

2014年12月23日
郑春明
C0059@capital.com.tw
目标价(人民币元/港币) 27.0 / 21.5

公司基本资讯

| | | | |
|------------------|-------------------------|-------|-------|
| 产业别 | 非银金融 | | |
| A 股价(2014/12/23) | 22.10 | | |
| 上证综指(2014/12/23) | 3032.61 | | |
| 股价 12 个月高/低 | 24.33/8.83 | | |
| 总发行股数(百万) | 9584.72 | | |
| A 股数(百万) | 8092.13 | | |
| A 市值(亿元) | 2108.64 | | |
| 主要股东 | 香港中央结算(代理人)有限公司(15.57%) | | |
| 每股净值(元) | 6.85 | | |
| 股价/账面净值 | 3.21 | | |
| | 一个月 | 三个月 | 一年 |
| 股价涨跌(%) | 62.5 | 113.8 | 102.1 |

近期评等

| 出刊日期 | 前日收盘 | 评等 |
|------|------|----|
| - | - | - |

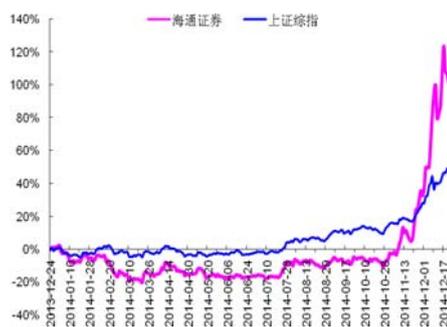
产品组合

| | |
|---------|-------|
| 证券经纪业务 | 36.1% |
| 证券自营业务 | 22.2% |
| 管理部门及其他 | 20.7% |

机构投资者占流通 A 股比例

| | |
|------|-------|
| 基金 | 5.8% |
| 一般法人 | 25.7% |

股价相对大盘走势



海通证券(600837.SH/6837.HK) Buy 买入 (维持)

事件点评: H 股增发补充资本, 创造估值提升空间

结论与建议:

12月21日晚,海通证券发布H股定增预案,拟以15.62港币/股价格,发行19.17亿股,募资299.43亿港元,主要用于信用交易类业务。我们认为本次定增将有效补充资本,并提升公司长期竞争力,同时显著降低了公司估值,为上涨带来空间,预计增发后公司2015年A/H PB将分别降至2.2X、1.5X左右,维持A/H股“买入”的投资建议。

- **资本得到补充,估值得以降低:**海通此次增发H股发行约19.17亿股,发行后总股本提升至115.02亿股,本次发行股本占发行后总股本的16.67%;发行后将补充约240亿元人民币左右的净资产,以2014年Q3数据静态计算,净资产将提升约36%,BVPS增厚约14%;我们发行后公司2015年PB将由3.0X降至2.2X左右,对比目前A股券商估值有较大的提升空间。
- **发行价较H股折价约16%:**海通证券与承配人签订了认购协议,本次H股增发发行价格确定为15.62港币/股,较认购协议签署前30个交易日H股均价折价约5%,较H股最新价(18.6港币)折让约16%,较A股最新价(22.51人民币元)折价约45%;不过考虑到目前H/A折价本身已达到34%,因此在H股不同的市场体系下增发价格尚属合理。
- **参与者多为资管机构:**本次参与的发行人共有7家,分别为DawnState(88.94亿港元,占发行后股本4.95%)、鼎胜(77.55亿港元,4.32%)、Vogel(38.74亿港元,占发行后股本2.16%)、睿丰(34.90亿港元,占发行后股本1.94%)、AmtD(23.27亿港元,占发行后股本1.30%)、MarshallWace(20.54亿港元,占发行后股本1.14%)和新华(15.50亿港元,占发行后股本0.86%);其中DawnState为国家开发投资公司间接持有,Vogel为史玉柱之女史静全资拥有。
- **资金主要投向信用交易类:**公司公告将此次募集资金主要投向信用交易业务,其中60%用于融资融券,15%投向约定购回及质押回购,10%用于开展结构化销售交易业务,10%用于补充营运资金,5%用于增资直投子公司。11月末海通两融市场份额目前为5.38%,市场排名第七位;由于融资融券以及质押回购等业务收益见效迅速且确定性强,预计也将有效抵消增发带来的股本摊薄。
- **盈利预测与投资建议:**海通证券各项业务均处于行业领先地位,今年业绩增长低于同业水平,主要是由于资管业务收入同比下降所致;预计公司2014/2015年净利润分别增长85%、44%至75亿元、108亿元。我们测算2014年海通证券A股的PE、PB分别为28.2X、3.2X,在行业中处于偏低水准;假设2015年H股增发完成,考虑到增发后净资产的增厚以及业绩提升对股本摊薄的抵消,2015年A股PE、PB将分别录得19.5X、2.2X,H股PE、PB更分别低至13.4X、1.5X,创造了较大的估值提升空间;维持A/H股买入的投资建议。

..... 接续下页

| 年度截止 12 月 31 日 | | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E |
|-----------------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 纯利 (Net profit) | RMB 百万元 | 3,103 | 3,020 | 4,035 | 7,469 | 10,777 |
| 同比增减 | % | -15.82% | -2.68% | 33.62% | 85.09% | 44.30% |
| 每股盈余 (EPS) | RMB 元 | 0.377 | 0.315 | 0.421 | 0.779 | 0.937 |
| 同比增减 | % | -15.82% | -16.46% | 33.62% | 85.09% | 20.25% |
| 市盈率(P/E) | X | 67.96 | 69.83 | 52.26 | 28.23 | 19.57 |
| 股利 (DPS) | RMB 元 | 0.15 | 0.12 | 0.12 | 0.15 | 0.20 |
| 股息率 (Yield) | % | 0.68% | 0.55% | 0.55% | 0.68% | 0.91% |

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)
 中性 Neutral (10% > ER > -10%)
 卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一: 合并损益表

| 百万元 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|-----------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 9,293 | 9,141 | 10,455 | 17,953 | 23,356 |
| 手续费及佣金净收入 | 5,523 | 4,385 | 5,902 | 8,047 | 9,880 |
| 代理买卖证券净收入 | 3,041 | 2,274 | 3,925 | 5,721 | 7,728 |
| 承销净收入 | 839 | 657 | 887 | 1,580 | 1,817 |
| 资产管理净收入 | 985 | 862 | 71 | 237 | 336 |
| 利息净收入 | 2,093 | 2,121 | 2,084 | 3,701 | 7,242 |
| 投资收益 | 2,054 | 2,042 | 3,312 | 2,748 | 2,634 |
| 营业支出 | 5,125 | 5,154 | 5,115 | 8,197 | 9,270 |
| 管理费用 | 4,228 | 4,011 | 4,552 | 7,031 | 7,736 |
| 资产减值损失 | 508 | 841 | -18 | 160 | 200 |
| 营业利润 | 4,168 | 3,987 | 5,340 | 9,757 | 14,086 |
| 利润总额 | 4,300 | 4,109 | 5,455 | 9,894 | 14,098 |
| 所得税 | 1,018 | 875 | 1,174 | 2,097 | 2,961 |
| 净利润 | 3,103 | 3,020 | 4,035 | 7,469 | 10,777 |

附二: 合并资产负债表

| 百万元 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E |
|-------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 货币资金 | 50,898 | 52,312 | 52,936 | 71,144 | 102,259 |
| 结算备付金 | 3,952 | 3,045 | 5,751 | 5,649 | 6,214 |
| 交易性金融资产 | 20,505 | 32,164 | 47,542 | 46,884 | 51,573 |
| 可供出售金融资产 | 7,189 | 8,108 | 7,048 | 11,089 | 12,198 |
| 长期投资净额 | 2,490 | 4,401 | 4,856 | 3,323 | 3,656 |
| 固定资产合计 | 955 | 929 | 1,013 | 1,076 | 1,184 |
| 无形资产及其他资产合计 | 320 | 304 | 271 | 262 | 288 |
| 资产总计 | 98,876 | 126,346 | 169,124 | 243,150 | 291,465 |
| 代理买卖证券款 | 38,014 | 36,957 | 40,430 | 56,731 | 62,404 |
| 负债合计 | 52,266 | 65,916 | 105,018 | 173,945 | 191,340 |
| 股东权益合计 | 46,611 | 60,431 | 64,105 | 69,205 | 100,125 |
| 负债及股东权益总计 | 98,876 | 126,346 | 169,124 | 243,150 | 291,465 |

附三: 合并现金流量表

| 百万元 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E |
|---------------|---------|--------|---------|--------|--------|
| 经营活动产生的现金流量净额 | -17,751 | -9,157 | -14,520 | 2,217 | 2,660 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -3,862 | -6,370 | 559 | -5,678 | -6,814 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -1,723 | 17,493 | 17,491 | 21,439 | 25,727 |
| 现金及现金等价物净增加额 | -23,498 | 1,983 | 3,288 | 17,978 | 21,573 |

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不在此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。