天风证券 TF SECURITIES

海通证券（600837）

证券研究报告
2018 年 06 月 15 日

综合化经营领先，国际化日渐成熟

海通证券：业内领先的综合性券商

海通证券 17 年实现营业收入 282 亿元，其中，子公司实现收入 178.22 亿元，占比 60%；海外业务实现收入 48.73 亿元，占比 17%；实现归母净利润 86 亿元，同比增长+7%。从不同券商横向对比角度看，海通证券核心指标均排名行业前五，2017 年，海通证券的总资产、净资产、总收入、净利润四项核心指标位居行业 2、3、2、4，行业地位稳固。

海通证券于 2018 年 4 月 26 日公告披露非公开发行 A 股股票预案，发行数量不超过 16.18 亿股，募集资金总额不超过 200 亿元；若定增计划落地，将极大的增厚公司资本金，为后续业务发展赢得先机。

综合化经营-全生态链条式融资服务模式

以证券母公司业务出发，通过设立、收购专业子公司，海通不断扩充金融产品服务范围，延伸金融服务边界，已基本建成涵盖经纪、投行、资产管理、私募股权投资、另类投资、融资租赁等多个业务领域的金融服务集团。集团化的战略使得海通证券在企业的不同发展阶段通过不同的平台提供多元化的服务，是一种全生态链式的融资服务模式。根据我们的测算（仅仅考虑四大子公司业务），从归母净利润的角度看，主要子公司对净利润的贡献也日益提升，2017 年利润合计 62.77 亿元，占比增至 48.7%。

国际化业务—日渐成熟

国际化过程采用“分步走”的战略，坚持“立足亚太、辐射欧美”的国际化发展战略；通过前瞻性收购，构建海外业务的经营主体-海通国际证券和海通银行；其中，海通国际证券以投行为主，交易、资管为辅，对比国际投行国际化进程中业务模式的变更，预期海通证券业务模式将逐步多元化。

目前，海通证券的境外收入占比在前五大券商中位列第一，且保持增长趋势；未来，客户需求将是影响国际化路径的关键因素，大陆与香港两地市场的融合为内地证券公司在港展业提供充足的客户资源；国家“走出去”和“一带一路”战略为中资券商提供更广阔的市场。

投资建议：我们预计公司 2018-2019 年的营业收入分别为 292.38 亿元和 310.30 亿元，同比分别增长 3.60%和 6.12%；归母净利润分别为 90.64 亿元和 99.53 亿元，同比分别增长 5.16%和 9.81%。参照可比券商的估值水平，给予公司 1.2 倍 PB 的估值倍数；根据我们对于公司 2018 年底每股归母净资产的预测，对应目标价为每股 12.88 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：市场大幅波动风险，监管政策风险，定增计划进展不及预期

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	28,011.67	28,221.67	29,238.98	31,029.56	33,036.64
增长率（%）	(26.45)	0.75	3.60	6.12	6.47
净利润（百万元）	8,043.33	8,618.42	9,063.51	9,952.66	10,978.50
增长率（%）	(49.22)	7.15	5.16	9.81	10.31
净利润率	28.71%	30.54%	31.00%	32.07%	33.23%
净资产收益率	7.30%	7.32%	7.35%	7.67%	8.21%
市盈率（倍）	16.17	15.09	14.35	13.07	11.85
市净率（倍）	1.18	1.10	1.05	1.00	0.97
每股净利润（元/股）	0.70	0.75	0.79	0.87	0.95
每股净资产（元/股）	9.58	10.24	10.73	11.28	11.62

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	非银金融/证券
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	10.10 元
目标价格	12.88 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	8,092.13
流通 A 股股本(百万股)	8,092.13
A 股总市值(百万元)	81,730.52
流通 A 股市值(百万元)	81,730.52
每股净资产(元)	10.35
资产负债率(%)	77.19
一年内最高/最低(元)	15.51/10.06

作者

廖志明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070001
liaozhiming@tfzq.com
罗钻辉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518060005
luozuanhui@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 海通证券-业内领先的综合性券商 4
1.1. 业内领先的综合性券商 4
1.2. 股权分散，无实际控制人 5
1.3. 200 亿元定增计划，增厚资本金 6
2. 综合化经营-全生态链式融资服务模式 7
2.1. 全生态链式融资服务模式 7
2.2. 海通国际控股：海外业务运作平台 7
2.2.1. 海通恒信租赁股份有限公司：启动 H 股上市工作 7
2.2.2. 海通银行-需加强跨境联动、内外协同 9
2.3. 大资管平台，专业化经营 10
2.3.1. 海通资管公司：业务全面向主动管理转型 10
2.3.2. 公募基金-稳健经营 10
2.3.3. 私募投资基金 11
2.4. 直投业务：17 年利润增长点 11
2.5. 其他子公司 12
3. 国际化业务—日渐成熟 13
3.1. 分步走战略："立足亚太、辐射欧美" 13
3.2. 海外业务收入占比位居前列 13
3.3. 海通国际证券：股票和债券承销业务为主 14
3.4. 海通证券国际化发展经验 17
4. 盈利预测与投资建议 18

图表目录

图 1：海通证券发展历程 4
图 2：海通证券总资产与归属母公司股东的权益情况（单位：亿元） 4
图 3：海通证券营收与净利润情况（单位：亿元） 4
图 4：2017 年国内前五大券商营业收入比较（亿元） 5
图 5：2017 年国内前五大券商净利润比较（亿元） 5
图 6：2017 年国内前五大券商总资产比较（亿元） 5
图 7：2017 年国内前五大券商归属净资产比较（亿元） 5
图 8：海通恒信租赁股份有限公司股权结构（上市前） 8
图 9：2017 年，海通恒信国际租赁净资产为 118.71 亿元（百万元） 8
图 10：2017 年，海通恒信国际租赁净利润为 12.51 亿元（百万元） 8
图 11：海通恒信国际租赁生息资产总额稳步提升（单位：亿元） 9
图 12：海通恒信国际租赁在生息资产稳步提升的同时有效控制不良率（单位：百万元） 9
图 13：海富通基金的公募管理规模（单位：亿元） 11
图 14：海富通基金的营业收入与净利润情况（单位：亿元） 11

图 15：富国基金的公募管理规模（单位：亿元）.....11
图 16：富国基金的营业收入与净利润情况（单位：亿元）.....11
图 17：海通证券 2017 年海外业务实现收入 48.73 亿元.....13
图 18：海通证券 2017 年海外业务实现利润总额 11.56 亿元.....13
图 19：2017 年前五大券商海外业务收入情况及占总体营收的比重.....14
图 20：2017 年中资券商在香港股权融资规模和市场排名：百万美元.....14
图 21：主要中资券商亚太地区（除日本以外）G3 货币债券融资规模和市场份额：百万美元，%.....15
图 22：2012 年美银美林各项业务收入占比情况.....16
图 23：海通国际 2017 年收入结构分析.....16
图 24：海通国际 2017 年净利润结构分析.....16
图 25：2013-2017 年中国企业赴港 IPO 数量（单位：家）.....17
图 26：2013-2017 年中国企业赴港 IPO 募资金额（单位：亿港元）.....17

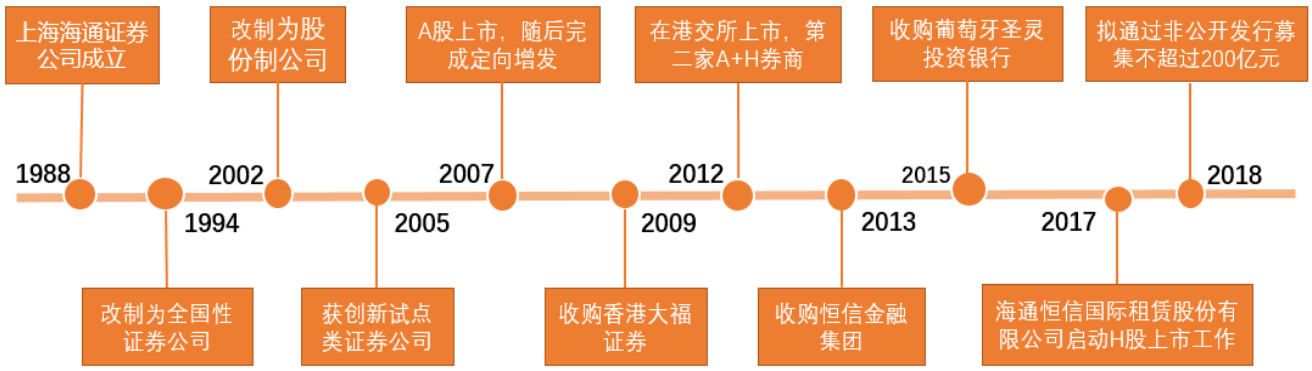
表 1：海通证券股权分散，无实际控制人.....5
表 2：海通证券非公开发行所募集资金计划投向.....6
表 3：2017 年以来上市券商定增计划情况.....6
表 4：海通证券子公司经营情况（2017 年报数据，单位：亿元）.....7
表 5：海通证券主要业务利润情况（单位：亿元）.....7
表 6：海通恒信租赁 2015-2017 年收入情况及其构成（单位：百万元）.....8
表 7：2017 年海通资管公司业务规模变化.....10
表 8：近年来收购海外金融机构的主要证券公司及收购时间.....13
表 9：2017 年中资券商在香港市场 IPO 主承销商排名，百万美元.....15
表 10：2017 年主要中资券商亚太地区（除日本以外）G3 货币债券融资规模排名情况：百万美元.....15
表 11：美国、日本投行国际化业务发展路径.....16
表 12：海通证券盈利预测核心假设.....18
表 13：A 股市场 4 家可比券商估值情况（单位：亿元）.....18

1. 海通证券-业内领先的综合性券商

1.1. 业内领先的综合性券商

海通证券是业内领先的综合性券商。公司前身是上海海通证券公司，成立于 1988 年，注册资本 1000 万元，主要股东是交通银行上海分行。1994 年 9 月，公司改制为全国性的证券公司，并更名为海通证券有限公司，注册资本增至 10 亿元。2002 年 1 月，公司整体变更为股份有限公司，同年 11 月，完成增资扩股，资本金增至 87.34 亿元，是当时国内证券行业中资本规模最大的综合性证券公司。2007 年 7 月，公司借壳上海市都市农商社股份有限公司，成功登陆上交所；同年 11 月，公司完成定向增发，注册资本增至 41.14 亿元。2009 年，公司成功收购香港本土老牌券商大福证券，并将其更名为海通国际证券。2012 年，公司于香港联交所挂牌上市，成为业内第二家 A+H 上市的券商。2013 年，公司收购恒信金融集团，成为第一家涉足融资租赁业务的证券公司；2015 年 9 月，公司收购葡萄牙圣灵投资银行，并将其更名为海通银行，进一步完善海外业务布局；2017 年，旗下子公司海通恒信国际租赁股份有限公司启动 H 股上市工作；2018 年，公司拟通过非公开发行募集不超过 200 亿元，补充公司资本金。

图 1：海通证券发展历程

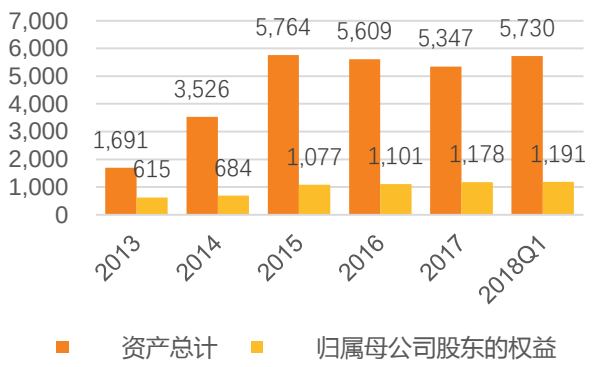


资料来源：公司公告，天风证券研究所整理

公司整体业绩表现优于行业。公司在 15-17 年分别实现营业收入 381/280/282 亿元，同比分别增长 112%/-26%/0.65%；实现归母净利润 158/80/86 亿元，同比分别增长 105%/-49%/+7%；2017 年加权平均净资产收益率 7.56%；其中，子公司实现收入 178.22 亿元，占比 60%；海外业务实现收入 48.73 亿元，占比 17%。

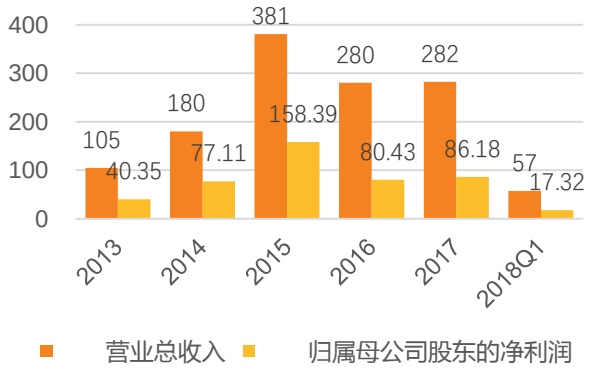
2018 年 Q1 实现营业收入 57.05 亿元，同比下降 11.45%；归属于母公司净利润 17.32 亿元，同比下降 22.68%，预计业绩下滑主要是受到一季度投行和自营业绩下行的影响。

图 2：海通证券总资产与归属母公司股东的权益情况（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

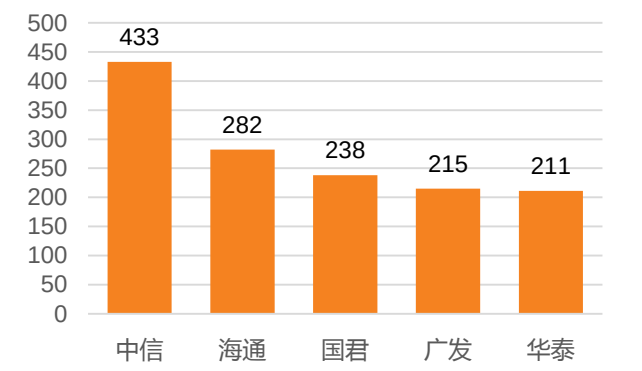
图 3：海通证券营收与净利润情况（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

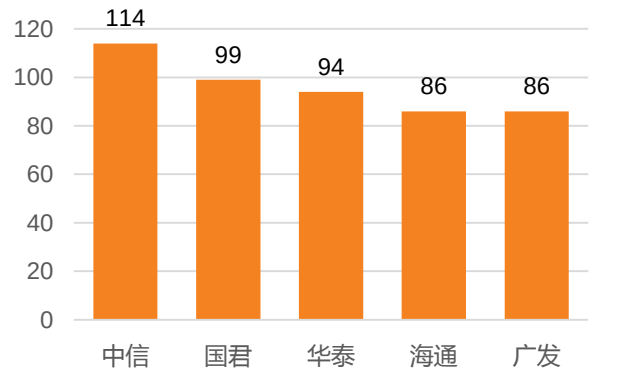
从不同券商横向对比角度看，海通证券核心指标均排名行业前五。 2017 年，海通证券的总资产、净资产、总收入、净利润四项核心指标位居行业 2、3、2、4；从分业务的核心指标来看，大部分业务均能保持行业前列，行业地位稳固。

图 4：2017 年国内前五大券商营业收入比较（亿元）



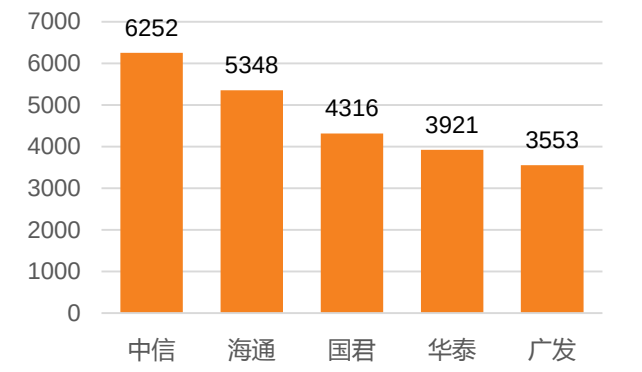
资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：2017 年国内前五大券商净利润比较（亿元）



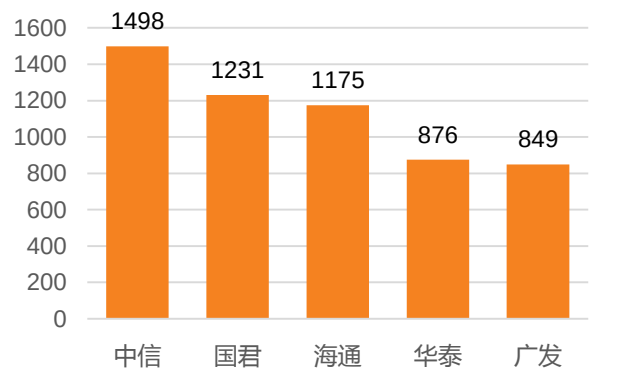
资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：2017 年国内前五大券商总资产比较（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：2017 年国内前五大券商归属净资产比较（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

1.2. 股权分散，无实际控制人

公司股权较为分散，前十大股东中没有直接持股比例超过 5%的股东，不存在实际控制人。 根据公司 18Q1 公布的数据，证金公司是持股比例最高的单一股东，达到 4.9%，上海国资委旗下多家企业位居公司前十大股东，上海国资委对公司经营管理进行一定的监督管理，同时也保留一定程度的市场化。

表 1：海通证券股权分散，无实际控制人

股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
香港中央结算(代理人)有限公司	3,408,875,962	29.6400
中国证券金融股份有限公司	563,578,259	4.9000
光明食品(集团)有限公司	402,150,000	3.5000
上海海烟投资管理有限公司	400,709,623	3.4800
申能(集团)有限公司	322,162,086	2.8000
上海电气(集团)总公司	265,165,493	2.3100
上海久事(集团)有限公司	235,247,280	2.0500
上海百联集团股份有限公司	214,471,652	1.8600
齐鲁证券资管-工商银行-齐鲁碧辰 10 号集合资产管理计划	193,402,041	1.6800
云南国际信托有限公司-聚利 15 号单一资金信托	187,702,412	1.6300
合　　计	6,193,464,808	53.8500

资料来源：wind，天风证券研究所

1.3. 200 亿元定增计划，增厚资本金

海通证券于 2018 年 4 月 26 日公告披露非公开发行 A 股股票预案，发行数量不超过 16.18 亿股，募集资金总额不超过 200 亿元。扣除发行费用后拟全部用于增加公司资本金，补充营运资金，优化资产负债及结构。1、包括发展资本中介业务，拟投入金额不超过 100 亿元；2、为扩大 FICC 投资规模，增厚公司流动性，拟投入不超过 40 亿元；3、增资境内外子公司的投入金额同样不超过 40 亿元；4、信息系统建设和其他营运资金则分别投入不超过 10 亿元。

表 2：海通证券非公开发行所募集资金计划投向

募集资金投资项目	拟投入金额
发展资本中介业务	不超过 100 亿元
扩大 FICC 投资规模，增厚公司流动性	不超过 40 亿元
信息系统建设	不超过 10 亿元
增资境内外子公司	不超过 40 亿元
其他营运资金	不超过 10 亿元
合计	不超过 200 亿元

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2017 年至今多家证券公司采用非公开发行的方式补充资本金。从政策角度看，2014 年 3 月实施的《证券公司流动性风险管理指引》和 2016 年 10 实施的修订后的《证券公司风险控制指引管理办法》及配套规模，对证券公司资本实力、风险管理提出了更高的要求；从业务发展角度看，过去两年业务规模的快速发展，尤其是资本驱动型业务（资本中介、自营等），只有保持与业务发展规模相匹配的资本规模，甚至是资本规模适度超前于业务规模的增长，才能更好的驱动业绩增长以及防范和化解业务扩展过程中所面临的各类风险。

表 3：2017 年以来上市券商定增计划情况

上市券商	增发预案日	增发预案募集数量（亿股）	增发预案募集金额（亿元）
广发证券	2018-5-9	11.8	150
海通证券	2018-4-27	16.18	200
兴业证券	2017-12-19	12	80
华泰证券	2017-5-27	10.89	255.1
申万宏源	2017-5-20	25	120
东方证券	2017-2-14	8	120

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 综合化经营-全生态链式融资服务模式

2.1. 全生态链式融资服务模式

海通证券全面集团化发展。以证券母公司业务出发，通过设立、收购专业子公司，海通不断扩充金融产品服务范围，延伸金融服务边界，已基本建成涵盖经纪、投行、资产管理、私募股权投资、另类投资、融资租赁等多个业务领域的金融服务集团，这种集团化的战略，使公司能在企业发展的不同阶段通过不同的平台提供多元化的服务，这是一种全生态链式的融资服务模式。2017 年，子公司实现收入 178.22 亿元，占比 60%；根据我们的测算（仅仅考虑四大子公司业务），从归母净利润的角度看，主要子公司对净利润的贡献也日益提升，2017 年利润合计 62.77 亿元，占比增至 48.7%。

表 4：海通证券子公司经营情况（2017 年报数据，单位：亿元）

子公司	注册资本	持股比例（%）	总资产	净资产	营收	净利润
海富通基金	3	51%	16.93	11.58	8.03	2.55
富国基金	3	22.78%	42.28	28.44	23.68	7.26
海富产业	1	67%	2.56	1.99	1.67	0.72
海通期货	13	66.67%	207.48	27.23	51.71	3.35
海通国际控股（港元）	88.5	100%	2520.05	125.66	145.99	21.1
海通开元	106.5	100%	184.54	143.87	26.64	18.39
海通创新证券	35	100%	51.23	49.18	5.05	3.52
海通资管	22	100%	50.93	36.32	7.49	3.78
海通恒信租赁	70	100%	606.89	118.71	40.36	12.51

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 5：海通证券主要业务利润情况（单位：亿元）

	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年	
	利润总额	占比	利润总额	占比	利润总额	占比	利润总额	占比
直投业务	2.71	2.60%	9.71	4.60%	8.35	7.50%	21.78	16.90%
融资租赁业务	5.17	5.00%	6.63	3.10%	11.17	10.0%	15.62	12.10%
海外业务	9.23	8.90%	20.23	9.60%	6.79	6.10%	11.56	9.00%
资产管理业务	11.45	11%	17.72	8.40%	9.23	8.30%	13.81	10.70%
合计	28.56	27.5%	54.29	25.7%	35.54	31.9%	62.77	48.7%

资料来源：公司公告，天风证券研究所，以上业务均为独立子公司运营

2.2. 海通国际控股：海外业务运作平台

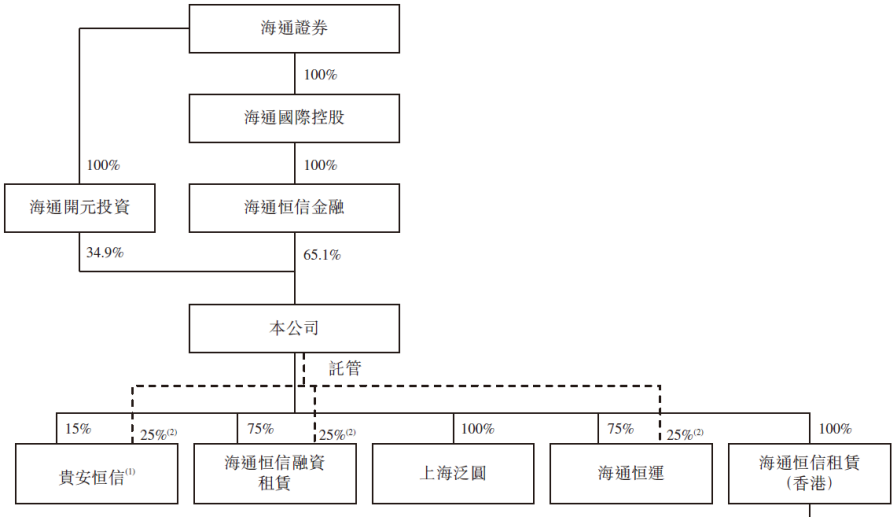
海通国际控股有限公司于 2007 年 7 月在香港成立，是首批得到中国证监会认可在港成立的中资证券机构之一。海通国际控股是海通证券海外业务的运作平台，其核心控股子公司包括海通国际证券、海通恒信和海通银行。海通国际控股注册资本 88.50 亿港币，海通证券持有 100%的股权。截至 2017 年 12 月 31 日，海通国际控股总资产为 2,520.05 亿港币，归属于母公司的净资产 125.66 亿港币；2017 年，实现收入 145.99 亿港币，净利润 21.10 亿港币。

2.2.1. 海通恒信租赁股份有限公司：启动 H 股上市工作

海通证券于 2013 年收购恒信金融集团，成为首家控股融资租赁业务的国内券商。截至 2017 年底，海通恒信租赁股份有限公司，注册资本 70 亿元，海通国际控股通过海通恒信金融持有海通恒信租赁股份有限公司（以下简称“海通恒信国际租赁”）65.1%股权。海通恒信国际租赁旗下拥有海通恒信融资租赁、海通恒信租赁（香港）、海通恒运等多家融资租赁

平台。

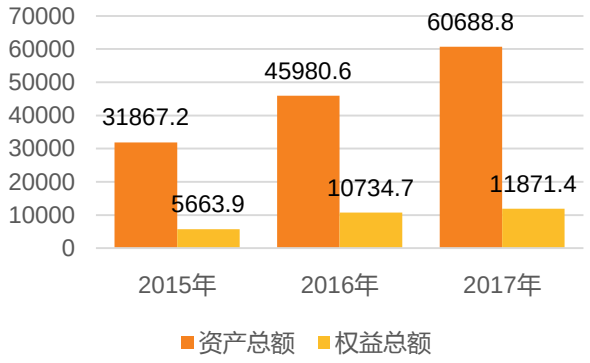
图 8：海通恒信租赁股份有限公司股权结构（上市前）



资料来源：公司公告，天风证券研究所，“本公司”指的是海通恒信国际租赁股份有限公司

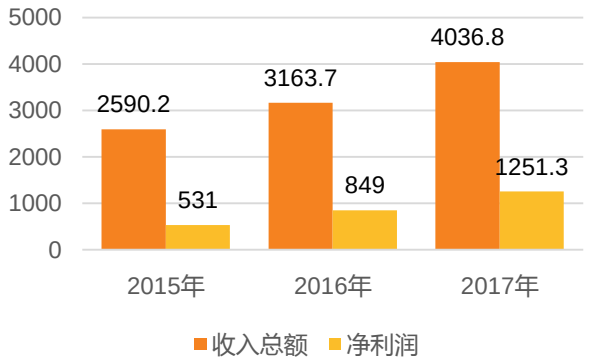
海通证券融资租赁业务 2017 年实现利润总额 15.62 亿元，占公司利润总额的比例为 12.12%。其中，海通恒信国际租赁实现营业收入从 2015 年的 25.90 亿元增长至 2017 年的 40.37 亿元复合年均增长率达 24.8%，净利润由 2015 年的 5.31 亿元增长至 2017 年的 12.51 亿元，复合年均增长率高达 53.5%，已经成为海通证券重要的利润增长来源。海通恒信国际租赁总资产规模从 2015 年的 318.67 亿元增长至 2017 年的 606.89 亿元，复合年均增长率达 38%。

图 9：2017 年，海通恒信国际租赁净资产为 118.71 亿元（百万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：2017 年，海通恒信国际租赁净利润为 12.51 亿元（百万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

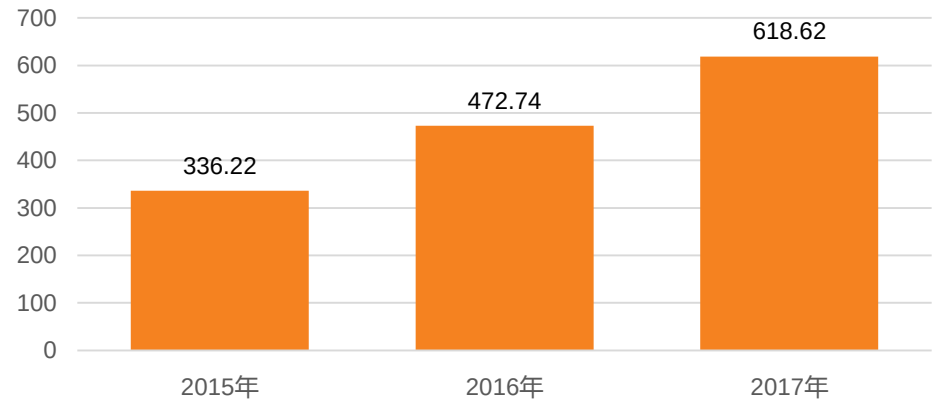
表 6：海通恒信租赁 2015-2017 年收入情况及其构成（单位：百万元）

	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
融资租赁收入	1907.6	73.6%	2303.4	72.8%	2675.8	66%
经营租赁收入	0	0.0%	7.3	0.2%	86.0	2%
保理收入	12.4	0.5%	87.3	2.8%	359.8	9%
委托贷款及其他贷款收入	12.8	0.5%	42	1.3%	61.8	2%
服务费收入	657.5	25.4%	723.8	22.9%	853.4	21%
收入总额	2590.2	100%	3163.7	100%	4036.8	100%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

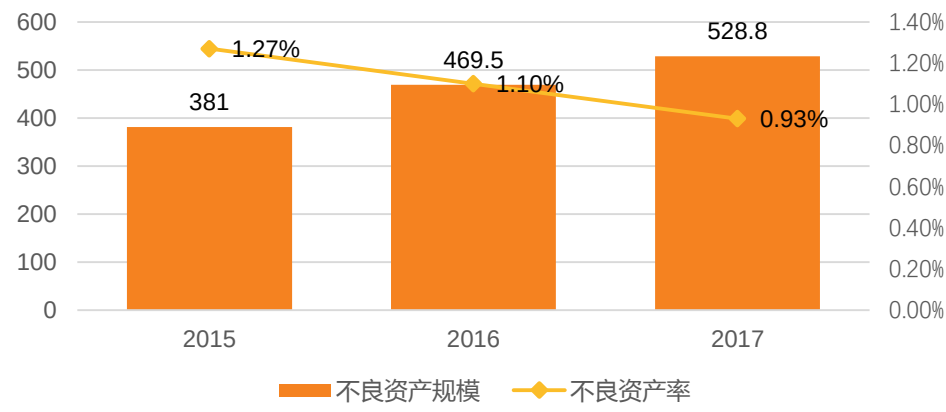
海通恒信国际租赁生息资产总额稳步提升，不良资产率逐年下降。截至 2015 年、2016 年以及 2017 年底，海通恒信国际租赁生息资产分别为 336.22 亿元、472.74 亿元和 618.62 亿元；同一阶段，不良资产规模分别为 3.81 亿元、4.70 亿元和 5.29 亿元，不良资产率分别为 1.27%、1.10%和 0.93%，在保持生息稳步提升的同时有效控制不良率。截至同日，海通恒信国际租赁的不良资产拨备覆盖率分别为 219.95%、299.73%和 335.92%，整体上风险可控。

图 11：海通恒信国际租赁生息资产总额稳步提升（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12：海通恒信国际租赁在生息资产稳步提升的同时有效控制不良率（单位：百万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

核心子公司做大做强后，分拆上市。2017 年 6 月 27 日，公司的子公司海通恒信国际租赁股份有限公司通过联席保荐人向香港联合交易所有限公司呈交上市申请（A1 表格），申请海通恒信 H 股股份于香港联交所主板上市及批准买卖。由于自上市申请之日起六个月期间已届满，上市申请于 2018 年 2 月 28 日获重续。

2.2.2. 海通银行-需加强跨境联动、内外协同

海通银行前身为葡萄牙圣灵银行，其拥有超过 25 年历史，是一家完全持牌银行，主要业务地点覆盖葡萄牙、巴西、印度、墨西哥、波兰、西班牙、英国和美国等。2015 年，海通国际控股以 3.79 亿欧元的协议价格取得其 100%股权，并更名为海通银行。收购后，公司对海通银行多次实施增资。2015 年 12 月，增资 1 亿欧元；2017 年上半年又先后进行 2 亿欧元现金增资以及 1 亿欧元的股东贷款转股、0.8 亿欧元次级债转股等其他增资措施。截至 2017 年 8 月 31 日，公司通过全资子公司海通国际控股完成向海通银行 4.185 亿欧元的增资。增资完成后，海通银行的注册资本增加至 8.45 亿欧元。

海通银行在收购初期面临较大的整合调整成本。海通银行自 2015 年 9 月纳入合并报表范围以来，业绩连续亏损。根据海通证券 2015 年年报披露，自购买日起海通银行营业收入 8.19，亏损 300 万；2016 年半年报披露，海通银行 2016 年上半年取得营业收入 0.63 亿欧

元，净利润-0.20 亿欧元。**根据公司 2017 年年报披露“海通银行经历了近两年的磨合、整合和融合，理顺了公司治理架构，发展逐步进入正轨；通过业务重组，自身造血功能正逐步恢复。”预计随着海通银行一次性大额支出逐步完成，且公司组织架构调整与业务逐步落地，未来业绩有望实现边际改善。**

2.3. 大资管平台，专业化经营

海通证券资产管理业务的主要平台包括：海通资管公司、海富通基金、富国基金以及从事私募投资基金业务的子公司。截至 2017 年 12 月 31 日，公司资产管理总规模合计 9783 亿元，其中海通资管 3273 亿元、海富通基金 2049 亿元、富国基金 4285 亿元。资产管理业务 2017 年实现利润总额 13.81 亿元，占公司利润总额的比例为 10.71%。

2.3.1. 海通资管公司：业务全面向主动管理转型

海通资产管有限公司是海通证券全资子公司，注册资本 22 亿元人民币，是目前国内领先的券商系资产管理公司之一。截至 2017 年 12 月 31 日，海通资管公司的总资产为 50.93 亿元，净资产 36.32 亿元；2017 年，实现营业收入 7.49 亿元，净利润 3.78 亿元。

近年来券商的资管业务发展迅猛，但以通道业务为主。2012 年以来，监管部门出台多项文件松绑券商资管，其资管产品规模得以快速发展，分产品类型来看，券商资管主要是以定向资管计划为主，2017 年规模占比达到 85%；这类定向计划大部分是通道业务，主要是为银行表外资金提供产品服务。**资管新规的落地预示着券商资管将与大部分通道业务彻底告别，同时主动管理业务也将更加规范。**

表 7：2017 年海通资管公司业务规模变化

	2017 年		2016 年	
	资产管理规模（亿元）	净收入（万元）	资产管理规模（亿元）	净收入（万元）
集合资产管理	513.47	37,789.11	622.17	25,285.33
定向资产管理	2,707.36	25,483.36	7,776.52	30,617.53
专项资产管理	52.34	228.57	7.62	74.23
合计	3,273.17	63,501.04	8,406.31	55,977.09

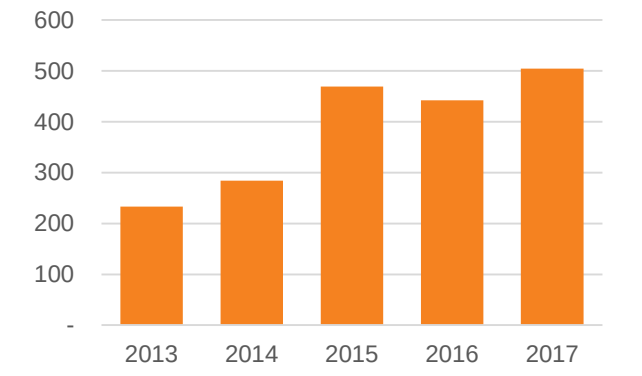
资料来源：公司公告，天风证券研究所

海通资管主动压缩通道业务规模，业务全面向主动管理转型。2017 年，海通资管公司管理资产规模大幅回落至 3273 亿元，主要是因为其主动压缩以通道业务为主的定向资产管理计划，同时主动管理规模稳步提升。在行业去通道、降杠杆的背景下，海通资管的主动转型为其后续业务发展赢得先机。

2.3.2. 公募基金-稳健经营

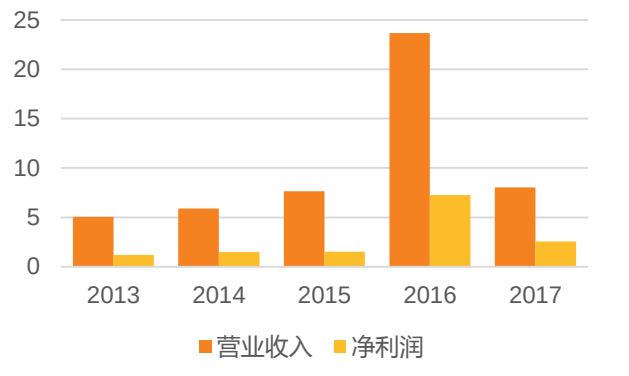
海富通基金，成立于 2003 年 4 月，由海通证券和法国巴黎投资管理 BE 控股公司（原比利时富通基金公司）共同设立，是国内首批获准设立的中外合资基金管理公司之一，注册资本 3 亿元，海通证券持股 51%。截至 2017 年 12 月 31 日，海富通基金总资产为 16.93 亿元，净资产 11.58 亿元，资产管理规模 2049 亿元，其中公募基金规模 505 亿元，较年初增加 14.4%；2017 年，实现营业收入 8.03 亿元，净利润 2.55 亿元。

图 13：海富通基金的公募管理规模（单位：亿元）



资料来源：wind，天天基金网，天风证券研究所

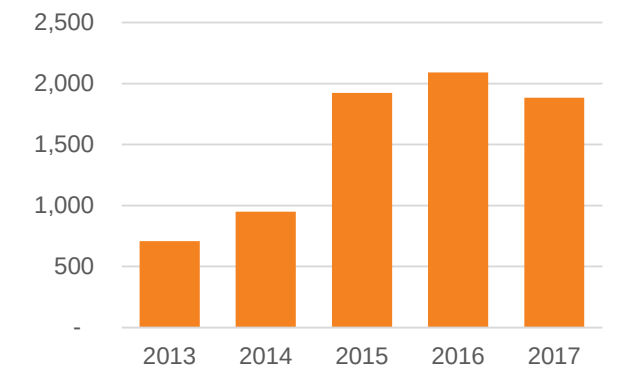
图 14：海富通基金的营业收入与净利润情况（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

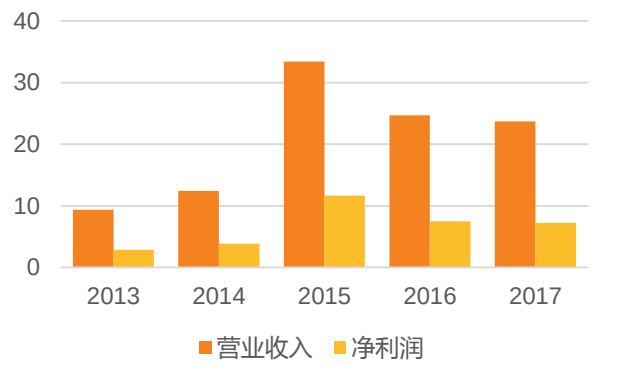
富国基金，注册资本 3 亿元人民币，海通证券持有 27.775%的股权。作为业内为数不多的“全牌照”基金公司，富国基金拥有公募、社保、基本养老、年金、专户、QDII、RQFII(通过香港子公司)的管理资格和 QFII 投资顾问业务。截至 2017 年 12 月 31 日，富国基金总资产为 42.28 亿元，净资产 28.44 亿元，总体资产管理规模 4285 亿元；2017 年，实现营业收入 23.68 亿元，净利润 7.26 亿元。

图 15：富国基金的公募管理规模（单位：亿元）



资料来源：wind，天天基金网，天风证券研究所

图 16：富国基金的营业收入与净利润情况（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

2.3.3. 私募投资基金

海富产业是公司控股子公司，是由公司和法国巴黎投资管理 BE 控股公司（原比利时富通基金管理公司）合资组建的，国内第一家产业投资基金管理公司，主要投资于中国境内具有高科技内涵、处于成长期的中小企，尤其是拟上市中小企业。海富产业注册资本 1 亿元人民币，海通证券持有 67%的股权。**截至 2017 年 12 月 31 日，海富产业总资产为 2.56 亿元，净资产 1.99 亿元；2017 年，实现营业收入 1.67 亿元，净利润 0.72 亿元。**

2.4. 直投业务：17 年利润增长点

直投业务逐渐成为公司利润增长点。随着 2017 年 IPO 审批项目提速，公司直投业务以往积累的优质项目陆续释放，直投业务对公司贡献度进一步提升。2017 年，海通证券在直投收益实现上共退出投资项目 16 个，其中完全退出投资项目 8 个、部分退出投资项目 8 个；17 年直投业务实现利润总额 21.78 亿元，占公司利润总额的比例为 16.90%。

海通开元是公司设立的专业从事直接股权投资业务的全资子公司，注册资本 106.50 亿元人民币。截至 2017 年 12 月 31 日，海通开元的总资产为 184.54 亿元，归属于母公司净资产 143.87 亿元；2017 年，实现营业收入 26.64 亿元，净利润 18.39 亿元。2017 年，海通开元 Pre-IPO 企业过会数量位列行业第七，共有 9 家企业 IPO 成功过会。

2.5. 其他子公司

海通期货，注册资本 13 亿元人民币，海通证券持有 66.667%的股权。截至 2017 年 12 月 31 日，海通期货总资产为 207.48 亿元，净资产 27.23 亿元；2017 年，实现营业收入 51.71 亿元，净利润 3.35 亿元。

海通创新证券，注册资本 35 亿元人民币，海通证券持有 100%的股权。截至 2017 年 12 月 31 日，海通创新证券总资产为 51.23 亿元，净资产 49.18 亿元；2017 年，实现营业收入 5.05 亿元，净利润 3.52 亿元。

3. 国际化业务—日渐成熟

3.1. 分步走战略："立足亚太、辐射欧美"

美国投行在国际化布局过程中整体遵循分区域开拓的思路，选择与本国制度、文化相近的区域作为国际化的第一步试水。以美国三家国际投行为例，美银美林、高盛和摩根士丹利，在国际化进程中，先进入欧洲（20 世纪 60 年代），继而进入日本（20 世纪 70 年代），最后进入亚太新兴经济体（20 世纪 80-90 年代）。

中资券商国际化发展整体遵循"立足香港-布局亚太-辐射全球"的原则。而海通证券的国际化过程也是采用了"分步走"的战略，早在 2002 年提出"立足亚太、辐射欧美"的国际化发展战略，并从实际出发，确立了"两阶段"路径：第一阶段聚集香港、东南亚等毗邻市场，积累经验，适时进入其它新兴市场；第二阶段通过积累经验逐步进入欧美成熟市场。2010-2014 年，海通相继完成对香港大福证券的收购、H 股上市及增发、以及对恒信金融集团的收购，构建了业内领先的海外业务平台。对海通银行的收购是海通证券为开启第二阶段所作的战略。

表 8：近年来收购海外金融机构的主要证券公司及收购时间

证券公司	收购完成时间	收购标的及持股比例
中信证券	2012 年 7 月	里昂证券 100%股权
广发证券	2013 年 7 月	美国 NCM 期货 100%股权
海通证券	2014 年 10 月	日本 Japaninvest100%股权
海通证券	2015 年 9 月	葡萄牙圣灵投资银行 100%股权
华泰证券	2016 年 10 月	美国 Assetmark100%股权
光大证券	2017 年 5 月	英国 North Square Blue Oak Ltd100%股权

资料来源：公司公告，天风证券研究所

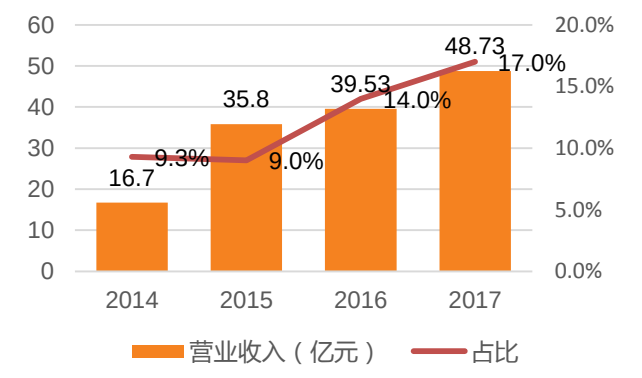
海通证券目前海外业务的经营主体主要包括海通国际证券和海通银行，均是通过前瞻性收购而得的。当前主要利润来源是海通国际证券，海通国际证券以企业融资、经纪及孖展融资、投资管理、固定收益、外汇及商品、结构性投融资、现金股票及股票衍生产品等业务板块为核心，服务全球及本地企业客户、机构客户和零售客户三大客户群。

3.2. 海外业务收入占比位居前列

经过近十年的培育和发展，截至 2017 年底，海通证券国际化战略成效显著。公司已经在亚洲、欧洲、北美洲、南美洲等 14 个国家和地区设有分行、子公司或代表处，并且依托海通国际证券在香港的快速发展，逐步将公司国际化的战略储备转化为战略优势。

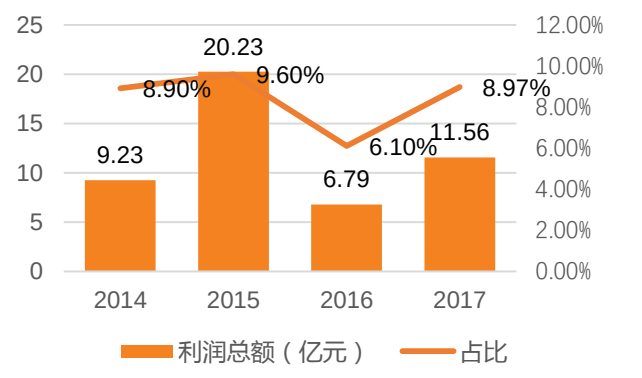
境外收入占比有所呈现且保持增长趋势。海外业务 2017 年实现收入 48.73 亿元，占比 17%；实现利润总额 11.56 亿元，占公司利润总额的比例为 8.97%。

图 17：海通证券 2017 年海外业务实现收入 48.73 亿元



资料来源：公司公告，天风证券研究所

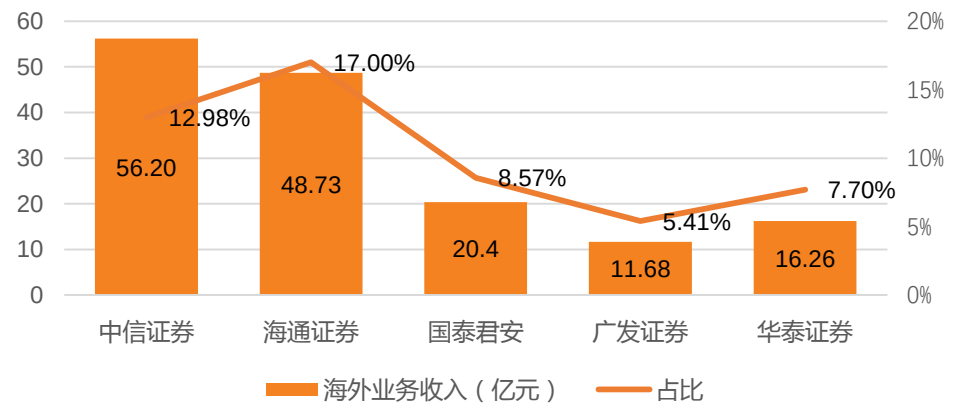
图 18：海通证券 2017 年海外业务实现利润总额 11.56 亿元



资料来源：公司公告，天风证券研究所

在前五大券商中，海通证券境外子公司证券业务收入占总营业收入的比重位居第一。2017年，中信、海通、国君、广发、华泰海外业务分别实现营业收入56.20/48.73/20.4/11.68/16.26亿元，占各自营收比重为12.98%、17%、8.57%、5.41%、7.70%，国内券商国际化进展初现成效，但整体与高盛41%的海外收入占比仍有较大差距。

图19：2017年前五大券商海外业务收入情况及占总体营收的比重



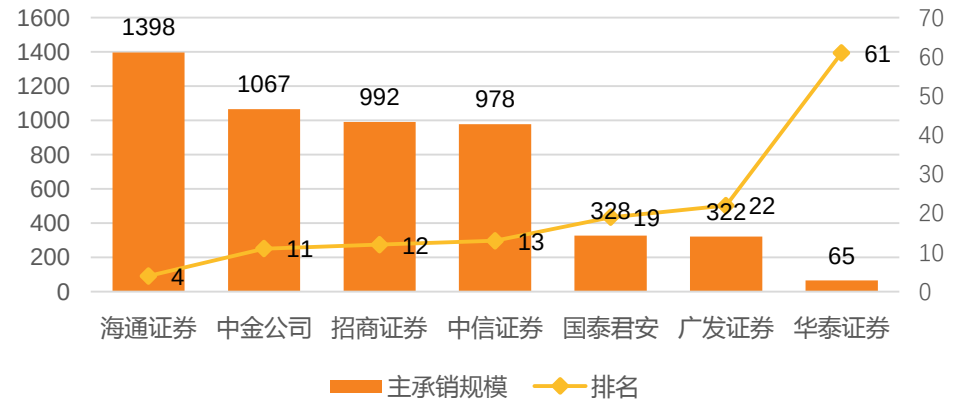
资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.3. 海通国际证券：股票和债券承销业务为主

国际投行在国际化进程中，以自身传统优势业务为基石开拓新市场，将资源向核心业务集中。从美国、日本投行国际化业务发展的路径来看，总体分三步走：一是，优势业务开拓新区域；二是做强当地业务；三是业务全球化。

海通国际证券以投行业务为主，交易、资管为辅。海通最早开拓香港市场，便是以投行业务为核心，满足中资企业在香港市场的融资需求，继而做大做强投行业务，并逐渐向交易、资管等业务延伸。2017年，海通国际证券投行业务继续保持领先，股权融资金额在港中资投行排名第一，海通2017年主承销总融资规模为14亿美元，其中，IPO主承销规模为6.8亿美元，位列香港IPO主承销规模的第8。

图20：2017年中资券商在香港股权融资规模和市场排名：百万美元



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

表 9：2017 年中资券商在香港市场 IPO 主承销商排名，百万美元

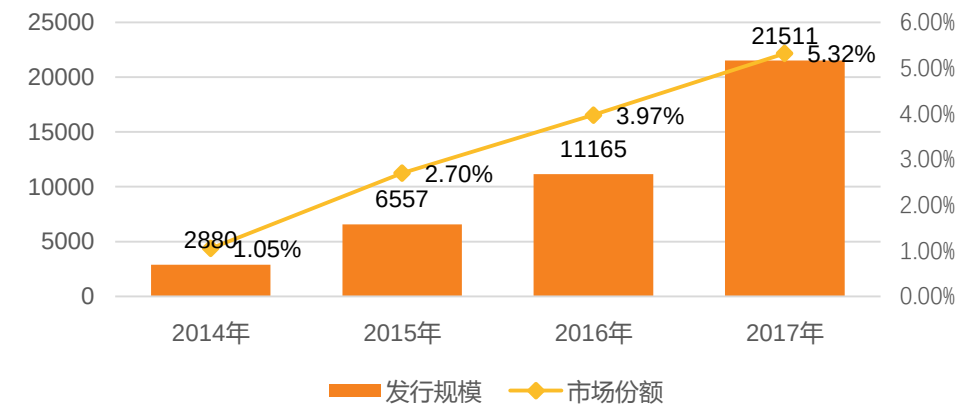
2017 年承销商	排行	融资规模	发行数	费用率
中金公司	2	966.68	15	2.19%
招商证券	3	940.45	10	2.15%
海通证券	8	677.45	15	2.01%
中信证券	14	429.18	7	2.19%
广发证券	17	319.28	8	1.29%
国泰君安	24	194.5	10	2.30%
华泰证券	50	36.8	2	2.92%

资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

受制于包销能力，做市能力和境外分支机构设立等方面的差距，中资券商在债券融资市场上（亚太地区除日本以外的 G3 货币业务）的市场排名相对较后。2017 年度海通国际、国泰君安和中金公司分别以 69.4 亿美元，38.6 亿美元和 38.3 亿美元的承销规模位列市场的 19、27 和 28 位。

但值得注意的是，近年来中资券商无论是承销规模还是市场份额均呈现明显向上的趋势，海通、中信、国君、中金、招商、广发和华泰 7 家主要中资券商的市场份额由 2014 年的 1.05%逐步提升至 2017 年的 5.32%。其中，海通证券中国离岸债券发行数量排名全体投行第一。

图 21：主要中资券商亚太地区（除日本以外）G3 货币债券融资规模和市场份额：百万美元，%



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

表 10：2017 年主要中资券商亚太地区（除日本以外）G3 货币债券融资规模排名情况：百万美元

2017 年	排行	承销量	发行数
海通证券	19	6942.93	87
国泰君安	27	3864.07	71
中金公司	28	3825.74	44
招商证券	35	3377.17	42
中信证券	39	2737.7	46
广发证券	72	503.94	10
华泰证券	90	259	5

资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

海外投行国际化发展经验表明，证券公司在国际化进程中，需要与时俱进，适时调整业务结构以适应国际化发展。以美银美林为例，美银美林擅长经纪业务，国际化初期，通过代理美国企业在欧洲和日本投资的经纪业务进入欧洲和日本市场。但是，随着固定佣金制度

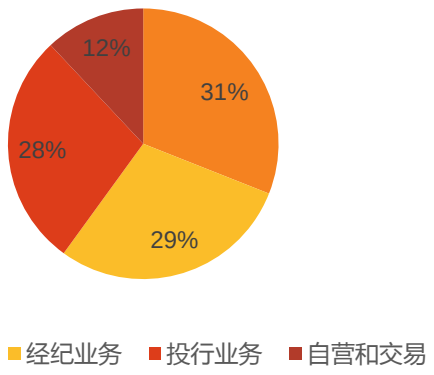
取消，美林的经纪收入大幅度下降，公司将国际化业务的重心转向资产管理和理财咨询。美林通过收购英国水星，合资成立美林汇丰，以及与黑石集团合并，成为全球范围内的财富管理行业领导者。截至 2012 年底，美银美林的资产管理业务占比约 31%，经纪业务占比约 29%。

表 11：美国、日本投行国际化业务发展路径

投资银行	传统优势业务	进入新区域时的主打业务	进入新区域后新增优势业务
美银美林	经纪业务	经纪业务	资产管理、投资咨询
高盛	并购、股票承销、金融衍生品	并购、股票承销	区域特色金融产品和服务
摩根士丹利	证券承销、零售业务、衍生品交易	证券承销	资产管理、企业兼并收购、项目融资等
野村	经纪业务	经纪业务	抵押担保债券业务、并购业务

资料来源：证券业协会，天风证券研究所整理

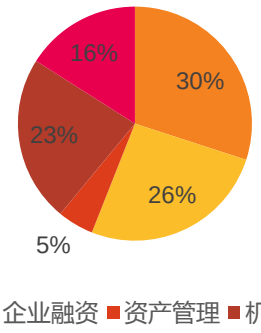
图 22：2012 年美银美林各项业务收入占比情况



资料来源：美银美林 2012 年报，2012 年后美林被美国银行收购未再发布公司年报，天风证券研究所

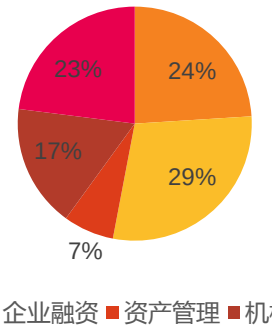
未来中资券商海外业务结构将更加多元化。境内高净值客户有全球资产配置需求，境外部分机构也有投资境内的诉求，境外实力较强的中资券商在境内外资产配置方面（包括可投资资产范围，投资路径，交易对手方选择等）有一定的优势，海通国际 2017 年资管业务规模和收入不断提升，管理规模达 660 亿港元。

图 23：海通国际 2017 年收入结构分析



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 24：海通国际 2017 年净利润结构分析



资料来源：公司公告，天风证券研究所

海通证券积极开展境外自营业务。并于 2017 年实现交易业务的成功转型，正式推出全新程序交易服务系统，能够为全球机构客户提供 24 小时综合电子交易，并具备自主知识产权。随着监管层在 17 年底复函国泰君安和华泰证券，正式批准两家龙头券商以自有资金参与境外金融产品交易，未来券商使用自有资金全球配置的方向已经逐渐明晰。

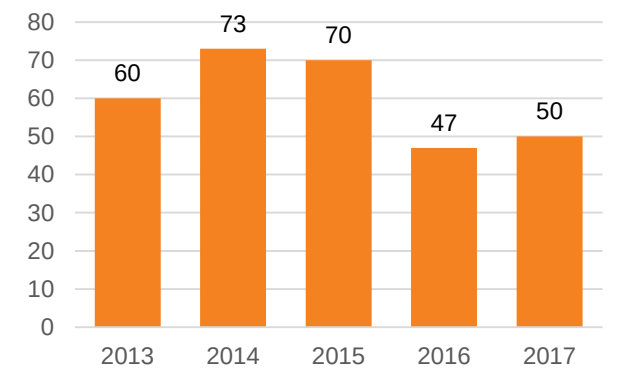
3.4. 海通证券国际化发展经验

客户需求、运营管理是国际化路径的关键因素，国际业务平台也是证券公司人才培养基地。

跟随客户需求选择国际化路径。香港是国际金融及贸易中心，是中资企业，特别是国有企业“走出去”的首选之地。2017 年香港市场首发上市的企业有 161 家，其中 50 家为内地企业，占比 31%。这一数量约占中国企业境外新上市公司总数的 68%。这些都为内地证券公司在香港开展业务提供了充足的企业客户资源。

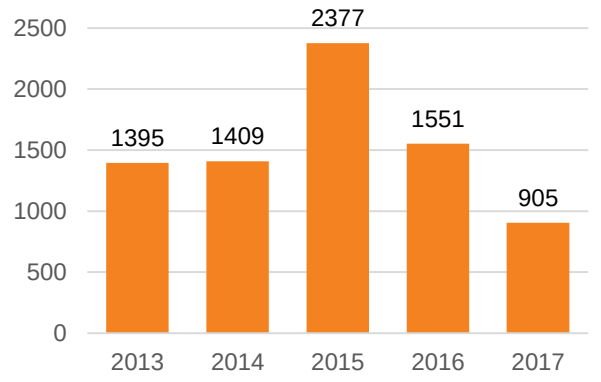
国家的“走出去”和“一带一路”战略为中资券商提供更广阔的的市场。近年来，已有大批中资企业将目光投向更为广阔的海外市场及“一带一路”沿线国家。根据 PwC 的统计数据，16 年内地企业海外并购金额创新高，投资金额达到 2210 亿美元，同比大幅增加 246%。企业在进行海外经营的同时，势必对跨境并购、境外上市、发债、风险管理等金融服务产生大量的需求，这不仅为中国证券公司提供了新的发展机遇，同时也是进一步拓展海外市场的重要驱动力。

图 25：2013-2017 年中国企业赴港 IPO 数量（单位：家）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 26：2013-2017 年中国企业赴港 IPO 募资金额（单位：亿港元）



资料来源：wind，天风证券研究所

内部运营管理能力是制约中资券商国际化路径选择的因素。中国证券公司在境外业务扩张方面普遍经验不足，对于地域选择需要格外审慎考虑，大多选择从香港开启国际化之路。海通收购的大福证券曾经是香港最大的证券经纪商，拥有非常好的零售网络。海通收购后为它做加法，更名海通国际，然后为它赋能，为大福证券增加了投行牌照、研究咨询牌照，提升了它的竞争力，现在海通国际已经成为香港最有竞争力的中资投行。

海通证券将香港定位为整个海通证券国际化人才的培养基地，海通母公司每年都会派员去香港培训学习。内地团队与当地团队的融合过程就是不断提升业务能力的过程。赴香港等地学习的员工将海外经验和方法带回来，又会提升员工在内地展业能力和水平。海外投行国际化经验说明，全球化过程都将不可避免地遇到文化冲突问题，海通证券这种交流融合的方式有助于解决这一问题。

4. 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2018-2019 年的营业收入分别为 292.38 亿元和 310.30 亿元，同比分别增长 3.60%和 6.12%；归母净利润分别为 90.64 亿元和 99.53 亿元，同比分别增长 5.16%和 9.81%。

主要核心假设：

1）18E/19E 两市成交额为 5000 亿元/5500 亿元，公司经纪业务市占率保持在 4.6%-4.65%之间，综合佣金率趋稳，经纪业务收入分别为 39.80 亿元/42.93 亿元。

2）IPO 发行常态化，投行项目向优质券商聚拢，预计 18E/19E 投行业务收入分别为 30.32 亿元和 29.53 亿元。

3）2017 年，海通资管主动压缩通道业务规模，业务全面向主动管理转型，预计 18E/19E 资管业务收入分别为 21.16 亿元和 22.49 亿元。

4）信用业务是公司未来利润增长点，若定增计划能顺利落地，预期公司利息支出将下降；预计 18E/19E 信用业务为 42.43 亿元和 45.81 亿元。

5）投资收益是公司最主要的收入来源，18E/19E 投资收益分别为 112.33 亿元和 116.23 亿元。

表 12：海通证券盈利预测核心假设

单位：百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
经纪业务收入	3,941	3,980	4,293	4,339
两市日均成交额	497,578	500,000	550,000	550,000
经纪业务市占率	4.60%	4.60%	4.65%	4.70%
投行业务收入	3,330	3,032	2,953	3,094
首发规模	13,814	9,670	10,153	11,169
信用业务收入	3,666	4,243	4,581	4,759
资管业务收入	2,098	2,116	2,249	2,455
投资收益	10,036	11,233	11,623	12,526
营业收入	28,222	29,239	31,030	33,037
归母净利润	8,618	9,064	9,953	10,978

资料来源：wind，天风证券研究所整理

我们选取了 4 家与公司在资产规模、净利润以及市场价值较为相近的 A 股上市券商作为公司的可比券商，通过加权平均获得 4 家大型券商 2018 年 1.28 倍的预期市净率；考虑到公司的营收结构、集团化经营模式、未来资本金补充计划等因素，因此我们给予公司 1.2 倍 PB 的估值倍数；根据我们对于公司 2018 年底每股归母净资产的预测，对应目标价为每股 12.88 元。

表 13：A 股市场 4 家可比券商估值情况（单位：亿元）

公司名称	市值(亿)	18 年预期归母净资产(亿)	18 年预期归母净利润(亿)	18 年预期市净率(倍)	18 年预期市盈率(倍)
中信证券	2,266	1,587.32	129.68	1.43	17.47
国泰君安	1,436	1,297.51	105.11	1.11	13.66
华泰证券	1,205	915.92	81.08	1.32	14.87
广发证券	1,076	910.71	90.87	1.18	11.84
			加权平均值	1.28	15.02

资料来源：wind，天风证券研究所整理，截至 2018 年 6 月 12 日收盘价

财务预测摘要

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	121,024.75	103,795.73	104,467.57	106,144.63	109,476.45
其中：客户资金存款	87,496.62	70,213.57	70,294.20	70,294.20	70,294.20
结算备付金	12,191.90	7,982.73	7,900.24	8,029.30	8,173.17
其中：客户备付金	9,325.89	7,607.86	6,809.68	6,747.21	6,747.51
融出资金	63,212.92	61,560.95	64,376.33	69,177.23	74,458.22
交易性金融资产	92,347.49	99,856.69	106,086.67	111,292.86	121,636.04
衍生金融资产	3,935.07	2,610.61	2,534.75	2,693.11	2,957.40
买入返售金融资产	84,523.23	96,549.87	100,534.09	123,365.34	153,045.96
可供出售金融资产	58,028.84	41,228.76	47,739.00	50,081.79	54,736.22
持有至到期投资	83.51	78.72	48.62	49.58	54.61
长期股权投资	8,749.59	10,062.37	9,718.64	10,210.57	11,179.31
应收利息	7,422.06	3,703.90	4,071.74	4,668.94	5,173.50
存出保证金	8,952.03	8,528.68	8,413.92	8,353.87	8,338.39
固定资产	1,468.32	2,705.85	2,760.69	2,877.90	3,140.49
无形资产	468.01	1,316.01	1,307.82	1,365.45	1,491.18
其他资产	94,960.41	91,178.06	101,037.49	108,192.35	119,972.77
总资产	**560,865.85**	**534,706.33**	**581,207.79**	**642,171.17**	**716,617.69**
短期借款	38,564.77	30,712.83	34,367.25	34,599.85	34,581.25
拆入资金	8,809.46	11,811.64	13,310.44	13,186.64	13,115.24
交易性金融负债	38,639.63	20,743.50	28,396.81	42,407.80	63,331.81
衍生金融负债	2,594.01	3,495.45	3,187.82	3,187.82	3,187.82
卖出回购金融资产款	43,731.73	33,045.73	47,521.22	75,153.37	110,114.99
代理买卖证券款	104,059.29	83,774.39	83,071.16	83,071.16	83,071.16
代理承销证券款	1,054.35	0.00	0.00	0.00	0.00
应付职工薪酬	4,722.53	4,890.34	5,957.94	6,136.68	6,320.78
应付债券	128,295.19	130,158.27	136,640.78	136,381.06	136,159.17
长期借款	22,583.79	30,609.16	28,988.09	28,988.09	28,988.09
总负债	**438,907.44**	**405,012.03**	**445,326.78**	**499,314.76**	**569,428.00**
总股本	11,501.70	11,501.70	11,501.70	11,501.70	11,501.70
所有者权益合计	**121,958.40**	**129,694.30**	**135,881.01**	**142,856.41**	**147,189.69**
少数股东权益	11,828.27	11,938.83	12,508.33	13,150.44	13,549.34
归属于母公司所有者权	110,130.13	117,755.48	123,372.67	129,705.97	133,640.35

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	28,011.67	28,221.67	29,238.98	31,029.56	33,036.64
手续费及佣金净收入					
其中：代理买卖证券业务	5,314.41	3,941.28	3,979.92	4,292.73	4,338.89
证券承销业务净收入	3,356.02	3,329.89	3,031.62	2,953.38	3,093.88
资产管理业务净收入	589.73	2,097.89	2,116.05	2,249.21	2,454.86
利息净收入	3,839.61	3,665.93	4,243.06	4,580.83	4,758.77
投资净收益	6,308.36	10,036.11	11,232.82	11,622.55	12,526.31
其他业务收入	8,603.54	5,150.58	4,635.52	5,330.85	5,863.93
营业支出	17,362.65	15,934.58	16,167.19	16,657.57	17,163.63
营业税金及附加	490.69	165.97	171.96	182.49	194.29
管理费用	9,563.54	9,755.12	11,884.74	12,241.28	12,608.52
资产减值损失	1,419.49	1,686.66	0.00	0.00	0.00
其他业务成本	5,888.93	4,326.83	4,110.49	4,233.81	4,360.82
营业利润	10,649.02	12,287.08	13,071.80	14,371.98	15,873.01
加：营业外收入	593.80	684.05	619.82	657.78	700.33
减：营业外支出	81.09	81.73	81.73	144.93	154.30
利润总额	11,161.73	12,889.40	13,555.06	14,884.84	16,419.04
减：所得税	2,231.21	3,013.79	3,169.44	3,480.37	3,839.09
净利润	8,930.52	9,875.60	10,385.62	11,404.47	12,579.94
减：少数股东损益	887.18	1,257.18	1,322.11	1,451.81	1,601.45
归属于母公司所有者的净	8,043.33	8,618.42	9,063.51	9,952.66	10,978.50
基本比率和每股指标					
净利率	28.71%	30.54%	31.00%	32.07%	33.23%
总资产收益率	1.43%	1.61%	1.56%	1.55%	1.53%
净资产收益率	7.30%	7.32%	7.35%	7.67%	8.21%
市盈率（倍）	16.17	15.09	14.35	13.07	11.85
市净率（倍）	1.18	1.10	1.05	1.00	0.97
每股净利润（元/股）	0.70	0.75	0.79	0.87	0.95
每股净资产（元/股）	9.58	10.24	10.73	11.28	11.62

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com