

沪港通股票

海通证券

费用控制能力强，2015年投资存在较大上升潜力

公司费用控制优异，国际化布局正在加快

2014.1-3Q 公司管理费用率上市券商中最低，我们继续看好公司凭借其较强的成本控制能力在竞争中保持相对优势。2014年11月26日海通国际宣布，拟现金收购亚洲独立股票研究机构 Japaninvest，总收购价约人民币 1.51 亿元。海通并购整合能力较强，历史上多次并购实现跨越式发展。我们看好公司在盈利优先基础上推进国际化及通过国内外并购实现外延式增长。

市场持续回暖下，自营存在较大提升空间

2014年11月22日公司业内第二家获批发行短期公司债。海通加杠杆方面较谨慎、目前杠杆率显著低于主要竞争对手。考虑公司融资渠道拓展且信用业务需求旺盛，我们期待公司加杠杆速度进一步加快。公司收入多元，市场成交大幅放量下经纪业务弹性不大；但投资占用资产比例较低、权益持仓较少，我们认为若股市持续回暖，公司权益类持仓未来存在较大提升空间。

市场显著回暖下，我们上调 2014-16 年盈利预测

考虑到公司：（1）10月母公司净利润超出市场预期，11月市场成交大幅放量，我们预计净利润也较好；（2）获批发行证券公司短期公司债券，杠杆率提升有望加速；（3）公司投资业务弹性较大，因此我们上调公司 2014-16 年 EPS 预测至 0.71/0.94/1.13 元，上调幅度分别为 15%/14%/14%。

估值：上调目标价至 19.61 元，维持“买入”评级

考虑到公司融资渠道进一步拓展，未来资产扩张有望提速，且信用业务增速大幅超预期，基于分部估值法，我们将目标价由 14.19 元上调至 19.61 元，上调幅度 38%。目标价对应 2015E P/B 2.51x，维持“买入”评级。

Equities

 中国
 多样化金融服务

12个月评级	买入		
	保持不变		
12个月目标价	Rmb19.61		
	之前: Rmb14.19		
股价	Rmb16.31		
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	Rmb16.31-8.83		
市值	Rmb152十亿/US\$24.8十亿		
已发行股本	8,092百万 (ORDA)		
流通股比例	67%		
日均成交量(千股)	189,239		
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb2,276.8		
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb67.5十亿		
市净率 (12/14E)	2.3x		
一级资本充足率	-		
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)			
	从	到	%市场预测
12/14E	0.62	0.71	14.66 0.60
12/15E	0.83	0.94	13.71 0.69
12/16E	0.99	1.13	14.07 0.78

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	9,293	9,141	10,455	16,461	20,460	23,779	26,938	30,471
税前利润	4,300	4,127	5,455	9,109	12,011	14,435	16,892	19,107
净利润 (本地 GAAP)	3,103	3,038	4,035	6,788	9,011	10,859	12,731	14,412
净利润 (UBS)	3,103	3,038	4,035	6,788	9,011	10,859	12,731	14,412
一级资本充足率%	-	-	-	-	-	-	-	-
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.38	0.33	0.42	0.71	0.94	1.13	1.33	1.50
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	10.5	12.7	13.7	14.4	14.6
股价/拨备前营业利润(稀释后)	15.8	17.5	19.6	16.7	13.0	10.8	9.3	8.2
市净率	1.6	1.5	1.7	2.3	2.1	1.9	1.7	1.5
市净率(UBS)	1.6	1.5	1.7	2.3	2.1	1.9	1.7	1.5
市盈率 (UBS, 稀释后)	23.8	28.0	26.6	23.0	17.3	14.4	12.3	10.8
净股息收益率(%)	1.7	1.3	1.1	1.3	1.7	2.1	2.5	2.8

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 12 月 02 日 20 时 56 分的股价(Rmb16.31)得出；

投资主题

海通证券

投资理由

海通证券是中国成立最早、规模最大的证券公司之一。公司经营稳健，近年来资产规模、盈利规模等重要指标稳居行业第 2 位。海通证券综合实力较强，经纪、承销、融资融券等业务居行业第 5 名左右。其中经纪份额连续多年保持增长；债券、股票承销份额近年来快速提升。此外，公司经纪业务转型较早，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，我们预期未来公司受互联网金融冲击较小。创新方面，公司先发优势明显，各项创新业务几乎均首批试点。2013 年以来公司积极拓展融资渠道，考虑到公司债务融资仍有较大空间，我们期待公司未来持续加杠杆，驱动公司业绩持续高增长。

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 2,829 亿元/3,750 亿元/4,000 亿元以及综合投资收益率分别为 10%/10%/10% 的乐观假设下，我们预期公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.74 元/1.07 元/1.35 元，每股估值为 22.27 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 1,705 亿元/1,791 亿元/1,882 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 0.68 元/0.86 元/0.94 元，每股估值为 14.03 元。

近期催化剂

受益于与海通的业务协同，恒信租赁业务 2014 年增速有望超预期，对公司股价将是正面催化剂；未来资本金监管有望放松，将释放公司资本金，同时公司可以投入更多的创新业务，是公司股价正面催化剂；随着经纪业务竞争加剧，为佣金率降幅可能超预期，拖累公司业绩，可能成为公司股价的负面催化剂。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb19.61

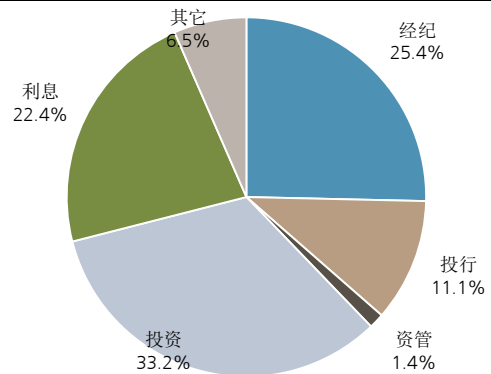
公司简介

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。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。

海通证券收入构成 (2014.1H)



来源：公司数据

海通证券简要损益表 (亿元)

损益表	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	91.4	104.5	164.6	204.6	237.8
营业支出	51.4	51.2	74.9	84.5	93.4
所得税	8.7	11.7	20.5	27.0	32.5
净利润	32.5	42.8	70.6	93.1	111.9
归属母公司净利润	30.4	40.4	67.9	90.1	108.6

来源：公司数据，瑞银证券估算

目录

拟收购海外研究机构，进一步深化国际化战略布局	4
费用控制能力强，费用率显著低于主要竞争对手	4
融资渠道进一步拓展，期待资产负债表扩张速度加快	5
获批发行短期公司债券，融资渠道进一步拓展	5
市场持续活跃，信用业务增速大幅超预期	6
受益于信用业务增长和租赁业务，利息成第三大收入来源	7
对经纪业务弹性相对偏小，但自营业务存在较大上升潜力	9
经纪业务网点扩张转型见成效，但经纪收入弹性相对较小	9
2015 年自营投资收益存在较大提升空间	11
股票承销进步显著，债券承销略有下滑	12
盈利预测与估值调整概要	14
上调盈利预测，高于市场一致预期 16%、31% 和 38%	14
考虑 10 月月报超预期及 11 月经营环境显著改善，上调 14 年盈利预测 ..	15
估值：上调目标价，维持“买入”评级	16

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

拟收购海外研究机构，进一步深化国际化战略布局

拟现金收购亚洲独立股票研究机构 Japaninvest。2014年11月26日海通证券子公司——海通国际宣布，拟现金收购 Japaninvest。海通国际将以每股18000日元的价格（折合约人民币946元）全面收购 Japaninvest，总收购价约28.78亿日元（折合人民币约1.51亿元）。该收购协议尚需 Japaninvest 股东大会及相关监管机构批准。

全球化步伐显著加快，未来有望产生一定的协同效应。Japaninvest 是一家亚洲独立股票研究机构，2002年在伦敦成立，2006年在东京证券交易所上市，目前持有伦敦、纽约、三藩市、东京及香港等地区的相关金融牌照。收购完成之后，海通国际的网点将由现有的香港、新加坡扩展到美国、英国及日本地区。我们认为对 Japaninvest 的收购显著加快了海通国际全球化的步伐，未来公司有望借助 Japaninvest 研究服务建立的广泛机构客户基础，在企业融资、收购兼并、资产管理等方面不断拓展新的业务机会。

海通并购、整合能力较强，重视 ROE 提升。回顾公司发展历程，海通并购、整合能力较强。2005年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。公司海外收购更为倾向于有现金流、具备一定品牌效应、与海通业务互补，有助于提升 ROE、至少不会摊薄 ROE 的标的。

看好公司在盈利优先基础上不断推进国际化。从恒信租赁来看，海通收购完成后，依托母公司较强综合实力，恒信租赁融资能力显著提升并与母公司布局全国的营业网点间形成交叉销售，收入保持了较快增长。我们认为若公司成功收购 Japaninvest，也有望在机构销售、投行业务、资产管理等方面产生一定的协同效应。我们看好公司在盈利优先基础上推进国际化，以及通过国内外并购达到外延式增长。

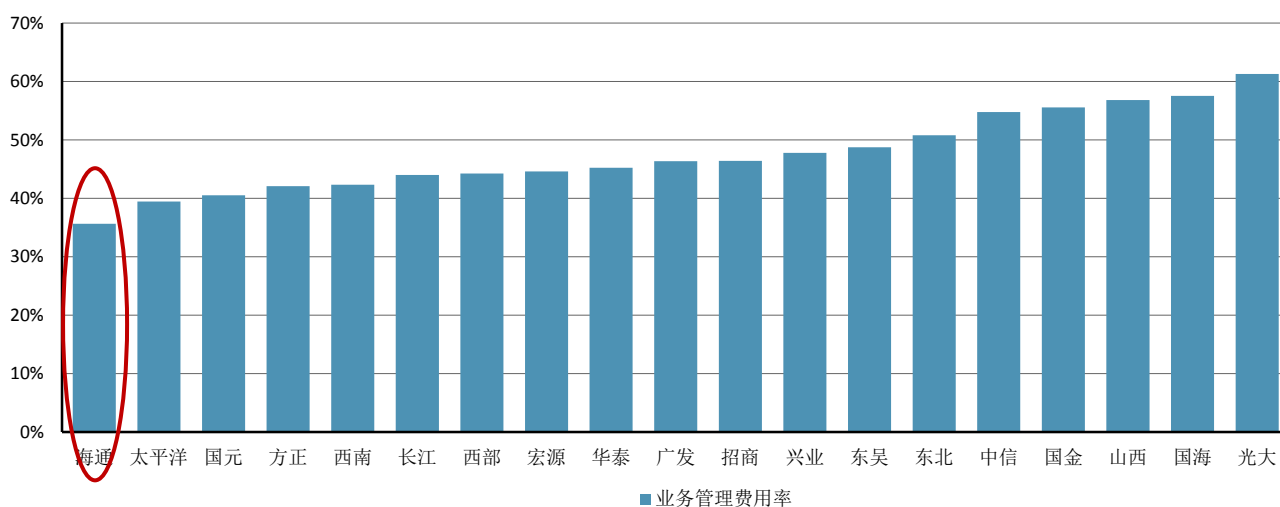
费用控制能力强，费用率显著低于主要竞争对手

费用控制能力较强，业务管理费用率显著低于主要竞争对手。2011年以来，海通业务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。

2014年1-3季度公司业务管理费用率36%（上年同期38%），在上市券商中最低，显著低于中信55%的费用率水平。公司业务管理费用率显著低于主要竞争对手，再次体现了公司较强的成本控制能力。

我们认为未来公司业务管理费用率有望继续保持相对稳定，未来公司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 1: 2014.1-3Q 上市券商中海通业务管理费用率最低



来源: 公司公告

融资渠道进一步拓展，期待资产负债表扩张速度加快

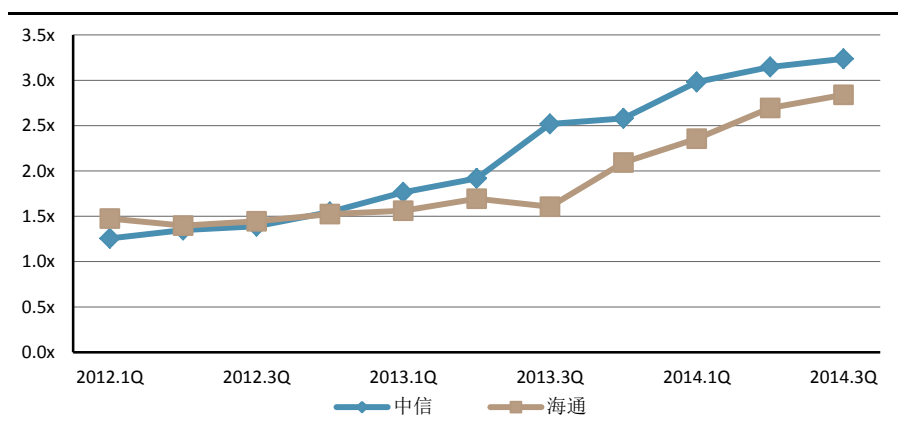
获批发行短期公司债券，融资渠道进一步拓展

业内第二家获批发行证券公司短期公司债券，融资渠道进一步拓展。2014 年 11 月 22 号，海通发行证券公司短期公司债券获得上海证券交易所备案，备案金额人民币 200 亿元。海通是继中信（11 月 8 日）之后行业内第二家获批发行证券公司短期公司债券的公司，我们认为融资渠道的进一步拓展，为公司进一步扩张资产负债表提供了更多一重手段。

公司在加杠杆方面相对谨慎，目前杠杆率低于主要竞争对手，期待资产负债表扩张速度进一步加快。相对于中信等竞争对手，海通经营风格较为稳健。2013 年 10 月公司才发行第一期短期融资券 30 亿元、11 月才发行第一期公司债 120 亿元，加杠杆进程晚于中信等竞争对手。2014 年 3 季度末公司有效杠杆率 12.88x，虽高于 2.65x 的上市券商平均杠杆率，但大幅低于中信（3.24x）、华泰（3.44x）等主要竞争对手。从公司杠杆率变化趋势看，2013 年 4 季度以来公司杠杆率持续快速提升，但受公司加杠杆相对谨慎影响，导致公司目前杠杆率水平低于中信等主要竞争对手。考虑到公司 3 季度完成 110 亿元公司债和 20 亿元短融发行，4 季度取得 200 亿元证券公司短期公司债券发行备案，我们期待公司资产负债表扩张速度进一步加快，有效杠杆率尽快达到中信、华泰等主要竞争对手水平。

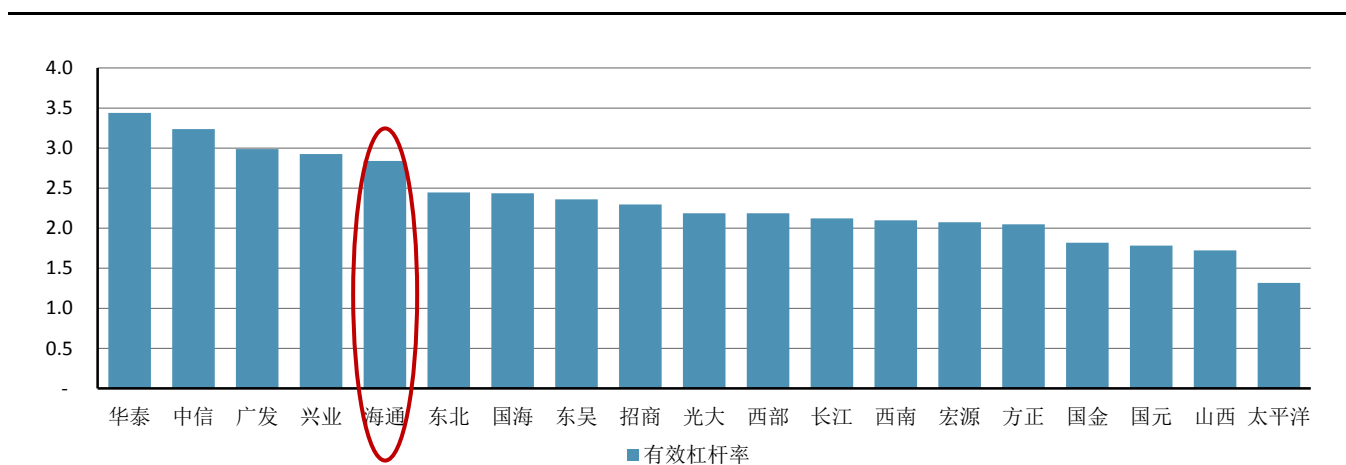
¹有效杠杆率=（总资产-代理买卖证券款）/归属母公司所有者权益

图表 2: 海通证券与中信证券杠杆率对比, 海通在加杠杆方面更为谨慎



来源: 公司公告

图表 3: 海通 2014.3Q 末有效杠杆率水平低于华泰、中信、广发等主要竞争对手



来源: 公司公告

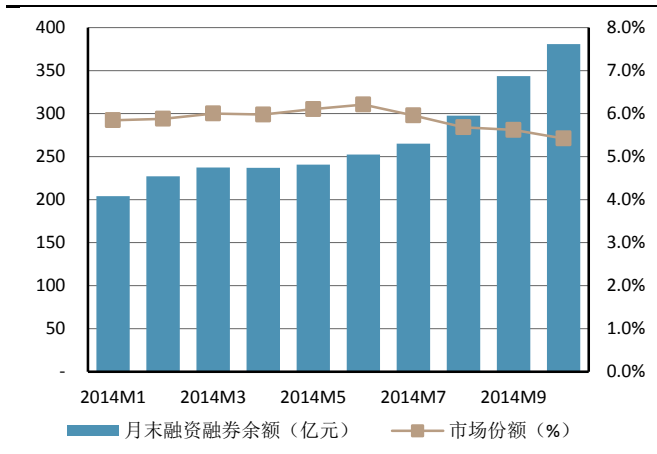
市场持续活跃, 信用业务增速大幅超预期

融资融券与股权质押等信用业务增速大幅超预期。2014 年 3 季度末公司有效杠杆率由年初的 2.13x 提升至 2.88x, 总资产规模较年初增加 44%、负债金额较年初增加 66%, 资产增速高于中信(总资产环比+38%、负债环比+54%)。快速扩张的资产负债表为公司信用业务发展提供了充裕的资金支持, 2014 年以来, 受益于市场环境好转、市场交易持续活跃, 公司融资融券与股权质押业务持续快速增长, 增速不断超出我们预期。

- **融资融券业务市场份额略下滑, 但增速仍高于中信等竞争对手。**10 月末公司融资融券余额达到 380.74 亿元, 较上年末 198.48 亿元增长 92%, 业务增速高于中信、略慢于行业平均(103%)。2014 年 10 月公司融资融券市场份额 5.42%较 6 月末的 6.21%有所下滑, 行业排名也由上年末的第 5 位下滑至第 7 位。但我们认为, 高基数下公司融资融券规模仍实现较上年末增长 92%, 增速高于中信等主要竞争对手十分难得。
- **股权质押业务增速大幅高于行业平均, 接受质押市值升至行业第二位。**10 月末公司接受质押市值 465 亿元(业务规模约 186 亿元), 较上年末 147 亿元增长 218%, 大幅快于 169%的行业平均增速。公司股权质押业务规

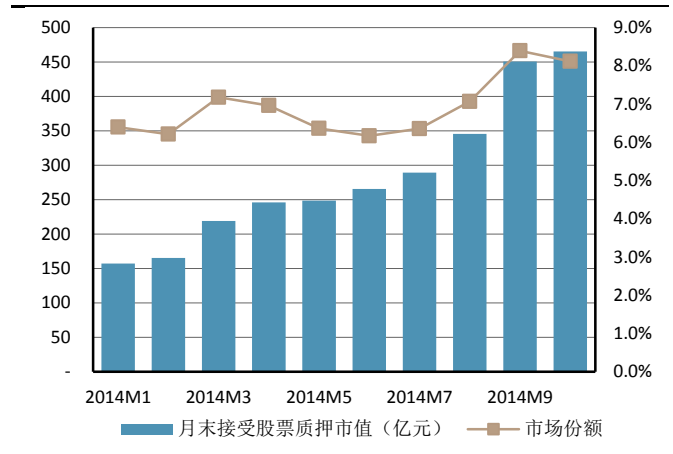
模继续位居行业前列、市场份额呈上升趋势。2014年10月末公司接受质押市值排名位居行业第2位，较上年末提升2位。考虑到公司融资渠道进一步扩展，未来资产负债表扩张速度有望加快，我们继续看好公司股权质押业务规模持续快速提升。

图表 4: 2014 年以来公司融资融券余额持续增长



来源: WIND

图表 5: 2014 年以来公司股权质押快速提升

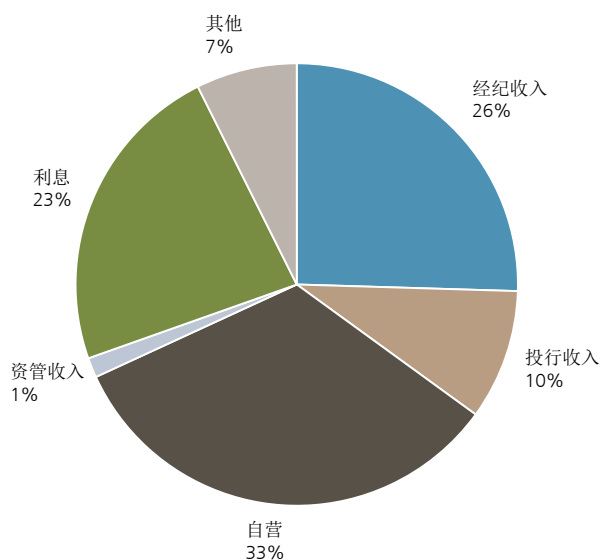


来源: WIND

受益于信用业务增长和租赁业务，利息成第三大收入来源

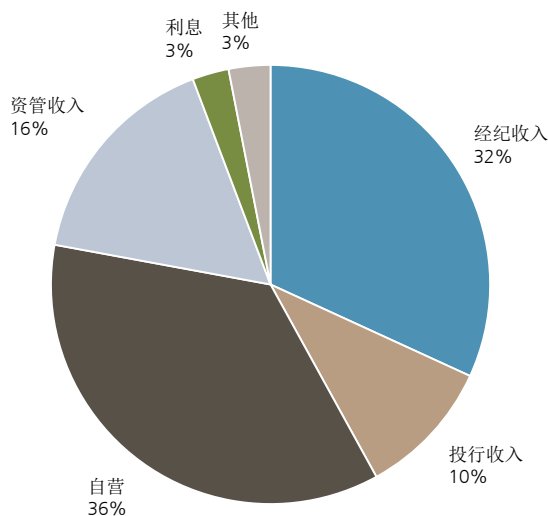
资产负债表扩张相对稳健，受益于信用业务增长和租赁业务，利息成公司第三大收入来源。中信、海通是中国证券行业排名前两位的龙头公司，但两公司发展战略存在很大差异。中信战略定位于资本中介，将快速加杠杆作为提升 ROE 的重要手段；海通经营则更为稳健，资产负债表扩张慢于中信，将深化国际化战略布局、拓展境内外并购作为首要工作。战略差异在两家公司的收入结构上有了显著体现，其中利息收入占比最为明显。中信资产负债表扩张激进，债务融资成本增长较快，从而利息净收入出现同比下滑，收入占比仅 3%。而海通资产负债表扩张相对稳健，受益于信用业务增长和租赁业务合并报表，2014 年前 3 季度利息净收入实现 25.8 亿元，同比大幅增加 52%，收入占比达到 23%，成为仅次于投资和经纪的第三大收入来源。

图表 6: 海通证券 2014 年前 3 季度收入结构



来源: 公司公告

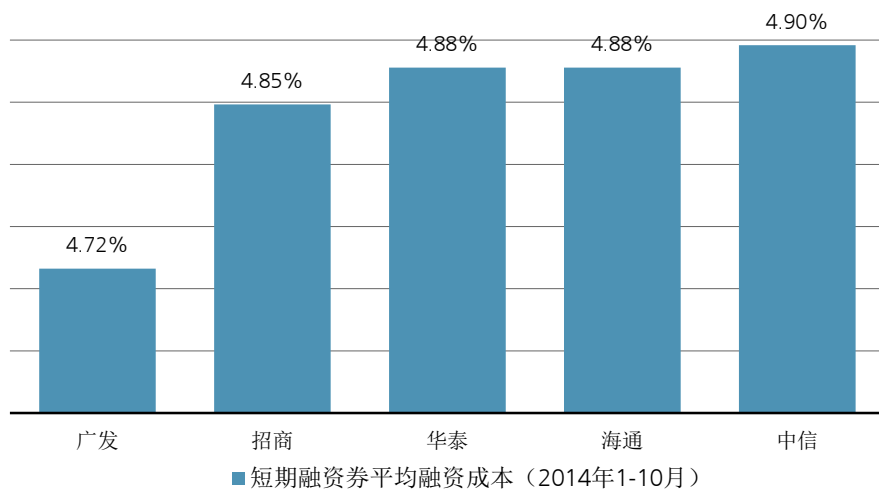
图表 7: 中信证券 2014 年前 3 季度收入结构



来源: 公司公告

2014 年 1-10 月海通融资成本低于中信。2014 年以来，公司融资融券、股权质押等信用类业务规模持续快速增长，尤其下半年融资融券业务规模增速大幅超预期。考虑到公司信用类业务规模持续快速增长，而公司融资成本低于中信，与华泰、招商大致相当，我们看好 2015 年公司信用业务收入增长驱动下的利息收入快速提升。

图表 8: 2014 年以来海通短期融资券融资成本低于中信



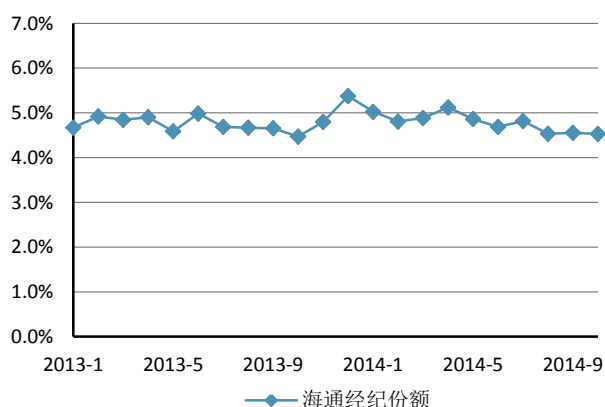
来源: 公司公告, 注: 2014 年以来光大未发行短期融资券

对经纪业务弹性相对偏小，但自营业务存在较大上升潜力

经纪业务网点扩张转型见成效，但经纪收入弹性相对较小

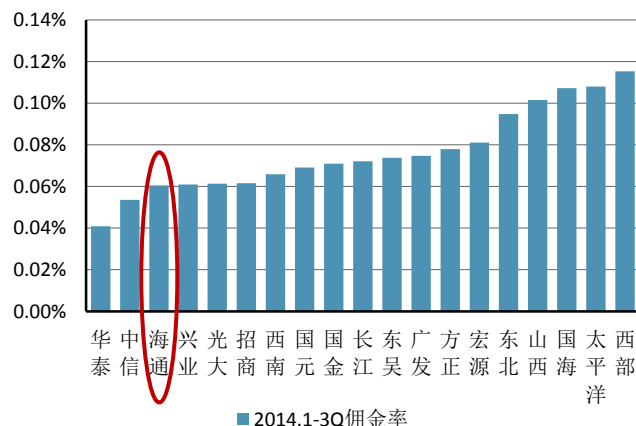
快速扩张营业网点、积极转型，经纪份额有所提升、佣金率降幅小于行业。海通经纪业务基础雄厚，截止 2014 年中期末公司在境内外设有 252 家营业网点，高于华泰（234 家）、中信（224 家）等主要竞争对手。公司拥有零售客户约 470 万，机构、高净值客户约 1.5 万，并在全国建立起强大的营销网络和综合金融服务平台。2014 年互联网金融冲击下经纪业务竞争加剧，公司不断积极布局网点（10 月再次获批新设 19 家），促进经纪业务转型。依托其强大的营销网络和综合金融服务平台，2014 年前三季度母公司佣金率 0.060%，处于行业较低位，佣金率同比降 10.0%，降幅略低于行业。1-10 月公司经纪份额 4.72%，相比去年同期 4.59% 增加 13 个 BP。

图表 9: 2014 年以来海通经纪份额有所提升



来源: WIND

图表 10: 海通佣金率处于行业较低位 (2014.1-3Q)

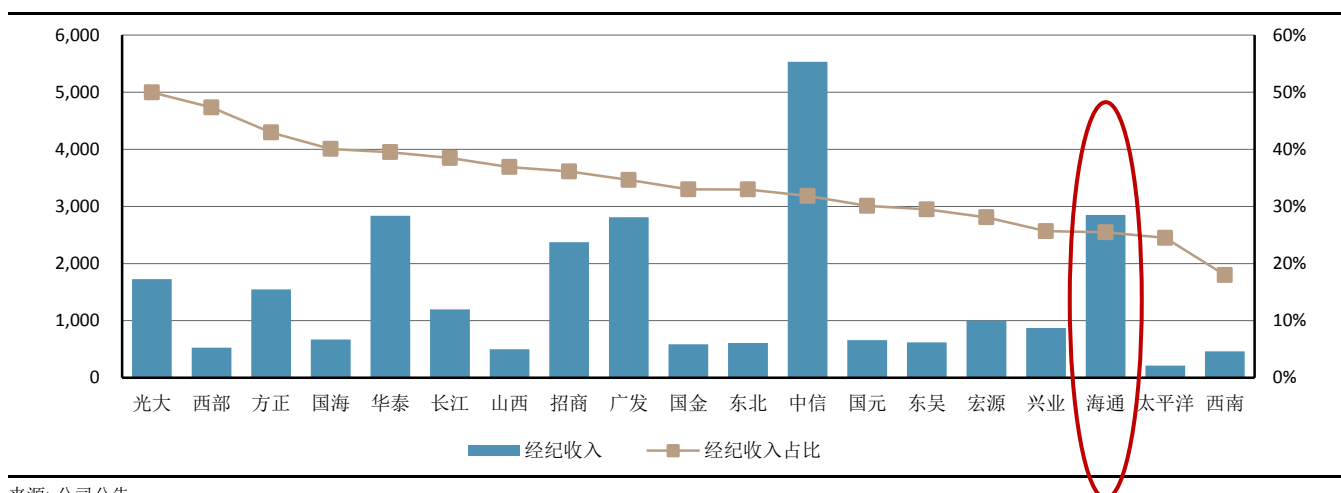


来源: WIND, 公司公告

对经纪业务依赖度较低，市场成交大幅放量下弹性不大。从 2014 年 1-3 季度经纪收入占比看，海通业务多元，经纪收入占比仅为 26%，在上市券商中处于较低水平，低于 37% 的上市券商平均水平，也低于华泰 39%、中信 32% 等同类公司。考虑到海通对经纪业务依赖度较低，我们认为公司经纪业务弹性相对较小。

然而参考历史经验，市场成交大幅放量下，证券公司经纪业务往往表现出较强的弹性。2007 年，在股市大涨下日均交易额达到 1817 亿元，相比 2006 年增长 417%；海通证券经纪收入由 2006 年 11.93 亿升至 56.12 亿、同比增长 370%。考虑到 2015 年 A 股 T+0 有望推出及股市乐观情绪显著上升，我们预计 2015 年交易额可能大幅超我们基准预期。从公司对日均交易额的敏感性测算来看，若日均交易额提升至 4200 亿元，公司净利润在我们基准预测基础上有望提升 13.8%。

图表 11: 上市券商经纪收入占比比较 (2014.1-3Q)



来源: 公司公告

图表 12: 海通经纪收入敏感性测算 (百万元, 2015E)

	日均交易额								
	1960	2,156	2,372	2,609	2,870	3,157	3,472	3,819	4,201
佣金率 0.0926%	4,311	4,742	5,217	5,738	6,312	6,943	7,638	8,401	9,242
0.0841%	3,919	4,311	4,742	5,217	5,738	6,312	6,943	7,638	8,401
0.0765%	3,563	3,919	4,311	4,742	5,217	5,738	6,312	6,943	7,638
0.0695%	3,239	3,563	3,919	4,311	4,742	5,217	5,738	6,312	6,943
0.0626%	2,915	3,207	3,527	3,880	4,268	4,695	5,164	5,681	6,249
0.0563%	2,624	2,886	3,175	3,492	3,841	4,225	4,648	5,113	5,624
0.0507%	2,361	2,597	2,857	3,143	3,457	3,803	4,183	4,602	5,062

来源: 瑞银证券估算

图表 13: 海通经纪业务净利润敏感性测算 (百万元, 2015E)

	日均交易额								
	1960	2,156	2,372	2,609	2,870	3,157	3,472	3,819	4,201
佣金率 0.0926%	1,595	1,754	1,930	2,123	2,335	2,569	2,826	3,108	3,419
0.0841%	1,450	1,595	1,754	1,930	2,123	2,335	2,569	2,826	3,108
0.0765%	1,318	1,450	1,595	1,754	1,930	2,123	2,335	2,569	2,826
0.0695%	1,198	1,318	1,450	1,595	1,754	1,930	2,123	2,335	2,569
0.0626%	1,078	1,186	1,305	1,435	1,579	1,737	1,911	2,102	2,312
0.0563%	971	1,068	1,174	1,292	1,421	1,563	1,720	1,891	2,081
0.0507%	874	961	1,057	1,163	1,279	1,407	1,548	1,702	1,873

来源: 瑞银证券估算

图表 14: 海通经纪业务弹性测算 (净利润, 2015E)

	日均交易额									
	1960	2,156	2,372	2,609	2,870	3,157	3,472	3,819	4,201	
0.0926%	-2.7%	0.0%	3.0%	6.2%	9.8%	13.8%	18.1%	22.9%	28.1%	
0.0841%	-5.1%	-2.7%	0.0%	3.0%	6.2%	9.8%	13.8%	18.1%	22.9%	
0.0765%	-7.4%	-5.1%	-2.7%	0.0%	3.0%	6.2%	9.8%	13.8%	18.1%	
佣金率	0.0695%	-9.4%	-7.4%	-5.1%	-2.7%	0.0%	3.0%	6.2%	9.8%	13.8%
	0.0626%	-11.4%	-9.6%	-7.6%	-5.4%	-3.0%	-0.3%	2.6%	5.9%	9.4%
	0.0563%	-13.2%	-11.6%	-9.8%	-7.8%	-5.6%	-3.2%	-0.6%	2.3%	5.5%
	0.0507%	-14.9%	-13.4%	-11.8%	-10.0%	-8.0%	-5.9%	-3.5%	-0.9%	2.0%

来源: 瑞银证券估算

2015 年自营投资收益存在较大提升空间

从过去几年投资收益率看, 公司投资能力较强。海通投资风格较稳健, 2011 年以来, 公司一直以债券类投资为主。根据 2014 年中报, 公司持仓结构中债券占比 59%。我们使用总投资收益率²和综合投资收益率³来衡量证券公司的投资业绩表现。公司 2012、2013 和 2014.1-3Q 总投资收益率分别是 4.74%、4.74%、6.24%, 同类公司排名分别为第 3 位、第 3 位和第 2 位; 综合投资收益率分别是 6.62%、4.87%、7.29%, 同类公司排名分别为第 2 位、第 1 位和第 2 位。

图表 15: 2012-2014.1-3Q 大型上市券商投资收益率比较

	投资收益率			综合投资收益率			投资收益率排名			综合投资收益率排名		
	2012	2013	2014.1-3Q	2012	2013	2014.1-3Q	2012	2013	2014.1-3Q	2012	2013	2014.1-3Q
招商	6.05%	5.14%	6.61%	6.62%	4.64%	7.54%	1	2	1	3	3	1
海通	4.74%	4.74%	6.24%	6.62%	4.87%	7.29%	3	3	2	2	1	2
华泰	4.01%	3.16%	5.67%	5.13%	4.03%	6.29%	6	5	3	6	4	3
中信	4.56%	4.43%	4.93%	5.44%	3.49%	6.11%	5	4	4	5	5	4
广发	4.69%	5.23%	4.90%	6.22%	4.83%	5.79%	4	1	5	4	2	5
光大	4.87%	-3.53%	0.95%	7.23%	-1.41%	5.39%	2	6	6	1	6	6

来源: 公司公告

权益性投资规模较小, 2015 年投资收益存在较大提升潜力。海通经营风格较为稳健, 体现在投资业务中主要表现为投资业务占用资产比例较低, 以及投资持仓结构长期以债券为主, 权益类持仓较少。2014 年 3 季度末公司自营业务总规模 584 亿元, 占公司总资产比例为 24%, 大幅低于中信 (40%)、广发 (32%)、招商 (28%) 等主要竞争对手。2014 年中期末, 公司权益类投资 115.45 亿元, 占交易性金融资产和可供出售金融资产总规模的 18.8% (中

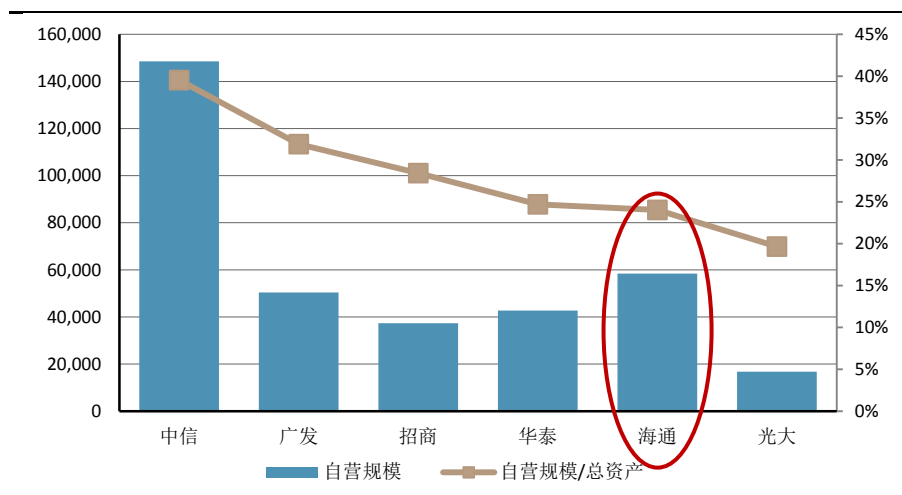
²总投资收益率= (投资收益-联营合营公司收益+公允价值变动-减值准备) / ((期初交易性金融资产、可供出售金融资产、衍生金融资产-衍生金融负债和持有至到期金融资产+期末交易性金融资产、可供出售金融资产、衍生金融资产-衍生金融负债和持有至到期金融资产) / 2)

³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)

信占比 21%)，占公司总资产的 5.4% (中信 9%)，占公司净资产的 18.2% (中信 33%)。

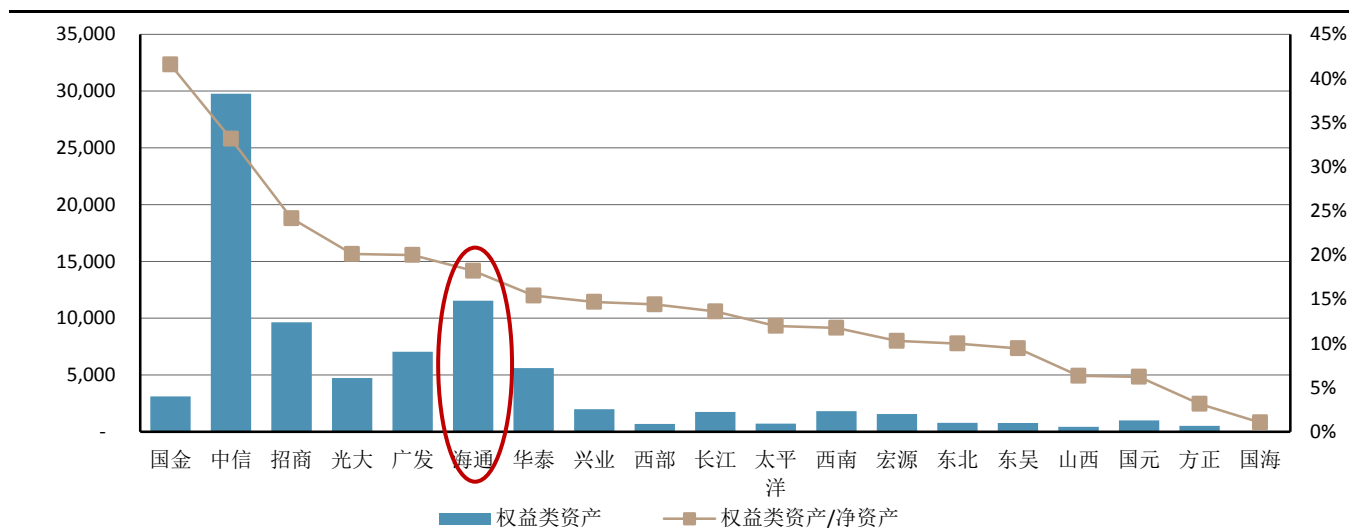
考虑到公司权益投资规模较小、资产占比较低，我们认为股市持续回暖下，2015 年公司有大幅增加权益投资规模的可能性。参照 2007 年，公司投资收益 (含公允价值变动) 由 2006 年 8.74 亿升至 35.82 亿、同比增长 310%。若股市持续回暖，我们认为 2015 年公司投资收益存在较大向上潜力。

图表 16: 大型上市券商自营规模及总资产占比 (百万元, 2014.3Q)



来源: 公司公告

图表 17: 上市券商权益类投资/净资产比较 (百万元, 2014.1H)



来源: 公司公告

股票承销进步显著，债券承销略有下滑

股票承销进步显著，行业排名由第 6 位跃居第 3 位。股票承销业务原为公司短板，行业排名落后于公司其他业务。近年来受益于公司综合实力的快速提升和管理层高度重视，公司股票承销业务进步显著。2014 年 1-10 月，公司共完成股票承销项目 20 个，其中 IPO 项目 4 个，募集资金 19 亿元；增发 14 个，募集资金 237 亿元；配股 1 个，募集资金 14 亿元；可转债 1 个，募集

资金 8 亿元。股票承销业务募集资金合计 277 亿元，行业排名由上年的第 6 位跃居第 3 位。

图表 18: 证券行业股票承销排名前十的证券公司 (亿元, 2014.1-10)

排名	券商	首发		增发		配股		可转债		股票承销总额	
		数量	募集资金	数量	募集资金	数量	募集资金	数量	募集资金	募集资金	市场份额
1	中信建投	5	33	19	313	0	-	2	20	366	8.77%
2	中信	4	63	14	179	0	-	4	71	313	7.51%
3	海通	4	19	14	237	1	14	1	8	277	6.65%
4	国泰君安	3	16	13	198	2	36	0	-	249	5.99%
5	国信	10	56	9	156	0	-	1	5	216	5.19%
6	广发	10	64	11	94	3	46	0	-	204	4.90%
7	西南	2	12	12	192	0	-	0	-	204	4.89%
8	华泰	5	31	14	136	0	-	1	6	174	4.17%
9	中金	3	24	9	95	0	-	1	33	153	3.66%
10	长江	1	6	5	125	0	-	0	-	131	3.15%

来源: WIND

债券承销继续位居行业前列，但排名略有下滑。债券承销业务是公司最近几年的业务亮点，2008 年公司管理层开始重视债券承销业务，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。2014 年 1-10 月，公司共完成债券承销项目 49 个，募集资金 551 亿元，行业排名第 8 位，虽仍处于行业前列，但相对于上年行业第 4 位的排名有所下滑。

图表 19: 证券行业债券承销排名前十的证券公司 (亿元, 2014.1-10)

排名	券商	债券发行只数	债券承销规模	市场份额
1	中信	147	2,160	14.2%
2	国开	109	1,383	9.1%
3	中信建投	86	879	5.8%
4	国泰君安	86	797	5.2%
5	中金	44	721	4.7%
6	广发	43	591	3.9%
7	国信	72	552	3.6%
8	海通	49	551	3.6%
9	华泰	46	507	3.3%
10	银河	41	461	3.0%

来源: WIND

IPO 预披露项目居行业前列，看好 2015 年投行收入继续快速增长。从证监会预披露项目数量看，截至 2014 年 11 月公司已预披露项目 23 个，行业排名第 8 位。考虑到今年 IPO 发行数量显著低于预期，我们认为明年 IPO 发行可能恢复正常，甚至发行家数很可能超出市场预期。公司 IPO 预披露项目数量居行业前列，且近年来股票承销实力进步显著，我们看好公司投行收入继续快速增长。

图表 20: IPO 已预披露项目数量排名行业前十的保荐机构

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	21	11	14	46
2	国信	18	11	12	41
3	招商	16	12	13	41
4	中信建投	23	4	7	34
5	中信	20	2	10	32
6	安信	12	6	6	24
7	海通	11	4	8	23
8	华林	10	6	7	23
9	国金	8	6	7	21
10	中金	10	3	8	21

来源: 中国证监会 注: 预披露数据截至 2014 年 11 月 27 日

盈利预测与估值调整概要

上调盈利预测，高于市场一致预期 16%、31%和 38%

基于市场持续活跃且公司融资渠道进一步拓展、资产负债表扩张速度有望加快，我们将公司 2014-16 年 EPS 预测由 0.62/0.83/0.99 元上调至 0.71/0.94/1.13 元，上调幅度达到 15%/14%/14%，高出 WIND 市场一致预期 16%、31%和 38%。我们的盈利预测大幅高于市场一致预期，主要是考虑到近期市场环境较好，因此我们对明年的经纪、投资等业务收入更为乐观；同时考虑到行业融资融券余额已突破 8200 亿元，增速大幅超预期，我们对融资融券业务的相关假设也更为乐观。

图表 21: 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	14,626	16,461	13%
	净利润	5,863	6,788	16%
	EPS (元)	0.61	0.71	16%
2015E	营业收入	16,644	20,460	23%
	净利润	6,866	9,011	31%
	EPS (元)	0.72	0.94	31%
2016E	营业收入	18,852	23,779	26%
	净利润	7,872	10,859	38%
	EPS (元)	0.82	1.13	38%

来源: WIND, 瑞银证券估算, 注: 市场一致预期截至 2014 年 11 月 28 日

盈利预测调整主要包括:

- 考虑到公司前三季度净利润加上 10 月净利润达到 55.37 亿元，且 11 月以来市场依然活跃，我们上调 2014 年盈利预测 15%。
- 考虑到公司发行证券公司短期公司债券取得上海证券交易所备案，资产负债表扩张速度有望加快，我们将公司总资产金额预测由 2695.53/3165.98/3600.58 亿元上调至 2821.59/3647.72/4446.15 亿元。
- 考虑到公司信用交易业务增速超预期，我们将 2014-16 年融资融券余额假设由 433/579/681 亿元上调至 487/668/800 亿元；我们将 2014-16 年股权质押业务规模假设由 231/310/403 亿元上调至 231/378/491 亿元。

图表 22: 盈利预测调整概要

	2014E	2015E	2016E
净利润 (百万元)			
调整后	6,788	9,011	10,859
调整前	5,920	7,924	9,520
调整%	14.7%	13.7%	14.1%
营业收入 (百万元)			
调整后	16,461	20,460	23,779
调整前	14,487	17,477	20,264
调整%	13.6%	17.1%	17.3%
总资产金额 (百万元)			
调整后	282,159	364,772	444,615
调整前	269,553	316,598	360,058
调整%	4.7%	15.2%	23.5%
融资融券余额 (亿元)			
调整后	487	668	800
调整前	433	579	681
调整%	12.5%	15.5%	17.4%
股票质押业务规模 (亿元)			
调整后	231	378	491
调整前	231	310	403
调整%	0%	22%	22%

来源: 瑞银证券估算

考虑 10 月月报超预期及 11 月经营环境显著改善，上调 14 年盈利预测

根据公司三季报，公司 1-3 季度净利润 49.49 亿元，公司前三季度净利润加上 10 月净利润达到 55.37 亿元。考虑到 11 月以来市场依然活跃（经纪、融资融券表现不错），我们预期四季度公司业绩也应不错。考虑 10 月月报超预期及 11 月经营环境显著改善，我们上调 14 年盈利预测，预计 2014 年净利润 67.88 亿元。

图表 23: 海通证券月度/季度财务数据 (百万元)

	营业收入			母公司净利润			合并净利润		
	2013	2014	同比	2013	2014	同比	2013	2014	同比
1月	771	992	29%	422	422	0%			
2月	715	776	9%	393	385	-2%			
3月	816	550	-33%	444	235	-47%	1,434	1,210	-16%
4月	806	825	2%	405	395	-3%			
5月	990	687	-31%	580	407	-30%			
6月	408	899	121%	197	458	132%	1,231	1,667	35%
7月	530	767	45%	128	368	187%			
8月	504	933	85%	177	461	160%			
9月	910	1,259	38%	462	695	50%	1,026	2,072	102%
10月	446	1,226	175%	139	588	325%	139	588	
11月	455			26					
12月	570			(77)					
1-10月累计	6,897	8,914	29%	3,348	4,414	32%	3,830	5,537	45%

来源: 公司公告

估值: 上调目标价, 维持“买入”评级

基于分部估值法, 我们将目标价由 14.19 元上调至 19.61 元, 上调幅度 38%。最新目标价对应 2015-16E P/E 分别 20.9x、17.3x, 对应 2015E P/B 2.51x, 维持“买入”评级。估值调整主要包括:

- **传统业务:** 考虑到市场交易大幅放量, 我们上调了公司经纪业务收入, 并上调估值倍数由 10x 上调至 12x (保持与中信一致)。我们估算公司传统业务价值由 226 亿元提升至 297 亿元。
- **资本中介业务:** 考虑到公司信用业务增速不断超预期, 并且融资渠道进一步拓展, 资产负债表扩张速度有望加快, 我们上调融资融券、股权质押、收益互换业务规模假设, 并上调资本中介业务 P/E 倍数由 25x 至 35x (保持与中信一致)。我们估算公司资本中介业务价值由 461 亿元提升至 864 亿元。
- **资本投资业务:** 考虑到公司资产规模快速扩张, 投资规模有所增加以及市场活跃环境可能持续, 我们上调公司投资收益假设。估值倍数保持不变, 保持与中信、华泰相等。我们估算公司资本投资业务价值由 173 亿元提升至 219 亿元。

图表 24: 可比公司估值比较

	股价 (元)	市值 (亿元)	P/E			P/B		
			2013A	2014E	2015E	2013 A	2014E	2015E
中信证券	18.80	2,071	39.2	23.8	20.1	2.36	2.17	1.99
海通证券	16.28	1,560	38.8	23.0	17.3	2.54	2.31	2.09
广发证券	19.76	1,170	41.2	31.4	26.5	3.38	3.13	2.89
招商证券	18.93	1,209	39.6	32.9	27.6	3.25	2.67	2.50
华泰证券	20.39	1,142	51.6	32.4	24.8	3.20	2.93	2.69
光大证券	21.41	732	355.6	56.3	39.2	3.20	3.03	2.76
平均			94.3	33.3	25.9	2.99	2.71	2.48

来源: WIND, 瑞银证券估算; 注: 中信、海通、华泰 EPS 使用瑞银证券估算, 其他公司使用 WIND 一致预期, 估值/股价采用 2014 年 12 月 2 日收盘价

图表 25: 海通证券分部估值比较表 (亿元)

	调整前 基于 2015E	调整后 基于 2015E	调整%	备注
传统业务				
净收入	66	72	10%	市场成交显著放大, 上调经纪收入假设
净利润	23	25	10%	
P/E 倍数	10	12	20%	市场显著回暖下, 公司经纪收入、投资收益存在较大向上潜力, P/E 倍数由 10x 上调至 12x (西南、东吴、兴业都 13x)
业务价值	226	297	32%	
资本中介业务				
净收入	48	64	34%	上调融资融券、股权质押业务规模假设, 公司资本中介业务收入预测增加
净利润	18	25	34%	
P/E 倍数	25	35	40%	考虑到公司信用业务增速持续超预期, 调高资本中介业务估值由 25x 到 35x
业务价值	461	864	87%	
资本投资业务				
净投资收益	31	39	26%	考虑资产快速扩张, 投资规模增加及市场活跃可能持续, 上调投资收益预测
净利润	17	22	26%	
P/E 倍数	10	10	0%	
业务价值	173	219	26%	
子公司				
海富通基金	6	6	0%	
富国基金	5	5	0%	
海通开元	175	175	0%	
海富产业基金	5	5	0%	
海通创新	95	95	0%	
海通期货	26	26	0%	
海通国际	115	115	0%	
恒信租赁	73	73	0%	
子公司价值小计	500	500	0%	
估算市值	1,360	1,880	38%	
每股价值 (元)	14.19	19.61	38%	

来源: 瑞银证券估算

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	3,663	75.8	5,675	54.9	6,824	8,075	8,912
非利息收入总额	7,199	7,017	8,371	12,798	52.9	14,785	15.5	16,955	18,862	21,559
总盈利	9,293	9,141	10,455	16,461	57.4	20,460	24.3	23,779	26,938	30,471
现金支出总额	(4,439)	(4,114)	(4,826)	(6,957)	-44.2	(8,279)	-19.0	(9,173)	(9,876)	(11,194)
折旧前营业利润	4,854	5,027	5,629	9,504	68.8	12,181	28.2	14,605	17,061	19,277
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	4,685	4,859	5,473	9,335	70.6	12,011	28.7	14,435	16,892	19,107
总拨备	(508)	(823)	18	(110)	-	0	-	0	0	0
拨备后营业利润	4,178	4,036	5,490	9,224	68.0	12,011	30.2	14,435	16,892	19,107
来自联营及合资公司的利润(税前)	50	25	(153)	(207)	-35.9	(96)	53.5	(101)	(106)	(112)
其他税前项目	73	66	117	92	-21.5	96	5.0	101	106	112
税前利润 (UBS)	4,300	4,127	5,455	9,109	67.0	12,011	31.9	14,435	16,892	19,107
例外项目 (包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	4,300	4,127	5,455	9,109	67.0	12,011	31.9	14,435	16,892	19,107
税项	(1,018)	(875)	(1,174)	(2,049)	-74.5	(2,701)	-31.9	(3,247)	(3,799)	(4,297)
税后利润	3,282	3,252	4,281	7,060	64.9	9,310	31.9	11,188	13,092	14,810
股息(优先)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
优先股股息	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
少数股东权益	(179)	(215)	(246)	(272)	-10.5	(299)	-10.0	(329)	(362)	(398)
净利润(本地 GAAP)	3,103	3,038	4,035	6,788	68.2	9,011	32.7	10,859	12,731	14,412
净利润(不计优先股股息)	3,103	3,038	4,035	6,788	68.2	9,011	32.7	10,859	12,731	14,412
净利润(UBS)	3,103	3,038	4,035	6,788	68.2	9,011	32.7	10,859	12,731	14,412
每股(Rmb)										
每股收益(本地 GAAP, 基本)	0.38	0.33	0.42	0.71	68.2	0.94	32.7	1.13	1.33	1.50
每股收益(UBS 稀释后)	0.38	0.33	0.42	0.71	68.2	0.94	32.7	1.13	1.33	1.50
拨备前营业利润(稀释后)	0.57	0.53	0.57	0.97	70.6	1.25	28.7	1.51	1.76	1.99
每股股息净值	0.15	0.12	0.12	0.22	83.3	0.28	27.3	0.35	0.40	0.45
每股账面价值	5.47	6.12	6.42	7.04	9.7	7.80	10.8	8.71	9.74	10.92
每股账面价值(UBS)	5.47	6.12	6.42	7.04	9.7	7.80	10.8	8.71	9.74	10.92
资产负债表(Rmb 百万)										
银行资产(年底)	98,876	126,482	169,124	282,159	66.8	364,772	29.3	444,615	523,190	587,607
银行资产(平均)	107,145	112,679	147,803	225,642	52.7	323,466	43.4	404,694	483,903	555,399
总资产(年底)	98,876	126,482	169,124	282,159	66.8	364,772	29.3	444,615	523,190	587,607
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	67,189	173.3	97,041	44.4	119,277	139,445	154,872
客户贷款(平均)	2,447	5,587	15,818	45,887	190.1	82,115	78.9	108,159	129,361	147,159
生息资产(平均)	53,514	79,530	99,591	127,516	28.0	178,350	39.9	233,983	290,370	337,291
客户存款	34,815	33,688	37,965	59,161	55.8	60,344	2.0	61,551	62,782	64,037
普通股权益(年底)	45,042	58,680	61,507	67,490	9.7	74,803	10.8	83,437	93,372	104,618
普通股权益(平均)	44,755	51,861	60,093	64,498	7.3	71,147	10.3	79,120	88,405	98,995
股东资金总额(股权、优先股及少数股权)(年底)	46,611	60,431	64,105	71,447	11.5	78,910	10.4	87,709	97,825	109,269
股东资金总额(股权、优先股及少数股权)(平均)	46,114	53,521	62,268	67,776	8.8	75,179	10.9	83,310	92,767	103,547
有形资产净值	46,611	60,431	64,105	71,447	11.5	78,910	10.4	87,709	97,825	109,269
Balance sheet structure (%)										
贷款/银行资产(年底)	4.2	5.6	14.5	23.8	63.8	26.6	11.7	26.8	26.7	26.4
存款/银行资产(年底)	35.2	26.6	22.4	21.0	-6.6	16.5	-21.1	13.8	12.0	10.9
存贷比	11.8	20.9	64.8	113.6	75.4	160.8	41.6	193.8	222.1	241.8
股东资金总额/银行资产(年底)	47.1	47.8	37.9	25.3	-33.2	21.6	-14.6	19.7	18.7	18.6

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	67,490	74,803	83,437	93,372	104,618
权益对资产比率%	45.6	46.4	36.4	23.9	20.5	18.8	17.8	17.8
有形权益对有形资产比率%	45.6	46.4	36.4	23.9	20.5	18.8	17.8	17.8
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	1.62	1.75	1.69	1.67	1.60
拨备与营业利润比率	10.8	16.9	(0.3)	1.2	0.0	0.0	0.0	0.0
股东权益回报率(UBS 盈利)	6.9	5.9	6.7	10.5	12.7	13.7	14.4	14.6
经调整的资产收益率	6.9	5.9	6.7	10.5	12.7	13.7	14.4	14.6
风险加权资产收益率(UBS 经调整)	-	-	-	-	-	-	-	-
资产收益率	3.06	2.89	2.90	3.13	2.88	2.76	2.71	2.67
生产率								
成本收入比	49.6	46.8	47.7	43.3	41.3	39.3	37.3	37.3
成本与平均资产比率	4.30	3.80	3.37	3.16	2.61	2.31	2.08	2.05
薪酬费用比	33.1	30.6	32.4	19.6	15.8	13.7	11.9	10.7
增长率(%)								
营业收入	-4.9	-1.6	14.4	57.4	24.3	16.2	13.3	13.1
拨备前营业利润	-3.1	3.7	12.6	70.6	28.7	20.2	17.0	13.1
净利润(UBS)	-15.8	-2.1	32.8	68.2	32.7	20.5	17.2	13.2
每股股息净值	0.0	-20.0	0.0	83.3	27.3	25.0	14.3	12.5
总资产(年底)	-14.3	27.9	33.7	66.8	29.3	21.9	17.7	12.3
客户贷款	NM	70.9	248.8	173.3	44.4	22.9	16.9	11.1
客户存款	-42.6	-3.2	12.7	55.8	2.0	2.0	2.0	2.0
Value (x)								
市值/收入	8.0	9.2	10.0	9.3	7.4	6.4	5.7	5.0
市值/存款	2.1	2.5	2.7	2.6	2.5	2.5	2.4	2.4
股价/拨备前营业利润(稀释后)	15.8	17.5	19.6	16.7	13.0	10.8	9.3	8.2
市盈率(本地 GAAP, 基本)	23.8	28.0	26.6	23.0	17.3	14.4	12.3	10.8
市盈率(UBS, 稀释后)	23.8	28.0	26.6	23.0	17.3	14.4	12.3	10.8
净股息收益率(%)	1.7	1.3	1.1	1.3	1.7	2.1	2.5	2.8
市净率	1.6	1.5	1.7	2.3	2.1	1.9	1.7	1.5
市净率(UBS)	1.6	1.5	1.7	2.3	2.1	1.9	1.7	1.5

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	+20.2%
预测股息收益率	1.7%
预测股票回报率	+21.9%
市场回报率假设	9.2%
预测超额回报率	+12.7%

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。我们认为海通加杠杆晚于同类公司，且加杠杆幅度较慢，未来资金供给可能制约资本中介业务增速。此外，公司资管子公司持有的劣后端产品浮亏可能扩大或被迫兑现，从而导致公司业绩出现低于预期的风险。

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

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%	34%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	42%	28%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	21%
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 09 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
海通证券 ^{2, 4, 5, 16}	600837.SS	买入	不适用	Rmb14.91	2014 年 12 月 01 日

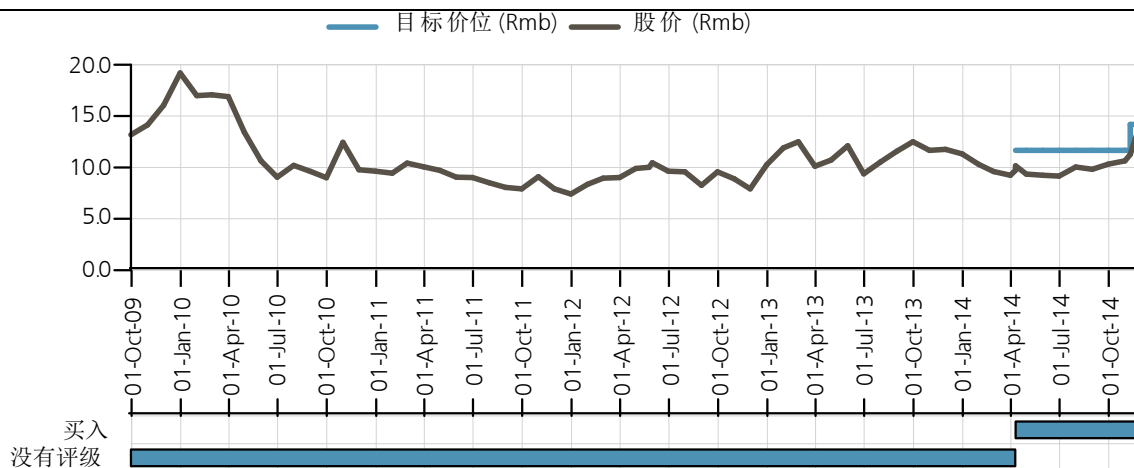
资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

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。

海通证券 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 12 月 1 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 金融服务指南的网址为：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。