

海通证券

国际化战略正在加速，海外并购彰显管理层雄心

经纪业务转型成效显著，自营投资收益存在较大提升潜力

公司积极推进网点转型，不断完善互联网平台建设，保持佣金率稳定的同时经纪份额持续提升。2014年1-10月经纪份额4.72%、同比+13bps。海通收入多元，经纪收入占比偏低，经纪业务弹性相对较小。公司目前投资资产占比较低、权益持仓较少，股市持续回暖下我们认为公司权益类持仓存在较大提升空间，因而投资收益上升潜力较大。

国际化战略布局正在加快，但海外并购不确定性较大

近期海通先后公告拟收购亚洲独立股票研究机构 Japaninvest 和拟收购葡萄牙 BESL 银行，国际化战略布局显著加快。从公司拟收购的两家公司业务结构看，主要为机构投资者服务。公司国际化战略由零售业务为主向零售与机构并重转变，对公司管理能力提出一定挑战。考虑到海外并购更为复杂及如何与国内业务形成协同难度更大，我们认为并购后的整合存在一定不确定性。

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，成交大幅放量；（2）公司信用业务增速大幅超预期；（3）公司费用控制能力优异，我们上调公司 2014-16 年 EPS 预测至 0.79/1.10/1.39 元，上调幅度分别 12%、18% 和 22%。公司 1-11 月净利润已实现 62.8 亿元（10/11 月仅包括母公司），月度数据对我们 2014 年业绩预测有支撑。

估值：上调目标价至 25.44 元，维持“买入”评级

公司持续公告海外并购，国际化战略布局正在显著加快，但海外并购后的整合存在一定不确定性。基于分部估值法，我们将目标价由 19.61 元上调至 25.44 元，上调幅度 29.7%，对应 2015E P/B 3.16x。公司目前股价对应 2015E P/E 18.5x 和 P/B 2.5x，低于可比公司估值，维持“买入”。

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 **Rmb25.44**
 之前: Rmb19.61

股价 **Rmb20.40**

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 Rmb21.72-8.83

市值 Rmb188十亿/US\$30.3十亿

已发行股本 8,092百万(ORDA)

流通股比例 67%

日均成交量(千股) 263,431

日均成交额(Rmb百万) Rmb3,884.3

普通股股东权益(12/14E) Rmb68.3十亿

市净率(12/14E) 2.9x

一级资本充足率 -

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	%市场预测	
12/14E	0.71	0.79	11.72	0.61
12/15E	0.94	1.10	17.53	0.71
12/16E	1.13	1.39	22.32	0.84

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	18,271	23,931	28,931	32,950	38,113
税前利润	4,300	4,127	5,455	10,135	14,049	17,563	20,662	23,899
净利润(本地 GAAP)	3,103	3,038	4,035	7,584	10,590	13,284	15,653	18,126
净利润(UBS)	3,103	3,038	4,035	7,584	10,590	13,284	15,653	18,126
一级资本充足率%	-	-	-	-	-	-	-	-
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.38	0.33	0.42	0.79	1.10	1.39	1.63	1.89
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	11.7	14.6	16.1	16.7	17.0
股价/拨备前营业利润(稀释后)	15.8	17.5	19.6	18.9	13.9	11.1	9.5	8.2
市净率	1.6	1.5	1.7	2.9	2.5	2.2	2.0	1.7
市净率(UBS)	1.6	1.5	1.7	2.9	2.5	2.2	2.0	1.7
市盈率(UBS, 稀释后)	23.8	28.0	26.6	25.8	18.5	14.7	12.5	10.8
净股息收益率(%)	1.7	1.3	1.1	1.2	1.7	2.1	2.4	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 15 日 22 时 48 分的股价(Rmb20.40)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 2,907 亿元/4,854 亿元/5,346 亿元以及综合投资收益率分别为 13.4%/12.1%/11.2% 的乐观假设下，我们预期公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.80 元/1.33 元/1.66 元，每股估值为 31.04 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 2,793 亿元/3,236 亿元/3,564 亿元以及综合投资收益率分别为 7.4%/6.1%/5.2% 的悲观假设下，我们预期公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.78 元/0.88 元/1.11 元，每股估值为 19.08 元。

近期催化剂

受益于与海通的业务协同，恒信租赁业务增速有望超预期，对公司股价是正面催化剂；
2015 年资本金监管有望放松，可释放公司资本金，同时公司可以投入更多的创新业务，是正面催化剂；
随着经纪业务竞争加剧，2015 年佣金率降幅可能超预期，拖累公司业绩，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

Rmb25.44

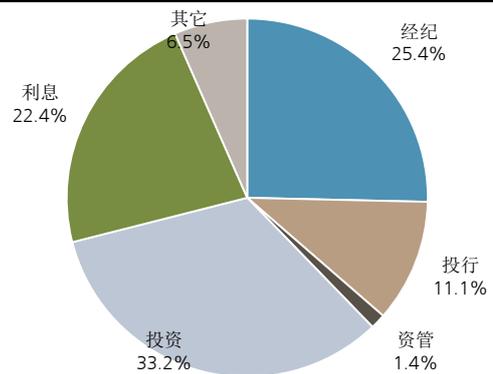
公司简介

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	182.7	239.3	289.3
营业支出	51.4	51.2	82.7	98.8	113.7
所得税	8.7	11.7	22.8	31.6	39.5
净利润	32.5	42.8	78.6	108.9	136.1
归属母公司净利润	30.4	40.4	75.8	105.9	132.8

来源：公司数据，瑞银证券估算

盈利预测调整概要

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 0.71/0.94/1.13 元上调至 0.79/1.10/1.39 元，上调幅度分别为 12%/18%/22%，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 月净利润达到 62.78 亿元，我们上调 2014 年盈利预测 12%。
- 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 487/668/800 亿元上调至 550/840/999 亿元；我们将 2014-16 年股权质押业务规模假设由 231/378/491 亿元上调至 241/483/628 亿元。

图表 42: 盈利预测调整概要

	2014E	2015E	2016E
净利润（百万元）			
调整后	7,584	10,590	13,284
调整前	6,788	9,011	10,859
调整%	11.7%	17.5%	22.3%
营业收入（百万元）			
调整后	18,271	23,931	28,931
调整前	16,461	20,460	23,779
调整%	11.0%	17.0%	21.7%
融资融券余额（亿元）			
调整后	550	840	999
调整前	487	668	800
调整%	12.9%	25.7%	24.9%
股票质押业务规模（亿元）			
调整后	241	483	628
调整前	231	378	491
调整%	4%	28%	28%

来源: 瑞银证券估算

图表 43: 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	1,456	220%	26	741	2774%	26	741	
12月	570			(77)					
1-11月累计	7,352	10,370	41%	3,374	5,154	53%	3,855	6,278	63%

来源: 公司公告

估值调整概要: 上调目标价

基于分部估值法, 我们将目标价由 19.61 元上调至 25.44 元, 上调幅度 29.7%。最新目标价对应 2015-16E P/E 分别 23.0x、18.4x, 对应 2015E P/B 3.16x。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假设, 并上调估值倍数由 12x 上调至 15x, 该估值与中信一致, 低于华泰。我们估算公司传统业务价值由 297 亿元提升至 468 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 12 日融资融券余额 9400 亿), 且公司不断加大创新推广力度, 融资融券和股权质押业务增速不断超预期, 我们大幅上调融资融券、股权质押等业务规模假设, 我们维持资本中介业务 P/E 倍数 35x (略低于中信 36x, 与华泰一致)。我们估算公司资本中介业务价值由 864 亿元提升至 1143 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、华泰相等。我们估算公司资本投资业务价值由 219 亿元提升至 325 亿元。

图表 44: 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	72	87	21%	市场成交显著放大, 上调经纪收入假设
净利润	25	31	26%	
P/E 倍数	12	15	25%	市场显著回暖, 公司经纪收入存在较大向上潜力, P/E 倍数由 12x 上调至 15x
业务价值	297	468	58%	
资本中介业务				
净收入	64	77	20%	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	25	33	32%	
P/E 倍数	35	35	0%	
业务价值	864	1,143	32%	
资本投资业务				
净投资收益	39	47	19%	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	22	27	24%	
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	219	325	48%	
子公司				
海富通基金	6	7	27%	
富国基金	5	6	24%	
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	502	1%	
估算市值	1,880	2,439	30%	
每股价值 (元)	19.61	25.44	30%	

来源: 瑞银证券估算

投资建议: 维持“买入”评级

公司持续公告海外并购, 国际化战略布局正在显著加快, 但海外并购后的整合存在一定不确定性。基于分部估值法, 我们将目标价由 19.61 元上调至 25.44 元, 上调幅度 29.7%, 对应 2015E P/B 3.16x。公司目前股价对应 2015E P/E 18.5x 和 P/B 2.5x, 低于可比公司平均估值, 我们维持“买入”评级。

海通证券 (600837.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	2,093	2,124	2,084	3,842	84.3	6,273	63.3	8,305	9,643	10,917
非利息收入总额	7,199	7,017	8,371	14,430	72.4	17,658	22.4	20,625	23,307	27,196
总盈利	9,293	9,141	10,455	18,271	74.8	23,931	31.0	28,931	32,950	38,113
现金支出总额	(4,439)	(4,114)	(4,826)	(7,741)	-60.4	(9,712)	-25.5	(11,197)	(12,119)	(14,044)
折旧前营业利润	4,854	5,027	5,629	10,531	87.1	14,219	35.0	17,733	20,832	24,069
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	10,361	89.3	14,049	35.6	17,563	20,662	23,899
总拨备	(508)	(823)	18	(110)	-	0	-	0	0	0
拨备后营业利润	4,178	4,036	5,490	10,251	86.7	14,049	37.1	17,563	20,662	23,899
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	10,135	85.8	14,049	38.6	17,563	20,662	23,899
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	10,135	85.8	14,049	38.6	17,563	20,662	23,899
税项	(1,018)	(875)	(1,174)	(2,280)	-94.2	(3,160)	-38.6	(3,950)	(4,647)	(5,375)
税后利润	3,282	3,252	4,281	7,856	83.5	10,889	38.6	13,613	16,015	18,524
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	7,584	88.0	10,590	39.6	13,284	15,653	18,126
净利润(不计优先股股息)	3,103	3,038	4,035	7,584	88.0	10,590	39.6	13,284	15,653	18,126
净利润(UBS)	3,103	3,038	4,035	7,584	88.0	10,590	39.6	13,284	15,653	18,126
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)	0.38	0.33	0.42	0.79	88.0	1.10	39.6	1.39	1.63	1.89
每股收益(UBS 稀释后)	0.38	0.33	0.42	0.79	88.0	1.10	39.6	1.39	1.63	1.89
拨备前营业利润(稀释后)	0.57	0.53	0.57	1.08	89.3	1.47	35.6	1.83	2.16	2.49
每股股息净值	0.15	0.12	0.12	0.24	100.0	0.34	41.7	0.42	0.49	0.57
每股账面价值	5.47	6.12	6.42	7.13	11.1	8.04	12.8	9.13	10.40	11.87
每股账面价值(UBS)	5.47	6.12	6.42	7.13	11.1	8.04	12.8	9.13	10.40	11.87
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)	98,876	126,482	169,124	289,513	71.2	392,935	35.7	480,405	577,722	658,119
银行资产(平均)	107,145	112,679	147,803	229,318	55.2	341,224	48.8	436,670	529,063	617,921
总资产(年底)	98,876	126,482	169,124	289,513	71.2	392,935	35.7	480,405	577,722	658,119
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	74,295	202.2	122,665	65.1	150,162	177,717	201,866
客户贷款(平均)	2,447	5,587	15,818	49,440	212.6	98,480	99.2	136,413	163,939	189,792
生息资产(平均)	53,514	79,530	99,591	125,074	25.6	173,198	38.5	229,003	294,403	346,088
客户存款	34,815	33,688	37,965	61,850	62.9	68,035	10.0	71,436	75,008	78,759
普通股权益(年底)	45,042	58,680	61,507	68,311	11.1	77,048	12.8	87,531	99,692	113,763
普通股权益(平均)	44,755	51,861	60,093	64,909	8.0	72,679	12.0	82,289	93,611	106,727
股东资金总额(股权、优先股及少数股权)(年底)	46,611	60,431	64,105	72,268	12.7	81,155	12.3	91,802	104,144	118,414
股东资金总额(股权、优先股及少数股权)(平均)	46,114	53,521	62,268	68,187	9.5	76,711	12.5	86,478	97,973	111,279
有形资产净值	46,611	60,431	64,105	72,268	12.7	81,155	12.3	91,802	104,144	118,414
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)	4.2	5.6	14.5	25.7	76.5	31.2	21.6	31.3	30.8	30.7
存款/银行资产(年底)	35.2	26.6	22.4	21.4	-4.8	17.3	-19.0	14.9	13.0	12.0
存贷比	11.8	20.9	64.8	120.1	85.5	180.3	50.1	210.2	236.9	256.3
股东资金总额/银行资产(年底)	47.1	47.8	37.9	25.0	-34.1	20.7	-17.3	19.1	18.0	18.0

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。

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	68,311	77,048	87,531	99,692	113,763
权益对资产比率%	45.6	46.4	36.4	23.6	19.6	18.2	17.3	17.3
有形权益对有形资产比率%	45.6	46.4	36.4	23.6	19.6	18.2	17.3	17.3
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	1.68	1.84	1.90	1.82	1.77
拨备与营业利润率	10.8	16.9	(0.3)	1.1	0.0	0.0	0.0	0.0
股东权益回报率(UBS 盈利)	6.9	5.9	6.7	11.7	14.6	16.1	16.7	17.0
经调整的资产收益率	6.9	5.9	6.7	11.7	14.6	16.1	16.7	17.0
风险加权资产收益率(UBS 经调整)	-	-	-	-	-	-	-	-
资产收益率	3.06	2.89	2.90	3.43	3.19	3.12	3.03	3.00
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	3.45	2.90	2.60	2.32	2.30
薪酬费用比	33.1	30.6	32.4	18.0	13.9	11.6	9.9	8.7
增长率(%)								
营业收入	-4.9	-1.6	14.4	74.8	31.0	20.9	13.9	15.7
拨备前营业利润	-3.1	3.7	12.6	89.3	35.6	25.0	17.6	15.7
净利润(UBS)	-15.8	-2.1	32.8	88.0	39.6	25.4	17.8	15.8
每股股息净值	0.0	-20.0	0.0	100.0	41.7	23.5	16.7	16.3
总资产(年底)	-14.3	27.9	33.7	71.2	35.7	22.3	20.3	13.9
客户贷款	NM	70.9	248.8	202.2	65.1	22.4	18.4	13.6
客户存款	-42.6	-3.2	12.7	62.9	10.0	5.0	5.0	5.0
Value (x)								
市值/收入	8.0	9.2	10.0	10.3	7.8	6.5	5.7	4.9
市值/存款	2.1	2.5	2.7	3.0	2.8	2.6	2.5	2.4
股价/拨备前营业利润(稀释后)	15.8	17.5	19.6	18.9	13.9	11.1	9.5	8.2
市盈率(本地 GAAP, 基本)	23.8	28.0	26.6	25.8	18.5	14.7	12.5	10.8
市盈率(UBS, 稀释后)	23.8	28.0	26.6	25.8	18.5	14.7	12.5	10.8
净股息收益率(%)	1.7	1.3	1.1	1.2	1.7	2.1	2.4	2.8
市净率	1.6	1.5	1.7	2.9	2.5	2.2	2.0	1.7
市净率(UBS)	1.6	1.5	1.7	2.9	2.5	2.2	2.0	1.7

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。