沪港通股票

海通证券

综合实力雄厚、持续稳健增长的优质大型券商

打造互联网金融平台，传统业务深化转型

公司传统业务积极向互联网金融转型。经纪业务方面，2014 年末网上开户客户数占比达 35%、高净值客户交易占比约 30%，驱动公司经纪份额保持稳定、佣金率降幅保持与行业相当。投行业务进步明显，2014 年股票承销金额升至行业第二，并购交易金额升至行业第一。资管业务快速发展，“e 海通财”成为热销现金管理产品、OTC 产品、小额融资产品的互联网平台。

创新收入占比高，有望驱动盈利持续稳健增长

公司资本实力雄厚，近年来又积极扩张资产负债表、持续加杠杆。多渠道融资支持下，2014 年末公司融资类业务（两融/股权质押/约定购回）规模达 928 亿元，同比+241%，融资类业务收入占比达 34%。考虑到融资类业务规模仍处于持续增长期且流动性相对宽松下利差有望维持高位，我们预期公司净利润将在创新收入增长驱动下持续稳健增长。

基于行业假设调整，上调公司 2015-17 年盈利预测

我们预计 1）2015 年市场环境显著好于原先预期，2）公司创新收入占比高且费用控制能力强，因而上调公司 2015-17 年 EPS 预测至 1.51/1.93/2.28 元，上调幅度分别 37%、39%和 39%。

估值：上调目标价至 35.45 元，维持“买入”评级

基于分部估值法，我们将目标价由 27.89 元上调至 35.45 元，上调幅度 27.1%，对应 2015 年 P/B 4.22x。考虑到公司综合实力雄厚、持续稳健增长且目前估值低于可比公司，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	Rmb35.45
	之前：Rmb27.89
股价	Rmb27.44
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	Rmb27.78-8.97
市值	Rmb253 十亿/US$40.8 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)	312,222
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb7,067.4
普通股股东权益 (12/15E)	Rmb80.5 十亿
市净率 (12/15E)	3.3x
一级资本充足率	-

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	%市场预测	
12/15E	1.10	1.51	36.61	0.97
12/16E	1.39	1.93	38.96	1.21
12/17E	1.63	2.28	39.37	1.61

崔 晓雁
分析师
S1460513100002
xiaoyan.cui@ubssecurities.com
+86-213-866 8871

潘 洪文
分析师
S1460513090002
hongwen.pan@ubssecurities.com
+86-213-866 8845

重要数据 (Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
营业收入	9,141	10,455	17,978	31,102	39,161	45,792	53,647	63,120
税前利润	4,127	5,455	10,420	19,119	24,269	28,607	33,514	39,116
净利润 (本地 GAAP)	3,038	4,035	7,711	14,467	18,459	21,816	25,616	29,956
净利润 (UBS)	3,038	4,035	7,711	14,467	18,459	21,816	25,616	29,956
一级资本充足率%	-	-	-	-	-	-	-	-
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.33	0.42	0.80	1.51	1.93	2.28	2.67	3.13

盈利能力和估值	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
股东权益回报率(UBS)	5.9	6.7	11.9	19.4	21.0	21.0	21.0	22.4
股价/拨备前营业利润(稀释后)	17.5	19.6	9.6	13.8	10.8	9.2	7.8	6.7
市净率	1.5	1.8	1.5	3.3	2.8	2.3	2.0	1.7
市净率(UBS)	1.5	1.8	1.5	3.3	2.8	2.3	2.0	1.7
市盈率 (UBS, 稀释后)	28.0	26.6	13.6	18.2	14.2	12.1	10.3	8.8
净股息收益率(%)	1.3	1.1	2.7	1.7	2.1	2.5	3.0	3.4

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 2015 年 04 月 10 日 22 时 43 分的股价(Rmb27.44)得出；

2015/04/13 19:29

投资主题

海通证券

12 个月评级 买入

12 个月目标价 Rmb35.45

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，驱动公司盈利持续高增长。

乐观情景

假设股市好转、交易量持续活跃，在 2015-17 年日均交易额分别为 9000 亿元/9356 亿元/9661 亿元以及综合投资收益率分别为 10.5%/10.0%/9.8%的乐观假设下，我们预期公司 2015-17 年 EPS 分别为 1.80 元/2.33 元/2.66 元，每股估值为 39.98 元。

悲观情景

假设股市持续低迷，在 2015-17 年日均交易额分别为 6000 亿元/6238 亿元/6441 亿元以及综合投资收益率分别为 4.5%/4.0%/3.8%的悲观假设下，我们预期公司 2015-17 年 EPS 分别为 0.78 元/0.88 元/1.11 元，每股估值为 31.90 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。

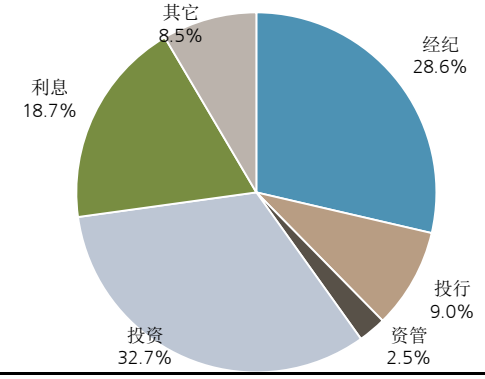
公司简介

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）



来源：公司数据

海通证券简要损益表 (亿元）

损益表	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	104.5	179.8	311.0	391.6	457.9
营业支出	51.2	77.6	119.8	148.9	171.9
所得税	11.7	23.0	42.2	53.6	63.2
净利润	42.8	81.2	149.0	189.1	222.9
归属母公司净利润	40.4	77.1	144.7	184.6	218.2

来源：公司数据，瑞银证券估算

崔 晓雁, 分析师, S1460513100002, xiaoyan.cui@ubssecurities.com, +86-213-866 8871

2015/04/13 19:29

盈利预测调整概要

基于行业核心假设大幅上调以及公司资产负债表快速扩张，我们将公司2015-17年EPS预测由1.10/1.39/1.63元上调至1.51/1.93/2.28元，上调幅度分别37%、39%和39%，盈利预测调整主要包括：

图表 21: 盈利预测调整概要

	2015E	2016E	2017E
净利润（百万元）			
调整后	14,467	18,459	21,816
调整前	10,590	13,284	15,653
调整%	36.6%	39.0%	39.4%
营业收入（百万元）			
调整后	31,102	39,161	45,792
调整前	23,931	28,931	32,950
调整%	30.0%	35.4%	39.0%
总资产金额（百万元）			
调整后	492,357	601,059	732,779
调整前	392,935	480,405	577,722
调整%	25.3%	25.1%	26.8%
融资融券余额（亿元）			
调整后	1,393	1,685	2,010
调整前	840	999	1,140
调整%	65.9%	68.6%	76.4%

来源: 瑞银证券估算

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27.89元上调至35.45元，上调幅度27.1%。最新目标价对应2015年P/E 23.5x，对应2015年P/B 4.22x。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我们原先预期（日均成交额最高突破14000亿元），因此我们上调了公司经纪业务收入假设，维持估值倍数19x（略低于中信、华泰20x）。我们估算公司传统业务价值由577亿元提升至840亿元。
- **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2015年3月末融资融券余额超1.5万亿元），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等业务规模假设，我们维持资本中介业务P/E倍数38x（略低于中信、华泰40x）。我们估算公司资本中介业务价值由1241亿元提升至1616亿元。
- **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，我们维持估值倍数

2015/04/13 19:29

13x，保持与中信一致、略高于华泰 12x。我们估算公司资本投资业务价值由 352 亿元提升至 408 亿元。

图表 22: 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	87	126	44%	市场成交显著放大，上调经纪收入假设
净利润	31	45	46%	
P/E 倍数	19	19	0%	
业务价值	577	840	46%	
资本中介业务				
净收入	77	97	27%	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	33	43	30%	
P/E 倍数	38	38	0%	
业务价值	1,241	1,616	30%	
资本投资业务	-	-		
净投资收益	47	53	14%	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	27	31	16%	
P/E 倍数	13	13	0%	
业务价值	352	408	16%	
子公司				
海富通基金	7	8	10%	
富国基金	6	7	18%	
海通开元	175	183	5%	
海富产业基金	5	5	2%	
海通创新	95	103	8%	
海通期货	26	28	8%	
海通国际	115	117	2%	
恒信租赁	73	83	14%	
子公司价值小计	502	534	6%	
估值	2,673	3,397	27.1%	
目标价（元）	27.89	35.45	27.1%	

来源: 瑞银证券估算

投资建议：维持“买入”评级

基于分部估值法，我们将目标价由 27.89 元上调至 35.45 元，上调幅度 27.1%。最新目标价对应 2015 年 P/E 23.5x，对应 2015 年 P/B 4.22x。考虑到公司综合实力雄厚、持续稳健增长且目前估值低于可比公司，维持“买入”评级。

2015/04/13 19:29

海通证券 (600837.SS)

损益表 (Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
净利息收入	2,124	2,084	3,360	7,849	133.6	12,157	54.9	14,216	17,093	21,038
非利息收入总额	7,017	8,371	14,619	23,253	59.1	27,004	16.1	31,575	36,554	42,082
总盈利	**9,141**	**10,455**	**17,978**	**31,102**	**73.0**	**39,161**	**25.9**	**45,792**	**53,647**	**63,120**
现金支出总额	(4,114)	(4,826)	(6,874)	(11,813)	-71.9	(14,722)	-24.6	(17,022)	(19,966)	(23,837)
折旧前营业利润	**5,027**	**5,629**	**11,105**	**19,288**	**73.7**	**24,439**	**26.7**	**28,770**	**33,682**	**39,284**
折旧和摊销(除商誉)	(168)	(157)	(149)	(170)	-13.8	(170)	-0.4	(163)	(168)	(167)
拨备前营业利润	**4,859**	**5,473**	**10,955**	**19,119**	**74.5**	**24,269**	**26.9**	**28,607**	**33,514**	**39,116**
总拨备	(823)	18	(423)	0	-	0	-	0	0	0
拨备后营业利润	**4,036**	**5,490**	**10,532**	**19,119**	**81.5**	**24,269**	**26.9**	**28,607**	**33,514**	**39,116**
来自联营及合资公司的利润(税前)	25	(153)	(279)	(112)	59.9	(118)	-5.0	(123)	(130)	(136)
其他税前项目	66	117	167	112	-33.1	118	5.0	123	130	136
税前利润 (UBS)	**4,127**	**5,455**	**10,420**	**19,119**	**83.5**	**24,269**	**26.9**	**28,607**	**33,514**	**39,116**
例外项目 (包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	**4,127**	**5,455**	**10,420**	**19,119**	**83.5**	**24,269**	**26.9**	**28,607**	**33,514**	**39,116**
税项	(875)	(1,174)	(2,301)	(4,222)	-83.5	(5,360)	-26.9	(6,318)	(7,402)	(8,639)
税后利润	**3,252**	**4,281**	**8,119**	**14,896**	**83.5**	**18,909**	**26.9**	**22,289**	**26,112**	**30,477**
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	(215)	(246)	(408)	(429)	-5.0	(450)	-5.0	(473)	(496)	(521)
净利润 (本地 GAAP)	**3,038**	**4,035**	**7,711**	**14,467**	**87.6**	**18,459**	**27.6**	**21,816**	**25,616**	**29,956**
净利润(不计优先股股息)	**3,038**	**4,035**	**7,711**	**14,467**	**87.6**	**18,459**	**27.6**	**21,816**	**25,616**	**29,956**
净利润 (UBS)	**3,038**	**4,035**	**7,711**	**14,467**	**87.6**	**18,459**	**27.6**	**21,816**	**25,616**	**29,956**

每股(Rmb)	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
每股收益(本地 GAAP，基本)	0.33	0.42	0.80	1.51	87.6	1.93	27.6	2.28	2.67	3.13
每股收益(UBS 稀释后)	0.33	0.42	0.80	1.51	87.6	1.93	27.6	2.28	2.67	3.13
拨备前营业利润(稀释后)	0.53	0.57	1.14	1.99	74.5	2.53	26.9	2.98	3.50	4.08
每股股息净值	0.12	0.12	0.30	0.46	53.3	0.58	26.1	0.69	0.81	0.94
每股账面价值	6.12	6.39	7.13	8.40	17.8	9.94	18.3	11.71	13.78	16.20
每股账面价值(UBS)	6.12	6.39	7.13	8.40	17.8	9.94	18.3	11.71	13.78	16.20

资产负债表(Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
银行资产(年底)	126,482	169,124	352,622	492,357	39.6	601,059	22.1	732,779	866,049	1,019,637
银行资产(平均)	112,679	147,803	260,873	422,490	62.0	546,708	29.4	666,919	799,414	942,843
总资产(年底)	126,482	169,124	352,622	492,357	39.6	601,059	22.1	732,779	866,049	1,019,637
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	7,049	24,586	90,629	185,457	104.6	224,640	21.1	272,303	328,176	399,515
客户贷款(平均)	5,587	15,818	57,608	138,043	139.6	205,048	48.5	248,472	300,240	335,909
生息资产 (平均)	79,530	99,341	152,248	184,251	21.0	247,832	34.5	325,655	396,507	471,885
客户存款	33,688	37,965	76,130	87,550	15.0	91,927	5.0	96,523	101,350	106,417
普通股权益(年底)	58,680	61,256	68,364	80,530	17.8	95,244	18.3	112,227	132,084	155,281
普通股权益(平均)	51,861	59,968	64,810	74,447	14.9	87,887	18.1	103,735	122,156	133,754
股东资金总额(股权、优先股及少数股权)(年底)	60,431	63,855	72,264	84,644	17.1	99,583	17.6	116,803	136,908	160,365
股东资金总额 (股权、优先股及少数股权) (平均)	53,521	62,143	68,059	78,454	15.3	92,114	17.4	108,193	126,855	138,584
有形资产净值	60,431	63,855	72,264	84,644	17.1	99,583	17.6	116,803	136,908	160,365

Balance sheet structure (%)	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
贷款/银行资产(年底)	5.6	14.5	25.7	37.7	46.6	37.4	-0.8	37.2	37.9	39.2
存款/银行资产(年底)	26.6	22.4	21.6	17.8	-17.6	15.3	-14.0	13.2	11.7	10.4
存贷比	20.9	64.8	119.0	211.8	77.9	244.4	15.4	282.1	323.8	375.4
股东资金总额/银行资产(年底)	47.8	37.8	20.5	17.2	-16.1	16.6	-3.6	15.9	15.8	15.7

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。

2015/04/13 19:29

海通证券 (600837.SS)

资本充足率 (Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
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	58,680	61,256	68,364	80,530	95,244	112,227	132,084	155,281
权益对资产比率%	46.4	36.2	19.4	16.4	15.8	15.3	15.3	15.2
有形权益对有形资产比率%	46.4	36.2	19.4	16.4	15.8	15.3	15.3	15.2

资产质量 (Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
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	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
净息差(平均资产)	1.88	1.41	1.29	1.86	2.22	2.13	2.14	2.23
拨备与营业利润比率	16.9	(0.3)	3.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股东权益回报率(UBS 盈利)	5.9	6.7	11.9	19.4	21.0	21.0	21.0	22.4
经调整的资产收益率	5.9	6.7	11.9	19.4	21.0	21.0	21.0	22.4
风险加权资产收益率 (UBS 经调整)	-	-	-	-	-	-	-	-
资产收益率	2.89	2.90	3.11	3.53	3.46	3.34	3.27	3.48

生产率	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
成本收入比	46.8	47.7	39.1	38.5	38.0	37.5	37.5	38.0
成本与平均资产比率	3.80	3.37	2.69	2.84	2.72	2.58	2.52	2.74
薪酬费用比	30.6	32.4	27.4	10.6	8.6	9.2	6.9	6.1

增长率(%)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
营业收入	-1.6	14.4	72.0	73.0	25.9	16.9	17.2	17.7
拨备前营业利润	3.7	12.6	100.2	74.5	26.9	17.9	17.2	16.7
净利润 (UBS)	-2.1	32.8	91.1	87.6	27.6	18.2	17.4	16.9
每股股息净值	-20.0	0.0	150.0	53.3	26.1	19.0	17.4	16.0
总资产(年底)	27.9	33.7	108.5	39.6	22.1	21.9	18.2	17.7
客户贷款	70.9	248.8	268.6	104.6	21.1	21.2	20.5	21.7
客户存款	-3.2	12.7	100.5	15.0	5.0	5.0	5.0	5.0

Value (x)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
市值/收入	9.2	10.0	5.8	8.1	6.5	5.5	4.7	4.0
市值/存款	2.5	2.7	1.4	2.9	2.8	2.6	2.5	2.4
股价/拨备前营业利润(稀释后)	17.5	19.6	9.6	13.8	10.8	9.2	7.8	6.7
市盈率(本地 GAAP，基本)	28.0	26.6	13.6	18.2	14.2	12.1	10.3	8.8
市盈率 (UBS, 稀释后)	28.0	26.6	13.6	18.2	14.2	12.1	10.3	8.8
净股息收益率(%)	1.3	1.1	2.7	1.7	2.1	2.5	3.0	3.4
市净率	1.5	1.8	1.5	3.3	2.8	2.3	2.0	1.7
市净率(UBS)	1.5	1.8	1.5	3.3	2.8	2.3	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。

2015/04/13 19:29