安信证券 ESSENCE SECURITIES

2015 年 03 月 30 日

海通证券（600837.SH）

公司动态分析

证券研究报告

证券Ⅲ

资本实力雄厚助推综合金融转型

■**2014 年业绩概述：**海通证券 2014 年实现营业收入 179.78 亿，同比增长 71.96%；归属母公司净利润 77.11 亿，同比增长 91.109%；净资产 683.64 亿，比 13 年底增长 11.14%；总资产 3,526.22 亿，比 13 年底增长 108.50%。2014 年 EPS 为 0.80 元，BVPS 为 7.14 元。

■**点评：**

（1）受益于交投活跃经纪业务稳步增长。2014 年股基市场份额 4.74%，排名第 4，同比略有提升；整体佣金率 0.069%，同比下降 0.017 个百分点；实现经纪业务收入 51.47 亿元，同比增长 31.13%。未来随着交投持续活跃，再加上账户管理业务的放开，经纪业务收入将继续增长。

（2）投行业务收入大幅增长。2014 年投行业务收入 16.17 亿元，同比增长 82.30%，未来投行业务将受益于国企混改、企业并购和注册制改革。

（3）自营投资收益创历史新高。截止 2014 年底，自营业务规模为 519.5 亿元，比上年末增加 6.7 亿元，2014 年海通证券共实现投资收益（包含公允价值变动）58.76 亿元，同比增长 148.04%。

（4）资本实力雄厚驱动类贷款业务快速发展：类贷款业务（融资融券、股权质押和约定式购回）规模 928 亿元，较 2014 年初增长 241%，年末规模和年内增量均列市场第二位。

（5）直投业务：海通开元全年新增投资项目 20 个，新增投资金额 10 亿元；新增退出项目 8 个。随着 IPO 注册制的加快推出，海通直投业务丰富的项目储备将在未来逐渐兑现投资收益。

（6）国际化布局提速，但业务协同效果有待进一步观察。

■**投资建议：**买入-A 投资评级，6 个月目标价 35 元。我们预计公司 2015 年-2016 年的收入增速分别为 45%，23%，净利润增速分别为 47%，22%，成长性突出；首次给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 35 元，相当于 2015 年 34 的动态市盈率。

■**风险提示：**市场交易量萎缩；佣金费率大幅下降；二级市场大幅波动

摘要(百万元)	2012	2013	2014	2015E	2016E
营业收入	9,293	10,455	17,978	26,045	31,916
净利润	3,103	4,035	7,711	11,351	13,882
每股收益(元)	0.38	0.42	0.80	1.04	1.27
每股净资产(元)	5.5	6.4	7.1	8.9	10.2

盈利和估值	2012	2013	2014	2015E	2016E
市盈率(倍)	34.9	25.4	28	22.0	18.0
市净率(倍)	1.7	1.8	3.5	2.6	2.2
净资产收益率	3.47%	3.24%	5.65%	6.31%	5.99%

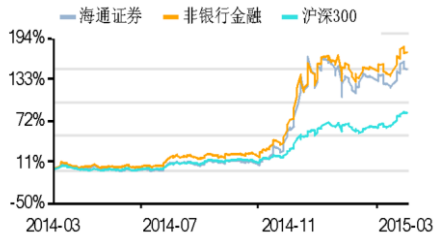
数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级	买入-A
	首次评级
6 个月目标价	35.00 元
股价（2015-03-28）	22.81 元

交易数据

总市值（百万元）	218,627.49
流通市值（百万元）	184,581.51
总股本（百万股）	9,584.72
流通股本（百万股）	8,092.13
12 个月价格区间	8.97/24.33 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-6.33	-16.22	59.46
绝对收益	4.83	-0.96	143.70

衡昆 分析师
SAC 执业证书编号：S1450511020004
hengkun@essence.com.cn
010-66581658

相关报告

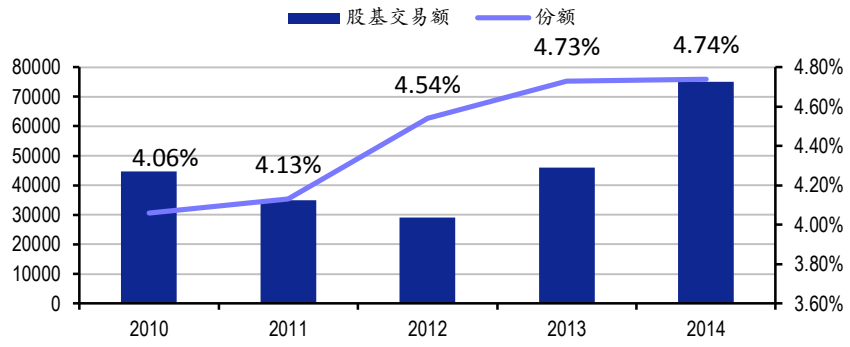
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

1. 综合金融转型加快，业务稳步增长

1.1. 经纪业务

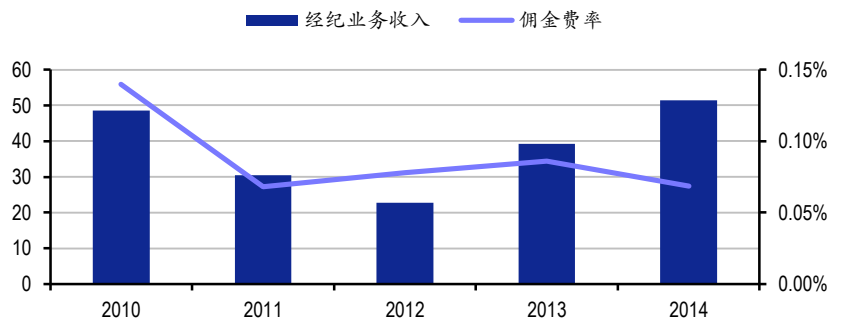
2014 年，受益于市场交投活跃，海通证券经纪业务增长较快，2014 年股基交易额为 7.51 万亿，同比增长 63.64%，市场份额为 4.74%，比上年提高 0.01 个百分点，位居行业第四，佣金费率为 0.069%，同比下降 0.017 个百分点。经纪业务收入创 5 年来新高，达 51.47 亿元，同比增长 31.13%。

图 1：海通证券股基交易额（单位：亿元）及市场份额



数据来源：公司年报，WIND 资讯，安信证券研究中心整理

图 2：海通证券经纪业务收入（单位亿元）及佣金费率



数据来源：公司年报，WIND 资讯，安信证券研究中心整理

未来随着交易量的日趋活跃，再加上账户管理业务逐步放开，海通证券综合实力位居行业前列，凭借雄厚的客户基础、优秀的人才队伍和有力的技术支撑，预计经纪业务高增长的态势有望持续。

1.2. 投行业务

2014 年 IPO 项目重启，海通证券继续发挥在中小企业、上海国资国企、文化传媒等领域的传统优势，进一步推进服务创新，在再融资、并购重组和新三板等项目加紧布局，投行业务增长加快。

2014 年共实现证券承销净收入 16.17 亿元，同比增长 82.30%。2014 年海通证券共完成股权融资项目 27 个，其中 IPO 项目 4 个，再融资项目 23 个，股权融资规模达 374 亿元，承销金额和项目数分别排名行业第二和第四；积极推进债权融资业务创新，通过多种融资形式和渠道，满足企业差异化融资需求，全年共完成 36 个主承销项目，债权融资规模为 548 亿元，承销家数和承销金额分别排名第十和第八。

海通证券在并购融资业务上也表现突出，公司抓住国资国企改革的契机，显著提升了公司在并购重组领域的市场地位。2014 年公司并购业务交易金额 1357 亿元，排名行业第

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

一

截止当前，海通证券共有 IPO 储备项目 50 个，包括已受理项目 3 个、已预披露更新项目 3 个、中止审查项目 14 个和辅导备案登记受理项目 30 个，总数居行业第六位，项目储备较多，有利于投行业务的持续稳定的发展。

新三板业务：2014 年，海通证券在新三板项目上也开始发力，通过将挂牌与 IPO、并购、私募投资、债券融资、做市等对接，实现了对中小企业的全程融资服务，2014 年完成了 26 个新三板项目的挂牌，截止当前海通证券共完成 51 个新三板项目的挂牌，挂牌总家数居行业第 13。

表 1：IPO 项目储备情况

保荐机构	合计	已受理	已反馈	已预披露更新	中止审查	暂缓表决	辅导备案登记受理
广发证券	77	10	3	2	19	0	43
中信证券	66	8	0	1	26	0	31
国信证券	63	10	5	5	13	0	30
招商证券	62	6	3	4	17	0	32
中信建投	50	11	3	2	12	0	22
海通证券	50	3	0	3	14	0	30
国金证券	45	9	2	3	4	0	27
国泰君安	44	2	0	1	12	0	29
安信证券	43	0	0	0	21	0	22
民生证券	31	5	1	1	6	0	18

数据来源：公司年报，WIND 资讯，安信证券研究中心整理

1.3. 资管业务

海通资管管理资产规模 2942 亿元，其中，受托资产管理业务规模同比增长 44%，排名进入行业前八，集合计划规模 250 亿元，同比增长 85%。海富通基金管理资产规模 1069 亿元，其中公募基金管理规模 302 亿元；富国基金管理规模 1739 亿元，其中公募基金管理规模 952 亿元；各产业投资基金新增基金管理规模 42 亿元，新增投资项目 40 个，新增投资金额 25 亿元。2014 年海通证券共实现资管业务净收入 4.50 亿元，同比增长 533%。

1.4. 自营业务

2014 年期末，海通证券自营业务规模比上年年末略有增长，总规模为 519.5 亿元，其中投资于固定收益类证券总额为 292.35 亿元，占比 56.28%，投资于权益类证券及衍生品总额为 227.15 亿元，占比 43.72%。市场行情好转，投资收益也创新高，2014 年实现投资收益（含公允价值变动）58.76 亿元，同比增长 148.04%。自营业务成为海通证券仅次于经纪业务的第二大收入来源。

表 2：2010-2014 年海通证券自营业务规模 单位：亿元

年份	自营业务规模	自营权益类证券及证券衍生品	占比	自营固定收益类证券	占比
2010	205.08	87.22	42.53%	117.86	57.47%
2011	308.55	119.39	38.69%	189.16	61.31%
2012	395.23	136.61	34.56%	258.62	65.44%
2013	512.8	144.92	28.26%	367.88	71.74%
2014	519.5	227.15	43.72%	292.35	56.28%

数据来源：公司年报，WIND 资讯，安信证券研究中心整理

1.5. 创新业务

资本实力雄厚驱动类贷款业务快速发展：海通证券类贷款业务（包括融资融券业务、股权质押式回购业务和约定式购回业务）规模大幅增长，截至 2014 年底，规模达到 928 亿元，较 2014 年初增长 241%，年末规模和年内增量均列市场第二位。其中海通证券两融

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

余额为 571.70 亿元，同比增长 188.04%，两融期末余额排名第六，比 2013 年下降三位，市场份额为 5.57%，比上年略有下降；

直投业务：海通开元全年新增投资项目 20 个，新增投资金额 10 亿元；新增退出项目 8 个。随着 IPO 注册制的加快推出，海通直投业务丰富的项目储备将在未来陆续兑现投资收益。

融资租赁业务：海通证券通过子公司恒信租赁开展融资租赁业务。恒信租赁通过银行贷款、发行境外人民币债和美元债等措施募集资金 122 亿元，全年新增投放融资金额 141 亿元，租赁余额 202 亿元。2014 年，融资租赁业务实现利润总额 5.17 亿元，占比 5.0%，未来融资租赁业务将与其他业务板块有效协同，贡献有望逐步提升。

1.6. 国际化布局加快

海通证券通过子公司国际证券开展国际业务，2014 年，海通国际全年共完成 IPO 项目 15 个，债券发行和承销项目 21 个，2012 年至 2014 年 3 年累计 IPO 发行数量位居香港市场首位；投资管理业务不断深化，2014 年底，RQFII 额度达 107 亿元人民币，位列中资券商之首；2014 年海外业务实现营业收入 16.67 亿元，同比增长 53.36%。

2014 年下半年，海通国际证券成功签约收购日本上市公司 JapanInvest（吉亚），进一步增强对机构投资者的研究服务能力。另外，海通成功签约收购葡萄牙圣灵投资银行，业务布局有望扩展到欧美成熟市场和南美、非洲等新兴市场，不过考虑到海外并购以及后续整合的复杂性，业务协同效果有待进一步观察。

2. 投资建议

投资建议：买入-A 投资评级，6 个月目标价 35 元。我们预计公司 2015 年-2016 年的收入增速分别为 45%，23%，净利润增速分别为 47%，22%，成长性突出；首次给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 35 元，相当于 2015 年 34 的动态市盈率。

风险提示：市场交易量萎缩；佣金费率大幅下降；二级市场大幅波动

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总(利润表(百万元))

利润表

（百万元）	2012	2013	2014	2015E	2016E
营业收入	**9,141**	**10,455**	**17,978**	**26,045**	**31,916**
手续费净收入	4,385	5,902	8,221	14,158	15,768
代理买卖证券业务净收入	2,274	3,925	5,147	11,091	11,330
证券承销业务净收入	657	887	1,617	2,167	2,817
资产管理业务净收入	862	71	450	900	1,621
利息净收入	2,121	2,084	3,360	5,040	6,552
投资收益及公允价值变动	2,519	2,369	5,876	6,241	8,928
其他业务收入	115	99	522	605	667
营业支出	**5,154**	**5,115**	**7,761**	**10,939**	**13,405**
营业税金及附加	269	430	724	1,042	1,277
业务及管理费	4,011	4,552	6,299	9,376	11,490
营业利润	**3,987**	**5,340**	**10,218**	**15,106**	**18,511**
营业外收支	123	115	203	213	223
利润总额	**4,109**	**5,455**	**10,420**	**15,319**	**18,735**
所得税	875	1,174	2,301	3,370	4,122
净利润	**3,234**	**4,281**	**8,119**	**11,949**	**14,613**
归属母公司所有者净利润	3,020	4,035	7,711	11,351	13,882
少数股东损益	215	246	408	597	731

资产负债表

（百万元）	2012	2013	2014	2015E	2016E
货币资金	52,312	52,936	86,088	140,503	173,766
结算备付与保证金	5,905	7,923	19,078	21,462	26,819
交易性金融资产	32,164	47,542	57,158	133,193	169,197
买入返售金融资产	2,194	9,037	63,166	23,708	29,143
可供出售金融资产	8,108	7,048	12,705	21,682	28,713
其他资产	25,664	44,637	114,426	117,862	145,372
资产总计	**126,346**	**169,124**	**352,622**	**458,409**	**573,011**
短期借款	8,626	5,796	15,162	25,988	37,524
交易性金融负债	6	6,455	15,790	16,172	17,263
衍生金融负债	0	52	247	130	138
卖出回购金融资产款	16,041	26,447	74,718	87,563	111,646
代理买卖证券款	36,957	40,430	80,767	150,395	202,439
其他负债	4,286	25,839	93,675	70,406	79,995
负债合计	**65,916**	**105,018**	**280,358**	**350,653**	**449,005**
股本	9,585	9,585	9,585	11,502	11,502
归属母公司所有者权益	58,680	61,507	68,364	102,368	117,806
少数股东权益	1,751	2,598	3,900	5,388	6,200
所有者权益合计	**60,431**	**64,105**	**72,264**	**107,756**	**124,006**

每股数据

（元）	2012	2013	2014	2015E	2016E
每股收益	0.33	0.42	0.80	1.04	1.27
每股净资产	6.1	6.4	7.1	8.9	10.2

估值

	2012	2013	2014	2015E	2016E
市盈率	34.9	25.4	43.6	22.0	18.0
市净率	1.7	1.8	3.5	2.6	2.2

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

衡昆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地　址：　深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮　编：　518026

上海市

地　址：　上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮　编：　200123

北京市

地　址：　北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮　编：　100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。