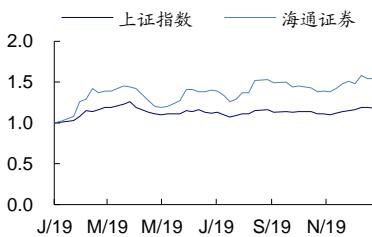


**证券研究报告—深度报告**
**金融**
**非银行金融**
**海通证券(600837)**
**增持**

合理估值: 17.21 元 昨收盘: 15.49 元

2020年01月21日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	19,406/19,406
总市值/流通(百万元)	319,227/319,225
上证综指/深圳成指	3,096/11,116
12个月最高/最低(元)	17.60/10.26

**证券分析师: 王剑**

电话: 021-60875165

E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518070002

**证券分析师: 李锦儿**

电话: 021-60933164

E-MAIL: lijiner@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518070003

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**深度报告**

# 对外开放领头雁

**● 公司是业务布局完善、资本实力雄厚的龙头券商**

公司资本实力雄厚, 充足资本金为公司业务优化转型、满足境内外客户的多元化金融服务需求夯实了基础, 且分类评级保持在证券行业最高的 AA 级。在金融开放和行业转型的大背景下, 公司将进一步发挥国际业务的优势, 释放业绩弹性, 估值上升空间将被打开。

**● 传统型业务和战略型业务稳健并行**

公司在夯实传统业务的基础上, 也加快了战略型业务的布局。经纪业务客户基础雄厚, 并稳步推进向财富管理转型; 投资银行业务紧盯改革红利, 项目储备丰富; 资产管理业务主动管理规模持续提升; 研究服务市场影响力强; 私募股权投资业务规模及利润贡献行业领先; 融资租赁业务形成了独特的竞争优势, 服务实体经济手段不断丰富。

**● 在金融开放大背景下, 国际业务持续领先**

随着资本市场双向开放的加速, 券商国际化是大势所趋。券商既需要丰富产品和服务满足境外客户的需求, 又需要为“走出去”的中资企业提供金融服务。通过收购整合海通国际证券、海通银行, 设立自贸区分公司, 公司建立了业内领先的国际业务平台, 获得了亚太地区先发优势以及欧美地区前瞻性的战略储备。凭借广泛的国际化布局, 公司建立了庞大且稳定的客户群。随着国际化发展深入推进, 海通国际香港业务继续保持领先, 美国业务获得突破, 海外资源整合取得实效, 海通银行作为公司国际化战略储备资源的功能不断释放。

**● 投资建议**

在资本市场改革背景下, 大型龙头券商在资本实力、风险定价能力、业务布局方面均有优势, 有望持续体现头部效应。海通证券作为国际业务领先的行业龙头, 在金融开放加速的推动下, 估值上升空间将被打开, 给予 1.5-1.6 倍的 PB 估值, 对应合理估值为 16.14-17.21 元, 首次覆盖给予“增持”评级。

**● 风险提示**

市场大幅波动对业绩造成的不确定性; 金融监管预期外趋严; 创新风险。

**盈利预测和财务指标**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	28,230	23,744	28,695	33,643	38,083
(+/-%)	1%	-15.8%	21.2%	24.2%	13.3%
净利润(百万元)	8,618	5,211	8,637	10,347	11,804
(+/-%)	7%	-39.5%	65.7%	19.8%	14.1%
摊薄每股收益(元)	0.75	0.45	0.75	0.90	1.03
净资产收益率(ROE)	6.6%	4.4%	7.0%	7.9%	8.4%
市盈率(PE)	20	34	20	17	15
市净率(PB)	1.36	1.50	1.43	1.34	1.26

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 投资摘要

### 估值与投资建议

当前公司估值处于较低水平。截止最新收盘价，海通证券对应最新 2020 年 BVPS 的 PB 估值为 1.43 倍，处于历史低位。我们统计了公司上市以来的 PB 估值，平均 PB 估值为 1.59 倍。

我们挑选可比公司估值法进行估值，根据公司特点，挑选大型券商作为可比公司，包括中信证券、华泰证券、招商证券、国泰君安。可比公司 2019 年一致预期市净率为 1.38 倍。海通证券公司资本实力雄厚，海外业务领先。在金融开放和行业转型的大背景下，公司将进一步发挥国际业务的优势，释放业绩弹性，估值上升空间将被打开，给予 1.5-1.6 倍的 PB 估值，对应合理估值为 16.14-17.21 元，首次覆盖给予“增持”评级。

### 核心假设与逻辑

(1) 经纪业务假设：假设 2019-2021 年日均成交量分别为 5203 亿元、6000 亿元、6300 亿元，公司经纪业务机构化优势明显，市占率稳定在 4.74% 左右，佣金率下滑幅度较小，假设 2019-2020 年佣金率分别为 0.030%、0.029%、0.028%；(2) 投行业务假设：假设 2019-2021 年股票融资额分别为 15323 亿元、20000 亿元、22000 亿元；(3) 资管业务假设：假设 2019-2021 年公司定向资管规模分别为 2380 亿元、2600 亿元、2880 亿元，2019-2021 年公司集合资管规模分别为 678 亿元、739 亿元、813 亿元。

### 与市场预期的差异之处

市场未充分预期到公司国际化业务龙头地位带来的业绩弹性。2019 年上半年公司境外业务收入占比为 27%，远高于行业水平。随着境内外联动加快，预计公司国际化业务优势将释放业绩弹性。

### 股价变化的催化因素

资本市场改革进程加快，市场持续向好，公司自营投资业绩表现超出预期。

### 核心假设或逻辑的主要风险

市场大幅波动对业绩造成的不确定性；金融监管预期外趋严。

## 内容目录

主要逻辑与结论.....	6
估值与投资建议.....	6
相对估值.....	6
投资建议.....	7
证券行业分析.....	7
公司概况：业务布局全面，资本实力雄厚.....	7
公司沿革与结构：历史悠久，股权分散.....	7
公司业务模式：集团管控一体化发展.....	10
经营亮点：资本金充足，国际业务领先.....	10
盈利能力强，持续保持 AA 评级.....	10
资本金充足，定增夯实资本实力.....	11
国际业务行业领先，发展潜力大.....	12
公司业务分析.....	13
传统型业务和战略型业务稳健并行.....	13
金融开放背景下，国际业务持续领先.....	22
盈利预测与估值.....	25
盈利预测：预计 2019 年公司净利润增长 66%.....	25
估值分析：给予公司 1.5-1.6 倍的 PB 估值.....	25
风险提示.....	27
附表：财务预测与估值.....	28
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测.....	28
国信证券投资评级.....	29
分析师承诺.....	29
风险提示.....	29
证券投资咨询业务的说明.....	29

## 图表目录

图 1: 海通证券发展历程.....	8
图 2: 近三年海通证券子公司收入占比在 50%以上 .....	10
图 3: 海通证券近年来总体业绩表现.....	11
图 4: 海通证券与证券行业净资产收益率对比.....	11
图 5: 海通证券与证券行业杠杆率对比 .....	11
图 6: 2015-2018 年海通证券境外业务收入 .....	13
图 7: 2015-2019H 海通证券境外业务收入占比 .....	13
图 8: 2019H 海通证券各业务收入占比 .....	14
图 9: 2018 年海通证券各业务收入占比 .....	14
图 10: 代理买卖证券业务客户占比.....	14
图 11: 海通证券历年证券承销业务手续费与佣金收入.....	15
图 12: 2019H 证券公司承销业务收入排名 .....	16
图 13: 2018 年证券公司承销业务收入排名 .....	16
图 14: 2019H 证券公司承销业务收入排名 .....	16
图 15: 2018 年证券公司承销业务收入排名 .....	16
图 16: 海通证券历年资产管理业务规模.....	19
图 17: 海通证券历年自营业务收益.....	20
图 18: 上市券商自营权益类证券及证券衍生品/净资本 .....	20
图 19: 海通证券历年自营权益类证券衍生品/净资本 .....	21
图 20: 海通证券历年自营固收类证券衍生品/净资本 .....	21
图 21: 海通证券历年股票回购余额.....	21
图 22: 海通证券海外业务运作平台.....	22
图 23: 海通证券海外业务布局 .....	23
图 24: 2018 年上市券商境外子公司业绩占营业收入比例排名 .....	23
图 25: 2017 年上市券商境外子公司业绩占营业收入比例排名 .....	23
图 26: 近三年海通证券境外子公司证券收入占营业收入比例 .....	23
图 27: 估值处于历史地位.....	25
图 28: 2012-2018 年行业 PB 和 ROE.....	26
图 29: 2012-2018 年海通证券 PB 和 ROE .....	26
表 1: 可比公司一致预期市净率 .....	6
表 2: 海通证券前十大股东情况 .....	8
表 3: 2019 年非公开发行股票募集资金主要用途 .....	12
表 4: 2018 年中国香港 IPO 市场承销市场份额前 10 位.....	12
表 5: 2019 年中国香港 IPO 市场承销数量前 10 位 .....	12
表 6: 近三年来海通证券各项财务指标排名情况 .....	13
表 7: 2019 年券商股权承销金额排名情况.....	16
表 8: 2019 年券商股权承销数量排名情况.....	17
表 9: 2019 年券商增发市场承销公司数量排名情况 .....	17
表 10: 2019 年券商可转债项目承销数量排名情况 .....	17

---

表 11: 2019 年券商债券承销金额排名情况.....	17
表 12: 2019 年券商企业债承销金额排名情况.....	18
表 13: 2019 年券商公司债承销金额排名情况.....	18
表 14: 2019 年 ABS 承销规模排名情况.....	19

## 主要逻辑与结论

**金融开放将激发市场活力，推动供给侧改革。**2019年7月20日，国务院金融稳定发展委员会办公室发布最新的金融业对外开放清单。这次发布的11条举措，一方面鼓励外资深度参与中国的银行、保险、证券等业态，并针对一些领域提前了开放时间表；另一方面在理财公司、养老金管理公司以及债券承销等方面设定了新的开放目标。金融开放的深化不仅有利于丰富市场主体和激发市场活力，还能通过引入国际先进理念和经验，增强中国金融机构的服务创新能力，推进金融供给侧结构性改革，满足实体经济发展的需求。

**资本市场改革背景下，大型龙头券商在资本实力、风险定价能力、业务布局方面均有优势，有望持续体现头部效应。**随着资本市场双向开放的加速，券商国际化是大势所趋。一方面，券商需要丰富产品和服务满足境外客户的需求；另一方面，券商需为“走出去”的中资企业提供金融服务。随着跨境联动日益深入，国际化业务服务水平将成为券商的核心竞争力之一。

**海通证券业务布局完善，海外业务持续领先。**海通证券作为龙头券商之一，历经三十年的发展，度过了多个市场和业务周期、监管改革和行业转型期，具有稳健的经营理念 and 抗风险能力。以证券母公司业务出发，通过设立、收购专业子公司，公司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综合金融服务集团。通过收购整合海通国际证券、海通银行，设立自贸区分公司，公司建立了业内领先的国际业务平台，获得了亚太地区先发优势以及欧美地区前瞻性的战略储备。

**预计未来海通证券将表现出优于行业的盈利能力。**近年来公司业绩维持着较为稳定的水平，ROE始终高于行业平均水平。这一方面是因为公司传统型业务和战略型业务并行稳健发展，另一方面，公司资本实力雄厚，为公司开展多元化业务布局夯实了基础。随着金融开放和行业转型进程加快，公司布局的海外业务具备先发优势，将继续体现头部效应。

## 估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用相对估值法来估算公司的合理价值区间。

### 相对估值

我们挑选可比公司估值法进行估值，根据公司特点，挑选大中型券商作为可比公司，包括中信证券、华泰证券、招商证券、国泰君安。可比公司2019年一致预期市净率为1.38倍。海通证券公司资本实力雄厚，海外业务领先。在金融开放和行业转型的大背景下，公司将进一步发挥国际业务的优势，释放业绩弹性，估值上升空间将被打开，给予1.5-1.6倍的PB估值，对应合理估值为16.14-17.21元，首次覆盖给予“增持”评级。

表 1: 可比公司一致预期市净率

可比公司	2017	2018	2019E	净资产(2019Q3,亿元)
中信证券	1.63	1.59	1.48	1637
华泰证券	1.55	1.51	1.42	1230
国泰君安	1.13	1.12	1.09	1438
招商证券	1.62	1.58	1.36	835

申万宏源	1.71	1.71	1.56	836
平均值	1.53	1.50	1.38	

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

## 投资建议

当前证券板块 PB 估值为 1.83 倍。海通证券公司资本实力雄厚，海外业务领先。在金融开放和行业转型的大背景下，公司将进一步发挥国际业务的优势，释放业绩弹性，估值上升空间将被打开，给予 1.5-1.6 倍的 PB 估值，对应合理估值为 16.14-17.21 元，首次覆盖给予“增持”评级。

## 证券行业分析

**《证券法》修订将激发资本市场活力。**2019 年 12 月 28 日，十三届全国人大常委会第十五次会议表决通过了新修订的《中华人民共和国证券法》，修订后的《证券法》将自 2020 年 3 月 1 日起施行。此次《证券法》从证券发行制度、强化信息披露要求、加大投资者保护力度、大幅度提高证券违法成本等方面进行了全面修改完善。本次《证券法》修订，按照顶层制度设计要求，进一步完善了证券市场基础制度，体现了市场化、法治化、国际化方向，为证券市场全面深化改革落实落地，有效防控市场风险，提高上市公司质量，切实维护投资者合法权益，促进证券市场服务实体经济功能发挥，打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，提供了有力的法治保障。

**资本市场改革释放行业红利。**2019 年以来，资本市场改革不断提速。宏观层面，金融供给侧改革提出要增加有效供给，服务新兴产业，促进我国经济转型，这将有利于我国直接融资比重的增加；基础制度层面，注册制改革承担起服务战略性新兴产业的使命，创业板、新三板改革也将增加对创新型成长企业的包容性，这将扩展我国券商的业务范围和利润来源；对外层面，资本市场对外开放政策不断深化，国内券商不仅要服务国内企业“走出去”，而且面临外资金融机构进军中国速度加快，这将促使我国券商在新的市场环境和行业格局下，进一步提升盈利能力和国际竞争力。资本市场改革将促使我国券商从“通道类中介”向“高质量投行”转型。

**证监会明确打造航母级券商的政策利好龙头券商。**2019 年 11 月 29 日，证监会答复《关于做强做优做大打造航母级头部券商，构建资本市场四梁八柱确保金融安全的提案》时表示，将继续鼓励和引导证券公司充实资本、丰富服务功能、优化激励约束机制、加大技术和创新投入、完善国际化布局、加强合规风险管控，积极推动打造航母级头部证券公司，促进证券行业持续健康发展。这一政策将有推动资本实力雄厚、业务布局全面、国际化业务领先、风险管理水平较高的龙头继续做大做强。

## 公司概况：业务布局全面，资本实力雄厚

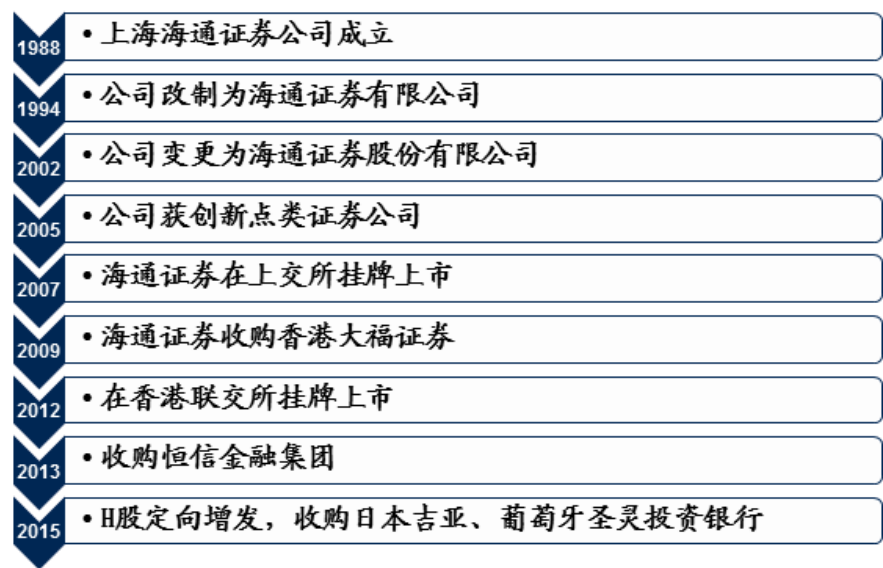
海通证券是业务布局完善，资本实力雄厚的龙头券商。成立三十年以来，成功渡过了多个市场和业务周期、监管改革和行业转型阶段，是中国境内二十世纪八十年代立的证券公司中唯一一家至今仍在营运并且未更名、未被政府注资且未被收购重组过的大型证券公司。公司资本实力雄厚，充足资本金为公司业务优化转型、满足境内外客户的多元化金融服务需求夯实了基础。公司分类评级保持在证券行业最高的 AA 级。

## 公司沿革与结构：历史悠久，股权分散

海通证券是我国成立最早的证券公司之一。海通证券成立于 1988 年，注册资本人民币 1,000 万元，注册地为上海，公司前身是上海海通证券公司，主要股东为交通银行上海分行。经营范围为主营营销和代理发行各类有价证券，兼营证券业务咨询，承办各类有价证券的代保管、过户、还本付息等业务，办理证券的代理投资业务及经中国人民银行批准的其他有关业务。成立 32 年来，海通证券是中国境内 20 世纪 80 年代成立的证券公司中唯一一家未被收购重组过、至今仍在营运并且未更名的大型证券公司。

公司成立后扩张迅速，建立起完善的综合性业务平台和成熟的海外业务平台。1994 年，海通证券改制并发展成全国性的证券公司。2001 年底，公司整体改制为股份有限公司。2002 年，公司完成增资扩股，注册资本金增至 87.34 亿元，成为当时国内证券行业中资本规模最大的综合性证券公司。2005 年，公司成功托管甘肃证券和兴安证券，同年成为创新试点券商。海通证券 A 股于 2007 年在上海证券交易所挂牌上市并完成定向增发。2009 年，公司成功收购香港本地老牌券商大福证券，更名为海通国际证券，国际化发展战略迈出了坚实的第一步。2012 年，公司于香港联合交易所挂牌上市，实现 A+H 股两地上市。2013 年，公司成功收购恒信金融集团，成为第一家涉足融资租赁业务的证券公司。2015 年，公司完成 H 股定向增发，注册资本金增至 115.02 亿元。同年，先后完成收购日本吉亚、葡萄牙圣灵投资银行，并将后者更名为海通银行，进一步提升了海通的国际知名度和品牌影响力，海外布局进一步完善，国际化战略继续深化。

图 1: 海通证券发展历程



资料来源：海通证券历年公司年报、国信证券经济研究所整理

公司股权结构分散，无控股股东。直接持有公司 3% 以上的 A 股股东仅有两家，分别是光明食品（集团）和上海海烟投资管理公司。股东中光明食品（集团）、上海电气（集团）和申能（集团）均为上海市国资委旗下企业。

表 2: 海通证券前十大股东情况

排名	股东名称	占总股本比例(%)	股本性质
1	香港中央结算(代理人)有限公司	29.6400	H 股流通股
2	光明食品(集团)有限公司	3.5000	A 股流通股
3	上海海烟投资管理有限公司	3.4800	A 股流通股
4	中国证券金融股份有限公司	2.9900	A 股流通股



5	中能(集团)有限公司	2.8000	A 股流通股
6	上海电气(集团)总公司	2.2600	A 股流通股
7	上海国盛集团资产管理有限公司	2.0700	A 股流通股
8	上海久事(集团)有限公司	2.0500	A 股流通股
9	上海百联集团股份有限公司	1.8600	A 股流通股
10	上海报业集团	1.3100	A 股流通股
	合计	51.9600	

资料来源:海通证券 2019 年中报、国信证券经济研究所整理

**海通证券参控股公司较多，有力支撑了企业的多元化布局与发展。**除母公司证券业务外，海通证券有八个主要参控股公司，涉及资产管理业务（海通证券资管）、证券投资业务（海通创新投资）、基金业务（富国基金、海富通基金）、直投业务（海富产业投资基金、海通开元投资）、期货业务（海通期货）、海外业务（海通国际控股）。公司主要子公司情况如下：

**(1)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（原比利时富通基金管理公司）共同设立，是中国首批获准成立的中外合资基金管理公司之一，海通证券持股 51%。截至 2019 年 6 月末，海富通基金管理规模 2158 亿元。2019 年上半年，实现营业收入 3.2 亿元，净利润 0.94 亿元。

**(2)富国基金：**成立于 1999 年，是经证监会批准设立的首批十家公募基金管理公司之一。2003 年，加拿大蒙特利尔银行参股，在“老十家”基金公司中首家实现外资参股。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 2019 年 6 月末，富国基金管理规模 5198 亿元，公募基金规模 2630 亿元。富国基金积极布局科创板，两只科创基金业内首次发售。公司整体投资业绩优良，2019 年上半年实现营业收入 12.75 亿元，净利润 3.83 亿元。

**(3)海富产业：**我国第一家产业投资基金管理公司，由海通证券和法国巴黎投资管理 BE 控股公司合资组建，海通持股 67%。截止 2019 年 6 月末，海富产业总资产为 2.31 亿元，净资产 1.69 亿元。

**(4)海通期货：**由海通证券持股 66.67%，经营范围包括商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理和基金销售。2018 年，海通期货获准新三板挂牌，且在上海期货交易所获得铜期权经纪业务资格，在郑州商品交易所获得 PTA 期货做市业务资格。

**(5)海通国际控股：**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。其中，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，已于港股上市；海通恒信主要从事融资租赁业务，2019 年 6 月在香港上市；海通银行是由海通证券收购葡萄牙圣灵投资银行全部股权而来，其兼并收购、财务咨询和项目融资等方面都具有业务优势。

**(6)海通开元：**专业从事直接股权投资业务，注册资本 106.5 亿元。

**(7)海通创新证券投资公司：**成立于 2012 年 4 月，由海通证券全资控股，是最早设立的证券公司另类投资子公司之一，经营范围包括金融产品投资、证券投资、投资咨询和投资管理。

**(8)海通资管公司：**2012 年 7 月开业，注册资本 22 亿元，是目前国内注册资本最大的券商系资产管理公司之一，截至 2019 年 6 月末，资产管理规模 3079 亿元，其中主动管理规模为 1373 亿元。

## 公司业务模式：集团管控一体化发展

**明确“集团化”发展方向。**海通证券构建了较为全面的子公司管理制度体系。在海通证券的集团体系中，一级控股子公司有 8 家（含全资子公司 5 家），一级合营子公司 1 家，涉及证券、期货、资管、公募基金、私募基金、另类投资、境外等不同细分板块。一级子公司均由公司直接管理，二级及以下子公司中部分是由公司直接管理，其他是由公司授权一级子公司进行管理。

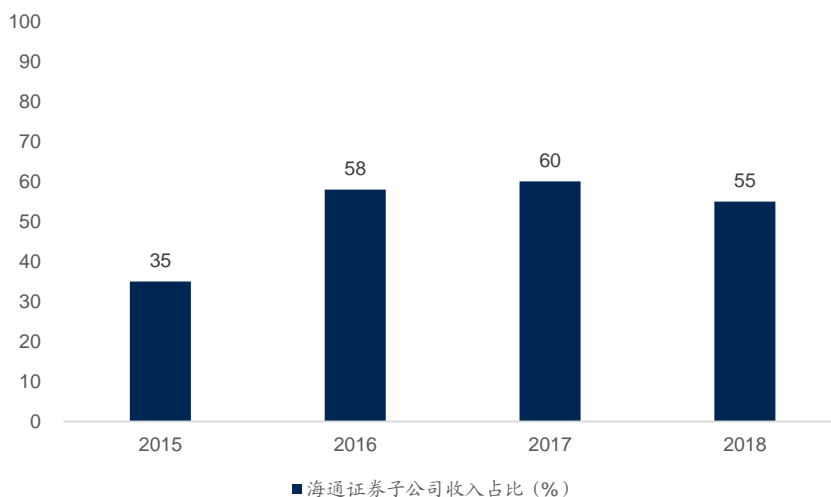
**海通证券子公司相关办法为集团化管控提供了制度保障。**子公司管理办法是海通证券集团化管控的重要纲要，海通证券建立了统一集中的境内外子公司管理体系。2014 年，海通证券董事会审议通过后颁布了《子公司管理办法》，对其依法在境外设立或收购的、直接或间接持股 50% 以上以及 100% 全资的子公司进行统一、集中管理。

**海通证券业务协同及交叉销售相关办法为集团层面一体化发展提供了制度保障。**

海通证券制定了一系列业务交叉销售协同方面的制度，致力于在集团层面搭建完整的业务协同与一体化发展的体系，试图能够涵盖整个集团所有的产品，同时在特定时间段内推进重点产品的协同。已出台的主要办法涉及内部产品及交叉销售收入分配和费用管理办法、投资银行、跨境业务等重点业务的交叉销售管理办法等。

**海通证券集团化战略取得了显著成效，**从归母净利润的角度来看，主要子公司对净利润的贡献也日益提升。自 2016 年子公司收入首次超过母公司以来，近三年子公司对净利润的贡献比都超过 50%。2019 年上半年，由于子公司销售收入增加，导致其他业务收入同比增长 84.93%。

图 2：近三年海通证券子公司收入占比在 50% 以上



资料来源：海通证券公司历年年报，国信证券经济研究所整理

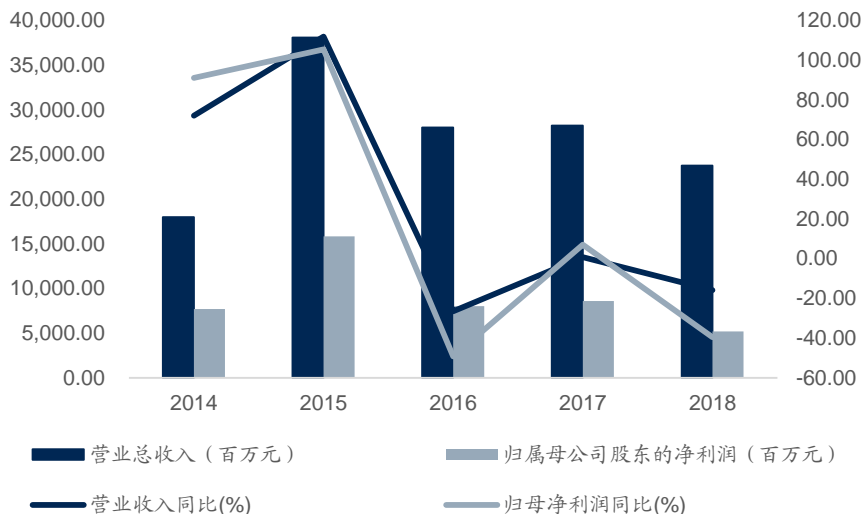
## 经营亮点：资本金充足，国际业务领先

### 盈利能力强，持续保持 AA 评级

**公司分类评级保持行业最高的 AA 级。**2018 年以来，面对复杂的宏观环境和国际形势带来的挑战，公司积极应对，业务市场竞争力和合规风控管理能力进一步提升，主要财务指标和业绩指标继续在行业名列前茅。近三年来，公司总资产、净资产、营业收入、净利润都排在行业前列，且净资产收益率高于证券行

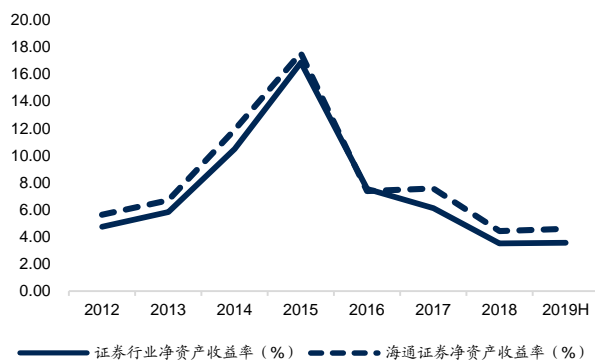
业平均水平。2019 年前三季度，公司实现营业收入 251.5 亿元，归母净利润 73.9 亿元，同比增长 105.9%。

图 3: 海通证券近年来总体业绩表现



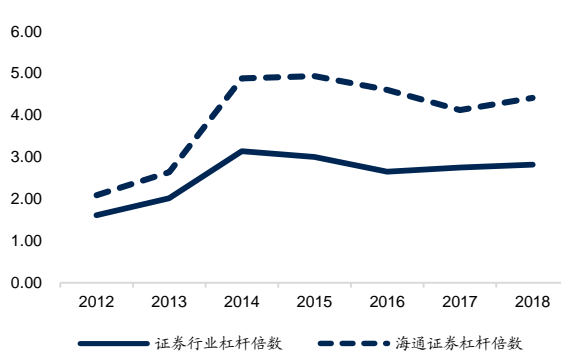
资料来源:Wind

图 4: 海通证券与证券行业净资产收益率对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 5: 海通证券与证券行业杠杆率对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 资本金充足，定增夯实资本实力

充足资本金为公司业务优化转型、满足境内外客户的多元化金融服务需求夯实了基础。2017-2019 年，公司抓住市场机遇，多次通过战略性的股权融资和债权融资。2019 年上半年，公司通过发行公司债、次级债、两融 ABS、收益凭证等方式完成境内外融资 564 亿元。6 月，央行将公司待偿还短期融资券的最高余额由 200 亿元提升至 397 亿元；8 月，公司完成 70 亿元金融债的发行，降低了融资成本。公司迅速增强资本实力，积极布局多元化发展，叠加两融政策放开，预计公司将取得较高业绩增长。

定增夯实资本实力，拓展业务空间和规模。2019 年 4 月，海通证券发布公告拟非公开发行 A 股股票 16 亿股，募集资金不超过 200 亿元用于发展资本中介业务、FICC 投资、信息系统建设等。2019 年 12 月 7 日，定增申请获得证监会通过。定增资金全部用于增加公司资本金，优化资产负债结构，此次定增将着力扩大 FICC 业务规模，促进投行业务发展，以及加大信息系统建设投入。

**表 3：2019 年非公开发行股票募集资金主要用途**

序号	募集资金投资项目	拟投入金额
1	发展资本中介业务，进一步提升金融服务能力	不超过 60 亿元
2	扩大 FICC 投资规模，优化资产负债结构	不超过 60 亿元
3	加大信息系统建设投入，提升公司整体的信息化水平	不超过 15 亿元
4	增加投行业务的资金投入，进一步促进投行业务发展	不超过 20 亿元
5	补充营运资金	不超过 5 亿元
合计		不超过 200 亿元

资料来源：BLOOMBERG、国信证券经济研究所整理

### 国际业务行业领先，发展潜力大

**国际化发展是大势所趋。**随着“一带一路”战略的推进、更多中资企业“走出去”、人民币国际化趋势加快以及境内外客户跨境金融服务需求的提高，作为资本市场的核心载体，中资券商也需逐渐转型升级，加速国际化进程。在开展国际化业务的进程中，中资券商通常的路径为“立足香港——布局亚太——辐射全球”。中国香港在券商开展国际化业务中具有“桥头堡”的战略地位。

**在中国香港的国际化业务发展空间较大。**从 2018 年中国香港 IPO 市场承销商来看，中国内地金融机构尤其是证券公司的市场份额较 2017 年有所增长，其中，海通证券位列第 10 位；从 2018 年中国香港港元债券市场承销来看，虽然中资券商总体市场份额较小，但海通证券以 0.55% 的市场份额位列市场第 22 位，在中资券商中位列第一。

**表 4：2018 年中国香港 IPO 市场承销市场份额前 10 位**

承销商	排行	发行额所占排行榜份额 (%)
招商银行	1	12.27
农业银行	2	7.28
招商银行	3	7.25
高盛公司	4	6.82
招商证券	5	5.91
摩根士丹利	6	4.66
工商银行	7	3.69
瑞士银行	8	3.43
中金公司	9	3.43
海通证券	10	3.38

资料来源：BLOOMBERG、国信证券经济研究所整理

2019 年香港 IPO 全年新上市公司 183 家，其中主板上市 168 家，创业板 15 家。截至 2019 年底，香港持有保荐人牌照的券商共 124 家，其中 75 家券商中，以上市保荐人或联合保荐人身份参与了 183 家新上市公司的保荐工作。根据所参与保荐新上市公司的数量排序，海通证券位列第 8。

**表 5：2019 年中国香港 IPO 市场承销数量前 10 位**

承销商	排行	保荐公司家数
中金国际	1	16
中信里昂	2	11
摩根士丹利	2	11
农银国际	4	8
国泰君安	4	8
花旗环球	6	7
力高企业融资	6	7
建银国际	8	6
海通国际	8	6
高盛	10	5

资料来源：BLOOMBERG、国信证券经济研究所整理

**境外业务业内持续领先。**从网点布局来看，海通证券经营网点遍及全球 14 个国家和地区，在境内外拥有近 1500 万名客户。从收入占比来看，海通证券境外子公司收入占比在行业内排名第一。从业务分布来看，通过收购整合海通国际、海通银行，设立自贸区分公司，公司建立了业内领先的国际业务平台，获得了亚太地区先发优势以及欧美地区前瞻性的战略储备。海通国际持续保持在香港中资券商中的领先地位；海通银行则拥有在欧盟及南美市场上长达二十多年的经验，经营已进入良性轨道，未来将专注于企业银行、投资银行以及资产管理三大领域。

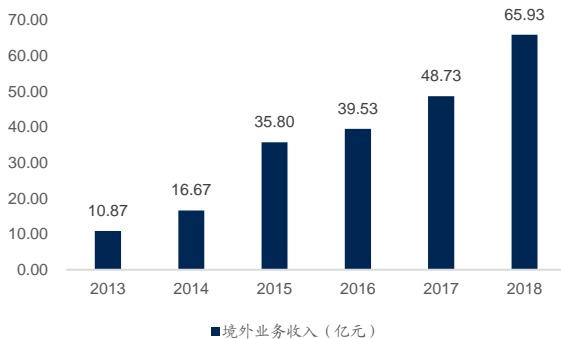
**表 6: 近三年来海通证券各项财务指标排名情况**

排名	2016	2017	2018
总资产	3	3	4
净资产	2	3	3
营业收入	2	2	2
净利润	5	5	3
经纪业务收入	8	9	9
境外子公司证券业务收入占营业收入比例	2	1	1
融资类业务收入	3	3	3
投资银行业务收入	6	6	3
证券投资收入	9	7	9

资料来源:中国证券业协会, 国信证券经济研究所整理

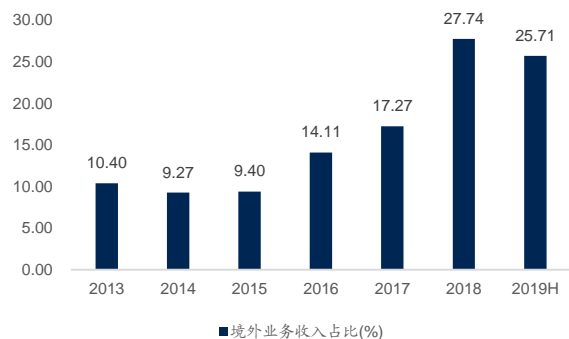
从境外业务收入来看，从 2013 年至 2018 年，海通证券境外业务收入从 10.87 亿元上升至 65.93 亿元；从境外业务收入占营业收入比重来看，从 2013 年到 2019 年上半年，海通证券境外业务收入占比从 10.4% 上升至 25.71%。

**图 6: 2015-2018 年海通证券境外业务收入**



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**图 7: 2015-2019H 海通证券境外业务收入占比**



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 公司业务分析

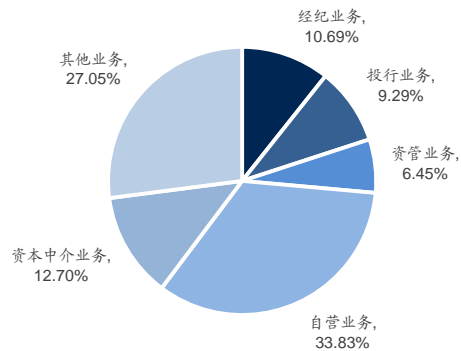
### 传统型业务和战略型业务稳健并行

在行业转型背景下，公司传统型业务和战略型业务稳健并行。海通证券以服务实体经济为目标，在深化改革中求发展，在持续创新中求突破。公司的总体发展战略为：坚持以客户为中心，以经纪、投资银行、资产管理等中介业务为核心，以资本型中介业务和投资业务为两翼，以集团化、国际化和信息化为驱动力，加强合规风控、人才、IT 和研究四根支柱建设，加强资本与投资管理、投行承揽与销售定价、资产管理、机构经纪与销售交易和财富管理等五大能力建设。

设, 打造智慧海通, 以国际一流投行为使命, 致力于把海通建设成为国内一流、国际有影响力的中国标杆式投行。

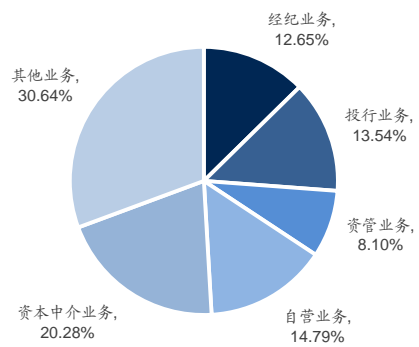
目前, 公司基本建成了以证券为核心, 业务涵盖期货、私募股权投资、基金和融资租赁等多个业务领域的金融控股集团。

图 8: 2019H 海通证券各业务收入占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 9: 2018 年海通证券各业务收入占比

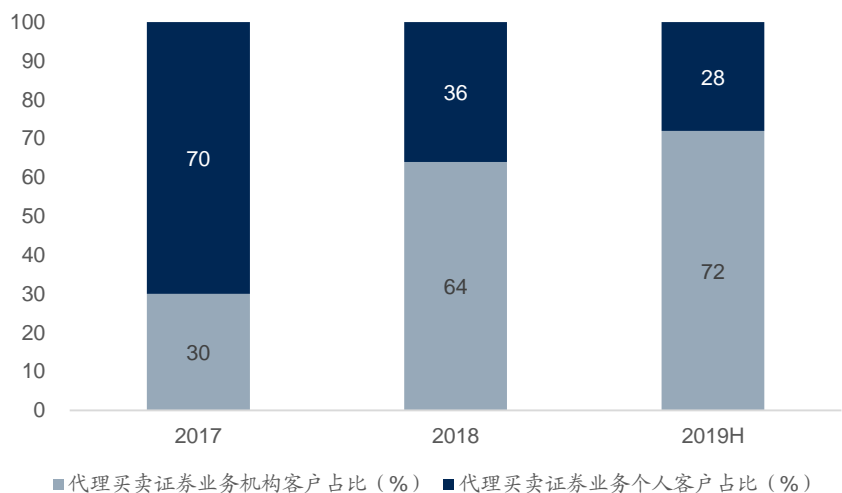


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 经纪业务: 向财富管理转型, 重塑客户服务体系

在行业佣金率短期稳定、长期下降的趋势下, 公司财富管理业务加速转型。2019 年上半年, 公司客户数量保持稳定增长的态势, 新增一码通账户市场份额达到 9.03%, 截止 6 月末, 财富管理业务总客户数量为 1104 万户 (剔除休眠账户), 较年初增长 6.36%; 客户总资产 1.73 万亿元 (可交易), 较去年底 3597 亿元; 股票、基金交易金额达 57907 亿元 (不含场内货币基金交易量), 同比增长 30.33%, e 海通平台活跃数稳居行业前五, 日人均使用时间位居行业榜首。从客户占比来看, 代理买卖证券机构客户占比从 2017 年 30% 提升至 2019 年上半年 72%。

图 10: 代理买卖证券业务客户占比



资料来源: 海通证券公司历年年报、中报, 国信证券经济研究所整理

利用金融科技手段重塑客户体系。公司全面推行客户经理制, 并强化对业务管

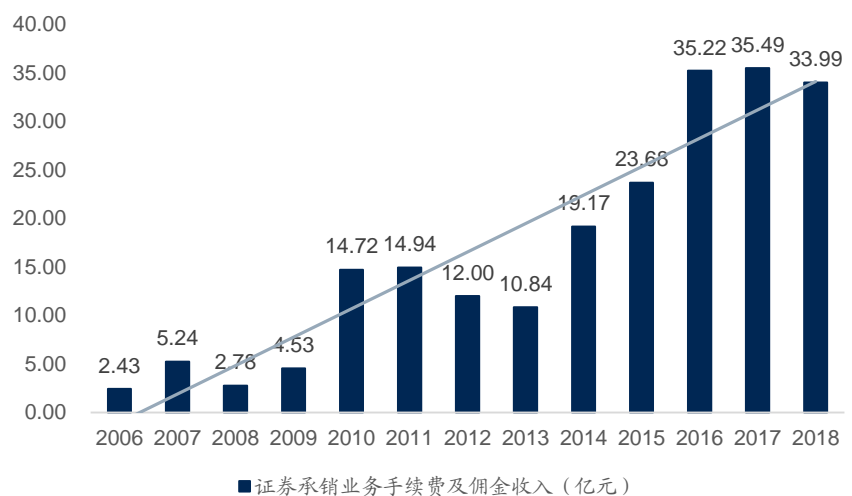
理的科技赋能，有效利用互联网平台，增强分支机构活力。2019年以来，公司网点布局进一步优化，新设2家分公司，15家证券营业部的申请正式获批。通过加大在粤港澳大湾区、海峡两岸经济区、京津冀经济圈、成渝经济区和长三角经济区的政策与资源倾斜，公司强化重点地区网点覆盖率，提升网点服务水平及辐射能力。

#### 投资银行业务：紧盯改革红利，传统创新并行

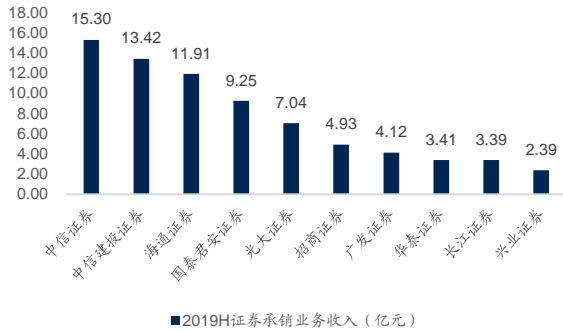
**股权融资方面，公司牢牢抓住改革红利。**紧盯科创板推出带来的机遇，按照监管部门有关科创板的各项制度规范要求，公司持续推进制度制定、流程优化和系统改善。在严控项目质量的前提下，成功申报科创板项目6个。2019年上半年，公司向证监会申报34个股权融资项目，其中IPO申报数量位列行业第一，IPO和再融资在会项目家数排名行业第四。

**债权融资方面，多项业务名列前茅。**2019年上半年，公司完成主承销债券项目574期，承销总额1843亿元，半年收入再创新高。公司企业债承销家数和金额均排名行业第一，作为传统优势业务的非金融企业信用类债券承销家数排名行业第二，承销金额排名行业第三。同时，公司债券融资业务以创新促发展，成功发行首单以ABS为标的的信用保护合约、首单以扶贫债为标的的信用保护合约、中部首只创业投资基金专项债等创新产品，为支撑民营经济发展、服务国家战略探索新路径。

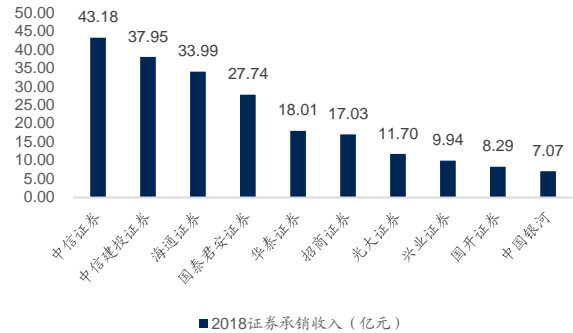
图 11：海通证券历年证券承销业务手续费与佣金收入



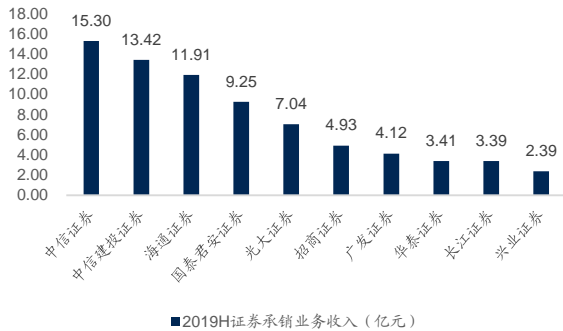
资料来源:海通证券历年年报, 国信证券经济研究所整理

**图 12: 2019H 证券公司承销业务收入排名**


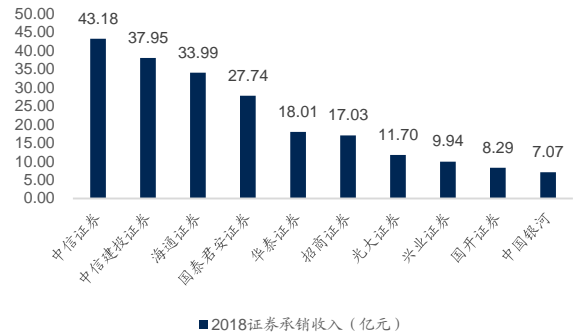
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**图 13: 2018 年证券公司承销业务收入排名**


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**图 14: 2019H 证券公司承销业务收入排名**


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**图 15: 2018 年证券公司承销业务收入排名**


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2019 年, 资本市场改革持续释放行业红利, 注册制、并购重组新规、再融资松绑等政策利好不断落地, 券商投行业务也迎来新的机遇。Wind 数据统计, 2019 年沪深一级市场股权融资金额为 15197.55 亿元, 同比上升 25.52%, 其中 IPO 融资和可转债募集金额分别较去年大幅提升 83.76% 和 130.51%。其中, 海通证券 2019 年在一级市场以股权承销总金额 398.04 亿元排名第 10; 股权承销总数量 (29 家) 排名第 7; 增发市场承销数量 (9 家) 排名第 7; 可转债承销数量 (7 家) 排名第 8。

**表 7: 2019 年券商股权承销金额排名情况**

承销商	排行	承销金额 (亿元)
中信证券	1	2,820.83
中金公司	2	1,852.44
华泰联合证券	3	1,366.41
中信建投	4	1,191.74
国泰君安	5	1,130.23
中银国际证券	6	980.43
东方花旗	7	725.97
招商证券	8	436.34
广发证券	9	436.16
海通证券	10	398.04

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理



**表 8: 2019 年券商股权承销数量排名情况**

承销商	排行	保荐公司家数
中信证券	1	84
中信建投	2	71
华泰联合证券	3	52
中金公司	4	44
国泰君安	4	43
广发证券	6	38
海通证券	8	29
招商证券	9	28
东兴证券	10	23

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**表 9: 2019 年券商增发市场承销公司数量排名情况**

承销商	排行	承销公司数量 (家)	承销金额 (亿元)
中信建投	1	31	718.83
华泰联合	2	27	822.47
中信证券	3	24	826.16
中金公司	4	12	868.74
国泰君安	4	12	364.77
国元证券	6	11	71.36
广发证券	7	9	212.35
海通证券	7	9	117.62
民生证券	7	9	104.96

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**表 10: 2019 年券商可转债项目承销数量排名情况**

承销商	排行	承销项目数量 (家)	承销金额 (亿元)
中信证券	1	17	762.08
中信建投	2	14	158.73
国泰君安	3	10	288.06
华泰联合证券	4	9	154.38
广发证券	5	9	72.37
中金公司	6	8	185.33
东兴证券	7	8	40.02
海通证券	8	7	54.42
招商证券	10	6	73.06

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

从债券融资市场来看, 2019 年海通证券以 3830.79 亿元的债券融资总额排名行业第 5; 其中, 企业债承销金额 312.99 亿元位居行业第 1; 公司债承销总额 1070.65 亿元排名行业第 8。

**表 11: 2019 年券商债券承销金额排名情况**

承销商	排行	承销金额 (亿元)
中信证券	1	9,001.75
中信建投	2	8,323.78
中金公司	3	5,248.97
国泰君安	4	4,596.95
海通证券	5	3,830.79
招商证券	6	3,801.73

光大证券	7	3,182.19
平安证券	8	2,592.55
中银国际证券	9	2,366.74
华泰证券	10	2,073.99

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**表 12: 2019 年券商企业债承销金额排名情况**

承销商	排行	承销金额 (亿元)
海通证券	1	312.99
国开证券	2	285.49
广发证券	3	280.32
中信建投	4	189.85
开源证券	5	187.30
天风证券	6	131.29
中信证券	7	121.86
长江证券	8	114.31
方正承销保荐	10	103.94

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**表 13: 2019 年券商公司债承销金额排名情况**

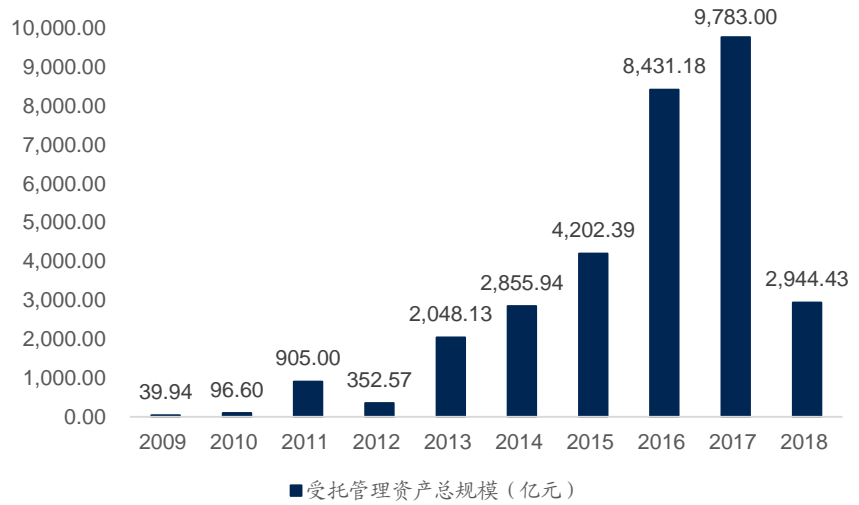
承销商	排行	承销金额 (亿元)
中信建投	1	3,375.12
中信证券	2	2,025.60
国泰君安	3	1,399.80
平安证券	4	1,221.05
中金公司	5	1,080.62
海通证券	6	1,070.65
中泰证券	7	862.74
光大证券	8	717.58
中山证券	9	646.53
华泰联合证券	10	641.64

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

### 资产管理业务: 积极应对行业新规, 增加主动管理规模

**资管新规重塑资管格局。**2018 年, 监管机构陆续推出资管新规以及与其相配套的银行理财新规和证券公司大集合资产管理业务操作指引。券商资管通道业务加速萎缩。受行业政策及市场调整等因素影响, 2018 年末证券行业受托资金规模 14.11 万亿元, 较上年末减少 18.3%。2019 年上半年, 资管业务规模延续下滑趋势。

**公司增加主动管理规模, 积极应对行业新规。**2018 年面临监管与市场的双重压力, 海通资管营业收入、净利润同比分别增长 10%与 25%, 报告期末公司受托资产管理总规模为 2944.43 亿元, 其中, 主动管理业务规模为 1083 亿元, 较 2017 年末增长 20%, 占受托管理资产规模比重为 37%。集合类产品投资业绩排名位于同类产品前 22%。渠道方面, 海通资管积极拓展互联网销售渠道, 年末产品存量 93 亿元, 较 2017 年末增长 270%。

**图 16: 海通证券历年资产管理业务规模**


资料来源:WIND, 国信证券经济研究所整理

**资产证券化业务提升较快。**自 2014 年底信贷 ABS 注册制和企业 ABS 备案制启动以来, ABS 市场发行规模快速扩容, 市场累计发行规模近 7.9 万亿元, 成为市场接受度较高的一类成熟金融产品。截至 2019 年 12 月 31 日, 市场累计发行规模达 78,818 亿元, 其中信贷 ABS 市场累计发行规模达 36,733 亿元, 企业 ABS 市场累计发行规模达 36,949 亿元, ABN 市场累计发行规模达 5,136 亿元。从 2019 年全市场各机构承销规模来看, 海通证券承销项目为 85 只, 承销金额为 864.6 亿元, 位列行业第 7, 较 2018 年上升 7 位。

**表 14: 2019 年 ABS 承销规模排名情况**

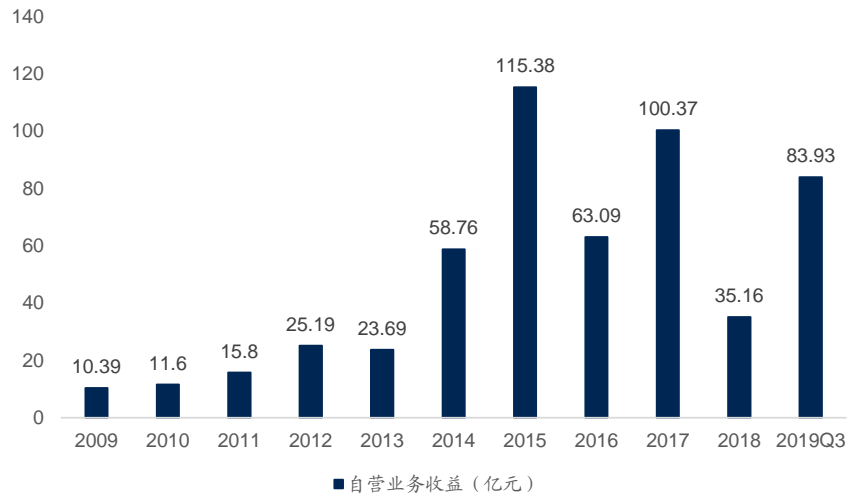
承销商	排行	承销金额 (亿元)	承销数量 (只)
中信证券	1	2465.4	206
招商证券	2	2337.1	135
中金公司	2	1826.9	143
中信建投	4	1473.7	139
平安证券	4	1201.4	206
光大证券	6	1047.8	103
海通证券	6	864.6	85
华泰证券	8	812.9	79
国泰君安证券	8	812.2	81
中国银行	10	797.1	61

资料来源:WIND、国信证券经济研究所整理

### 交易及机构业务: 抓住市场回暖机遇, 获得良好收益

公司抓住市场回暖机遇, 一是优化自有资金配置, 二是加强对机构客户的服务, 从客户需求出发, 提升产品设计和运营的个性化服务能力。2019 年上半年, 公司择机增加了固定收益本金规模, 取得较好收益; 积极开展衍生品交易, 截止 6 月末, 公司已与 74 家机构签署了 NAFMII 协议, 位居行业前列, 利率互换名义本金投资规模达到 210.4 万亿元。权益类投资借助市场机遇实现较好收益; 积极开展并延伸 ETF 做市交易业务, 核心 ETF 做市品种成交占比始终稳居市场第一; 衍生品业务持续发展, 上交所 50ETF 期权主做市商继续保持 A 类评级。

图 17: 海通证券历年自营业务收益



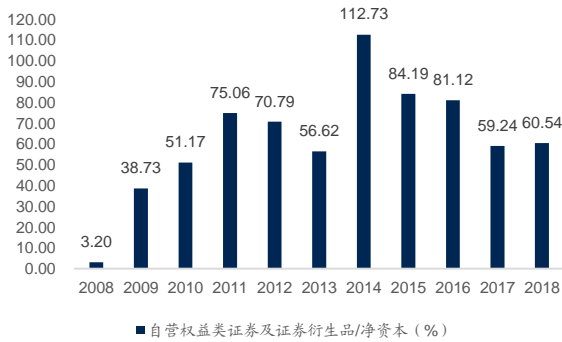
资料来源:海通证券历年年报、三季报, 国信证券经济研究所整理

图 18: 上市券商自营权益类证券及证券衍生品/净资本



资料来源:海通证券历年年报、三季报, 国信证券经济研究所整理

图 19: 海通证券历年自营权益类证券衍生品/净资本



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 20: 海通证券历年自营固收类证券衍生品/净资本

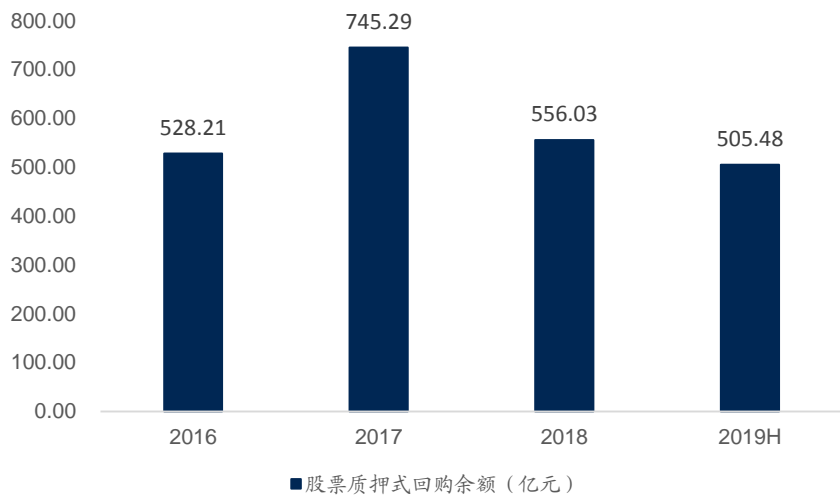


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 资本中介业务: 注重风险管理, 积极拓展新业务

公司融资类业务规模总体持平, 行业地位稳固, 规模效应明显。截止 2019 年 6 月末, 公司融资类业务规模 885.20 亿元, 其中股权质押业务余额 488.35 亿元, 较年初下降 46.14 亿元, 融资融券余额 396.1 亿元, 较年初增加 49.12 亿元; 股票质押项目整体履约保障比例达到 245.22%, 较去年年底提升 49.91 个百分点, 融资类业务风险处于较低水平。此外, 公司积极拓展新业务机会, 首批获得科创板融资融券业务试点资格。

图 21: 海通证券历年股票回购余额



资料来源: 公司历年年报, 国信证券经济研究所整理

### 融资租赁业务: 资产规模和盈利能力持续提升

海通证券是业内首家控股融资租赁公司的券商。目前, 公司的融资租赁业务主要由子公司海通恒信经营。业务模式方面, 海通恒信已形成业务总部专业功能、分公司营销功能的业务模式, 分支机构投放已超过总部投放, 同时加强了海外市场布局。业务结构方面, 海通恒信围绕租赁主业, 优化资产配置, 以汽车租赁为代表的零售业务投放已超过总投放的一半。

在行业增速整体放缓的背景下, 海通恒信规模和盈利能力持续提升, 2019 年上半年, 实现新增业务投放 273.48 亿元; 收入总额 35.39 亿元, 同比增长 44.2%; 净利润 7.29 亿元, 不良资产率 0.96%, 拨备覆盖率 334.66%。此外, 2019 年

6月3日，海通恒信在香港联交所正式挂牌上市，募集资金总额约23.22亿港元，为海通恒信注入了新的资本功能，为后续发展提供了有力保障。

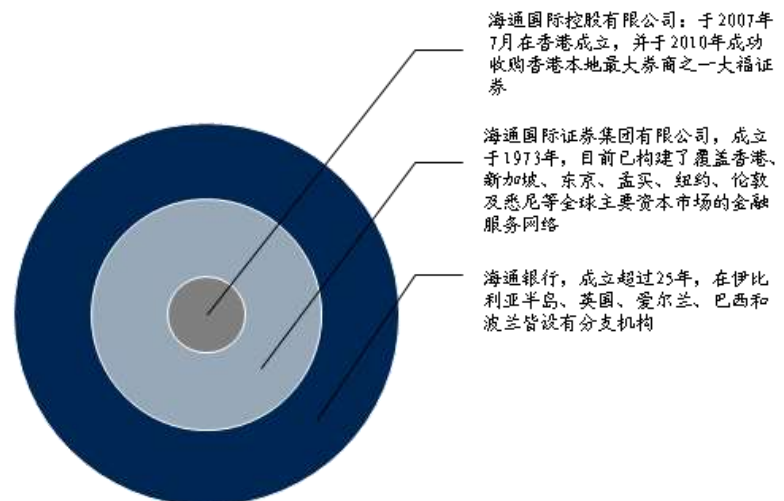
### 金融开放背景下，国际业务持续领先

**金融开放将激发市场活力，推动供给侧改革。**2019年7月20日，国务院金融稳定发展委员会办公室发布最新的金融业对外开放清单。这次发布的11条举措，一方面鼓励外资深度参与中国的银行、保险、证券等业态，并针对一些领域提前了开放时间表；另一方面在理财公司、养老金管理公司以及债券承销等方面设定了新的开放目标。金融开放的深化不仅有利于丰富市场主体和激发市场活力，还能通过引入国际先进理念和经验，增强中国金融机构的服务创新能力，推进金融供给侧结构性改革，满足实体经济发展的需求。

**开放背景下，国际业务具有领先地位的券商具备先发优势。**随着资本市场双向开放的加速，券商国际化是大势所趋。一方面，券商需要丰富产品和服务满足境外客户的需求；另一方面，券商需为“走出去”的中资企业提供金融服务。随着跨境联动日益深入，国际化业务服务水平将成为券商的核心竞争力之一。

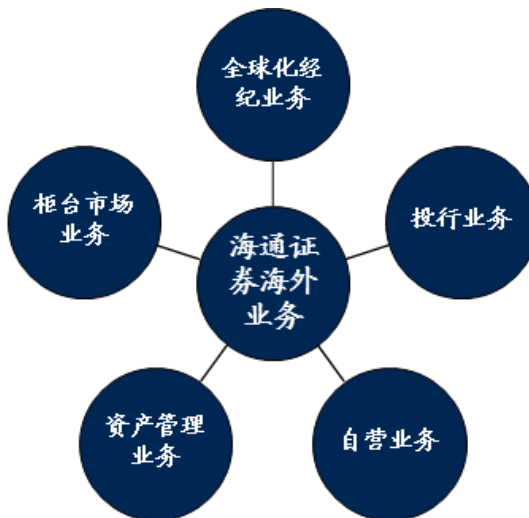
**海通证券建立了业内领先的国际业务平台，提升公司的国际竞争力和影响力。**以海通国际控股公司、海通国际证券、海通银行为运作平台，公司建立起了以投资银行、资产管理、全球化经纪、投资柜台市场为主的全面国际化网络。海通银行是公司国际化战略的重要组成部分，拥有在欧盟及南美市场上的专业知识以及长达20多年的经验，立足于支持中国、欧洲和南美洲之间的跨境合作。目前，海通银行的经营已进入良性循环的轨道，未来将专注于企业银行、投资银行和资产管理三大领域，秉持“中国元素”战略，以实现可持续盈利。

图 22: 海通证券海外业务运作平台



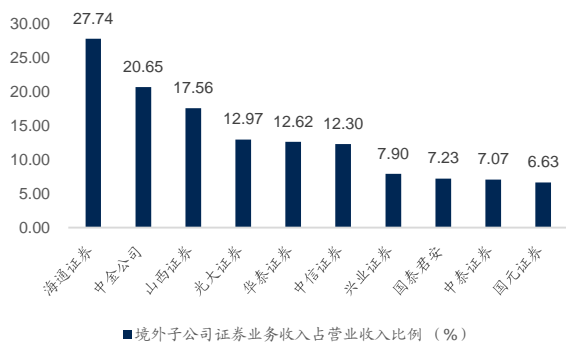
资料来源:海通证券公司官网, 国信证券经济研究所整理

图 23: 海通证券海外业务布局



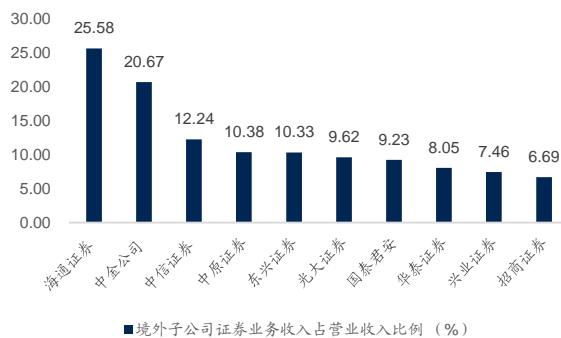
资料来源:海通证券公司官网, 国信证券经济研究所整理

图 24: 2018 年上市券商境外子公司业绩占营业收入比例排名



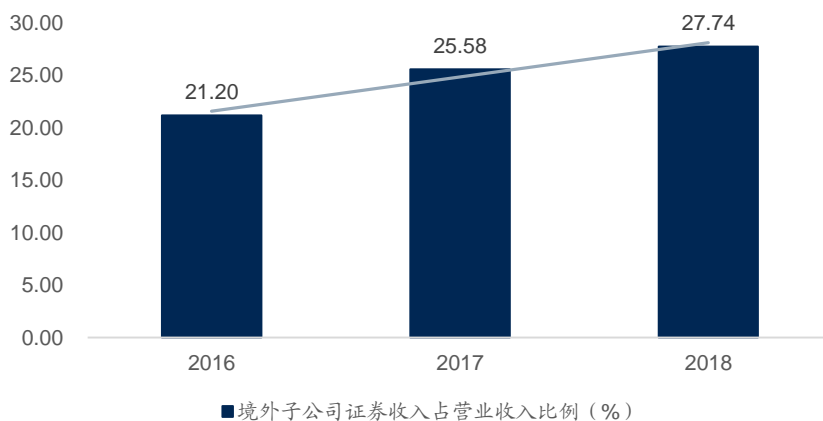
资料来源: 中国证券业协会, 国信证券经济研究所整理

图 25: 2017 年上市券商境外子公司业绩占营业收入比例排名



资料来源: 中国证券业协会, 国信证券经济研究所整理

图 26: 近三年海通证券境外子公司证券收入占营业收入比例



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

### 投资银行业务：深耕香港，不断突破

海通证券的境外投资银行业务主要是协助企业在区内或境外发行股权和债券等证券产品，为企业融资提供便利，所融境外资金归集至区内企业的 FT 账户；自贸区分公司将为中资企业出海跨境并购提供投融资以及顾问服务。

**香港市场占据优势，美国市场获得突破。**2018 年，在中国香港市场，按股权融资项目承销个数以及按 IPO 项目承销个数计算，子公司海通国际均位列中国香港所有金融机构第一。此外，公司海外业务在美国市场取得突破。海通国际分别完成在纽约证券交易所和纳斯达克的首单 IPO 项目；并完成了纳斯达克的首单可转债发行项目。此外，去年公司正式开展了美国做市业务，成为纳斯达克市场首家中资背景的做市商。

**债券融资业务方面，稳步拓展海外市场。**2018 年，海通国际累计共完成 180 单债券发行项目，其中包括 101 笔中资地产境外债券；在亚洲除日本外 G3 高收益企业债券发行市场排名中，海通国际按承销金额和承销数量均名列全球金融机构（商行和投行）第一；在新加坡市场，海通国际共完成了 9 单新加坡本地客户的债券发行。

**2019 年上半年，海通国际屡创佳绩。**IPO 与股权融资项目分别位列香港全体投行首位；“瑞幸咖啡”美股 IPO 项目是今年以来亚洲公司在纳斯达克最大规模的 IPO；在亚洲除日本外 G3 高收益企业债发行市场中，承销数量和金额均位列全球金融机构第一；旗下基金获批证监会基金互认资格，成为首只中资券商背景的“北上”基金；建成了跨国界、跨市场和跨部门的交易清算体系，目前已有数十家国际知名机构客户通过海通国际的算法进行交易；搭建了新一代做市系统，构建全球统一的机构交易平台。

**服务“一带一路”战略。**2019 年上半年，海通银行在于国际知名投行的竞争中胜出，成功中标浙江能源海外并购项目，在“一带一路”战略上的服务能力进一步得到市场认可。

### 资产管理业务：业内认可度稳步提升

**海通国际证券是香港中资券商资产管理业务的领头羊。**海通国际证券资管业务近年来发展迅速，产品线日趋完善，投资业绩显著提升，资产规模快速增长，业内认可度稳步提升。管理规模持续于中资证券、基金管理公司在港资管公司中名列前茅。旗下产品获评多项奖项，其中，海通沪深 300 指数 ETF 被香港中资基金业协会和彭博评为“最佳指数追踪基金表现-亚军”，海通环球人民币收益基金被亚洲资产管理评为“最佳离岸人民币债券基金-7 年”。截至 2018 年末，资产管理规模为 464 亿港元。

### 交易与投资业务：利用金融科技提升服务效率

**积极拓展境外客户，满足客户需求。**公司自贸区分公司为区内、境外客户开立海通 FT 账户，提供投资境内外三类市场（境外市场、区内市场、境内区外市场）的投资交易服务，提供包括权益类、FICC(债券、外汇、大宗商品)等政策允许的金融产品服务，为 QDII2 做好充分准备。

**以自贸区分公司为平台，实现全球化资产配置。**以自由贸易账户为基础，以区内和境外金融产品为标的，基于风险管理和对冲交易为目的，进行本金的交易与管理，分散现有投资组合的国别风险。此外，海通国际衍生品业务成功跻身第一梯队发行商行列，打破了外资投行对这一业务领域的长期垄断；正式开展美国做市业务，成为纳斯达克首家中资背景的做市商。

**利用金融科技手段提升跨境交易效率。**2019 年上半年，海通国际作为纳斯达克首家中资做市商，建立了一套跨国界、跨部门、跨市场的交易清算体系，美股



覆盖数量增加超过五倍。受益于不断提升的电子化交易能力，目前已有近百家机构通过海通国际的交易体系进行交易。

**FICC 业务收入贡献高，进军成熟资本市场。**公司 FICC 业务重组为信用产品、宏观与混合、机构客户方案三大单元，2019 年上半年业务收入同比增长超过 150%。纽约和伦敦两个交易台的收入稳步增长，有望成为亚太地区以外新的盈利中心。

## 盈利预测与估值

### 盈利预测：预计 2019 年公司净利润增长 66%

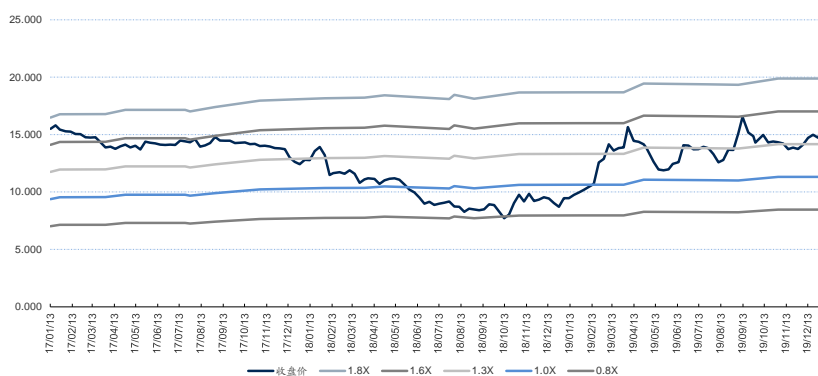
我们对公司 2019-2021 年盈利预测做出如下假设：（1）经纪业务假设：假设 2019-2021 年日均成交量分别为 5203 亿元、6000 亿元、6300 亿元，公司经纪业务机构化优势明显，市占率稳定在 4.74% 左右，佣金率下滑幅度较小，假设 2019-2020 年佣金率分别为 0.030%、0.029%、0.028%；（2）投行业务假设：假设 2019-2021 年股票融资额分别为 15323 亿元、20000 亿元、22000 亿元；（3）资管业务假设：假设 2019-2021 年公司定向资管规模分别为 2380 亿元、2600 亿元、2880 亿元，2019-2021 年公司集合资管规模分别为 678 亿元、739 亿元、813 亿元。

预计 2019-2021 年公司营业收入为 287 亿元、336 亿元、381 亿元，同比增速分别为 21%、24%、13%；归母净利润为 86 亿元、103 亿元、118 亿元，同比增速分别为 66%、20%、14%。

### 估值分析：给予公司 1.5-1.6 倍的 PB 估值

当前公司估值处于较低水平。截止最新收盘价，海通证券对应最新 2020 年 BVPS 的 PB 估值为 1.42 倍，处于历史低位。我们统计了公司上市以来的 PB 估值，平均 PB 估值为 1.59 倍。

图 27：估值处于历史地位

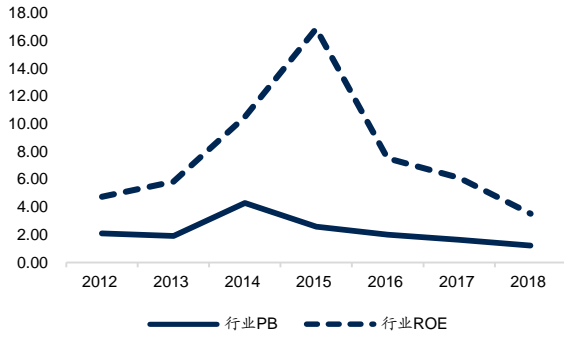


资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

**券商板块 PB 估值与 ROE 水平较为相关。**从市场底部区域来看，2018 年，海通证券 ROE 为 4.42%，PB 估值为 0.86 倍，预计 2019 年海通证券 ROE 为 5.9%，高于 2018 年 ROE 水平，目前 PB 估值为 1.42 倍，低于市场底部区域估值水平。当前证券板块 PB 估值为 1.83 倍。海通证券公司资本实力雄厚，海外业务领先。在金融开放和行业转型的大背景下，公司将进一步发挥国际业

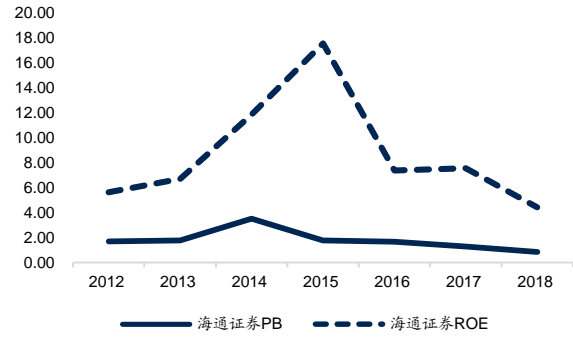
务的优势,释放业绩弹性,估值上升空间将被打开,给予 1.5-1.6 倍的 PB 估值,对应合理估值为 16.14-17.21 元,首次覆盖给予“增持”评级。

图 28: 2012-2018 年行业 PB 和 ROE



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 29: 2012-2018 年海通证券 PB 和 ROE



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 风险提示

### 经纪业务收入下滑风险

2014 年以来，随着证券公司分支机构开设和网上开户等的放开以及未来最低佣金率指导可能取消，我们预期证券行业佣金率将快速下滑，使得经纪收入面临下滑风险。

### 市场波动风险

证券行业主要业务经纪、投行、自营等与股票市场、债券市场密切相关，而资本市场受多方面因素影响波动性较大，从而证券行业经营业绩也随之呈现较大的周期性。

### 创新风险

创新政策推进速度低于预期或创新业务业绩贡献低于预期，以及创新失败导致声誉受损、客户流失、诉讼、监管处罚等风险。

### 融资类业务相关风险

公司融资类业务主要包括融资融券业务、约定购回式证券交易和股票质押回购业务等。在开展相关业务过程中，公司面临因客户或交易对手违约等情况而造成损失的风险。目前，行业内融资类业务普遍处于起步和发展阶段，如果公司融资类业务扩张速度过快，可能导致因风险控制手段未及时到位，而出现坏账风险和流动性风险；如果公司未能在市场竞争中保持和扩大市场份额，拓展优质客户，或者资金储备不足，可能出现融资类业务萎缩、收入下降的风险。

### 投资收益下滑风险

公司交易业务主要包括以自有资金开展权益类证券、固定收益类证券、衍生金融工具的交易以及直接股权投资等。若未来证券市场行情走弱，将对公司的交易业务的业绩带来不利影响，从而影响公司的整体盈利能力。

### 境外业务风险

公司通过海通国际证券集团有限公司、海通银行在境外开展财富管理、投资银行、交易与机构以及资产管理业务。境外业务主要业绩驱动因素包括经纪佣金、承销保荐费、顾问费、利息收入及资产管理费等。若全球经济形势出现持续动荡或呈现弱势、相关业务政策调整，公司境外业务经营业绩可能出现下滑的情况。

### 信息技术风险

公司主要业务均高度依赖电子信息系统，需要准确、及时地处理大量交易，并存储和处理大量的业务和经营活动数据。信息技术系统是证券公司业务运行与管理的重要载体，信息技术系统的安全、稳定和高效对证券公司的业务发展至关重要。如果公司信息系统出现硬件故障、软件崩溃、通信线路中断、遭受病毒和黑客攻击、数据丢失与泄露等突发情况，或因未能及时、有效地改进或升级而致使信息技术系统发生故障，可能会影响公司的声誉和服务质量，甚至会带来经济损失和法律纠纷。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	108,489	130,556	143,355	148,172	<b>营业收入</b>	23,744	28,695	33,643	38,083
交易性及衍生金融资产	178,986	232,682	309,494	386,867	手续费及佣金净收入	8,514	10,318	12,814	14,524
可供出售金融资产	0	90,000	100,000	110,000	利息净收入	4,820	4,242	4,242	4,242
存出保证金	6,983	2,387	2,753	2,891	投资净收益及公允价值变动	3,516	7,100	9,200	11,930
长期股权投资	5,852	4,500	5,000	5,500	其他业务收入	6,894	7,035	7,387	7,387
其他资产	274,314	209,850	175,390	179,140	<b>营业支出</b>	15,008	16,541	18,982	21,287
<b>资产总计</b>	<b>574,624</b>	<b>669,975</b>	<b>735,991</b>	<b>832,570</b>	营业税金及附加	172	861	1,009	1,142
代理买卖证券款	71,894	83,556	96,355	101,172	管理费用	9,383	10,043	11,775	13,329
卖出回购及拆入资金	71,097	150,714	191,067	231,459	资产减值损失	0	20	20	20
短期融资券、应付债券及长期借款	234,064	250,000	250,000	250,000	其他业务成本	5,453	5,617	6,178	6,796
经营性负债及其他	35,433	49,264	53,349	94,851	营业利润	8,736	12,154	14,660	16,795
<b>负债合计</b>	<b>444,438</b>	<b>533,533</b>	<b>590,771</b>	<b>677,482</b>	营业外收支	461	500	500	500
股本	11,502	11,502	11,502	11,502	利润总额	9,197	12,654	15,160	17,295
其他所有者权益	106,400	111,785	119,541	128,241	所得税	1,800	3,164	3,790	4,324
<b>归属母公司所有者权益</b>	<b>117,902</b>	<b>123,287</b>	<b>131,043</b>	<b>139,743</b>	净利润	7,397	9,491	11,370	12,971
少数股东权益	12,300	13,154	14,177	15,345	少数股东损益	560	854	1,023	1,167
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>574,640</b>	<b>669,975</b>	<b>735,991</b>	<b>832,570</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>5,211</b>	<b>8,637</b>	<b>10,347</b>	<b>11,804</b>

关键财务与估值指标				
	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.59	0.75	0.90	1.03
每股净资产	10.25	10.72	11.39	12.15
<b>关键运营指标</b>				
ROE (%)	5.8%	7.0%	7.9%	8.4%
净利率	28.8%	30.1%	30.8%	31.0%
收入同比增长率	-15.9%	20.9%	17.2%	13.2%
净利润同比增长率	-20.7%	26.3%	19.8%	14.1%
资产负债率	77.3%	79.6%	80.3%	81.4%
<b>估值指标 (倍)</b>				
P/E	26	20	17	15
P/B	1.50	1.43	1.35	1.26

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032