中国：证券 2016 年 11 月 02 日

投资建议：

买入 (维持评级)

目标价隐含涨/跌幅：15.9%

日期 2016/11/01

收盘价	RMB16.38
十二个月目标价	RMB19.0
前次目标价	RMB18.0
上海 A 股指数	3,269.2

信息更新：

- 前三季营收、净利下滑 26%、43%至人民币 198、63.6 亿元，较本中心预期略低 2.3%、1.9%，基本符合预期。
- 我们修改估值方法，将目标价上调 5.6%至 19 元。

本中心观点：

- 我们依然看好公司不断增长的创新业务（即融资租赁、股票质押业务），以及海外业务、尤其是海通银行的发展进程。

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$25,593.7 百万元
三个月平均日成交量 (H)	US$33.1 百万元
股份总数 (百万股) (A+H)	11,501.7 百万
A 股占总流通股数比例	70.00%
流通股比例 (H)	100.0%
大股东；持股比率	光明食品集团, 3.5%

财务展望 (每股/元)

年初至 12 月	2015A	2016F	2017F	2018F
收益	1.38	0.81	1.12	1.24
增长率 (%)	105.4	(41.5)	39.0	10.5
市盈率 (倍)	11.9	20.3	14.6	13.2
拨备前利润	1.92	1.06	1.40	1.58
市价对拨备前利润(倍)	8.5	15.4	11.7	10.3
净值	9.36	9.70	10.99	12.79
市净率(倍)	1.7	1.7	1.5	1.3
股利	0.31	0.41	0.45	0.60
股利收益率 (%)	1.9	2.5	2.8	3.6
平均总资产收益率 (%)	3.6	1.8	2.3	2.2
平均净资产收益率(%)	17.8	8.4	10.4	10.1

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

徐 意辰

+86 21 6187 3821 yichenxu@yuanta.com

海通证券 (A) (600837 CH)

三季度业绩符合预期，继续看好创新业务及海外发展

重申买入评级，上调目标价至 19 元: 2016 年前三季度营收、净利同比下滑 26%、43%，主要是因为去年高基数，以及今年一季度的股灾及日均成交额偏低，但基本符合预期。我们依然看好公司不断增长的创新业务（即融资租赁、股票质押业务），以及海外业务、尤其是海通银行的发展进程。本中心将估值方法从 DDM、P/B 的简单平均改为 P/E、P/B 的简单平均，上调目标价 5.6%至 19 元，对应 17 倍 2017 年 P/E、1.6 倍 2017 年 P/B。

2016 年前三季业绩符合预期：前三季营收、净利下滑 26%、43%至人民币 198、63.6 亿元，较本中心预期略低 2.3%、1.9%，基本符合预期。公司经纪业务净收入 41 亿元，同比下滑 59%，主要因市场成交金额同比下降 50%。但公司投行业务表现出色，前三季净收入达到 22.5 亿元，同比增长 36%，可能系因公司债及定增业务不断发力。公司三季度自营业绩平稳，3Q 投资收益约 18 亿，环比上升 10%；前三季投资收益同比下滑 31%。

创新业务发展势头良好: 继收购恒信国际租赁并削减财务成本后，海通金融租赁板块 2016 年上半年营收同比增长 40%至人民币 100 亿元，实现盈利人民币 6 亿元，占上半年盈利总额的 10%，预计全年盈利可达 14 亿元。公司股票质押业务仍处业内领先位置，截至上半年末总规模达人民币 800 亿元。我们预计海通创新业务（计入利息收入）将贡献 2016/17 年总营收的 15%/14%。

海外业务有望继续增长: 我们预计海通银行将成为公司进一步发展海外业务的平台，与海通国际（0665 HK）协作优化业务结构。尽管海通银行仍处于整合阶段，2016 年上半年亏损 2,000 万欧元，但我们预计 2017/18 年该行将贡献净利润的 5%左右。在母公司的全力支持下，我们预计海通海外子公司将占 2017/18 年盈利总额的 12%/14%。

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。

估值与盈利预估调整

图 1:2016/17 年盈利预估调整

	2016F		2017F		差异（%）		原因
人民币十亿	调整前	调整后	调整前	调整后	2016F	2017F	
营收	27.7	28.4	35.4	35.5	2.5%	0.3%	日平均成交额及佣金率下滑
净手续费收入	11.6	10.6	14.3	12.2	-9%	-15%	日平均成交额及佣金率下滑
净利润	10.4	9.3	14.5	12.9	-11%	-10%	佣金及投资收益减少
日平均成交额	550	530	650	600	-4%	-8%	市场投资意愿仍不高
佣金率	0.040%	0.040%	0.040%	0.035%	0%	-13%	佣金率仍有下滑趋势
每股收益	0.90	0.81	1.26	1.13	-11%	-10%	

资料来源：公司资料，元大预估

我们调降营收和净利润预估，原因是 1）市场投资氛围弱于预期；2）由于来自互联网券商（佣金率更低）的竞争压力加大，佣金率降幅将超出预期；及 3）鉴于债市继续向上有压力，自营投资收益率或难以提高。但我们依然认为海通的创新业务和海外业务将有优异表现，成为公司新的盈利增长点，业绩跑赢同业。

股票估值

本中心将估值方法从 DDM、P/B 的简单平均改为 P/E、P/B 的简单平均，主要是我们认为券商未来股息分配率可能会不稳定，而且使用 P/E、P/B 的估值方法更贴近市场的估值。

目标价人民币 19 元，隐含预估市净率 1.6 倍，市盈率 17 倍

本中心目标价系根据同业 2017 年平均预估市盈率 17 倍及市净率 1.6 倍推估而得。本中心 2017 年预估每股收益及每股净值分别为人民币 1.13/12.01 元。

图 2：海通估值

市盈率	2017 估	市净率	2017 估
盈利（人民币百万）	13,486	账面价值(人民币百万)	138,120
加权平均股数（百万股）	11,501	加权平均股数（百万股）	11,501
目标市盈率	17 倍	目标市净率	1.6 倍
每股收益（人民币）	1.13	每股净值(人民币)	12.01
目标价（人民币）	18.76	**目标价(人民币)**	19.22
市盈率及市净率估值法平均目标价	**19.00**		

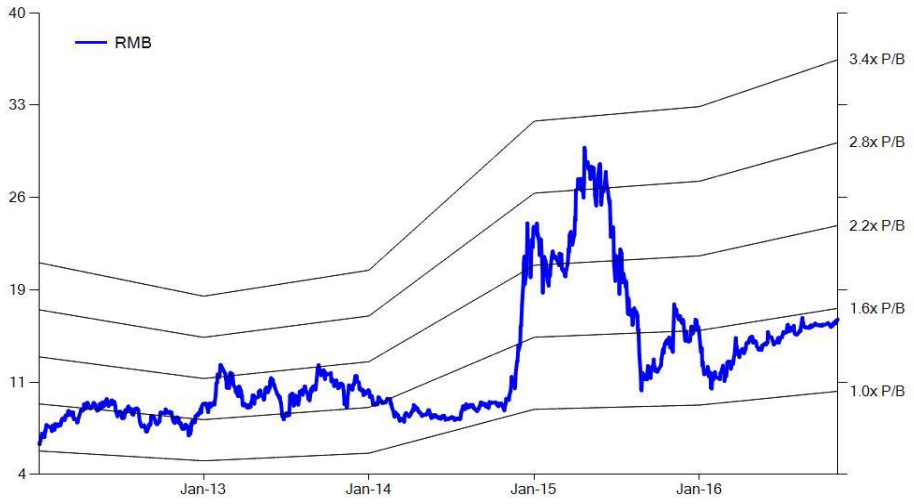
资料来源：公司资料、元大预估

图 3：同业估值比较表

公司	代码	股价(人民币)	市值(人民币十亿)	市净率 (x)		市盈率 (x)		平均净资产收益率 (%)	
				2016F	2017F	2016F	2017F	2016F	2017F
海通证券	**600837.SH**	**16.38**	**174**	**1.7**	**1.6**	**21.5**	**17.0**	**8.2**	**9.8**
中信证券	600030.SH	16.81	200	1.4	1.3	17.5	14.3	8.0	9.6
国泰君安	601211.SH	18.04	138	1.4	1.2	12.9	12.0	10.3	11.7
华泰证券	601688.SH	20.5	136	1.7	1.6	21.4	19.0	8.5	9.7
广发证券	000776.SZ	17.61	130	1.7	1.5	15.8	14.0	10.7	12.3
申万宏源	000166.SZ	6.48	130	2.2	2.0	20.0	16.9	12.6	13.9
招商证券	600999.SH	18.05	113	2.2	2.1	19.8	16.1	12.2	13.3
光大证券	601788.SH	17.02	74	1.7	1.6	20.8	17.6	8.3	9.5
方正证券	601901.SH	7.58	62	1.8	1.8	24.1	24.0	7.6	7.7
兴业证券	601377.SH	8.00	54	1.8	1.7	22.4	17.4	8.5	10.6
平均				**1.8**	**1.6**	**19.4**	**16.8**	**9.6**	**10.9**

资料来源：Wind，元大

图 4：12 个月预期市净率区间图



资料来源：公司资料、元大

资产负债表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
现金及等价	100,907	180,760	133,578	151,515	173,867
央行及同业资产	66,883	76,509	62,485	73,099	82,273
交易性 投资	57,158	110,440	86,766	97,656	109,913
可供出售到期投资	13,018	44,573	55,669	62,656	76,159
客户贷款总额	0	0	0	0	0
贷款损失准备	0	0	0	0	0
其他资产	272,721	455,367	424,003	487,422	562,500
生息资产	79,902	121,082	118,154	135,755	158,432
加权风险资产	0	0	0	0	0
总资产	352,622	576,449	542,157	623,177	720,932
客户存款	0	0	0	0	0
同业负债	14,270	7,260	8,170	9,558	11,181
债券	83,048	163,551	201,296	226,561	254,996
其他负债	108,323	190,133	171,045	203,975	243,244
计息负债	172,035	269,388	248,333	281,588	319,370
总负债	280,358	459,521	419,379	485,562	562,613
少数股东权益	3,900	9,233	11,260	11,260	11,260
母公司股东权益	68,364	107,695	111,518	126,355	147,059
每股净值 (RMB)	5.94	9.36	9.70	10.99	12.79
期末股数 (百万股)	11,501.0	11,501.0	11,501.0	11,501.0	11,501.0

资料来源：公司资料、元大

损益表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
利息净收入	3,360	4,756	4,295	4,881	5,165
非利息收入	14,619	33,331	24,106	30,603	34,251
营业收入	17,978	38,086	28,401	35,483	39,415
营业支出	(7,337)	(16,043)	(16,168)	(19,348)	(21,213)
拨备前利润	10,641	22,043	12,233	16,136	18,202
贷款减值损失	0	0	0	0	0
其他资产减值损失	(423)	(1,091)	(555)	(321)	(338)
营业利润	10,218	20,952	11,678	15,815	17,864
业外项目	203	166	484	240	280
税前利润	10,420	21,119	12,161	16,055	18,144
所得税费用	(2,301)	(4,278)	(2,044)	(2,569)	(3,266)
属少数股东净利润	(408)	(1,002)	(844)	(600)	(640)
属母公司股东净利润	7,711	15,839	9,273	12,886	14,238
红利	5,504	3,541	4,720	5,207	6,844
每股收益(RMB)	0.67	1.38	0.81	1.12	1.24
有效税率 (%)	22.1	20.3	16.8	16.0	18.0
每股股利 (RMB)	0.48	0.31	0.41	0.45	0.60
分红比例 (%)	71.4	22.4	50.9	40.4	48.1

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)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
利息净收入	1.29	1.02	0.77	0.84	0.77
非利息收入	5.60	7.18	4.31	5.25	5.10
营业收入	6.89	8.20	5.08	6.09	5.86
营业支出	2.81	3.45	2.89	3.32	3.16
拨备前利润	4.08	4.75	2.19	2.77	2.71
资产减值损失	0.16	0.23	0.10	0.06	0.05
营业利润	3.92	4.51	2.09	2.71	2.66
营业外项目	0.04	0.04	0.03	0.08	0.04
税前利润	3.99	4.55	2.17	2.76	2.70
所得税费用	0.88	0.92	0.37	0.44	0.49
属少数股东及首选股股利	0.16	0.22	0.15	0.10	0.10
总资产收益率 (%)	3.11	3.63	1.81	2.31	2.21
杠杆倍数 (倍)	4.02	5.28	5.10	4.90	4.92
净资产收益率 (%)	11.91	17.80	8.44	10.36	10.05

资料来源：公司资料、元大

增长动能

至 12 月 31 日(%)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
净利息收益率	5.84	4.73	3.59	3.84	3.51
净利息收入增长率	61.20	41.54	(9.68)	13.64	5.81
手续费收入增长率	39.27	118.60	(41.00)	15.39	10.97
非利息收入增长率	74.64	128.00	(27.68)	26.95	11.92
非利息收入比营业收入	81.31	87.51	84.88	86.24	86.90
营业收入增长率	71.96	111.84	(25.43)	24.94	11.08
营业支出增长率	42.94	118.65	0.78	19.67	9.64
拨备前利润增长率	99.96	107.15	(44.51)	31.91	12.81
贷款减值损失/平均贷款总额	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失/平均生息资产	0.74	1.09	0.46	0.25	0.23
营业利润增长率	91.36	105.06	(44.27)	35.43	12.96
净利润增长率 (属母公司股东)	91.10	105.42	(41.46)	38.97	10.49
每股收益增长率	91.10	105.42	(41.46)	38.97	10.49
每股股利增长率	91.43	(35.66)	33.30	10.32	31.43

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(%)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
核心资本充足率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本充足率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
不良贷款率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
拨备覆盖率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
贷存款比例	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
贷款净额/总资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
交易性 投资/总资产	16.21	19.16	16.00	15.67	15.25
可供出售到期投资/总资产	3.69	7.73	10.27	10.05	10.56
客户存款/总资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
同业负债/总资产	4.05	1.26	1.51	1.53	1.55
债券/总资产	23.55	28.37	37.13	36.36	35.37
母公司股东权益/总资产	19.39	18.68	20.57	20.28	20.40

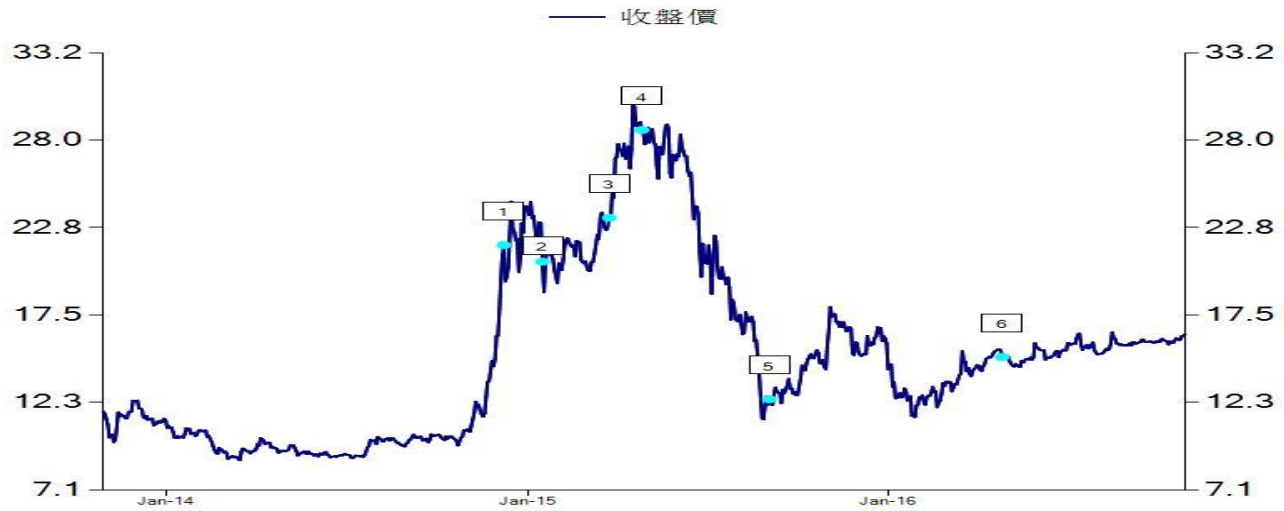
资料来源：公司资料、元大

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
5	2015/09/01	12.15	13.70	13.70	持有-超越同业	元大研究部
6	2016/04/28	15.38	18.00	18.00	买入	元大研究部

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	161	33%
持有-超越同业	114	23%
持有-落后同业	38	8%
卖出	6	1%
评估中	169	34%
限制评级	4	1%
总计：	**492**	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

© 2016 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料來源，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。报告中所有的意見及预估，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
香港夏悫道 18 号
海富中心 1 座 23 楼