

**沪港通股票**

## 华泰证券

### 经纪业务弹性大但估值已不便宜，下调至中性

#### 经纪份额最为领先，应会最为受益于市场成交大幅放量

2014 年以来公司持续推行低价策略，经纪份额业内最为领先且持续快速上升，佣金率（1-3Q 为 0.041%）处于行业最低位，应会最为受益于市场成交大幅放量。同时，受益于经纪份额提升，公司客户保证金快速增加，有望带动利息收入增加。2014 年以来投行实力进步明显、并购实力突出，看好公司投行收入继续快速增长。

#### 融资融券市场份额持续提升，预计信用业务收入大幅超预期

2014 年以来公司加大融资力度，顺利发行三期次级债、滚动发行短融并加大卖出回购和拆入资金。3Q 末有效杠杆率 3.44x，上市券商中最高。资金充裕下，公司信用业务规模快速提升。10 月末公司两融份额由 8 月 4.88% 快速升至 5.59%。股权质押业务增速大幅高于行业平均，行业排名不断提升。考虑到信用业务持续快速增长，我们预计公司信用业务收入有望大幅超预期。

#### 基于行业假设调整及月度财务数据，上调公司 2014-16 年盈利预测

考虑到：（1）2014.4Q 市场显著回暖，而公司最为受益于市场成交大幅放量；（2）公司信用业务收入有望大幅超预期，我们调整公司 2014-16 年 EPS 预测至 0.69/0.99/1.28 元，上调幅度分别 9%、21% 和 35%。公司 1-11 月累计净利润已实现 33.5 亿元（10/11 月仅包括母公司净利润），我们认为月度数据对 2014 年业绩预测有支撑。

#### 估值：下调评级至“中性”，上调目标价至 25.06 元

基于分部估值法我们将目标价上调至 25.06 元、上调 64%，对应 2015E P/B 3.20 x。我们认为公司目前股价已反映较为乐观的经纪、融资融券等预期，但仍对应 2015E 23.5x P/E、2.97x P/B，相对可比公司平均 21.5xP/E、2.74xP/B 已不便宜，因此下调至“中性”评级。

### Equities

中国

多样化金融服务

**12 个月评级** **中性**

之前: 买入

**12 个月目标价** **Rmb25.06**

之前: Rmb15.28

**股价** **Rmb23.21**

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	Rmb26.40-7.27
市值	Rmb130 十亿/US\$21.0 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)	143,550
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb2,373.6
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb39.3 十亿
市净率 (12/14E)	3.3x
一级资本充足率	-

#### 每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测	
12/14E	0.63	0.69	9.26	0.55
12/15E	0.82	0.99	20.57	0.66
12/16E	0.94	1.28	35.42	0.80

**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	11,121	15,675	19,786	22,487	25,549
税前利润	2,451	2,123	2,937	5,200	7,439	9,589	11,123	12,688
净利润 (本地 GAAP)	1,784	1,616	2,212	3,853	5,541	7,159	8,309	9,481
净利润 (UBS)	1,784	1,616	2,212	3,853	5,541	7,159	8,309	9,481
一级资本充足率%	-	-	-	-	-	-	-	-
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.32	0.29	0.39	0.69	0.99	1.28	1.48	1.69
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	10.2	13.3	15.3	15.8	16.0
股价/拨备前营业利润(稀释后)	27.4	24.5	18.0	25.2	17.5	13.6	11.7	10.2
市净率	2.0	1.5	1.5	3.3	3.0	2.6	2.3	2.1
市净率(UBS)	2.0	1.5	1.5	3.3	3.0	2.6	2.3	2.1
市盈率 (UBS, 稀释后)	37.3	32.5	23.8	33.7	23.5	18.2	15.6	13.7
净股息收益率(%)	1.3	1.6	1.6	0.9	1.3	1.7	1.9	2.2

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 10 日 18 时 56 分的股价(Rmb23.21)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。

### 乐观情景

假设股市持续好转、交易量持续活跃，在 2014-16 年日均交易额分别为 2,907 亿元/4,854 亿元/5,346 亿元以及综合投资收益率分别为 9.3%/8.5%/8.4% 的乐观假设下，我们预期公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.69 元/1.22 元/1.61 元，每股估值为 30.11 元。

### 悲观情景

假设股市低迷，在 2014-16 年日均交易额分别为 2,793 亿元/3,236 亿元/3,564 亿元以及综合投资收益率分别为 3.3%/2.5%/2.4% 的悲观假设下，我们预期公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.68 元/0.82 元/1.07 元，每股估值为 20.25 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 2015 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 年公司第四、第五、第六大股东减持，若 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

中性

12 个月目标价

Rmb25.06

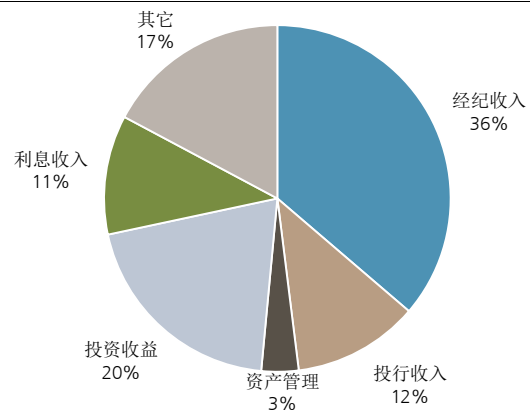
### 公司简介

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

### 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	111.2	156.7	197.9
营业支出	37.7	42.5	59.5	82.4	102.0
所得税	4.6	6.7	12.6	18.1	23.3
净利润	16.6	22.7	39.4	56.3	72.6
归属母公司净利润	16.2	22.1	38.5	55.4	71.6

来源: 公司公告, 瑞银证券估算

## 盈利预测调整概要

基于市场持续活跃、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 0.63/0.82/0.94 元调至 0.69/0.99/1.28 元，调整幅度达到 9%/21%/35%，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、11 月母公司净利润达到 33.5 亿元，我们上调 2014 年盈利预测 9%。
- 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 431.2/612.8/727.3 亿元上调至 560.0/892.5/1070.7 亿元；我们将 2014-16 年股权质押业务规模假设由 225.4/428.2/642.4 亿元上调至 228.4/435.0/659.2 亿元。

图表 1: 盈利预测调整概要

	2014E	2015E	2016E
<b>净利润（百万元）</b>			
调整后	3,853	5,707	7,512
调整前	3,527	4,595	5,286
调整%	9.3%	24.2%	42.1%
<b>营业收入（百万元）</b>			
调整后	11,121	16,137	20,749
调整前	10,417	13,044	14,994
调整%	6.8%	23.7%	38.4%
<b>融资融券余额（亿元）</b>			
调整后	560.0	892.5	1,070.7
调整前	431.2	612.8	727.3
调整%	29.9%	45.6%	47.2%
<b>股票质押业务规模（亿元）</b>			
调整后	228.4	435.0	659.2
调整前	225.4	428.2	642.4
调整%	1.3%	1.6%	2.6%

来源: 瑞银证券估算

图表 2: 华泰证券月度/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	647	637	-2%	232	210	-9%			
2月	383	782	104%	137	327	139%			
3月	648	619	-4%	236	230	-3%	627	781	25%
4月	404	600	48%	122	191	57%			
5月	653	494	-24%	244	135	-45%			
6月	674	959	42%	273	378	38%	662	698	6%
7月	392	650	66%	100	240	140%			
8月	496	675	36%	153	244	60%			
9月	740	1,254	70%	281	572	104%	567	1,153	103%
10月	539	1,002	86%	173	402	132%	173	402	
11月	422	873	107%	100	315	214%	100	315	
12月	751			94					
1-11月累计	5,997	8,546	43%	2,051	3,246	58%	2,129	3,349	57%

来源: 公司公告

## 估值调整概要

基于分部估值法, 我们将目标价上调至 25.06 元, 上调幅度 64%。目标价对应 2015E P/B 3.20x。估值调整主要包括:

- 传统业务:** 考虑到 A 股市场交易量持续超预期 (日均成交额最高突破 10000 亿), 因此我们上调了公司经纪业务收入, 并上调估值倍数由 12x 上调至 16x。该估值倍数略微高于中信、海通, 主要是考虑到公司经纪份额快速上升以及经纪业务占据市场领导地位, 公司佣金率处于上市公司最低水平、对交易量敏感性更大。因此, 我们估算公司传统业务价值由 242 亿元提升至 442 亿元。
- 资本中介业务:** 股市显著回暖下, 考虑到整个行业融资融券、股权质押等信用业务规模增长大幅超出市场预期 (截至 2014 年 12 月 8 日融资融券余额 9160 亿), 且公司融资融券市场份额提升、规模超出市场预期 (资产负债表扩张速度显著快于主要同业), 我们大幅上调融资融券、股权质押等业务规模假设, 并上调资本中介业务 P/E 倍数由 25x 至 35x。我们估算公司资本中介业务价值由 382 亿元提升至 695 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, 并上调估值倍数由 10x 至 12x, 保持与中信、海通一致。我们估算公司资本投资业务价值由 71 亿元提升至 92 亿元。

图表 3: 华泰证券分部估值比较表 (亿元)

	调整前	调整后	调整%	备注
<b>传统业务</b>				
净收入	65	87	35%	市场成交显著放大, 上调经纪收入假设
净利润	21	28	35%	
P/E 倍数	12	16	36%	市场显著回暖下, 公司经纪收入向上潜力较大, P/E 倍数由 12x 上调至 16x
业务价值	242	442	83%	
<b>资本中介业务</b>				
净收入	38	49	30%	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	15	20	30%	
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	382	695	82%	
<b>资本投资业务</b>				
净投资收益	23	25	9%	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	7	8	9%	
P/E 倍数	10	12	20%	市场显著回暖, 公司投资收益存在较大向上潜力, P/E 倍数由 10x 上调至 12x
业务价值	71	92	31%	
<b>子公司</b>				
南方基金	51	61	19%	
华泰柏瑞	14	17	18%	
华泰紫金投资	11	11	0%	
华泰长城期货	28	28	0%	
华泰金融控股 (香港)	9	9	0%	
华泰创新投资	11	11	0%	
江苏股权交易中心	3	3	0%	
子公司价值小计	161	174	8%	
估算市值	856	1,403	64%	
每股价值 (元)	15.28	25.06	64%	

来源: 瑞银证券估算

## 投资建议: 下调评级至“中性”

基于分部估值法我们将目标价上调至 25.06 元、上调 64%，对应 2015E P/B 3.20 x。我们认为公司目前股价已反映较为乐观的经纪、融资融券等预期，但仍对应 2015E 23.5x P/E、2.97x P/B，相对可比公司平均 21.5xP/E、2.74xP/B 已不便宜，因此下调至“中性”评级。

## 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	1,917	44.6	2,674	39.5	4,141	4,761	5,486
非利息收入总额	4,976	4,739	5,841	9,204	57.6	13,001	41.3	15,646	17,727	20,064
<b>总盈利</b>	<b>6,230</b>	<b>5,883</b>	<b>7,167</b>	<b>11,121</b>	<b>55.2</b>	<b>15,675</b>	<b>41.0</b>	<b>19,786</b>	<b>22,487</b>	<b>25,549</b>
现金支出总额	(3,593)	(3,540)	(4,084)	(5,785)	-41.7	(8,061)	-39.3	(10,018)	(11,180)	(12,671)
<b>折旧前营业利润</b>	<b>2,637</b>	<b>2,343</b>	<b>3,083</b>	<b>5,336</b>	<b>73.1</b>	<b>7,613</b>	<b>42.7</b>	<b>9,768</b>	<b>11,307</b>	<b>12,878</b>
折旧和摊销(除商誉)	(203)	(200)	(164)	(169)	-3.0	(174)	-3.0	(179)	(185)	(190)
<b>拨备前营业利润</b>	<b>2,434</b>	<b>2,143</b>	<b>2,919</b>	<b>5,167</b>	<b>77.0</b>	<b>7,439</b>	<b>44.0</b>	<b>9,589</b>	<b>11,123</b>	<b>12,688</b>
总拨备	13	4	24	0	-	0	-	0	0	0
<b>拨备后营业利润</b>	<b>2,447</b>	<b>2,147</b>	<b>2,943</b>	<b>5,167</b>	<b>75.6</b>	<b>7,439</b>	<b>44.0</b>	<b>9,589</b>	<b>11,123</b>	<b>12,688</b>
来自联营及合资公司的利润(税前)	(193)	(233)	(225)	(240)	-6.7	(313)	-30.3	(371)	(423)	(465)
其他税前项目	197	209	219	273	24.5	313	14.6	371	423	465
<b>税前利润(UBS)</b>	<b>2,451</b>	<b>2,123</b>	<b>2,937</b>	<b>5,200</b>	<b>77.0</b>	<b>7,439</b>	<b>43.1</b>	<b>9,589</b>	<b>11,123</b>	<b>12,688</b>
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
<b>税前利润</b>	<b>2,451</b>	<b>2,123</b>	<b>2,937</b>	<b>5,200</b>	<b>77.0</b>	<b>7,439</b>	<b>43.1</b>	<b>9,589</b>	<b>11,123</b>	<b>12,688</b>
税项	(630)	(462)	(668)	(1,262)	-88.8	(1,805)	-43.1	(2,327)	(2,699)	(3,079)
<b>税后利润</b>	<b>1,821</b>	<b>1,661</b>	<b>2,269</b>	<b>3,938</b>	<b>73.6</b>	<b>5,634</b>	<b>43.1</b>	<b>7,262</b>	<b>8,423</b>	<b>9,609</b>
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	(36)	(45)	(57)	(85)	-48.3	(93)	-10.3	(103)	(114)	(128)
<b>净利润(本地 GAAP)</b>	<b>1,784</b>	<b>1,616</b>	<b>2,212</b>	<b>3,853</b>	<b>74.2</b>	<b>5,541</b>	<b>43.8</b>	<b>7,159</b>	<b>8,309</b>	<b>9,481</b>
<b>净利润(不计优先股股息)</b>	<b>1,784</b>	<b>1,616</b>	<b>2,212</b>	<b>3,853</b>	<b>74.2</b>	<b>5,541</b>	<b>43.8</b>	<b>7,159</b>	<b>8,309</b>	<b>9,481</b>
<b>净利润(UBS)</b>	<b>1,784</b>	<b>1,616</b>	<b>2,212</b>	<b>3,853</b>	<b>74.2</b>	<b>5,541</b>	<b>43.8</b>	<b>7,159</b>	<b>8,309</b>	<b>9,481</b>
<b>每股(Rmb)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>%</b>	<b>12/15E</b>	<b>%</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
每股收益(本地 GAAP, 基本)	0.32	0.29	0.39	0.69	74.2	0.99	43.8	1.28	1.48	1.69
每股收益(UBS 稀释后)	0.32	0.29	0.39	0.69	74.2	0.99	43.8	1.28	1.48	1.69
拨备前营业利润(稀释后)	0.43	0.38	0.52	0.92	77.0	1.33	44.0	1.71	1.99	2.27
每股股息净值	0.15	0.15	0.15	0.21	40.0	0.30	42.9	0.40	0.45	0.51
每股账面价值	5.93	6.10	6.46	7.02	8.7	7.83	11.5	8.84	9.98	11.23
每股账面价值(UBS)	5.93	6.10	6.46	7.02	8.7	7.83	11.5	8.84	9.98	11.23
<b>资产负债表(Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>%</b>	<b>12/15E</b>	<b>%</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
银行资产(年底)	85,742	79,271	116,214	207,460	78.5	290,306	39.9	353,340	408,247	461,098
银行资产(平均)	99,603	82,507	97,742	161,837	65.6	248,883	53.8	321,823	380,793	434,672
总资产(年底)	85,742	79,271	116,214	207,460	78.5	290,306	39.9	353,340	408,247	461,098
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	60,568	193.8	100,125	65.3	126,849	150,429	171,475
客户贷款(平均)	1,320	4,577	13,567	40,593	199.2	80,346	97.9	113,487	138,639	160,952
生息资产(平均)	37,767	35,671	62,334	86,198	38.3	120,694	40.0	151,428	176,729	202,020
客户存款	39,542	33,310	29,130	56,103	92.6	64,519	15.0	69,680	75,255	81,275
普通股权益(年底)	33,229	34,182	36,174	39,304	8.7	43,833	11.5	49,531	55,864	62,879
普通股权益(平均)	33,055	33,705	35,178	37,739	7.3	41,568	10.1	46,682	52,698	59,371
股东资金总额(股权、优先股及少数股权)(年底)	33,615	34,638	36,801	39,931	8.5	44,553	11.6	50,354	56,800	62,879
股东资金总额(股权、优先股及少数股权)(平均)	33,428	34,126	35,719	38,366	7.4	42,242	10.1	47,453	53,577	59,840
有形资产净值	33,615	34,638	36,801	39,931	8.5	44,553	11.6	50,354	56,800	62,879
<b>Balance sheet structure (%)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>%</b>	<b>12/15E</b>	<b>%</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
贷款/银行资产(年底)	3.1	8.2	17.7	29.2	64.6	34.5	18.1	35.9	36.8	37.2
存款/银行资产(年底)	46.1	42.0	25.1	27.0	7.9	22.2	-17.8	19.7	18.4	17.6
存贷比	6.7	19.6	70.8	108.0	52.5	155.2	43.7	182.0	199.9	211.0
股东资金总额/银行资产(年底)	39.2	43.7	31.7	19.2	-39.2	15.3	-20.3	14.3	13.9	13.6

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
<b>资本充足率 (Rmb 百万)</b>								
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	36,174	39,304	43,833	49,531	55,864	62,879
权益对资产比率%	38.8	43.1	31.1	18.9	15.1	14.0	13.7	13.6
有形权益对有形资产比率%	38.8	43.1	31.1	18.9	15.1	14.0	13.7	13.6
<b>资产质量 (Rmb 百万)</b>								
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
<b>盈利能力</b>								
净息差(平均资产)	1.26	1.39	1.36	1.18	1.07	1.29	1.25	1.26
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	10.2	13.3	15.3	15.8	16.0
经调整的资产收益率	5.4	4.8	6.3	10.2	13.3	15.3	15.8	16.0
风险加权资产收益率 (UBS 经调整)	-	-	-	-	-	-	-	-
资产收益率	1.83	2.01	2.32	2.43	2.26	2.26	2.21	2.21
<b>生产率</b>								
成本收入比	60.9	63.6	59.3	53.5	52.5	51.5	50.5	50.3
成本与平均资产比率	3.81	4.53	4.35	3.68	3.31	3.17	2.98	2.96
薪酬费用比	36.8	41.9	41.0	28.8	22.4	18.8	17.0	15.6
<b>增长率(%)</b>								
营业收入	-30.0	-5.6	21.8	55.2	41.0	26.2	13.7	13.6
拨备前营业利润	-45.6	-11.9	36.2	77.0	44.0	28.9	16.0	14.1
净利润 (UBS)	-47.9	-9.5	36.9	74.2	43.8	29.2	16.1	14.1
每股股息净值	0.0	0.0	0.0	40.0	42.9	33.3	12.5	13.3
总资产(年底)	-24.4	-7.5	46.6	78.5	39.9	21.7	15.5	12.9
客户贷款	-	146.7	216.5	193.8	65.3	26.7	18.6	14.0
客户存款	-45.6	-15.8	-12.5	92.6	15.0	8.0	8.0	8.0
<b>Value (x)</b>								
市值/收入	10.7	8.9	7.3	11.7	8.3	6.6	5.8	5.1
市值/存款	1.7	1.6	1.8	2.3	2.0	1.9	1.7	1.6
股价/拨备前营业利润(稀释后)	27.4	24.5	18.0	25.2	17.5	13.6	11.7	10.2
市盈率(本地 GAAP, 基本)	37.3	32.5	23.8	33.7	23.5	18.2	15.6	13.7
市盈率 (UBS, 稀释后)	37.3	32.5	23.8	33.7	23.5	18.2	15.6	13.7
净股息收益率(%)	1.3	1.6	1.6	0.9	1.3	1.7	1.9	2.2
市净率	2.0	1.5	1.5	3.3	3.0	2.6	2.3	2.1
市净率(UBS)	2.0	1.5	1.5	3.3	3.0	2.6	2.3	2.1

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

## 预测回报率

---

预测股价涨幅	+8.0%
预测股息收益率	1.3%
预测股票回报率	+9.3%
市场回报率假设	8.9%
预测超额回报率	+0.4%

---

## 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](http://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 <sup>1</sup>	投资银行服务 <sup>2</sup>
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 <sup>3</sup>	投资银行服务 <sup>4</sup>
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

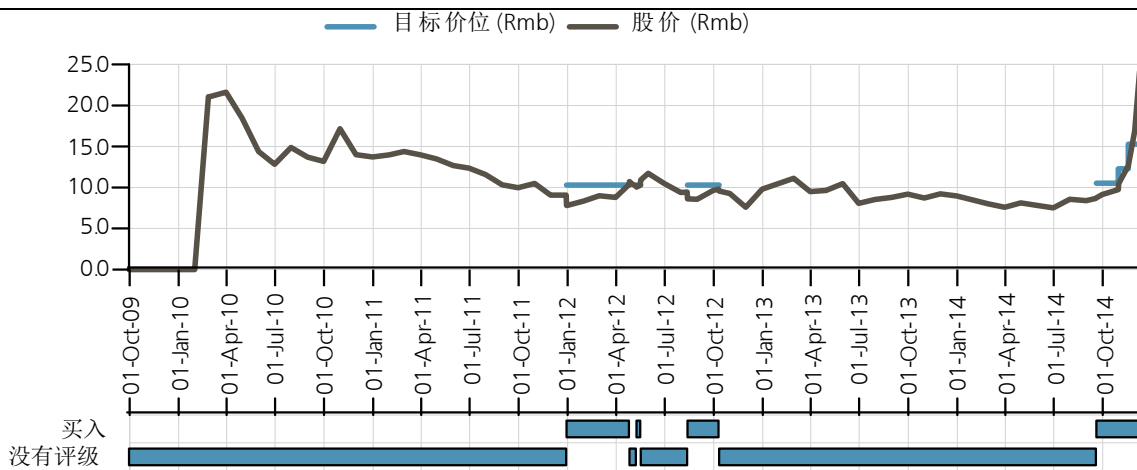
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
华泰证券 <sup>1,5</sup>	601688.SS	买入	不适用	Rmb24.13	2014 年 12 月 09 日

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。

1. UBS is acting as manager/co-manager, underwriter, placement or sales agent in regard to an offering of securities of this company/entity or one of its affiliates.
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。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 12 月 9 日

## 全球声明

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

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

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

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额(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表述的观点不一致。

**英国和欧洲其他地区：**除非在此特别申明，本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。**法国：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国审慎监管局（ACP）和金融市场管理局（AMF）监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。**德国：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局（BaFin）监管。**西班牙：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会（CNMV）监管。**土耳其：**由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》（法律编号：6362）规定颁发的许可。因此，在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其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合格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港：**由 UBS Securities Asia Limited 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，出版人及发布者。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](http://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。

