

中国：证券
2015 年 09 月 01 日
投资建议：
持有-超越同业 (调降评级)
目标价隐含涨/跌幅：12.8%
日期 2015/08/31

收盘价	RMB12.15
十二个月目标价	RMB13.70
前次目标价	RMB33.60
上海 A 股指数	3,358.8

信息更新：

- ▶ 8 月 28 日海通证券公布 2015 年上半年业绩。
- ▶ 我们将 2015/16/17 年每股收益预估下调 13.2%/8.3%/0.5%，将目标价下调至人民币 13.7 元。

本中心观点：

- ▶ 虽然长期展望乐观，但是我们建议投资者在未来 6 个月内对该板块的投资保持观望态度，系因 2015 年下半年恐难以再现上半年的亮眼业绩。

公司简介： 海通证券为证券提供经纪和交易服务，同时从事投资咨询、配售和包销、代理人和保管服务。

股价相对上海 A 股指数表现


市值 (A+H 股)	US\$20,330.2 百万元
三个月平均日成交量 (A)	US\$579.1 百万元
股份总数 (百万股) (A+H)	11,501.7
A 股占总流通股数比例	70.4%
流通股比例 (A)	76.66%
大股东；持股比例	HKSCC, 29.64%

财务展望 (每股/元)

年初至 12 月	2013A	2014F	2015F	2016F
收益	0.35	0.67	1.32	1.99
增长率 (%)	33.6	91.1	97.4	50.6
市盈率 (倍)	34.6	18.1	9.2	6.1
拨备前利润	0.47	0.93	2.00	2.75
市价对拨备前利润 (倍)	25.6	13.1	6.1	4.4
净值	6.42	7.13	6.42	6.74
市净率 (倍)	2.2	2.0	1.8	1.7
股利	0.14	0.14	0.17	0.19
股利收益率 (%)	1.2	1.2	1.4	1.6
平均总资产收益率 (%)	2.7	3.0	3.8	4.6
平均净资产收益率 (%)	6.7	11.9	21.4	30.3

报告分析师：
元大研究部
+86 21 6187 3832
research@yuanta.com

以下研究人员对本报告有重大贡献：

朱家杰 CFA
+852 3969 9521
peter.kk.chu@yuanta.com
李梦珣
+86 21 6187 3836
erinlee1221@yuanta.com

海通证券 (A) (600837 CH)

行业监管趋严或不利于下半年券商高速发展

调降评级至“持有-超越同业”，下调目标价至人民币 13.7 元：2015 年上半年业绩（于 8 月 28 日公布）大致符合本中心预估，净利润同比增长 252.9%。假设 2015 年下半年佣金率环比下滑 16.7%至 0.5%左右，我们将 2015 年海通证券经纪业务收入预估下调 18.7%，我们预计投行和自营交易收入也可能环比下滑。因此，我们将 2015/16/17 年盈利预估下调 13.2%/8.3%/0.5%。我们将目标价由人民币 33.6 元下调至人民币 13.7 元（隐含逾 12%的上涨空间），隐含 2015 年预期市盈率 10.35 倍（目前市盈率为 9.18 倍）。

2015 年下半年保持观望：2015 年上半年海通证券多项业务稳健增长。上半年受股市牛市行情驱动，公司经纪/自营交易/资产管理/投行/境外业务/金融租赁业务分部收入分别同比增长

352.2%/257.0%/224.1%/41.2%/279.7%/ 80.0%。但是目前受股市调整、投资者对中国经济复苏前景不确定性升高以及人民币贬值影响，我们认为 2015 年下半年中国证券市场吸引力可能不如上半年。此外，自 6 月下旬股灾以来，A 股市场暂停 IPO、股票发行注册制相应延迟以及中国证券行业监管可能趋严，这些或不利于中资券商在短期内（本中心预估至少在 6 个月内）实现快速增长。因此，我们认为 2015 年下半年券商板块投资机会有限。但是，考虑到业务多元化和营收结构的改善，我们仍然看好中资券商在未来 3-5 年的发展前景。

分析师声明及重要披露事项请参见附录 A。

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。本报告原系以英文做成，并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问，请参考原始英文版。

股票估值

本中心估值系基于合理市净率估值模型和三阶段股利折现率模型计算而得，终期截至 2022 年 12 月 31 日。

► 权益成本(Ke)

我们采用中国和香港 10 年期国债加权平均收益率 3.47%，年几何平均贝塔值 1.16 和预期市场收益率 6.17%，从而得出权益成本为 6.6%。

基于本中心 2015-22 年预期，这两种估值方法得出结果如下：

► 三阶段股利折现率模型

图 1：股利折现率模型

	每股价值 (人民币)	权重(%)	备注
预测期股利	0.52	3.91	2015-17 年预期平均盈利增长率 = 62.84%, 股利分配率 = 31.32%
第二阶段股利	1.16	8.78	2018-22 年预期平均盈利增长率 = 9.96%, 股利分配率 = 4.98%
永续价值	11.54	87.32	盈利增长率 = 4.5%
合理现值(PFV)	13.22		折现至 2015 年 6 月
每股合理价值	14.09		12 个月目标合理价值

资料来源：公司资料，元大

► 合理市净率模型

我们预期海通证券长期净资产收益率为 7.65%。本中心目标市净率计算方法为 $P/B = (ROE - g) \div (Ke - g)$ ，其中 $g=4.5%$ ， Ke （权益成本）=6.6%，得出 2016 年 6 月末的目标价为人民币 13.31 元。

► 目标价人民币 13.7 元，隐含 10.35 倍市净率

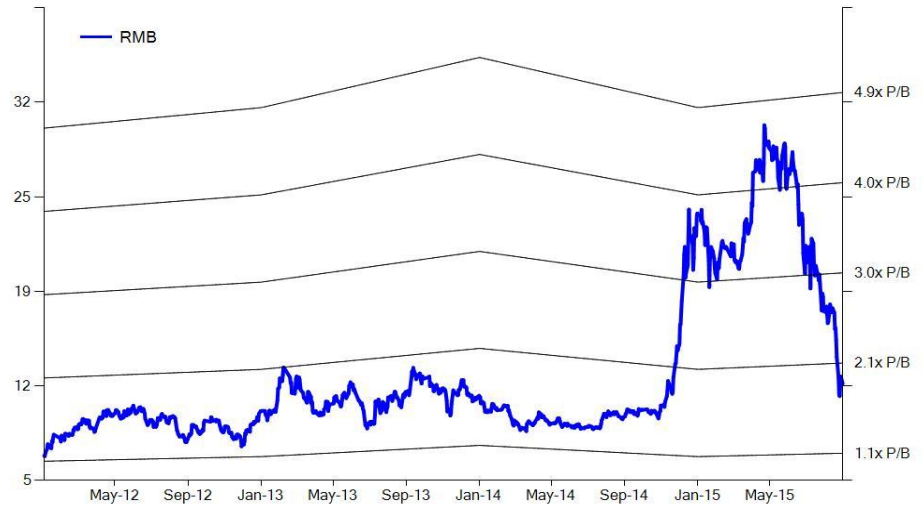
我们将市净率和股利折现率估值简单平均，得出海通证券目标价为人民币 13.7 元，隐含市净率 10.35 倍。

盈利预估调整

目前受股市调整、投资者对中国经济复苏前景不确定性升高以及人民币贬值的综合影响，我们认为 2015 年下半年中国证券市场吸引力可能不及上半年。假设 2015 年下半年佣金率环比下滑 16.7%至 0.5%左右，我们将 2015 年海通证券经纪业务收入预估下调 18.7%。

此外，自 6 月下旬股灾以来，A 股市场暂停 IPO、股票发行注册制相应延迟以及中国证券行业监管可能趋严，这些因素或不利于中资券商在短期内（本中心预估至少在 6 个月内）实现快速增长。鉴于投行及自营交易收入可能较上半年环比下滑，我们将 2015/16/17 年盈利预估下调 13.2%/8.3%/0.5%。我们将目标价由人民币 33.6 元下调至人民币 13.7 元。

图 2: 12 个月预期市净率区间



资料来源: 公司资料, 元大

资产负债表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
现金及等价	51,991	52,587	85,704	94,274	103,701
央行及同业资产	2,194	9,037	52,873	79,310	118,965
交易性投资	32,196	47,590	56,273	66,540	78,681
可供出售到期投资	30,455	47,543	133,240	165,488	188,510
其他资产	9,890	12,367	24,532	35,517	61,995
生息资产	32,648	56,580	186,114	244,798	307,475
加权风险资产	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
总资产	126,725	169,124	352,622	441,130	551,852
同业负债	16,041	26,447	74,718	97,133	135,987
债券	0	17,940	35,776	42,931	51,517
其他负债	50,254	60,632	169,864	219,190	272,848
计息负债	16,041	44,387	110,494	140,064	187,503
总负债	66,295	105,018	280,358	359,254	460,352
少数股东权益	1,751	2,598	3,900	8,066	13,950
母公司股东权益	58,680	61,507	68,364	73,810	77,551
每股净值 (RMB)	6.12	6.42	7.13	6.42	6.74
期末股数 (百万股)	11,016.9	11,016.9	11,016.9	11,016.9	11,016.9

资料来源: 公司资料, 元大

损益表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
利息净收入	2,172	2,187	3,360	5,999	9,598
非利息收入	7,744	9,015	14,619	24,565	30,135
营业收入	9,916	11,202	17,978	30,563	39,732
营业支出	(5,995)	(5,981)	(7,761)	(8,537)	(9,390)
拨备前利润	3,921	5,221	10,218	22,027	30,342
营业利润	3,921	5,221	10,218	22,027	30,342
税前利润	4,109	5,455	10,420	22,231	30,549
所得税费用	(875)	(1,174)	(2,301)	(2,647)	(3,044)
属少数股东净利润	(215)	(246)	(408)	(4,366)	(4,584)
属母公司股东净利润	3,020	4,035	7,711	15,219	22,921
红利	1,725	1,380	1,380	1,955	2,185
每股收益(RMB)	0.26	0.35	0.67	1.32	1.99
有效税率 (%)	21.3	21.5	22.1	11.9	10.0
每股股利 (RMB)	0.18	0.14	0.14	0.17	0.19
分红比例 (%)	57.1	34.2	17.9	12.8	9.5

资料来源: 公司资料, 元大

杜邦分析

至 12 月 31 日 (占平均资产比重)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
利息净收入	1.92	1.48	1.29	1.51	1.93
非利息收入	6.86	6.09	5.60	6.19	6.07
营业收入	8.79	7.57	6.89	7.70	8.00
营业支出	(5.31)	(4.04)	(2.97)	(2.15)	(1.89)
拨备前利润	3.47	3.53	3.92	5.55	6.11
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	3.47	3.53	3.92	5.55	6.11
营业外项目	0.10	0.08	0.04	0.00	0.00
税前利润	3.64	3.69	3.99	5.60	6.15
所得税费用	(0.78)	(0.79)	(0.88)	(0.67)	(0.61)
属少数股东及首选股利	(0.19)	(0.17)	(0.16)	(1.10)	(0.92)
总资产收益率 (%)	2.68	2.73	2.96	3.83	4.62
杠杆倍数 (倍)	2.18	2.46	4.02	5.58	6.56
净资产收益率 (%)	5.82	6.71	11.87	21.41	30.29

资料来源: 公司资料, 元大

增长动能

至 12 月 31 日 (%)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
净利息收益率	8.47	4.90	2.77	2.78	3.48
净利息收入增长率	3.77	0.66	53.65	78.54	60.00
手续费收入增长率	(19.83)	22.65	33.05	77.50	26.23
非利息收入增长率	(5.56)	16.41	62.16	68.04	22.67
非利息收入比营业收入	78.09	80.48	81.31	80.37	75.84
营业收入增长率	(3.66)	12.96	60.50	70.00	30.00
成本收入比	60.46	53.39	43.17	27.93	23.63
营业支出增长率	(2.89)	(0.24)	29.77	10.00	10.00
拨备前利润增长率	(4.82)	33.15	95.70	115.57	37.75
营业利润增长率	(4.82)	33.15	95.70	115.57	37.75
净利润增长率 (属母公司股东)	(2.68)	33.62	91.09	97.37	50.61
每股收益增长率	(6.78)	33.62	91.09	97.37	50.61
每股股利增长率	N.A.	(20.00)	0.00	18.06	11.76

资料来源: 公司资料, 元大

资本、资产品质及流动性

至 12 月 31 日 (%)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
交易性投资/总资产	25.41	28.14	15.96	15.08	14.26
可供出售到期投资/总资产	24.03	28.11	37.79	37.51	34.16
同业负债/总资产	12.66	15.64	21.19	22.02	24.64
债券/总资产	0.00	10.61	10.15	9.73	9.34
母公司股东权益/总资产	46.30	36.37	19.39	16.73	14.05

资料来源: 公司资料, 元大

附录 A: 重要披露事项

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容之分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

海通证券 (A) (600837 CH) – 投资建议与目标价三年历史趋势



#	日期	收盘价 (A)	目标价 (B)	调整后目标价 (C)	评级	分析师
1	2014/12/10	21.72	24.40	24.40	买入	李梦旸
2	2015/01/19	20.73	23.90	23.90	买入	李梦旸
3	2015/03/30	23.36	30.00	30.00	买入	李梦旸
4	2015/04/30	29.09	33.60	33.60	买入	李梦旸

资料来源: Bloomberg, 元大

注: A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价; B = 未调整之目标价; C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于 A、B 或 C。

目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	179	43%
持有-超越同业	108	26%
持有-落后同业	58	14%
卖出	12	3%
评估中	55	13%
限制评级	5	1%
总计:	417	100%

资料来源: 元大

投资评级说明

买入: 根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

持有-超越同业: 本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

持有-落后同业: 本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

卖出: 根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

评估中: 本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。

限制评级: 为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注: 元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

总声明

© 2015 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大证券(香港)有限公司发布。元大证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名
元大证券投资顾问股份有限公司
台湾台北市 104 南京东路三段
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大证券(香港)有限公司：

致：研究部
元大证券(香港)有限公司
香港夏慤道 18 号
海富中心 1 座 23 楼