例最大的是 H 股股东香港中央结算有限公司，占比 15.57%，其余股东持股比例均未超过 5%，持股比例超过 2% 的股东包括光明食品、上海海烟、上海电气、中能集团、上海久事和上海友谊等。前 10 大流通股股东持股比例合计为 41.46%。

表 1: 海通证券 A 前十大股东情况

股东名称	持股数量(股)	占比(%)	股本性质
香港中央结算(代理人)有限公司	1,492,143,200	15.57	H 股流通股
光明食品(集团)有限公司	422,180,000	4.40	A 股流通股
上海海烟投资管理有限公司	400,709,623	4.18	A 股流通股
上海电气(集团)总公司	362,345,157	3.78	A 股流通股
申能(集团)有限公司	322,162,086	3.36	A 股流通股
上海久事公司	235,247,280	2.45	A 股流通股
上海友谊集团股份有限公司	214,471,652	2.24	A 股流通股
上海兰生股份有限公司	190,680,000	1.99	A 股流通股
文汇新民联合报业集团	180,829,853	1.89	A 股流通股
辽宁能源投资(集团)有限责任公司	153,126,585	1.60	A 股流通股
合 计	3,973,895,436	41.46	

资料来源: wind, 信达证券研发中心整理, 截止 2014 年 6 月 30 日

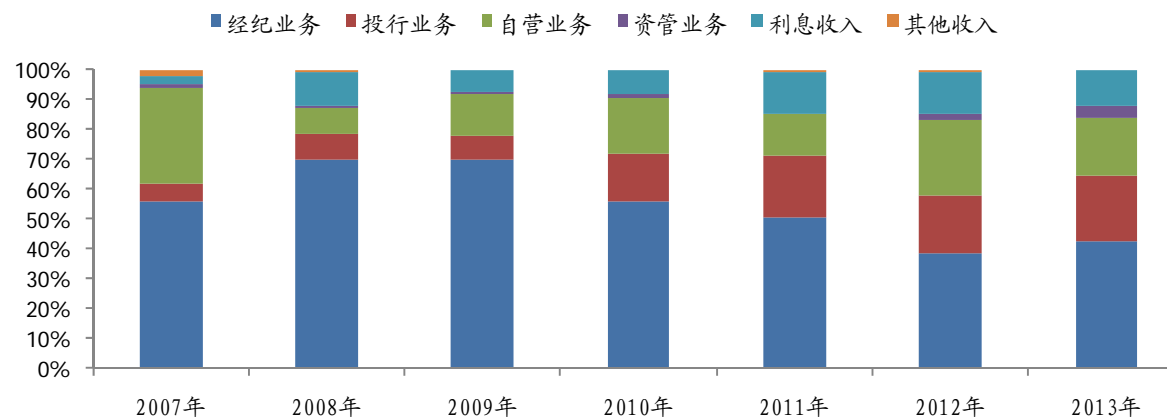
公司业务分析

盈利模式：创新业务逐渐发力

海通证券作为成立较早的大型综合券商，其传统业务对公司业绩的贡献度一直较高，经纪业务和自营业务是最主要的业绩贡献模块。公司在 2005 年的证券公司综合治理过程中先后托管了甘肃证券和兴安证券（均于 2007 年底实现并表），使公司的经纪业务覆盖度大幅扩展。截止 2013 年 12 月，海通证券共有 240 个证券营业部，营业部数量在上市证券公司中排名第一。

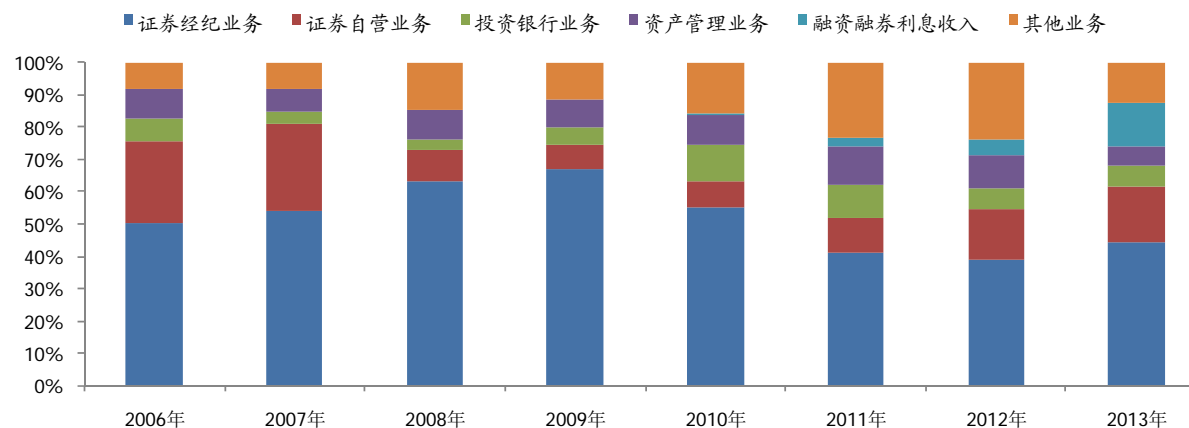
比较海通证券收入结构和证券行业收入结构可以发现，直到 2009 和 2010 年，海通证券与全行业收入结构占比还十分相近，且经纪业务收入占比均在 50% 以上；然而海通证券的业务结构多样化在最近三年逐步体现出来，业绩占比也和行业整体状况产生了差异。这与海通证券的融资融券等新业务的规模迅速扩大带来业绩贡献增长有关。2013 年全年，海通证券经纪业务收入占比 45%，高于行业平均水平 2 个百分点；但是自营业务、利息收入的占比则分别为 19% 和 12%，业务多样化开始逐步显现。

图 1：证券行业收入结构



资料来源：中国证券业协会，信达证券研发中心

图 2：海通证券收入结构



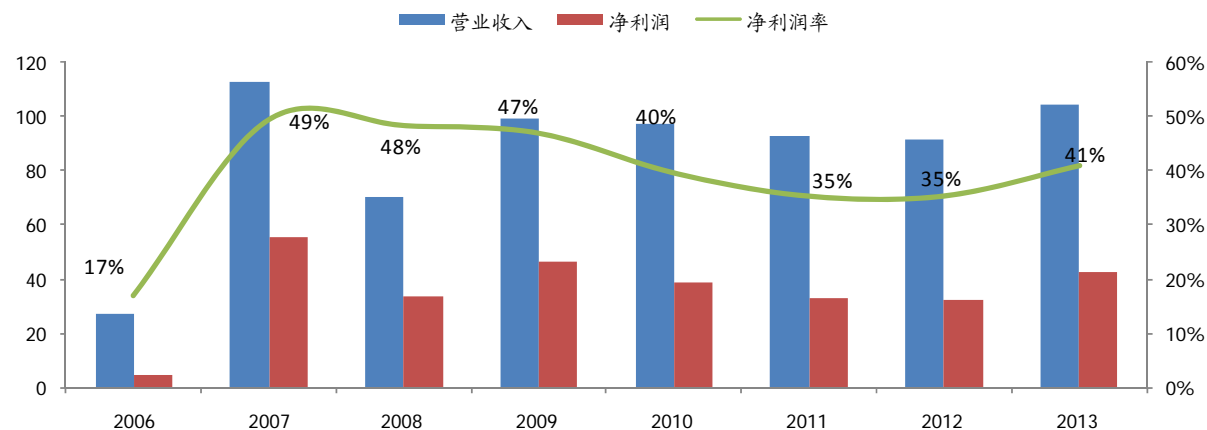
资料来源：公司数据，信达证券研发中心

盈利能力：行业领先

在 2007 年完成对甘肃证券和兴安证券的并表后，海通证券的收入和利润规模均实现大幅增长。自 2007 年至 2013 年收入规模均超过 70 亿，而净利润率在 35%至 50%区间波动，在牛熊市中均维持了较高的稳定性。

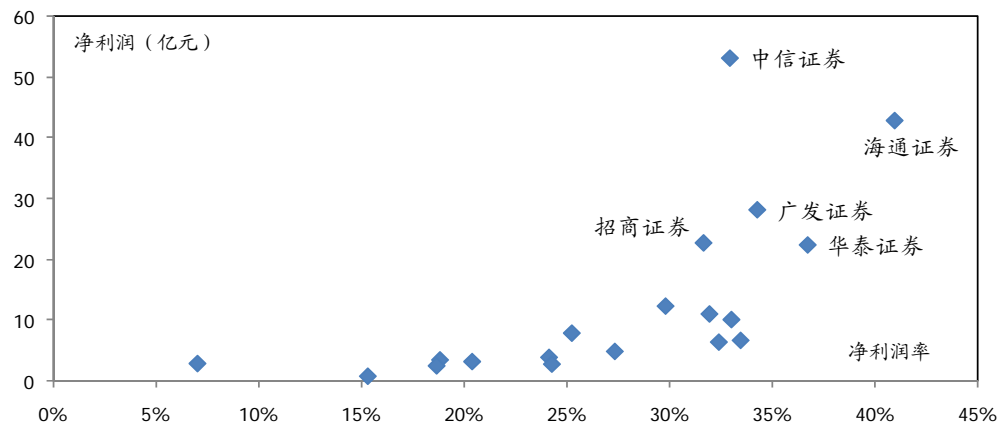
而通过比较分析 2013 年上市证券公司的盈利能力可以看出，A 股上市证券公司的净利润规模和净利润率之间呈现十分明显的正相关性。从净利润规模和净利润率构成的格局来看，海通证券处于第一集团，规模优势和盈利能力优势较为明显。2013 年海通证券净利润为 42 亿元，处于上市证券公司第二位，略低于中信证券（53 亿元）；净利润率为 41%，处于上市证券公司第一位。

图 3: 海通证券净利润率



资料来源: 公司数据, 信达证券研发中心

图 4: 上市证券公司盈利能力格局 (2013 年)



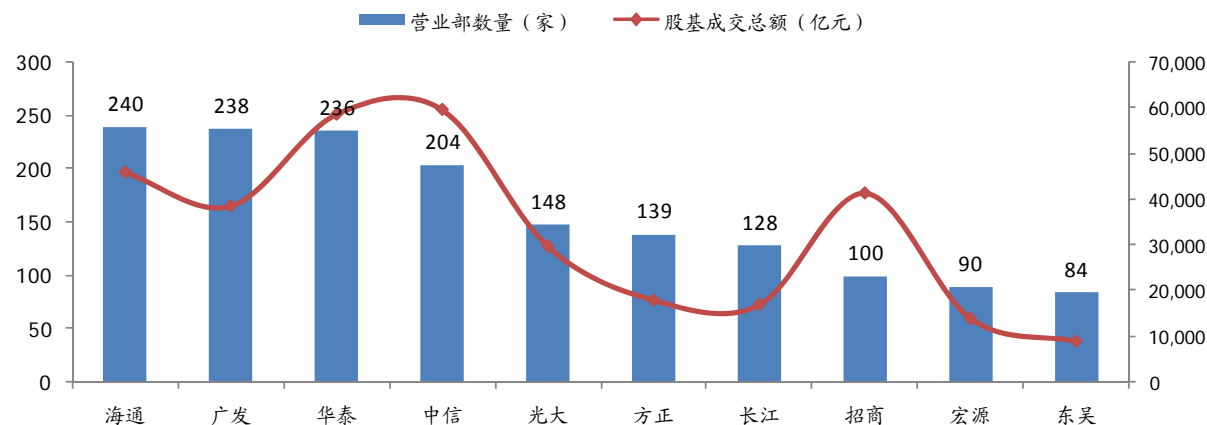
资料来源: 公司数据, 信达证券研发中心

经纪业务：处于第一集团领先地位

作为业务覆盖全国的综合性的证券公司，海通证券下属 240 家证券营业部（截至 2013 年 12 月 31 日），营业部数量在上市证券公司中排名第一；营业部覆盖全国 28 个省份，其中覆盖度较高的有黑龙江（39 家）、上海（31 家）、江苏（23 家）、广东（14 家）等省市。2013 年海通证券部均股票基金交易额 240 亿元，在前十名上市证券公司中排名第五；2013 年经纪业务净佣金率为 1.01%，在上市券商中排名第十二，这意味着海通证券的佣金率已经比较市场化。

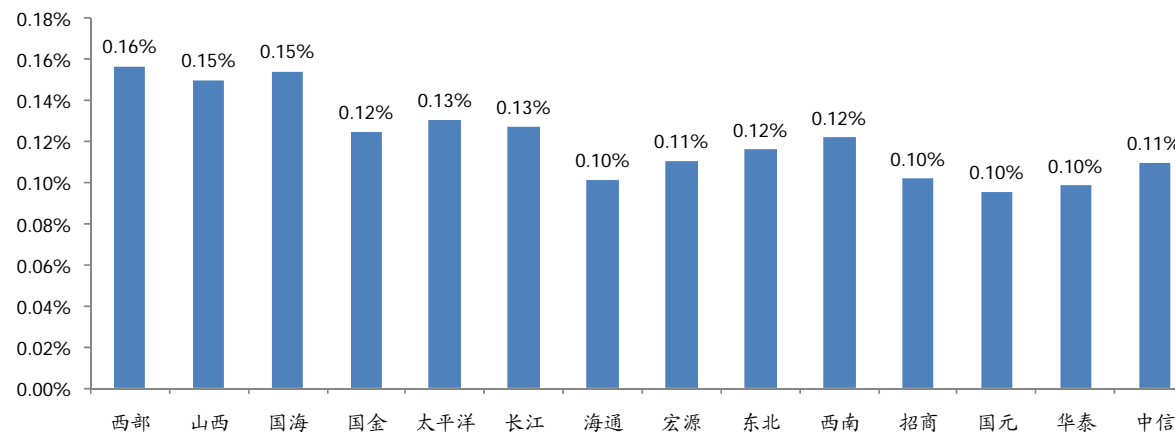
海通证券佣金率自 2008 年起一直高于行业平均水平，这与 2007 年底实现和甘肃证券、兴安证券的并表有关。但近年来由于佣金竞争较为激烈，各地区佣金率有逐渐趋同的趋势，海通证券整体佣金率水平逐渐与行业平均水平趋同。2013 年海通证券经纪业务市场份额占有率为 4.54%，机构经纪业务市场份额为 5.09%，处于第一集团的领先地位。

图 5：上市证券公司营业部部均交易额（2013 年）



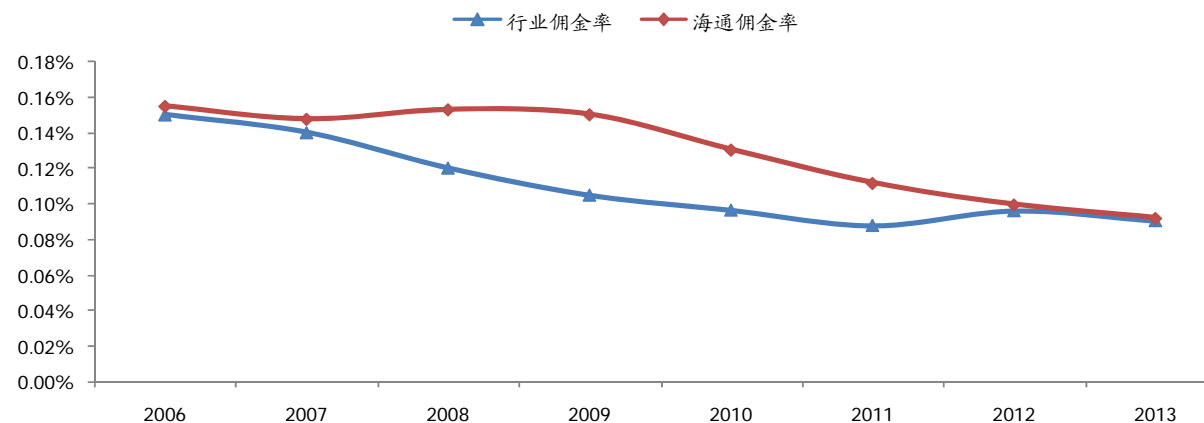
资料来源：公司数据，上海证券交易所，深圳证券交易所，信达证券研发中心

图 6: 部分上市证券公司经纪业务佣金率 (2013 年)



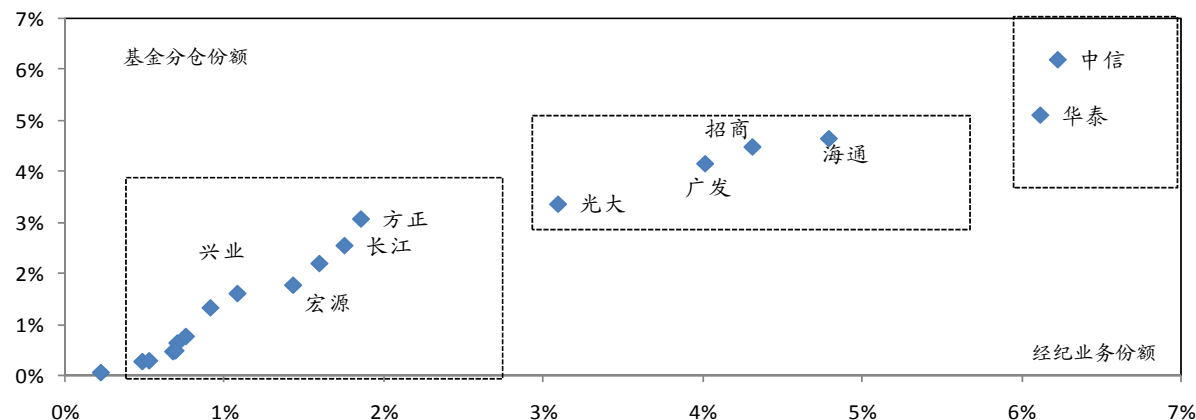
资料来源: 公司数据, 上海证券交易所, 深圳证券交易所, 信达证券研发中心

图 7: 海通证券经纪业务佣金率



资料来源: 公司数据, 上海证券交易所, 深圳证券交易所, 信达证券研发中心

图 8：上市证券公司经纪业务格局（2013 年）



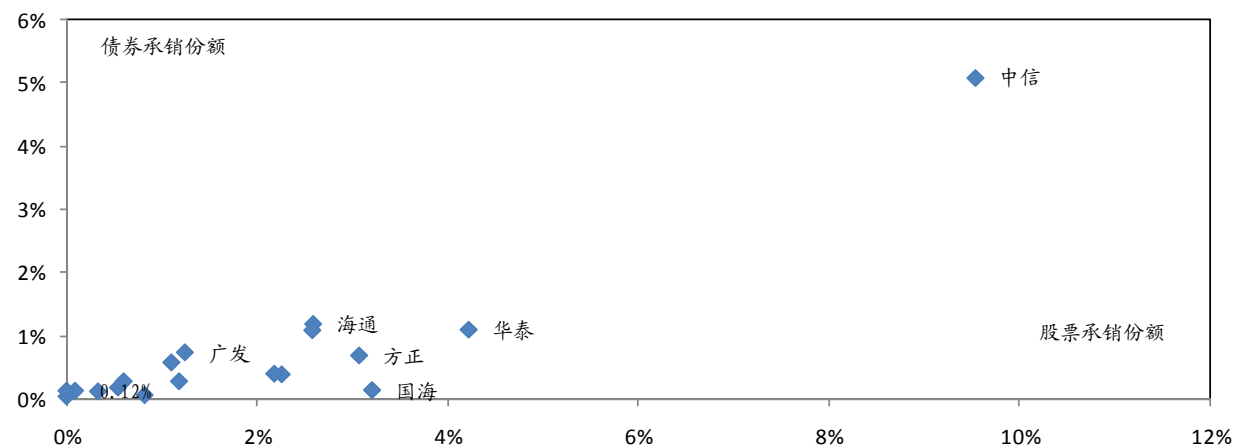
资料来源：上海证券交易所，深圳证券交易所，wind，信达证券研发中心

投行业务：业绩略低于预期

2013 年海通证券股票及股票连接承销额 66 亿元，市场份额为 1.6%，在上市券商中排名第五，股票承销额大幅下降在于 2013 年 IPO 停滞。2013 年股票一级市场整体规模同比进一步下滑，全年股票及股票连接承销额 4070 亿元，而上市证券公司市场份额占有率则呈进一步分化趋势：中信证券市场份额高达 10%，而其余上市证券公司市场份额均在 5% 以下。

在股票一级市场弱势的背景下，2013 年海通证券在债券承销领域取得明显进步：企业主体债券承销额 629 亿元，市场份额为 5.2%，相比 2012 年（3.5%）提高了 1.7 个百分点，市场占有率居上市券商第二位，低于中信证券 5.9%。债券承销业务领域的进展也使海通证券投行业务由偏重于股票类转向股债并重的结构。总体来说，2013 年海通证券承销业务表现平平。

图 9：上市证券公司投行业务格局（2013 年）

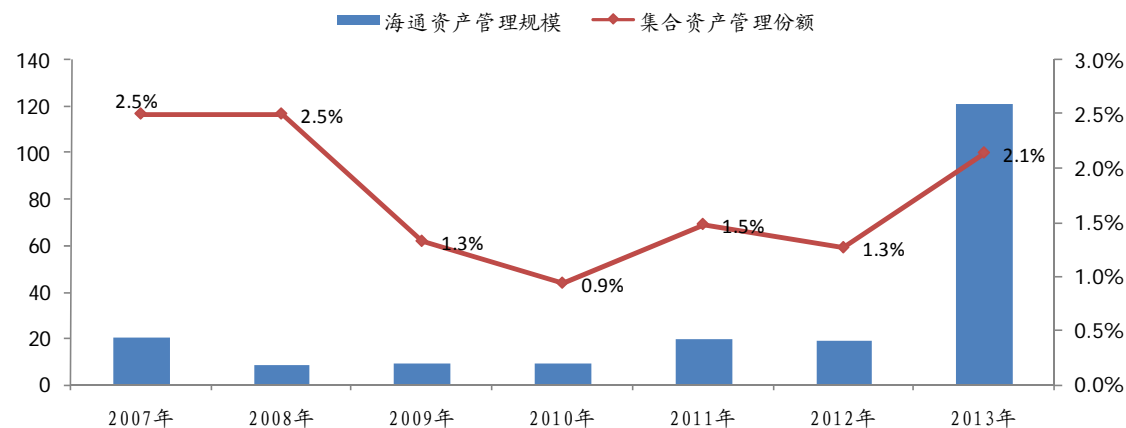


资料来源：wind，巨潮信息网，中国债券信息网，信达证券研发中心

资产管理规模飞速发展

在 2012 年资产管理行业处于变革初期的环境下，海通证券在行业内较早将资产管理业务独立成立资产管理子公司。子公司的成立也为公司资产管理下一步的探索和发展从组织机构的角度提供了更宽广的空间。在 2013 年，海通资产管理规模飞速发展，截至 2013 年末，公司集合资产管理规模 138 亿元，定向资产管理规模 1090 亿元，而 2012 年末规模分别为 30 亿元和 321 亿元。除母公司资产管理业务外，海通证券参、控股两家公募基金公司——富国基金管理公司（持有 27.75% 股权）和海富通基金管理公司（持有 51% 股权）。2013 年，富国基金和海富通基金的净利润规模分别为 2.9 亿元、1.2 亿元。

图 10: 海通证券集合资产管理市场份额



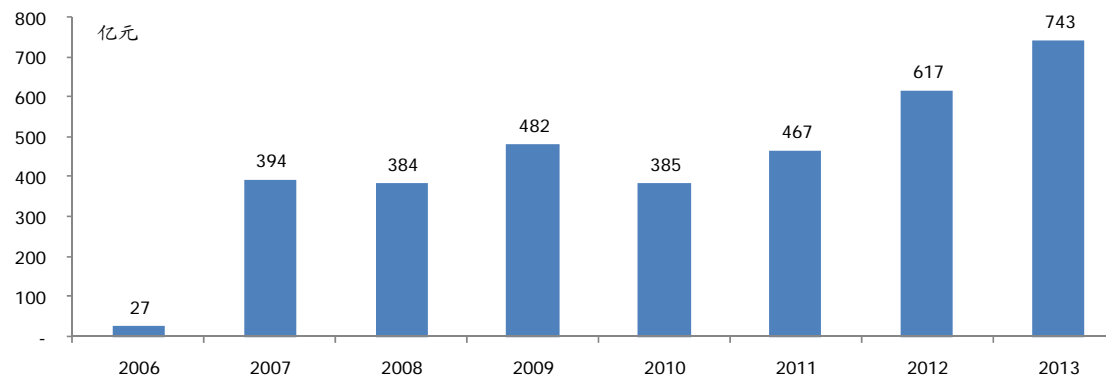
资料来源: wind, 公司数据, 信达证券研发中心

自营业务：风格比较稳健

截至 2013 年底，海通证券自有投资规模为 743 亿元。回顾海通证券自有投资规模发展历程可以发现，2007 年托管兴安证券和甘肃证券、2012 年 H 股公开发行两个节点作用明显。目前公司自有投资规模居 A 股上市证券公司第二位。

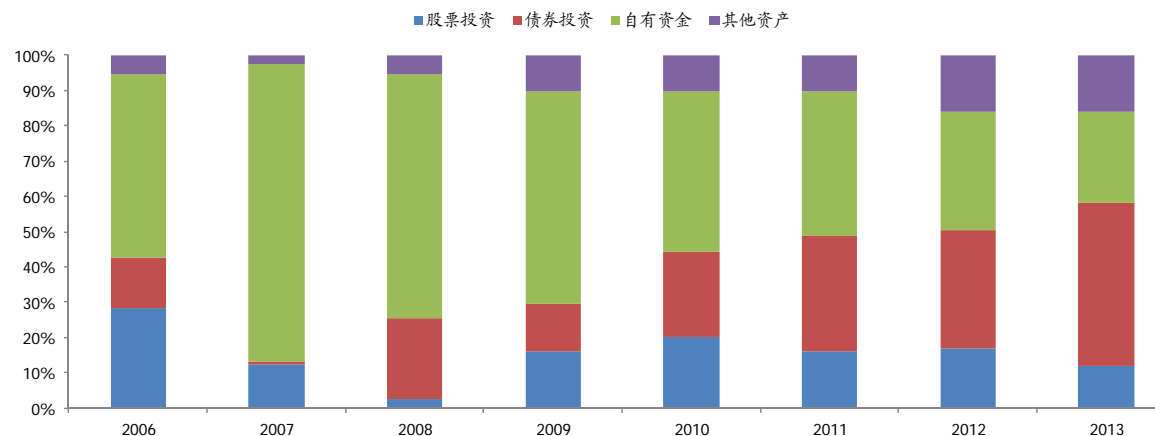
从投资构成角度来看，海通证券近年来进一步提高了债券类投资的比重，降低了权益类投资的比重，这一调整显然是对近几年行业大势的正确反应。从 2012 年起，海通证券进一步增加了基金等其他类型的投资比重，投资方向进一步多样化和分散化。截至 2013 年末，公司自有投资中，类存款投资比重为 26%，固定收益类投资比重为 46%，权益类投资比重为 12%，其他类投资比重为 16%。

图 11: 海通证券自有投资规模



资料来源: 公司数据, 信达证券研发中心

图 12: 海通证券自有投资构成

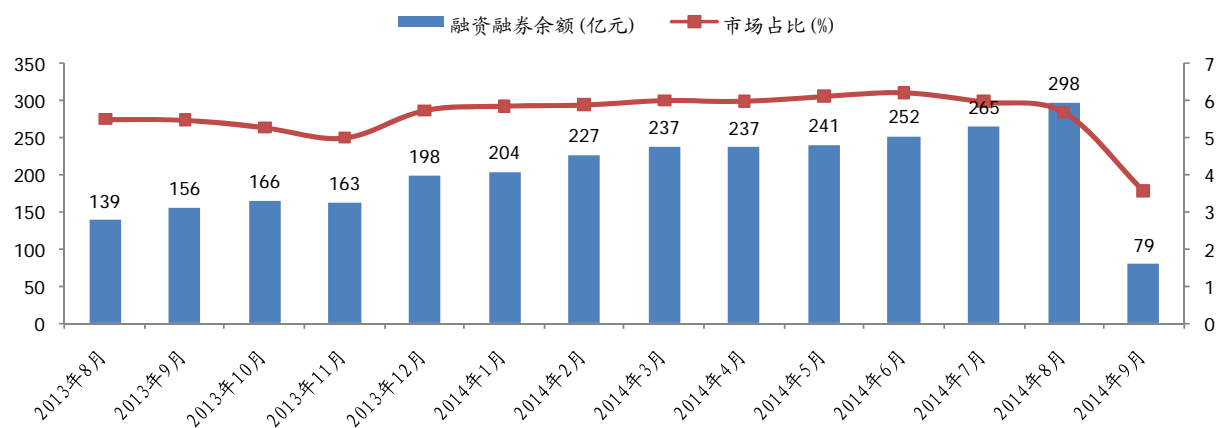


资料来源: 公司数据, 信达证券研发中心

创新业务：两融业务是营业收入增长引擎

借助经纪、自营等传统业务的基础，海通证券在创新业务上的发展势头迅猛，且业绩兑现显著。截至 2013 年 12 月 31 日，海通证券融资融券余额规模 198 亿，占全市场比重为 5.73%；2013 年融资融券利息收入为 14.3 亿元，占营业总收入比重近 14%。这一方面得益于海通证券首批获得业务试点的先发优势，另一方面也在于公司的经纪业务基础以及对券源等因素的重视。此外，海通证券约定购回式证券交易业务规模 9.2 亿元，排名行业第一。除此之外，期限套利、股指期货经纪等新业务也逐步贡献利润。稳定高收益的资金使用渠道扩展也为公司进一步增加杠杆、提高公司整体资产收益率提供了基础。

图 13：海通证券融资融券余额规模



资料来源：wind，信达证券研发中心

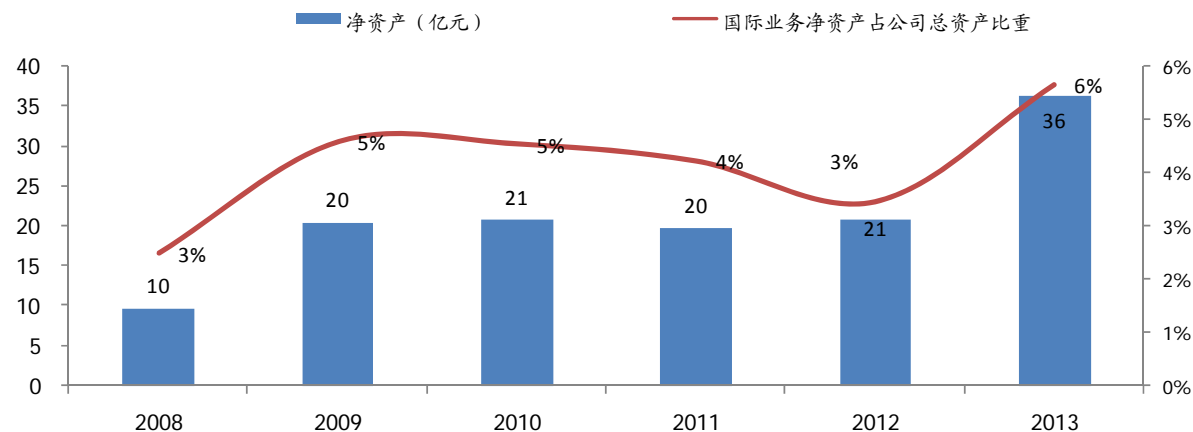
国际业务：进军海外平台

海通证券的国际业务主要通过其子公司平台——海通国际控股有限公司（以下简称海通国际控股）开展。海通国际控股附属的海通国际证券集团有限公司（以下简称海通国际证券）原名香港大福证券（0665.HK），是一家成立于 1973 年的香港本土证券公司，并于 1996 年在香港联交所上市，拥有 40 年的业务经验以及较好的业务网络基础，是香港本土领先的证券公司之一。海通证券于 2010 年完成对大福证券 60.48% 股权的收购后，大福证券更名为海通国际证券，成为海通证券国际业务平台。

截至 2013 年 12 月 31 日，海通国际控股净资产 45.80 亿港元，总资产 365.19 亿港元，净资产投入占海通证券净资产比重约为 6%。2013 年全年海通国际控股实现收入 13.83 亿港元，实现净利润 5.25 亿港元，净资产收益率为 11.46%。

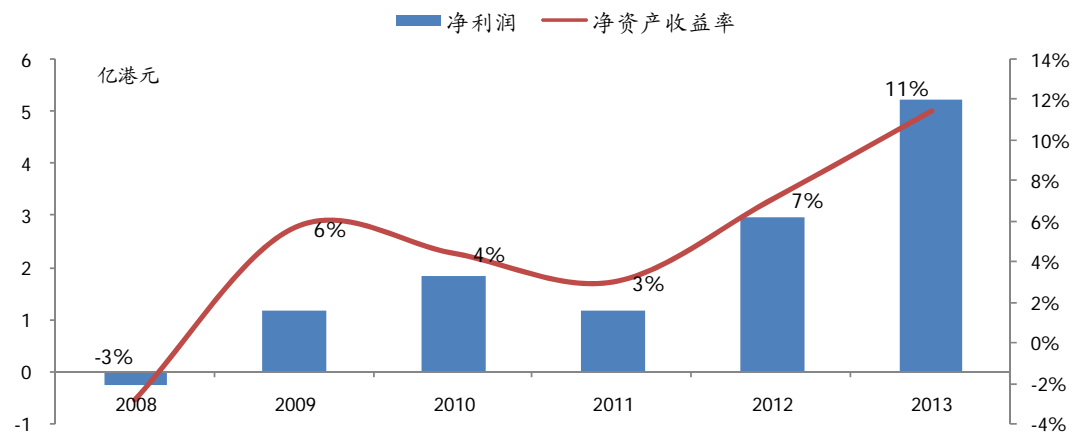
2014 年，海通证券通过海通国际控股司海通国际控股有限公司收购了恒信金融集团有限公司，进入融资租赁业务。

图 14: 海通证券国际业务净资产规模



资料来源: 公司数据, 信达证券研发中心

图 15: 海通证券国际业务净利润和 ROE



资料来源: 公司数据, 信达证券研发中心

盈利预测

经纪业务收入增长 2014 年具有较高确定性

受市场环境的影响，2013 年沪深股票交易额大幅上升，海通证券经纪业务收入同比增长 46%。但是鉴于经济弱复苏程度可能不及预期，股市表现可能受到一定影响，我们认为 2014 年很难维持这一增长水平。2014 年 1-9 月，日均股票成交金额为 2131 亿元。我们假设 2014 年全年 A 股日均交易额在 2100 亿元左右，较 2013 年微升 8%。另一方面，由于营业部网点设置放开等因素，A 股经纪业务净手续费率也将继续受到一定的下调压力。在全年日均交易额 2100 亿、海通证券股基交易市场份额维持 4.8%、经纪业务净手续费率 0.095% 的假定下，海通证券 2014 年经纪业务净收入为 46.6 亿元，相对 2013 年有所回升。

海通证券是融资融券首批试点的六家券商之一，且之后在融资融券业务领域发展迅速。截止 2014 年 9 月底，海通证券融资融券余额为 79 亿元，2014 年 1-9 月融资融券平均余额为 226 亿元。此外，我们假设香港孖展融资业务为 82 亿元，略高于去年的 79 亿元。在全年融资融券平均余额 309 亿元、融资融券费率维持 9.1% 的假设下，预计海通证券 2014 年利息净收入为 30.4 亿元。

表 2: 海通证券经纪业务预测

经纪业务收入预测 (亿元)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
市场股基权证交易额 (单边)	320,150	477,853	529,935	558,703	584,253
日均股票交易额	1,285	1,948	2,100	2,205	2,315
海通市场份额	4.54%	4.80%	4.80%	4.80%	4.80%
海通股基权证交易额	29,052	45,906	50,910	53,673	56,128
代理买卖证券业务净收入	26.9	39.3	46.6	49.9	50.7
代理买卖证券业务净手续费率	0.100%	0.092%	0.095%	0.095%	0.090%
融资融券年均余额	50.34	169.29	308.98	386.23	482.79
融资融券利率	9.10%	9.10%	9.10%	9.10%	9.10%
存款年均余额	574	595	462	324	264
客户存款年均余额	374.86	387	396	417	425
净利差	3.22%	2.63%	2.85%	2.85%	2.85%
利息净收入	21.2	20.8	30.4	32.5	38.5

资料来源：上海证券交易所，深圳证券交易所，公司数据，信达证券研发中心

投行业务 2014 年业绩迅速回升

2013 年的弱市行情对股票一级市场造成较大影响，全年股票及股票连接融资额仅 4074 亿元，同比 2012 年下降 12%；但由

于企业主体债券发行额同比大幅上涨以及海通证券在债券承销领域的突破，使得海通证券投行业务收入同比下降仅为 17%。2014 年由于 IPO 重新开闸，预计全年股票承销收入大幅增长的可能性较大。预计海通证券 2014 年投行业务收入 15.5 亿元。

表 3: 海通证券投行业务预测

投行业务收入预测(亿元)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
股票及股票连接融资额	4,596	4,074	7,166	7,836	8,552
海通股票及股票连接主承销额	73	66	143	157	171
海通股票及股票连接主承销市场份额	1.6%	1.6%	2.0%	2.0%	2.0%
企业主体债券融资额	34,639	27,947	33,651	40,542	44,620
海通企业主体债券主承销额	740	629	1,683	2,027	2,231
海通企业主体债券主承销市场份额	3.6%	5.2%	5.0%	5.0%	5.0%
证券承销保荐业务净收入	6.6	8.9	15.5	17.8	19.5

资料来源: wind, 公司数据, 信达证券研发中心

资产管理业务规模迅速发展，但营收增长主要依赖基金管理业务收入

2012 年证券行业去监管的一个重要部分是资管业务管制的放松，包括集合资产管理备案制、定向资产管理审批放松、资产证券化业务重启等，从 2013 年 6 月起，符合门槛条件的证券公司可以申请公募基金业务，而原有的大集合业务将终止。这是证券资产管理行业的重要变化之一；加上定向、专业业务的突破，资管业务将可能是未来几年内海通证券重要业绩增长点之一。2013 年海通证券委托资产管理业务收入为 0.7 亿元，集合资产管理和定向资产管理业务收入分别为 0.34 亿元，0.34 亿元。总体盈利仍然较小，我们认为，管理费用低廉是造成资管业务营业收入低的主要原因。预计海通证券 2014 年资产管理业务收入 7.5 亿元。

表 4: 海通证券资产管理业务预测

资管业务收入预测(亿元)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
集合资产管理(公募)业务期末规模	30.60	138.15	30.00	35.00	35.00
集合资产管理业务净收入	0.22	0.35	1.09	0.42	0.46
集合资产管理业务费率	0.8%	0.4%	1.3%	1.3%	1.3%
定向资产管理业务、基金管理公司净收	8.4	9.6	6.2	6.8	7.3
资产管理业务净收入	8.9	9.9	7.5	7.3	7.9

资料来源: wind, 公司数据, 信达证券研发中心

自营业务收入快速提升

由于投资方式的多样化、风险敞口的降低，以及现有的自有资金用于融资融券等资本中介业务的量逐步增加，海通证券自营业务或将放慢增长速度。预计海通证券 2014 年自营业务收入 40.0 亿元。

表 5: 海通证券自营业务预测

自营业务收入预测 (亿元)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
上证指数涨幅	3.2%	-6.7%	8%	8%	8%
自有投资规模	409.28	552.25	529.25	558.14	589.99
证券投资收益率	6.8%	4.4%	7.3%	7.3%	7.3%
自营业务收入	23.4	21.0	40.0	41.9	46.4

资料来源: 上海证券交易所, 公司数据, 信达证券研发中心

2014、2015 年归属母公司净利润分别为 57.4 亿元、64.7 亿元

综合以上各业务模块预测，我们预测海通证券 2014 年、2015 年分别实现营收 145.0 亿元，161.3 亿元，并且海通证券 2014 年、2015 年分业务及管理费有所降低，预计 2014、2015 年业务及管理费占营业收入比重将从 2013 年的 43.6% 降低至 41.4%、40.6%。在此假定下，我们预测海通证券 2014、2015 年归属母公司净利润分别为 57.4 亿元、64.7 亿元，对应每股收益分别为 0.60、0.68 元。

表 6: 海通证券业务及管理费预测

业务及管理费用预测 (亿元)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
业务及管理费	40.11	45.52	59.97	65.53	72.72
人力资源费用	21.42	26.21	36.24	40.33	45.71
固定资产折旧	1.68	1.57	1.42	1.42	1.42
租赁费	2.62	2.82	3.10	3.41	3.75
其他	13.48	13.88	17.76	18.76	20.02
业务及管理费 / 营业收入	43.9%	43.6%	41.4%	40.6%	39.8%

资料来源: 公司数据, 信达证券研发中心

公司估值

在目前证券公司业务线条设置的条件下，自营业务、非自营业务板块能够较为明显区分，创新业务范畴清楚。自营业务主要由自有资金投资规模和收益率驱动，非自营业务由中介服务的市场份额驱动，而创新业务尚处于成长期，不同业务板块核心驱动因素有所不同，因此我们采取部分加总法对公司进行估值。

表 7: 海通证券部分加总法估值

自营业务估值(百万元)	2014F	2015F	2016F
现金和证券投资规模	27,765	26,874	26,148
直接投资规模	2,121	2,121	2,121
直接投资价值	5,084	6,609	8,592
其他投资	-	-	1
自营业务价值	32,849	33,483	34,741
自营业务每股价值(元)	3.43	3.49	3.62
自营业务市净率(P/B)	0.47	0.42	0.39
非自营业务估值(百万元)	2014F	2015F	2016F
非自营业务净利润	2,909	3,374	3,787
非自营业务市盈率(P/E)	10.00	10.00	10.00
非自营业务价值	29,090	33,740	37,870
非自营业务每股价值(元)	3.03	3.52	3.95
创新业务估值(百万元)	2014F	2015F	2016F
创新业务净利润	1,931	2,585	3,162
创新业务市盈率(P/E)	40.00	35.00	30.00
创新业务价值	77,240	90,475	94,860
创新业务每股价值(元)	8.06	9.44	9.90
部分加总法估值(元)	2014F	2015F	2016F
总价值	139,179	157,698	167,471
每股价值	14.52	16.45	17.47
对应市盈率(倍)	24.20	24.19	22.40
对应市净率(倍)	1.97	1.99	1.88

资料来源：公司数据，信达证券研发中心

我们采用 P/B 方法对自营业务进行估值得到自营业务 2014 年、2015 年及 2016 年每股价值分别为 3.43 元、3.49 元、3.62 元；对非自营业务和创新业务采用 P/E 估值方法估值，对非自营业务给予 10 倍 P/E 倍数，对应 2014、2015 年及 2016 年非自营业务每股价值分别为 3.03 元、3.52 元及 3.95 元；对创新业务给予 40 倍、35 倍及 30 倍 P/E，对应 2014、2015 年及 2016

年创新业务价值分别为 8.06 元、9.44 元及 9.90 元。将自营业务、非自营业务及创新业务价值加总，得到 2014 年、2015 年及 2016 年海通证券每股价值分别为 14.52 元、16.45 元及 17.47 元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

根据对每股价值的敏感性分析，在 2014 年日均股票交易额 1700 亿元至 2300 亿元的情景假定下，海通证券的每股价值区间为 12.99 至 16.11 元。

表 8: 2014 年每股收益敏感性分析

14年每股收益 (元)		日均股票交易额 (亿元)								
		1,300	1,500	1,700	1,900	2,100	2,300	2,500	2,700	2,900
经纪业务 净手续费率 (%)	0.070%	0.45	0.47	0.49	0.52	0.54	0.56	0.58	0.60	0.62
	0.075%	0.46	0.48	0.51	0.53	0.55	0.58	0.60	0.62	0.64
	0.080%	0.47	0.50	0.52	0.54	0.57	0.59	0.62	0.64	0.67
	0.085%	0.48	0.51	0.53	0.56	0.58	0.61	0.64	0.66	0.69
	0.090%	0.49	0.52	0.55	0.57	0.60	0.63	0.65	0.68	0.71
	0.095%	0.50	0.53	0.56	0.59	0.62	0.64	0.67	0.70	0.73
	0.100%	0.51	0.54	0.57	0.60	0.63	0.66	0.69	0.72	0.75
	0.105%	0.52	0.55	0.58	0.62	0.65	0.68	0.71	0.74	0.77
0.110%	0.53	0.56	0.60	0.63	0.66	0.70	0.73	0.76	0.80	

资料来源: 公司数据, 信达证券研发中心

表 9: 2014 年每股净资产敏感性分析

14年每股净资产 (元)		日均股票交易额 (亿元)								
		1,300	1,500	1,700	1,900	2,100	2,300	2,500	2,700	2,900
经纪业务 净手续费率 (%)	0.070%	7.21	7.23	7.25	7.28	7.30	7.32	7.34	7.36	7.38
	0.075%	7.22	7.24	7.27	7.29	7.31	7.34	7.36	7.38	7.40
	0.080%	7.23	7.26	7.28	7.30	7.33	7.35	7.38	7.40	7.43
	0.085%	7.24	7.27	7.29	7.32	7.34	7.37	7.40	7.42	7.45
	0.090%	7.25	7.28	7.31	7.33	7.36	7.39	7.41	7.44	7.47
	0.095%	7.26	7.29	7.32	7.35	7.38	7.40	7.43	7.46	7.49
	0.100%	7.27	7.30	7.33	7.36	7.39	7.42	7.45	7.48	7.51
	0.105%	7.28	7.31	7.34	7.38	7.41	7.44	7.47	7.50	7.53
0.110%	7.29	7.32	7.36	7.39	7.42	7.46	7.49	7.52	7.56	

资料来源: 公司数据, 信达证券研发中心

表 10: 2014 年每股价值敏感性分析

14年每股价值 (元)	日均股票交易额 (亿元)									
	1,300	1,500	1,700	1,900	2,100	2,300	2,500	2,700	2,900	
非自 营 业 务 P/E (倍)	6.0	12.69	12.81	12.99	13.17	13.29	13.47	13.65	13.83	13.95
	7.0	12.89	13.03	13.24	13.45	13.59	13.80	14.01	14.22	14.36
	8.0	13.09	13.25	13.49	13.73	13.89	14.13	14.37	14.61	14.77
	9.0	13.29	13.47	13.74	14.01	14.19	14.46	14.73	15.00	15.18
	10.0	13.49	13.69	13.99	14.29	14.49	14.79	15.09	15.39	15.59
	11.0	13.69	13.91	14.24	14.57	14.79	15.12	15.45	15.78	16.00
	12.0	13.89	14.13	14.49	14.85	15.09	15.45	15.81	16.17	16.41
	13.0	14.09	14.35	14.74	15.13	15.39	15.78	16.17	16.56	16.82
	14.0	14.29	14.57	14.99	15.41	15.69	16.11	16.53	16.95	17.23

资料来源: 公司数据, 信达证券研发中心

风险提示

交易量持续下跌风险和自营业务的波动性。 交易量持续下跌将导致证券公司经纪业务萎缩, 收入和利润下降; 股票市场的下跌风险将导致自营业务收入产生波动, 从而影响股价。

准入门槛降低的风险, 创新业务业绩不达预期。 行业准入门槛降低、券商业务牌照放开将会使行业竞争进一步加大, 对现有券商业绩产生风险; 创新业务扩展速度缓慢可能导致公司业绩兑现低于预期。

损益表摘要 (人民币百万元)						2012 2013 2014F 2015F 2016F 年增长率 (%)					
营业收入	9,134	10,454	14,495	16,130	18,282	营业收入	-1.71%	14.45%	38.66%	11.28%	13.34%
手续费净收入	4,385	5,902	7,258	7,839	8,180	手续费净收入	-20.60%	34.60%	22.98%	8.00%	4.35%
代理买卖证券业务净收入	2,688	3,925	4,660	4,986	5,068	代理买卖证券业务净收入	-21.45%	46.02%	18.73%	7.00%	1.64%
证券承销保荐业务净收入	657	887	1,546	1,784	1,947	证券承销保荐业务净收入	-21.69%	35.01%	74.30%	15.39%	9.14%
委托管理资产业务净收入	35	22	109	42	46	委托管理资产业务净收入	52.17%	-37.14%	395.45%	-61.47%	9.52%
基金管理公司收入	853	972	637	690	748	基金管理公司收入	-11.24%	13.95%	-34.47%	8.32%	8.41%
财务顾问业务和其他	152	96	306	337	371	财务顾问业务和其他	-45.32%	-36.84%	218.75%	10.13%	10.09%
利息净收入	2,124	2,084	3,039	3,245	3,852	利息净收入	1.48%	-1.88%	45.83%	6.78%	18.71%
投资净收益	2,033	3,312	86	100	108	投资净收益	-1.02%	62.91%	-97.40%	16.28%	8.00%
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	108	186	86	100	108	其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	-33.74%	72.22%	-53.76%	16.28%	8.00%
公允价值变动净收益	477	-943	3,447	3,603	3,992	公允价值变动净收益	-200.63%	-297.69%	-465.54%	4.53%	10.80%
汇兑净收益	91	-54	-57	-60	-63	汇兑净收益	31.88%	-159.34%	5.56%	5.26%	5.00%
其他业务收入	24	153	722	1,403	2,213	其他业务收入	-14.29%	537.50%	371.90%	94.32%	57.73%
营业支出	5,153	5,115	6,791	7,442	8,264	营业支出	0.55%	-0.74%	32.77%	9.59%	11.05%
营业税金及附加	269	430	628	706	791	营业税金及附加	-29.02%	59.85%	46.05%	12.42%	12.04%
业务及管理费	4,011	4,552	5,997	6,553	7,272	业务及管理费	-5.13%	13.49%	31.74%	9.27%	10.97%
资产减值损失	841	-18	-	-	-	资产减值损失	65.55%	-102.14%	-100.00%		
其他业务成本	32	151	166	183	201	其他业务成本	220.00%	371.88%	9.93%	10.24%	9.84%
营业利润	3,981	5,339	7,704	8,688	10,018	营业利润	-4.49%	34.11%	44.30%	12.77%	15.31%
营业外收入	136	132	139	146	153	营业外收入	-0.73%	-2.94%	5.30%	5.04%	4.79%
营业外支出	13	17	18	19	20	营业外支出	225.00%	30.77%	5.88%	5.56%	5.26%
利润总额	4,104	5,454	7,825	8,815	10,151	利润总额	-4.58%	32.89%	43.47%	12.65%	15.16%
所得税费用	875	1,174	1,935	2,179	2,511	所得税费用	-14.05%	34.17%	64.82%	12.61%	15.24%
净利润	3,229	4,280	5,890	6,636	7,640	净利润	-1.64%	32.55%	37.62%	12.67%	15.13%
归属于母公司所有者的净利润	3,014	4,034	5,741	6,471	7,458	归属于母公司所有者的净利润	-2.90%	33.84%	42.32%	12.72%	15.25%
少数股东权益	215	246	149	165	182	少数股东权益	20.11%	14.42%	-39.43%	10.74%	10.30%
资产负债表摘要 (人民币百万元)						主要驱动因素 (%)					
总资产	126,346	169,124	142,560	152,706	164,227	日均股票交易额 (人民币百万元)	128,548	194,760	210,000	220,500	231,525
客户存款	36,957	40,430	41,239	42,064	42,905	股权证交易额市场份额	4.54%	4.80%	4.80%	4.80%	4.80%
自有存款	20,797	20,797	-6,007	-12,490	-19,654	代理买卖证券业务净手续费率	0.09%	0.09%	0.09%	0.09%	0.09%
融资融券	6,393	27,465	34,332	42,915	53,643	净利率	3.23%	2.63%	2.85%	2.85%	2.85%
股票回购	1,465	8,095	1,000	2,000	2,000	证券投资期末规模 (人民币百万元)	40,928	55,225	54,460	60,217	66,836
交易性金融资产	32,164	47,542	46,883	51,840	57,538	证券投资收益率	6.82%	4.36%	7.30%	7.30%	7.30%
可供出售金融资产	8,108	7,048	6,950	7,685	8,530	股票及股票连接融资额 (人民币百万元)	459,561	407,407	716,632	783,594	855,215
持有至到期投资	657	635	626	692	768	股票及股票连接承销市场份额	1.58%	1.62%	3.00%	3.00%	3.00%
长期股权投资	4,401	4,856	4,942	5,042	5,150	企业主体债券融资额 (人民币百万元)	2,065,718	1,208,763	2,181,055	2,725,546	2,974,661
固定资产	922	1,008	866	724	583	企业主体债券承销市场份额	4.32%	5.20%	5.00%	5.00%	5.00%
无形资产和商誉	929	1,636	1,636	1,636	1,636	集合资产管理业务期末规模 (百万元)	3,060	13,815	3,000	3,500	3,500
其他资产	13,553	9,612	10,093	10,598	11,128	集合资产管理业务费率	0.85%	0.41%	1.30%	1.30%	1.30%
总负债	65,916	105,018	69,272	70,603	71,973	业务及管理费/营业收入	43.92%	43.55%	41.37%	40.63%	39.77%
代买卖证券款	36,957	40,430	41,239	42,064	42,905	营业税金及附加税率	3.90%	5.25%	5.53%	5.53%	5.53%
应付债券	17,940	17,940	17,940	17,940	17,940	所得税率	21.90%	22.28%	25.00%	25.00%	25.00%
其他负债	28,959	46,648	10,093	10,599	11,128	盈利能力 (%)					
所有者权益	60,430	64,106	73,288	82,103	92,254	净利润率	33.00%	38.59%	39.61%	40.12%	40.79%
总股本	9,585	9,585	9,585	9,585	9,585	净资产收益率	5.14%	6.56%	8.14%	8.17%	8.36%
少数股东权益	1,751	2,598	2,747	2,912	3,094	净资产指标 (人民币百万元)					
归属于母公司所有者权益	58,679	61,508	70,541	79,191	89,160	母公司净资产	31,344	39,041			
其中: 计入所有者权益的税后自营业务收入	-	-	-	-	1	母公司净资产率 (%)	70.14%	87.37%			
每股及估值指标 (元)						经营数据					
每股盈利	0.31	0.42	0.60	0.68	0.78	员工数量 (个)	7248	7034			
每股净资产	6.12	6.42	7.36	8.26	9.30	营业部数量 (个)	202	240			
市盈率	34.55	25.50	17.85	15.75	13.73	服务部数量 (个)	0	0			
市净率	1.75	1.67	1.46	1.30	1.15						

金融研究小组

王小军：金融行业分析师，7年证券从业经历。曾就职于天相投顾和中国民族证券，主要从事国际经济及金融市场研究。2012年4月加入信达证券，负责策略研究(行业比较)，2014年7月起负责金融行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com
国际	高 放	010-63081256	13691257256	gaofang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。