证券研究报告

金融行业

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

00665.HK 海通国际 港股通（沪、深）

审慎增持 （首次）

主营业务蓬勃发展，国际化布局不断深入

2018 年 09 月 17 日

市场数据

日期	2018.09.17
收盘价（港元）	2.61
总股本（亿股）	56.67
总市值（亿港元）	147.91
净资产（亿港元）	258.5
总资产（亿港元）	1,580.4
每股净资产(港元)	4.56

数据来源：Wind

相关报告

主要财务指标

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(亿港元)	71.0	84.8	99.3	116.0
同比增长(%)	32.6	19.4	17.1	16.8
归属股东净利润(亿港元)	30.3	24.5	34.5	42.0
同比增长(%)	80.3	-19.1	40.8	21.6
每股收益(港仙)	56.5	45.8	64.4	78.3
每股派息（港元）	0.3	0.2	0.3	0.4
股息收益率（%）	10.7	8.7	12.2	14.8

数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院

投资要点

- **首次覆盖给予“审慎增持”评级，目标价 3.10 港元：**我们给予公司目标价 3.10 港元，给予公司“审慎增持”评级。公司目标价较现价有约 19.0%的升幅。2018-2020 年，公司目标价对应 PB 水平分别为 0.62、0.55 和 0.48 倍，建议投资者关注。
- **业务结构优化，财富管理业务多元**

  —**传统业务市占率提升：**我们估计 2018H1 公司在港交所成交量市占率约为 2.7%，而香港持牌法团平均市占率约为 0.2%。截至 2018 年 6 月 30 日，公司高净值及超高净值客户数目为 2,229 名；公司亦为超过 40 个国家及地区的机构投资者提供服务。2018 年上半年，公司机构客户业务收入 10.9 亿港元，较 2017 年同期的 7.4 亿港元增长 47.0%。

  —**控制孖展业务风险，优化融资结构：**2017 年起，公司主动控制孖展业务风险，业务结构调整基本完成。2018 年上半年，公司孖展融资实现收入 14.93 亿港元，占公司总营业收入的 14.7%。银行贷款是公司主要的融资渠道，融资成本得以较好控制。
- **传统券商业务向全能型投行业务转型，融资并购全面开花**

  —**股权债权融资同步发展：**2017 年，海通国际以香港市场股票发行总量的承销占比计排名第 13，占比 2.85%；公司 IPO 承销数量在香港投行中位列第二；公司在亚洲（除日本）G3 高收益债承销规模中位列所有机构第一。

  —**企业并购业务快速发展：**2017 年，公司并购融资参与总规模为 6.02 亿美元，参与项目 12 个，市场份额 0.61%，排名上升至 29 位，在中资券商中排名第二。
- **稳健开展投资及资产管理业务**

  —**管理资产规模扩大：**截至 2018 年 6 月 30 日，公司在管资产规模约 629 亿港元，为 2017 年末的 95.2%。2018 年上半年，资产管理业务加强发行国际化产品，发行三支新公募基金包括：海通美国投资基金、海通中国 A 股投资基金、海通日本股票投资基金。

  —**投资业务发展稳健：**公司主要通过旗下 PE 业务开展投资业务，目前投资项目包括已在美国上市的朴新教育、蔚来汽车、香港上市的小米，以及尚未上市的标的。
- **承接母公司优势，国际业务日渐成熟：**海通国际承接母公司优势，在国际业务发展中实行分级扩散战略，大致形成“东南亚—亚太地区—全球”的扩张模式。

风险提示：1）、资本市场波动；2）、收入增速不及预期；3）、公司经营风险；4）、行业政策改变

海外金融研究

分析师：
张忆东
兴业证券经济与金融研究院
副院长
海外研究中心
总经理
zhangyd@xyzq.com.cn
SFC：BIS749
SAC：S0190510110012

联系人：张博
zhangboyjs@xyzq.com.cn
SFC：BMM189
SAC: S0190117050055

目 录

1、 公司基本情况 ..... - 5 -
1.1、公司发展历程 ..... - 5 -
1.2、公司股东结构 ..... - 6 -
1.3、公司运营情况概览 ..... - 6 -
2、业务结构优化，财富管理业务多元 ..... - 7 -
2.1、产品结构合理，业务多元 ..... - 7 -
2.2、机构客户增长快速 ..... - 9 -
2.3、控制孖展业务风险，进一步优化融资结构 ..... - 11 -
2.3、借科技之东风，提供优质客户服务 ..... - 13 -
3、传统券商向全能型投行转型，融资并购全面开花 ..... - 14 -
3.1、股权、债权融资同步发展，市场占比位于前列 ..... - 15 -
3.2、企业并购业务快速发展，为企业融资贡献更多收入 ..... - 19 -
4、稳健开展资产管理及投资业务 ..... - 21 -
5、日渐成熟的国际化业务 ..... - 23 -
5.1、承接母公司优势，海外业务成果丰硕 ..... - 23 -
5.2、借鉴外资发展经验，实行分级扩散战略 ..... - 24 -
6、财务分析及盈利预测 ..... - 26 -
6.1、主要财务指标 ..... - 26 -
6.2、盈利预测 ..... - 28 -
7、估值与评级 ..... - 29 -
8、风险提示 ..... - 30 -

图 1、公司发展历程 ..... - 5 -
图 2、公司股权架构 ..... - 6 -
图 3、海通国际历年营业收入及同比增速 ..... - 6 -
图 4、海通国际历年归属股东净利润及同比增速 ..... - 6 -
图 5、财富管理历年营业收入 ..... - 7 -
图 6、财富管理历年税前溢利 ..... - 7 -
图 7、香港证券、期货期权交易历年日均交易数据 ..... - 8 -
图 8、公司历年经纪佣金收入 ..... - 8 -
图 9、市场整体总成交额市占率情况 ..... - 8 -
图 10、公司历年总成交额市占率与市场均值 ..... - 8 -
图 11、机构客户历年营业收入及在总收入占比 ..... - 9 -
图 12、机构客户历年税前溢利及在总税前溢利中占比 ..... - 9 -
图 13、港交所、权证牛熊证日均成交额及占比 ..... - 10 -
图 14、香港市场权证牛熊证成交总额 ..... - 10 -
图 15、市场 2012-2017 年孖展融资总额 ..... - 11 -
图 16、公司历年孖展总额及收入占比 ..... - 11 -
图 17、2017 年市场主要公司孖展总额排名 ..... - 12 -
图 18、2017 年主要公司孖展总额市占率 ..... - 12 -
图 19、公司财务成本率及孖展利率 ..... - 12 -
图 20、公司负债结构 ..... - 12 -
图 21、公司 ETNET 报价交易版 APP ..... - 13 -
图 22、公司网上美股交易平台界面 ..... - 13 -
图 23、IBest APP ..... - 14 -
图 24、公司网站 ..... - 14 -

图 25、企业融资历年收入及税前溢利 ....- 15 -
图 26、企业融资业务在营业收入及税前溢利占比....- 15 -
图 27、香港市场历年股票发行承销商及总额....- 15 -
图 28、历年发行机构市占率占比情况 ....- 15 -
图 29、海通国际历年股票发行承销总额及市占率....- 16 -
图 30、2017 年股票发行排名前 20 机构占比情况....- 16 -
图 31、海通国际历年 IPO 承销总额及市占率 ....- 16 -
图 32、2017 年 IPO 排名前 20 机构占比情况....- 16 -
图 33、香港市场债券及公司债发行规模 ....- 18 -
图 34、海通国际历年债券及公司债总承销规模....- 18 -
图 35、亚洲（除日本）G3 高收益债发行规模及承销商数量....- 18 -
图 36、海通国际亚洲（除日本）G3 高收益债历年总承销规模及市占率....- 18 -
图 37、股权债权融资及并购融资历年收入 ....- 20 -
图 38、并购融资在企业融资收入历年占比 ....- 20 -
图 39、公司历年参与港交所成交并购规模及市占率....- 20 -
图 40、2017 年参与港交所成交并购规模排名前 10 家公司 ....- 20 -
图 41、公司历年投资收益净额 ....- 21 -
图 42、公司历年资产管理规模 ....- 21 -
图 43、资产管理业务营业收入及同比增速 ....- 22 -
图 44、资产管理业务税前溢利及同比增速 ....- 22 -
图 45、公司投资业务资产分类 ....- 22 -
图 46、按公平值计入损益的财务资产种类 ....- 22 -
图 47、海通证券历年海外收入及同比增速 ....- 23 -
图 48、海通证券海外业务税前溢利及同比增速....- 23 -
图 49、2018H1 主要券商海外业务营收情况....- 23 -
图 50、2018H1 主要券商海外业务收入占总收入比例....- 23 -
图 51、2007 年高盛业务收入结构 ....- 25 -
图 52、2017 年及 2018 上半年高盛业务收入结构....- 25 -
图 53、2010 年海通国际业务收入结构 ....- 25 -
图 54、2017 年及 2018 上半年海通国际业务收入结构....- 25 -
图 55、公司历年营业收入及同比增速 ....- 26 -
图 56、公司历年归属股东净利润及同比增速....- 26 -
图 57、财富管理业务收入及同比增速 ....- 26 -
图 58、证券、期货期权买卖及经纪佣金收入....- 26 -
图 59、孖展融资总额及同比增速 ....- 27 -
图 60、孖展融资利息收入及同比增速 ....- 27 -
图 61、企业融资收入及同比增速 ....- 27 -
图 62、股权债权融资及并购融资占比 ....- 27 -
图 63、公司历年 ROE ....- 28 -
图 64、公司历年杠杆水平 ....- 28 -
图 65、历年公司 ROE-PB 水平 ....- 29 -
图 66、主要证券公司 PB 水平 ....- 29 -
图 67、主要证券公司港股 PB 水平....- 30 -
图 68、主要证券公司 A 股 PB 水平....- 30 -

表 1、公司经纪业务产品结构及范围 ....- 7 -
表 2、公司私人及高净值客户业务服务范围 ....- 9 -
表 3、公司认可的孖展比率 80%以上股票 ....- 13 -
表 4、主要中资券商在香港市场股票发行及 IPO 融资承销规模及排名 ....- 16 -

表 5、公司重要参与的融资项目 ..... - 17 -
表 6、2018 上半年主要中资券商债券承销规模及排名 ..... - 19 -
表 7、2017 年中资券商参与香港地区并购规模及市占率 ..... - 21 -
表 8、高盛国际化进程 ..... - 24 -
表 9、海通国际的国际化发展概略 ..... - 24 -
表 10、盈利预测 ..... - 29 -
表 11、券商行业估值表 ..... - 31 -
附表 ..... - 32 -

报告正文

1、公司基本情况

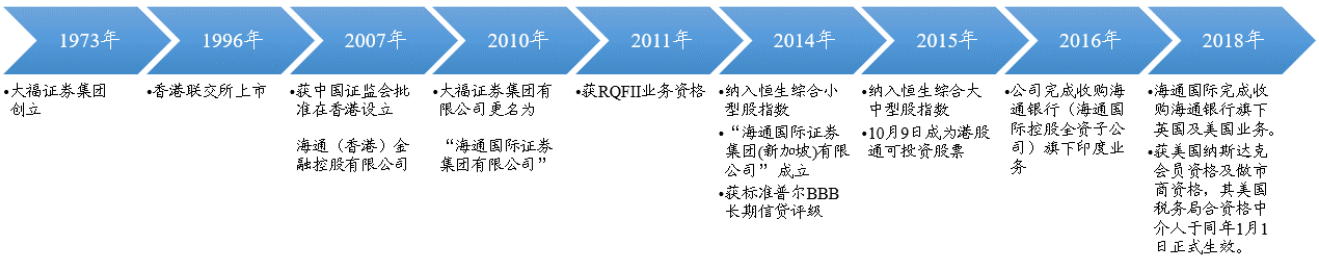
海通国际证券集团有限公司（简称：海通国际，股票代码：0665.HK）于 1996 年 8 月 6 日在香港联交所挂牌上市，母公司为海通证券股份有限公司（股票代码：600837.SH，6837.HK）。

海通国际为全球及本地企业、机构及零售、高净值客户提供包括企业融资、财富管理、资产管理、机构客户业务（主要包括固定收益及衍生产品、机构股票业务）、投资业务等全面金融产品及服务，目前已构建了覆盖香港、新加坡、纽约、伦敦、东京、孟买、悉尼等全球主要资本市场的金融服务网络。同时集团拥有稳健及国际标准的风险管理体系，以及穆迪 Baa2 及标准普尔 BBB 长期信用评级。

1.1、公司发展历程

海通国际前身是于 1973 年在香港创立的大福证券集团。公司于 1996 年 8 月 6 日在香港联交所上市。2007 年，海通证券获中国证监会批准在香港设立海通（香港）金融控股有限公司（后更名为海通国际控股有限公司）。2009 年，与新创建集团签署大福证券股权出售协议，并展开全面要约收购。2010 年 10 月 15 日，大福证券集团有限公司正式更名为“海通国际证券集团有限公司”。2011 年，海通国际成为首批获批开展 RQFII 业务资格的在港中资券商。2012 年底，海通国际成为全球唯一同时拥有 RQFII、QFII 及 RQFLP 资格的中资金融机构。2014 年，公司被纳入恒生综合小型股指数，首家海外公司“海通国际证券集团(新加坡)有限公司”在新加坡正式成立，获标准普尔授予 BBB 长期信贷评级以及采用自身独立评级发行美元债的中资券商。2015 年，公司被纳入恒生综合大中型股指数，同年 10 月 9 日成为港股通可投资股票之一。2016 年，公司完成收购海通银行（海通国际控股全资子公司）旗下印度业务。2017 年，公司首次获穆迪给予 Baa2 长期发行人评级，成为首家获穆迪独立评级的在港中资金融机构。2017 年 6 月，海通国际成为首家推出自主知识产权电子交易平台的在港中资券商。2018 年初，海通国际完成收购海通银行旗下英国及美国业务，完成全球金融市场布局，同年获美国纳斯达克会员资格及做市商资格，其美国税务局合资格中介人于同年 1 月 1 日正式生效。

图 1、公司发展历程



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、公司股东结构

截至 2018 年 5 月 11 日，海通证券股份有限公司全资持有海通国际控股有限公司（香港），同时海通国际控股有限公司（香港）合计持有海通国际证券集团有限公司 63.08%之股份，为公司第一大股东，其他 36.92%之股份由公众持有。

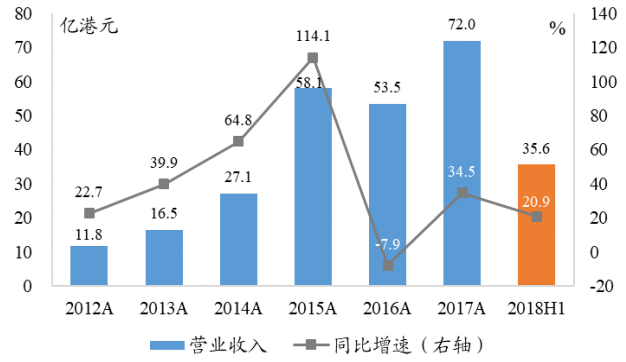
图 2、公司股权架构

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、公司运营情况概览

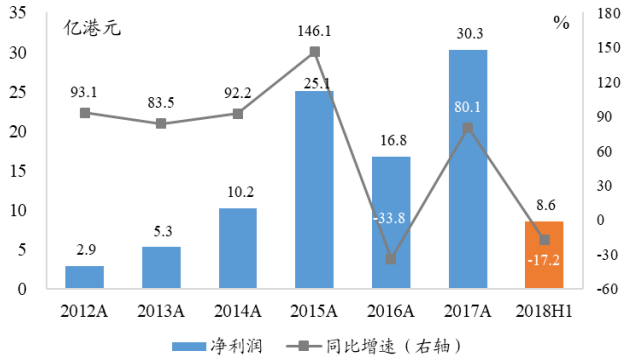
2012 年至 2017 年，公司主营业务收入实现年复合增长率 43.6%。公司归属股东净利润从 2012 年的 2.9 亿港元上升至 2017 年的 30.3 亿港元，实现年复合增长率 59.9%。截至 2018 年 6 月 30 日，公司 2018 年上半年实现营业收入 35.59 亿港元，同比增长约 21%；受权益法入账投资下降及融资成本上升的主要影响，公司同期归属股东净利润为 8.59 亿港元，同比下降约 17%。

图 3、海通国际历年营业收入及同比增速



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、海通国际历年归属股东净利润及同比增速



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

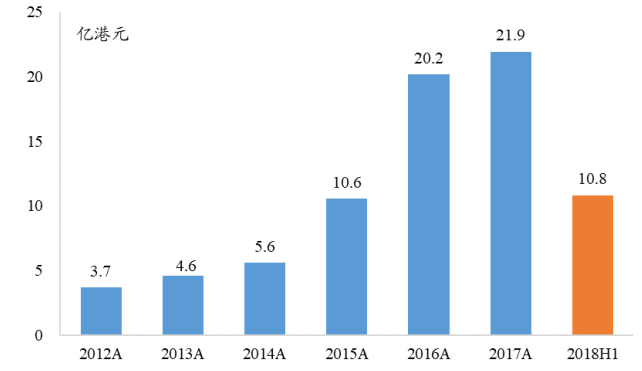
财富管理业务及企业融资是公司主要收入来源。2018 年上半年，财富管理业务营业收入占总收入的 30.4%；企业融资业务实现营业收入占总收入的 21%。在税前溢利方面，上述两项业务 2018 年上半年占比分别为 40.9%及 51.6%。

2、业务结构优化，财富管理业务多元

财富管理业务主要向零售及高净值客户提供全面的金融服务和投资解决方案，提供的服务包括证券、期货、期权及贵金属合约经纪及买卖服务、杠杆外汇交易、场外交易产品和风险管理工具销售、投资顾问服务、理财策划服务、保险产品和投资基金分销服务及托管服务，以及向客户提供证券保证金融资。

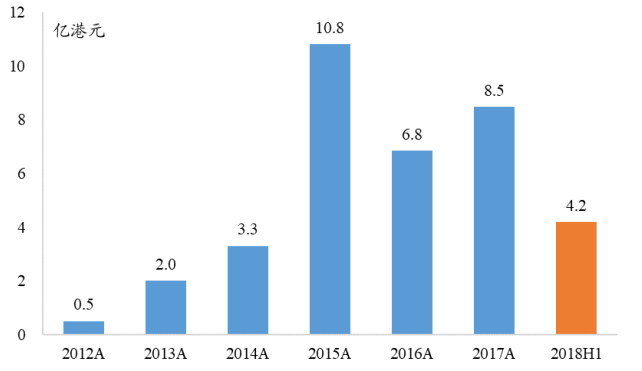
公司财富管理业务营业收入 2012-2017 实现年复合增长率 42.8%。2018 年上半年，受市场环境影响，公司财富管理业务营业收入同比下降 2.9%；税前利润同比下降 5.7%。公司财富管理业务已形成以经纪业务为基础、涵盖私人财富管理及超高资产净值财富管理体系。海通国际客户从 2010 年收购大福证券时的 12 万客户发展到目前近 20 万名全球机构及个人客户。

图 5、财富管理历年营业收入



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、财富管理历年税前溢利



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

2.1、产品结构合理，业务多元

公司传统经纪业务在 2017 年已升级转型为财富管理业务。目前，公司可为客户提供更加多元化的场外产品(OTC)及第三方产品（包括债券投资服务、股票挂钩票据、结构性产品投资及基金等）以满足专业投资者的不同投资需求；期货及期权交易覆盖了香港本地及海外市场的多类型期货期权产品；孖展融资业务居市场领先水平，发展稳健，是财富管理业务的重要的收入来源。

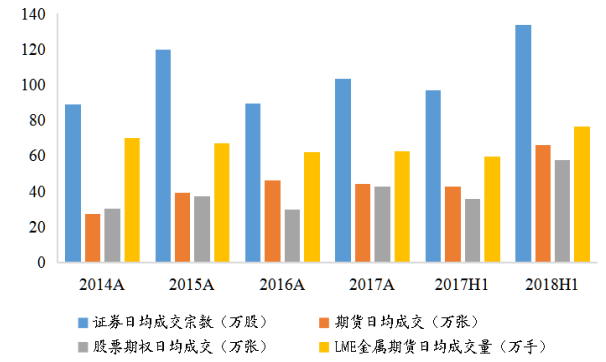
表 1、公司经纪业务产品结构及范围

业务类型	范围
环球及香港交易所产品交易服务	海通国际提供全面的香港及环球交易所产品交易服务。可供选择的投资产品包括环球证券及衍生产品、股票借货沽空服务、香港及海外期货及期权产品等
证券保证金融资服务和新股认购	海通国际提供证券和新股认购融资方案，并提供优惠保证金利率计划
场外产品投资服务	海通国际提供多元化场外产品（OTC）投资服务，包括债券投资服务、股票挂钩票据（ELN）、结构性产品投资、基金等
债券	海通国际提供多功能的外汇、黄金、白银交易平台、优惠的买卖差价及高杠杆比率效益
网上及流动交易平台	海通国际提供稳定、安全、高效的网上及流动交易平台

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

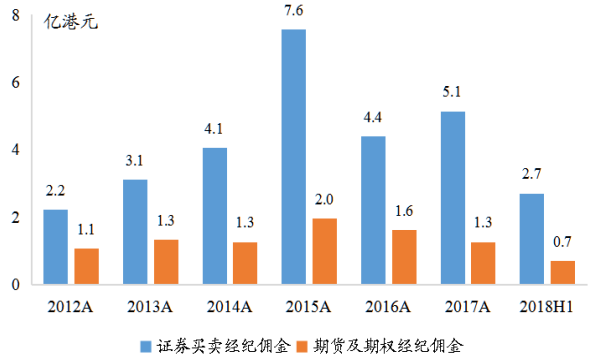
由于佣金费用是按每年公司成交总额来收取，而券商每年交易总额多少是由整个市场交易量所决定，所以每年市场的成交量情况会直接反映在佣金收入上。2018年上半年，港股市场成交活跃，日均成交额较2017年上升49.6%。2011-2013年证券及期货期权业务收入是海通国际总经纪业务的主要收入来源。2018年上半年香港市场整体交易活跃。2018H1，公司证券买卖及经纪佣金收入2.7亿港元，同比上升了15.4%。

图7、香港证券、期货期权交易历年日均交易数据



资料来源：港交所，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、公司历年经纪佣金收入

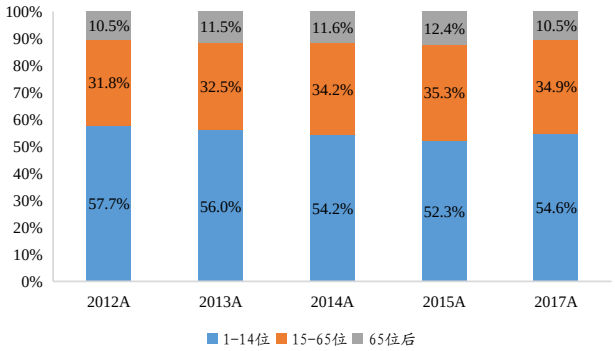


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

从香港市场情况看，头部券商效应明显，少数公司占据了大部分港股市场的总成交额。2012-2017年排名前14名的公司共占据超过55%的市场份额，15-65名共占约35%的市场份额，剩下400多家公司则占10%左右份额。这说明整个香港市场前2%的券商常年占据50%以上的市场份额，同时排名前10%的券商则占据了80%-90%的市场份额，集中度较高。

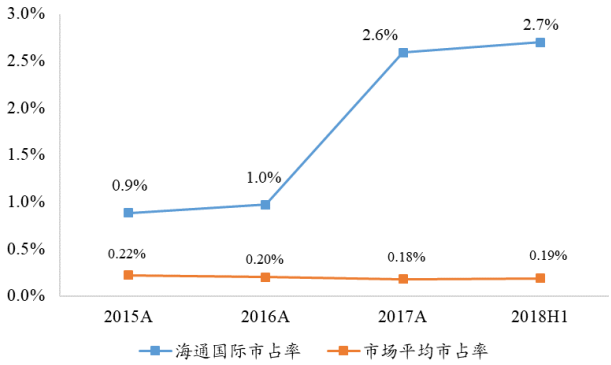
港交所每年持牌法团数量维持在450-550区间。我们用每年港股市场总成交额/每年持牌法团数量来计算其市场平均成交额占有率。市场平均成交额占有率历年均在0.2%上下波动。我们用海通国际日均成交额与港交所日均成交额估算，可知公司市占率自2016年的1.0%开始快速提升至2018年上半年的2.7%，居在港上市中资券商首位。

图9、市场整体总成交额市占率情况



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图10、公司历年总成交额市占率与市场均值



资料来源：港交所，兴业证券经济与金融研究院整理

随着香港经纪业务市场中陆续有参与者推出超长期免佣金优惠或特地固定佣金措

施，公司为提升竞争力和提高客户的黏着度，公司进一步提供私人财富管理及高端客户管理服务。公司成立了高净值客户团队及，超高资产净值财富管理团队，分别为资产净值达一百万美元以上的客户及投资资产净值达一千万美元以上的客户提供财富管理服务。截至 2018 年 6 月 30 日，公司高净值（客均平均资产 0.2 亿港元）及超高净值客户（客均平均资产 5.3 亿港元）数目共为 2,229 名，其中有 90 位客户为新开户。

表 2、公司私人及高净值客户业务服务范围

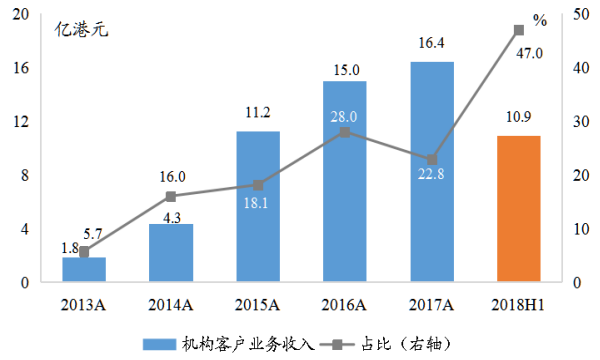
业务类型	范围
固定收益	包括投资级别债券、高息债券及现金票据
结构性产品	高度定制化：根据客户具体需求及风险偏好进行贴身设计；提供不同类型的结构化产品，包括保本型产品、收益增强产品、参与型产品及杠杆性产品等
证券	提供全球证券交易服务，配合高效可靠的交易平台和专业分析工具
基金	投资范围包括定息基金、均衡基金、高息基金及另类基金等
杠杆投资/融资	设计专属及特殊的融资方案

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、机构客户增长快速

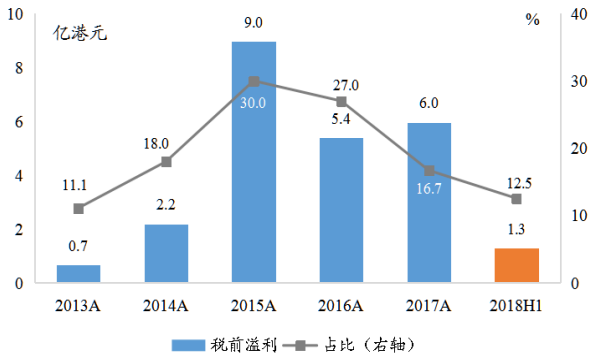
除了为私人及高净值客户服务外，公司近年重点发展机构客户业务。截至 2018 年 6 月 30 日，公司为超过 40 个国家及地区的机构投资者提供服务，其中，亚太地区、美国、欧洲占比分别为 62%、16%及 9%。公司主要向全球机构投资者提供全球主要金融市场的现金股票销售交易、大宗经纪、股票借贷、股票研究、投融资解决方案，以及固定收益产品、货币及商品产品、期货及期权、交易所买卖基金及衍生产品等多种金融工具的发行和做市业务，服务范围较零售客户更为广泛。2012 年公司机构客户交易量占总交易量同比上升 20%，2014 年后公司机构客户迅速发展。公司机构客户营业收入从 2013 年的 1.83 亿港元上升为 2017 年的 16.42 亿港元，年复合增长率约为 173%，在公司营业收入中占比从 5.7%上升为 22.8%。2018 年上半年，公司机构客户业务收入 10.9 亿港元，较 2017 年同期的 7.4 亿港元增长 47.0%。

图 11、机构客户历年营业收入及在总收入占比



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、机构客户历年税前溢利及在总税前溢利中占比



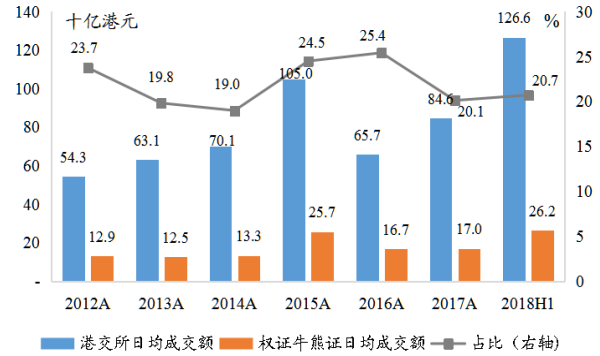
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

海通国际机构客户业务主要为投资者提供固定收益、外汇及商品（FICC）、股本业务、以及股票衍生品业务。固定收益业务方面专注发展债券做市业务，包括人民币点心债及及美元计价的投资级别、中国信用债券等。2017 上半年，公司做市平台于年内在亚太地区全面成熟，目前亚洲美元债券做市交易已经覆盖了整个亚太地区超过 1,300 支投资级和高收益债券，活跃交易客户多达 500 多家。在外汇及商品业务上，公司为客户提供给策略分析及衍生品方案设计；公司于 2014 年 12 月正式成为港交所指定的首批伦敦铝/锌/铜期货小型合约做市商，为人民币计价的伦敦铝/锌/铜期货小型合约提供做市服务；2017 年，海通国际在外汇和商品期货业务的电子化交易不断实现突破，是首家、也是唯一一家香港交易所人民币兑美元期权和人民币计价黄金期货两项产品的连续流动性提供商。

在股票衍生品业务方面，公司交易品范围从股票扩大到期权，成为香港市场最大的 RQFII 及 ETF 做市商之一，2014 年交易量占香港市场的 20%，2015 年成为香港最大的 ETF 做市商。除提供个股期权做市服务及窝窝轮、牛熊证发行业务，公司亦为客户提供场外投融资方案，包括 Alpha 策略、Beta 风险对冲、公司融资策略、公司股份回购及多种结构性产品。

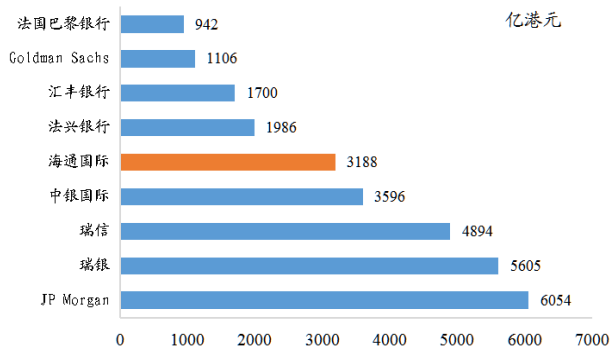
海通国际在个股衍生品中的窝轮及牛熊证发展速度加快。目前香港市场仅 13 家机构可进行牛熊证交易，海通国际是两家中资券商之一，另一家是中银国际。目前公司窝轮发行总额为 695.6 亿份，在香港 13 家窝窝轮发行商中排名第三位，排名仅次于摩根和高盛。权证牛熊证在香港市场一直都有较高的活跃度，从整港交所日均成交总量来看，2012-2017 年权证牛熊证总成交额在整个港交所总量中占比在 19%-26%之间，是市场交易的重要组成部分。在 2017 年市场权证牛熊证成交总额中，摩根大通排名第一，成交量为 6,054 亿港元，海通国际位列第五名，成交量为 3,188 亿港元。可以看出，中银国际和海通国际不仅是少数的进行牛熊证交易的机构，而且也是成交量排名靠前的中资券商。

图 13、港交所、权证牛熊证日均成交额及占比



资料来源：港交所，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、香港市场权证牛熊证成交总额



资料来源：港交所，兴业证券经济与金融研究院整理

公司除提供股票衍生品做市服务外，亦提供股票研究的服务。截至到 2018 年，，提供六大市场（香港、内地、日本、韩国及印度）近 500 支上市公司深度研究和 400 多小市值公司覆盖。2018 上半年，公司分析师参与全球路演与会议 1,914 场。在汤森路透 2017 年全球分析师评选中，海通国际日本地产行业分析师排名第一，

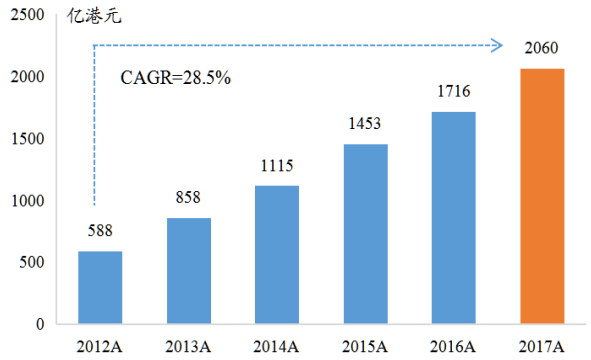
《亚洲货币》（Asia Money）2017 年分析师大奖中，印度保险分析师获全球第一排名。

2.3、控制孖展业务风险，进一步优化融资结构

海通国际财富管理业务收入从 2011 年的以证券买卖佣金收入为主转为目前以保证金融资利息收入为主。2014 年 11 月 10 日，中国证监会与香港证监会发布《启动沪港股股票交易互联互通机制试点》公告，宣布沪港通于 2014 年 11 月 17 日起正式实施；继沪港通后，2016 年 12 月 25 日，中国证监会与香港证监会宣布深港通于 2016 年 12 月 5 日起正式实施。沪港通及深港通的实施加强了内地与香港市场的互联互通，政策上的利好刺激了市场交易量的增长，同时带动了投资者融资热情和香港孖展业务的发展。

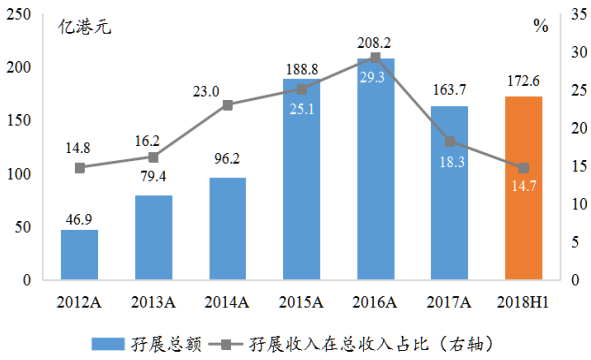
受整体香港市场融资情绪影响，海通国际孖展业务也取得了快速发展。公司孖展融资余额从 2012 年的 46.9 亿港元上升到 2017 年的 163.7 亿港元，年复合增长率为 28.4%。其中，受 2014 年底沪港通实施政策影响，海通国际 2015 年孖展总量迅速扩大，同比增速达到 103.6%。2014 年起，公司大力发展孖展融资任务并将其并入经纪业务中。当年，公司经纪业务收入同比增长 89.6%。2017 年起，公司主动控制孖展业务风险，降低业务规模。2018 年上半年，公司孖展融资实现收入 14.93 亿港元，占公司总营业收入的 14.7%，仍有占据较为显著的位置。

图 15、市场 2012-2017 年孖展融资总额



资料来源：香港证监会，兴业证券经济与金融研究院整理

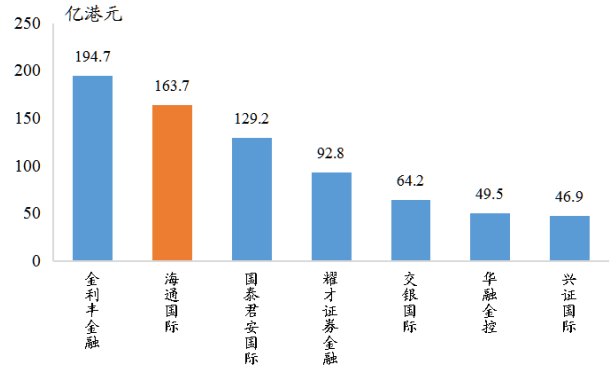
图 16、公司历年孖展总额及收入占比



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

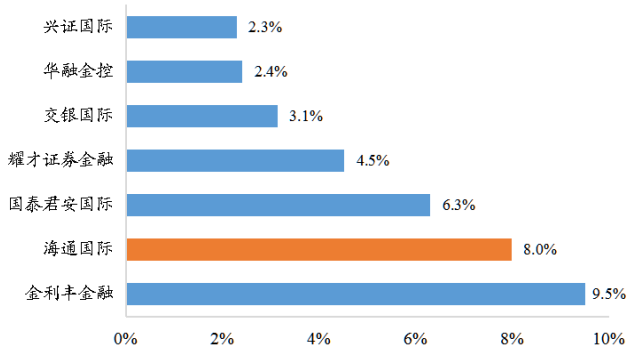
2017 年，前 20 家主要孖展融资额提供者占到香港市场总融资额的 75%，排名的 7 家公司孖展总额约为 740.9 亿港元，总市占率 36%。2017 年海通国际市占率排名第二，为 7.68%，排名第一的金利丰金融市占率为 9.5%。根据香港融资市场市占率，排名前 7 位公司中有 4 家是中资券商。2017 年香港证监会披露融资总额排名前 20 名公司的数据中，海通国际位列第二，在中资券商中则排名第一。

图 17、2017 年市场主要公司孖展总额排名



资料来源：香港证监会，兴业证券经济与金融研究院整理

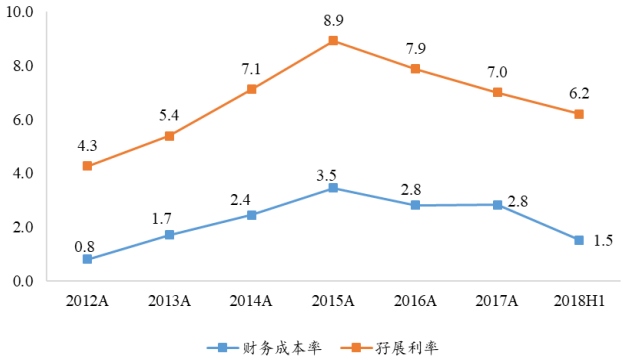
图 18、2017 年主要公司孖展总额市占率



资料来源：香港证监会，兴业证券经济与金融研究院整理

海通国际用自有资金来提供孖展融资服务，除公司本身所有的现金外，自有资金中产生利率的来源包括公司的银行贷款及其他借贷、已发行的债务证券等。2017 年，公司产生财务成本的银行贷款及其他借贷负债为 321.9 亿港元，占比 66.8%；已发行的债务证券负债为 159.7 亿港元，占比 33.2%。在财务成本总支出中，银行贷款及其他借贷产生利息 10.5 亿港元，占财务支出的 63.4%；已发行的债务证券利息支出 6.1 亿港元，占比 36.6%。银行贷款仍是公司主要的融资渠道。

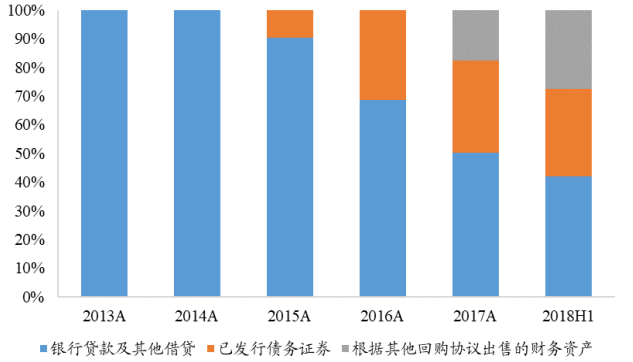
图 19、公司财务成本率及孖展利率



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院计算与整理

**注：财务成本=财务费用/公司负债两年均值*100%*

图 20、公司负债结构



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

考虑到孖展融资本身存在一定风险，且此前内地证监会曾出台措施限制内地融资融券业务，部分券商在 2017 年调整孖展融资结构来应对未来香港证监会可能会出台的政策。为控制孖展融资风险，公司实行了更谨慎的借贷政策，给予融资的股票将主要转为质素较佳的大盘股，同时根据不同股票设置分级融资比率标准，通过改善股票组合及严格管理来降低潜在风险。管理层认为在 2017 年公司孖展业务调整已基本完成，之后若出出台相关政策，对公司影响也较为有限。

表 3、公司认可的孖展比率 80%以上股票

股票代号	公司名称	股票孖展比率
86602	国债一七零六-R	95%
5	汇丰控股	80%
857	中国石油	80%
941	中国移动	80%
2811	海通沪深三百	80%
3188	华夏沪深三百	80%
4228	政府债券一八零八	80%
4231R	政府债券一九零六	80%
82811	海通沪深三百	80%

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、借科技之东风，提供优质客户服务

海通国际在利用线下分行网点给投资者提供报价及交易服务外，还积极开展网上交易平台，与亚洲其他券商合作，范围覆盖海外投资者，建立线上线下配合机制。投资者在个人电脑网页浏览器登陆公司网上交易平台便可线上买卖港股、B 股及美股，平台还为投资者提供成交实时报价及 A+H 股行情速递，并整理上市公司资料及图表分析供投资者参考。同时公司专门开设了网上美股交易平台，提供买卖美股港股服务。公司开设了“证券至尊宝”、“海通国际（ETNET) 报价交易版 APP”配合交易平台使用，同时建立了程式化交易团队，搭建了集团首个 ETF 做市交易平台，致力于为投资者提供更为全面及便捷的服务交易平台。公司开设了“海通国际 SP Trader Pro HD 流动版期货交易 APP”配合期货期权网上交易平台使用；建立了“淘金宝”贵金属交易系统（MT4）为投资者免费提供贵金属实时报价，买卖服务由 iBest Bullion Limited 提供。

图 21、公司 ETNET 报价交易版 APP

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 22、公司网上美股交易平台界面

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

海通国际大力推进本公司智能平台及大数据平台建设及深层覆盖，打造安全的信息技术综合运用能力。同时 IBest Financial Group Limited (“IBest”)作为海通国际旗下子公司及一间专业的中介公司，配合母公司业务，为投资者提供快捷的港股及牛熊证交易、网上孖展认购新股、贵金属行情交易、24 小时财经资讯等服务。

图 23、IBest APP

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理　　资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

在公司官网上，客户可以了解到市场快讯及专业分析，公司还为客户开设了投资讲座。此外，公司还开通了针对不同投资者的 24 小时客户服务热线，香港客户热线 852-3583-3388、国内客户热线 755-8266-3232、交易热线 852-2213-8333 及投诉热线 852-2801-6128，可以即时对话联络客户服务主任，或者电邮 csdept@htisec.com。客户也可以写书面意见寄到公司，海通国际会于两个工作日内做出回应，并告知调查有关事件所需时间，全方位地为客户提供人性化及优质服务。

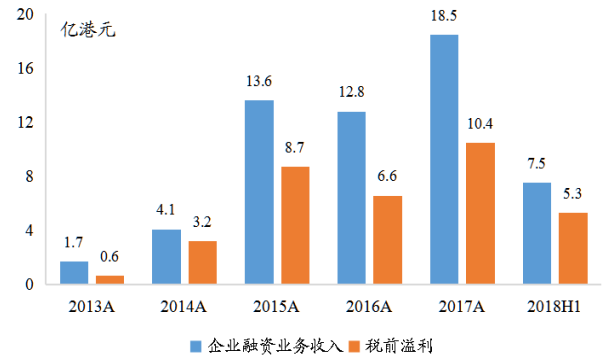
图 24、公司网站

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

3、传统券商向全能型投行转型，融资并购全面开花

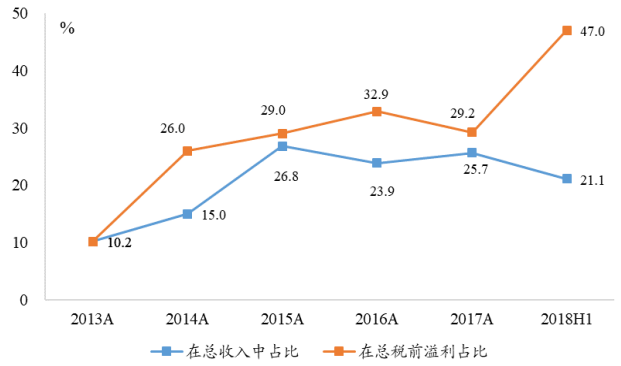
在发展财富管理业务同时，海通国际逐渐转变公司定位，将以传统的经纪收费型业务为主转向重点发展企业融资的投行业务。公司致力于成为泛亚地区的领先投行，不断发展扩大融资服务范围。2013-2017 年公司企业融资业务快速发展，营业收入从 2013 年的 1.7 亿港元上升至 2017 年的 18.5 亿港元，实现年复合增长率 82.07%，公司企业融资业务营业收入在整个公司业务收入占比由 2013 年的 10.2% 上升为 2018 年上半年的 21.1%。

图 25、企业融资历年收入及税前溢利



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 26、企业融资业务在营业收入及税前溢利占比



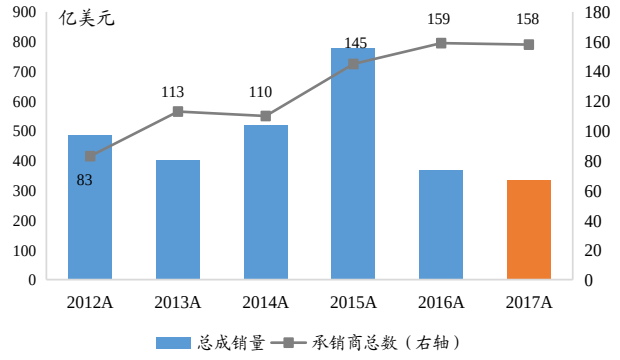
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

3.1、股权、债权融资同步发展，市场占比位于前列

投资银行业务主要包括证券承销、证券交易、兼并收购、资金管理、项目融资、风险投资及信贷资产证券化等。其中，证券承销包括股权融资（IPO+再融资）及债券融资。海通国际作为母公司海通证券开拓香港市场的重要途径，其重点便是满足中资企业在香港的需求。

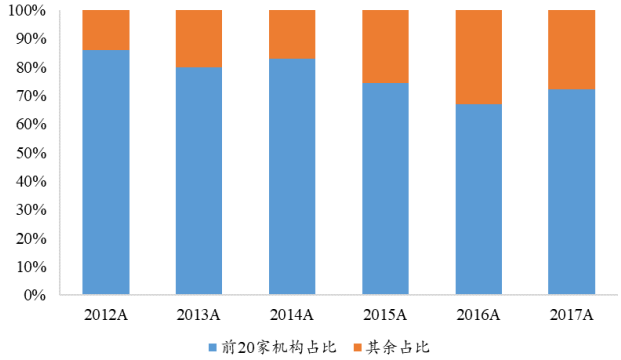
近年整个香港市场股票融资总额维持在 335-780 亿美元，2015 年达到峰值 778 亿美元，且每年总的股票承销商数量在不断增加。同时发行机构的市场份额集中度较高，排名前 20 家机构占据了整个市场的绝大部分，占比 67-86%之间，2015 年后承销商数量的增长使得此比例有所下降，但仍维持在 65%以上。

图 27、香港市场历年股票发行承销商及总额



资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

图 28、历年发行机构市占率占比情况



资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

从 2017 年香港市场整股票发行及 IPO 融资来看，外资机构市场份额更大。2017 年排名第一的摩根士丹利股票发行总承销规模占 16.4%， 比第二名的高盛高出近乎一倍，且排名前 6 位均为外资机构。但随着近年香港市场对内地机构政策的放松，中资券商在香港迅速崛起，打破了外资机构在香港市场的绝对垄断地位。2017 年，股票发行总承销规模排名前 20 位中资券商占到 11 家，而在 IPO 承销总规模中占到 9 家。中资券商目前正处于高速发展阶段，呈现出努力赶超外资机构势头。

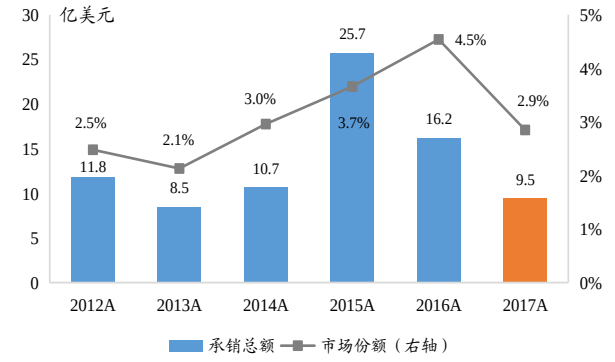
表 4、主要中资券商在香港市场股票发行及 IPO 融资承销规模及排名

中资券商	2017 年 IPO 承销规模（百万美元）	市占率（%）	排名
中金公司	966.68	5.93	2
招商证券	940.45	5.77	3
中国银行	729.28	4.48	7
海通国际	677.45	4.16	8
中信证券	429.18	2.63	14
广发证券	319.28	1.96	17
中信建投	313.48	1.92	19

资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

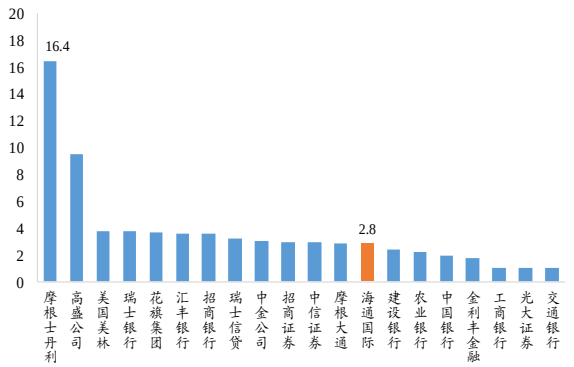
海通国际在香港市场证券发行量中排名 10 位左右，且是少数排名进入到前 20 的中资券商。2015 年在所有机构中排名第四位，在中资券商中排名第二位，市场份额占比达到 4.54%。2017 年，海通国际香港 IPO 发行数量排名第二。

图 29、海通国际历年股票发行承销总额及市占率



资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

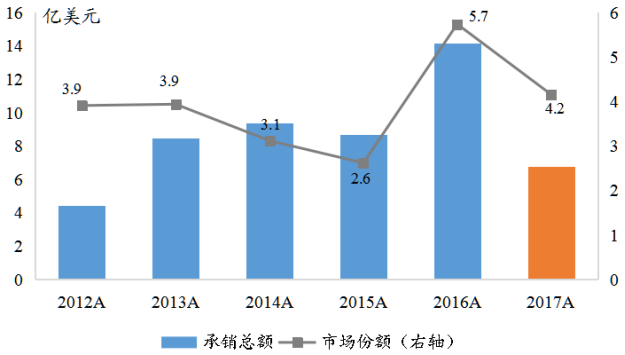
图 30、2017 年股票发行排名前 20 机构占比情况



资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

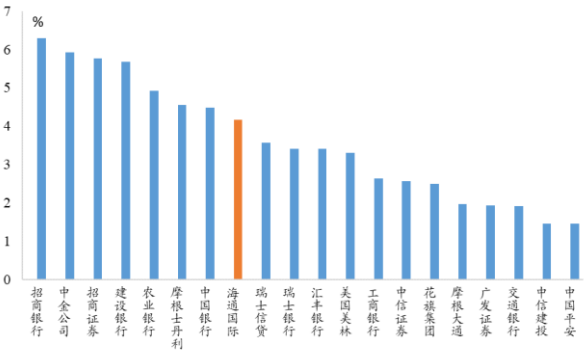
整体股票发行总额上升的同时，海通国际在香港市场的 IPO 承销中也表现不俗。2013 年公司 IPO 融资规模同比增长 88%，承销总额 8.5 亿美元，其中 6 宗为超大型的融资项目；2012-2014 年累计三年 IPO 发行数量位居香港市场首位；2016 年公司 IPO 承销数量及承销规模在香港市场所有机构中位列第一，成交总额为 14.2 亿美元，市场份额 5.74%，承销了 23 个发行项目。从 2017 年 IPO 排名来看，海通国际排名第 8，IPO 承销数量在香港投行中位列第二（第一为摩根士丹利）。

图 31、海通国际历年 IPO 承销总额及市占率



资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

图 32、2017 年 IPO 排名前 20 机构占比情况



资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

股票配售方面，海通国际承销发行数量与融资规模也稳步上升。2015-2017 年稳居所有机构前 10 位。2015 年，公司共计完成配售供股等股份增发项目 36 个；2017 年位列第四，承销总规模为 1.4 亿美元。海通国际积极参与 IPO 及再融资项目，担任主承销商、保荐人、全球协调人及帐簿管理人等多种角色。同时公司在 IPO 项目承销时也注重加强在几个重点行业如金融、生命科学及医疗健康等的承销能力。2013 年，公司承接母公司海通证券 9 亿美元的信用增强债券发行项目，担任全球协调人角色，此项目是中国证券公司在海外发行的规模最大的美元债项目；2016 年保荐兴证国际在香港上市；2017 年作为主承销商参与恒大美元债的发行，此项目创造了中资地产债券最大发行规模记录。

2018 年 6 月份，海通国际协助中国企业朴新教育在纽约交易所完成了首次公开发行，据《证券时报》报道，该项目融资规模达 1.22 亿美元。该项目是海通国际的首单美股 IPO 项目，其标志着公司正式涉足美国一级股权融资市场，也是公司实现国际化的重要一步。

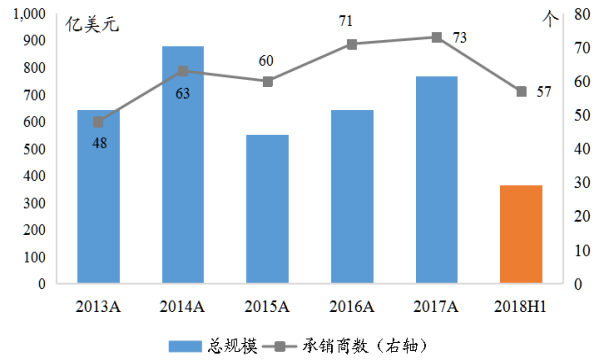
表 5、公司重要参与的融资项目

时间	项目	具体内容	角色
2010 年	保荐新疆金风科技股份有限公司于香港主板上市	公司是中国主要的风力发电机制造商，此为 2010 年第二大香港 H 股首次公开招股项目	保荐人
2013 年	承接海通证券 9 亿美元的信用增强债券发行项目	此项目为 2013 年亚太地区由中国非银行金融机构发行的最大规模债券，也是迄今为止中国证券公司在海外发行的规模最大的美元债券项目	全球协调人
2015 年	完成了联想控股，青岛银行，中国铁路通信信号机郑州银行等知名公司首次公开发行	IPO	主承销商
2016 年	兴证国际首次公开发行项目	是首个中资证券集团境外子公司分拆上市项目	保荐人
2016 年	中国邮政储蓄银行及浙商银行 H 股首次公开发行	IPO	保荐人、全球协调人及帐簿管理人
2017 年	储蓄银行境外优先股发行	创下 S 条列下亚洲最大发行规模记录	主承销商
2017 年	恒大美元债发行	创造了中资地产债券的最大发行规模记录	主承销商
2018 年	协助中国企业朴新教育在纽约交易所完成了首次公开发行	完成首单美股 IPO	主承销商

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

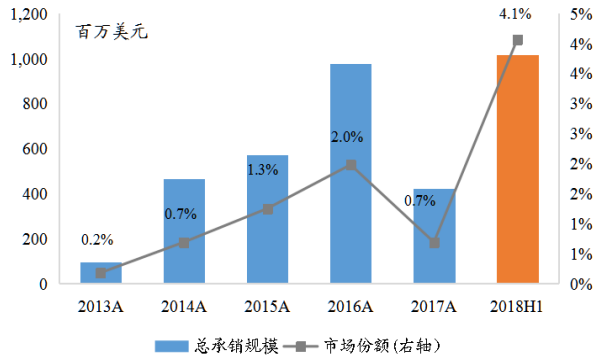
股权融资承销快速发展的同时，海通国际在债券融资承销业务上实力也不断增强。从整个香港市场的债券融资规模来看，融资规模每年呈现不断波动趋势，对于海通国际来说，其承销规模则整体呈上升趋势：2013 之后不断增长，在 2016 年承销规模为 9.8 亿美元，在经历 2017 年短暂下降之后，2018 年上半年的总承销规模为 10.2 亿美元，高处于 2017 年全年承销总量；市场份额占比也不断上升，到 2018 年上半年市占率为 4.07%，在所有金融机构中排名第五位。

图 33、香港市场债券及公司债发行规模



资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

图 34、海通国际历年债券及公司债总承销规模

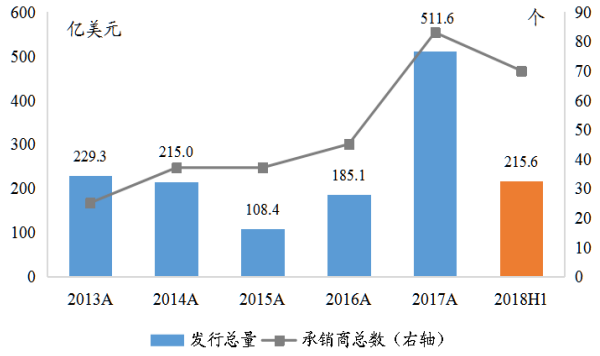


资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

在整体债券承销中，亚洲（除日本）G3 高收益债（美元、欧元和日元债）是近些年快速上升的品种。2007 年，亚洲（除日本）G3 高收益债发行金额仅 62.3 亿美元，承销商仅 18 家，全部为国际大行；在 2013 年发行总额为 229.3 亿美元，承销商人数为 25 家。2017 年亚洲（除日本）G3 高收益债迎来高速上升的一年：全年总发行规模为 551.6 亿美元，同比增长 176.5%，承销商总量为 83 家，较 2007 年有着明显增加。

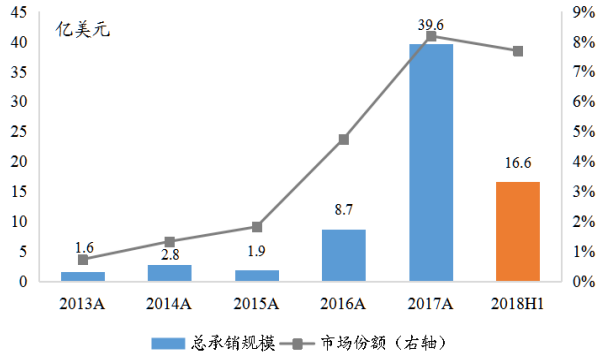
海通国际的承销规模与整个市场一同发展，2013 年承销总额 1.62 亿美元，2017 年这个数字为 39.56 亿美元，年复合增长率为 222.9%，承销数量为 45 家，市占率 8.18%。2013 年海通国际在所有金融机构中排名 19; 2017 年则位列所有机构第一，打破了之前外资机构的垄断地位（排名第一：2013 年德意志银行；2014 年花旗集团；2015 年渣打银行；2016 年的德意志银行）。同时从目前 2018 年上半年最新数据来看，海通国际依然在所有机构中位列第一，总承销规模为 16.59 亿美元，承销数量 38 家，同时中资券商 2018 年上半年表现良好，排名前 10 家机构中，中资券商占了 4 家，其中海通国际位列第一。

图 35、亚洲（除日本）G3 高收益债发行规模及承销商数量



资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

图 36、海通国际亚洲（除日本）G3 高收益债历年总承销规模及市占率



资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

在中国离岸债券发行承销上，海通国际也位列市场前列。2017 年海通国际承销总额首次进入前 10 位，总承销量 67.3 亿美元，承销数量 84 家，占比 3.01%。2018 年上半年公司总承销规模 29.01 亿美元，排名第五位，承销数量 54 家，占比 3.34%。

从承销规模来看，2018 年排名前 10 位的有 3 家中资券商，前 20 位有 5 家，其中中国银行在 2017 年及 2018 年上半年中均位列第一，中资券商不仅在股权融资承销业务上快速发展，在债券融资承销业务中也展露锋芒，打破外资机构的主导和垄断地位。

表 6、2018 上半年主要中资券商债券承销规模及排名

中资券商	亚洲（除日本）G3 高收益债承销规模（亿美元）	市占率（%）	排名	中国离岸债券承销规模（亿美元）	市占率（%）	排名
海通国际	16.58	7.69	1	29.02	3.34	5
国泰君安	14.74	6.84	2	20.13	2.32	15
中信银行	10.38	4.81	5	24.98	2.88	9
中国银行	7.58	3.52	9	67.61	7.78	1
工商银行	-	-	-	35.15	4.05	3
东方证券	6.36	2.95	14	-	-	-
中信证券	5.68	2.63	15	-	-	-
兴业证券	5.36	2.49	17	-	-	-

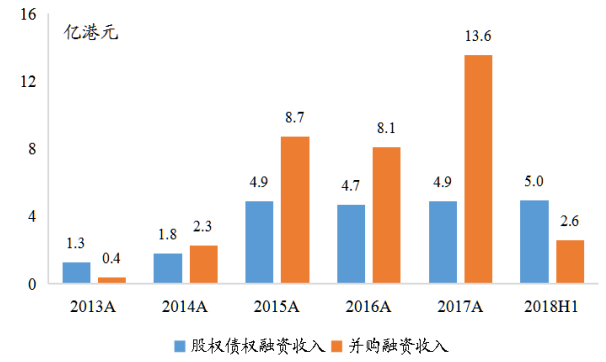
资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

公司在提升整体债券融资承销规模的同时，还不断扩大债券融资业务的范围。除上述提到的亚洲（除日本）G3 高收益债及中国离岸债券外，海通国际还积极参与亚洲（除日本）G3 货币债券和投资级债券的融资。2015 年公司债券融资实现人民币债，美元债及欧元债等离岸债券品种的全覆盖，完成债券承销 27 个，参与了上海电气，海航旅游等市场知名的债券发行项目；2017 年债券融资一共实现 110 个债券发行项目，其中中国离岸债券发行市场承销量和金额在全球投行中排名第一和第三，同时在亚洲（除日本外）美元高收益债券排名中承销量和金额位列全球金融机构第一。目前公司的债权融资业务承销项目在不断增加，同时实现了更广范围的债券品种覆盖，为更多企业提供全方位的债权融资服务。

3.2、企业并购业务快速发展，为企业融资贡献更多收入

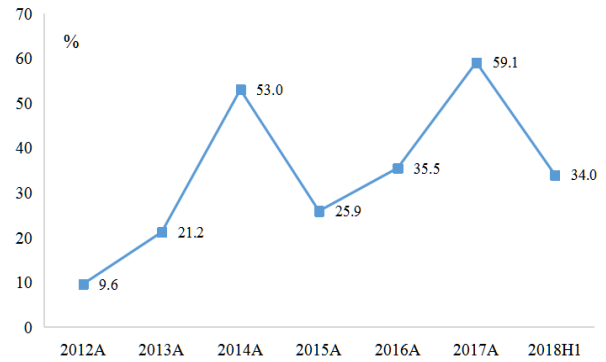
海通国际除发展基础股权及债权融资承销外，近年也更加注重为企业客户提供收购兼并、资产重组等服务。并购融资收入主要由提供并购融资解决方案获取利息收入及收购项目中以投资方式提供融资获取收益两方面构成。2012 年，海通国际企业并购融资收入为 0.45 亿港元，占整体企业融资的 9.6%；2018 年上半年，并购融资收入为 2.6 亿港元，在企业融资收入占比为 34.0%。

图 37、股权债权融资及并购融资历年收入



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

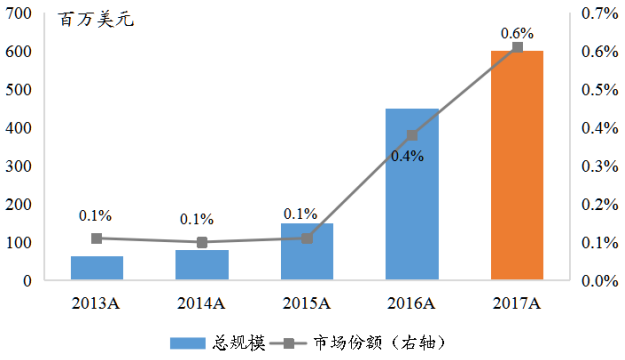
图 38、并购融资在企业融资收入历年占比



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

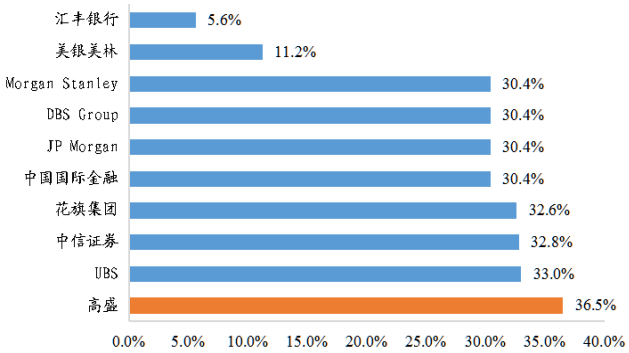
从整体参与并购情况来看，外资在参与并购中占据主导和垄断地位。2017 年参与港交所总规模排名前 10 家的公司均为外资机构，且 10 家公司占据了市场 62.08%的份额，占据垄断地位，其中两家公司市占率超过 10%：排名第一的高盛市场份额为 12.13%，第二位瑞银集团 11.19%。

图 39、公司历年参与港交所成交并购规模及市占率



资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

图 40、2017 年参与港交所成交并购规模排名前 10 家公司



资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

海通国际参与并购的数量和规模不断上升。公司 2013 年参与港交所香港地区企业并购规模 0.63 亿美元，负责并购项目 3 个，市场份额 0.11%，排名第 52 位；2016 年总规模 4.49 亿美元，其中 Mergermarket 统计数据显示，海通国际以香港上市公司为标的并购交易中交易数量完成 6 项，排名第一交易金额排名第八，并当年获《并购国际》“最佳并购顾问大奖”；2017 年公司参与总规模上升至 6.02 亿美元，参与项目 12 个，市场份额 0.61%，排名上升至 29 位。2017 年中资券商并购规模中，海通国际排名第二，第一为华泰证券，中国银行在所有中资机构中排名第一。公司在提升并购规模时不断扩大并购服务范围。公司服务本本地及跨境业务并专注消费，金融，能源，医疗等多个领域，同年完成多项大型跨境并购业务，帮助境内客户将业务布局延伸到欧洲及北美洲等地。同时公司以“走出去”和“一带一路”政策为导向，为不同类型的中国企业提供“一站式”跨境并购服务。

表 7、2017 年中资券商参与香港地区并购规模及市占率

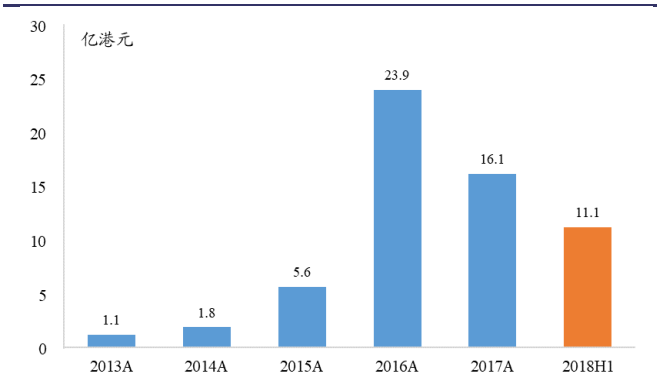
中资券商	规模（百万美元）	市占率（%）	排名
中国银行	990.04	1	24
华泰证券	779.39	0.79	27
海通国际	601.58	0.61	29
中国建设银行	493.61	0.5	32
中国民生银行	400.55	0.4	35
西南证券	201.28	0.2	39
中国银河金融控股	179.9	0.18	40

资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

4、稳健开展资产管理及投资业务

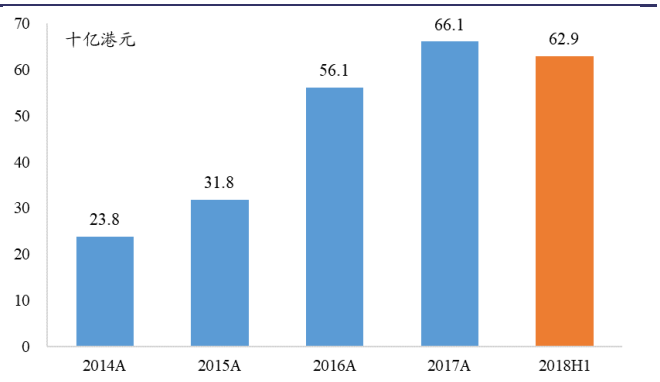
公司经营投资业务及资产管理业务。公司损益表中的投资收益不直接对应投资业务的收入。公司主要通过旗下 PE 业务开展投资业务，目前投资项目包括已在美国上市的朴新教育、蔚来汽车、香港上市的小米，以及尚未上市的标的。资产管理业务方面，截至 2018 年 6 月 30 日，资产管理规模约 629 亿港元，为 2017 年末的 95.2%。

图 41、公司历年投资收益净额



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

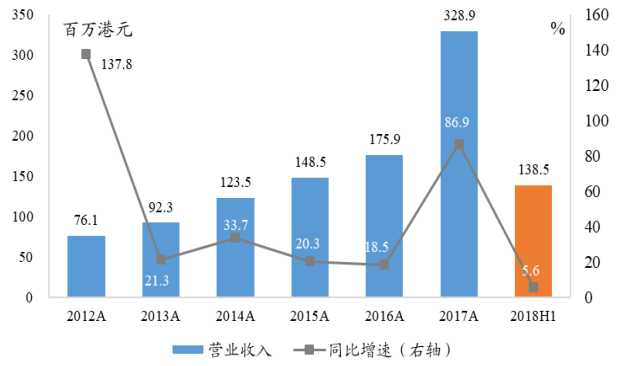
图 42、公司历年资产管理规模



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

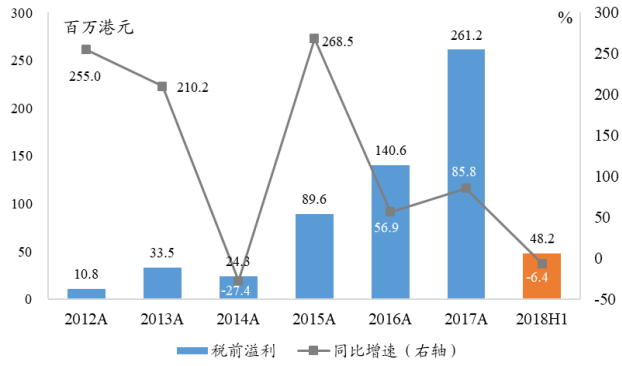
2015 年海通国际初步建立起大资管平台，为客户提供全面的多元产品投资管理服务，主要产品包括公募基金、私募基金、强积金及全权托管专户等。旗下管理的多支基金表现良好，2015 年海通韩国基金在香港 458 支强积金产品中排名第 1，回报率达 21.56%；海通亚太（香港以外）基金在 31 支同类基金中排名第 4；海通香港特区基金在 56 支同类型基金中排名第 2。海通沪深 300 指数 ETF 是在港第三大股票型 RQFII-ETF 产品，在香港全部同类指数中追踪误差最低。2017 年底，公司总管理规模超过 660 亿港元，同比增长近 18%。2018 年上半年，资产管理业务加强发行国际化产品，发行三支新公募基金包括：海通美国投资基金、海通中国 A 股投资基金、海通日本股票投资基金。公司 2018 年上半年实现资产管理业务营业收入 1.4 亿港元，同比提升 5.6%；资产管理业务税前溢利为 0.5 亿港元，同比下降 6.4%。

图 43、资产管理业务营业收入及同比增速



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

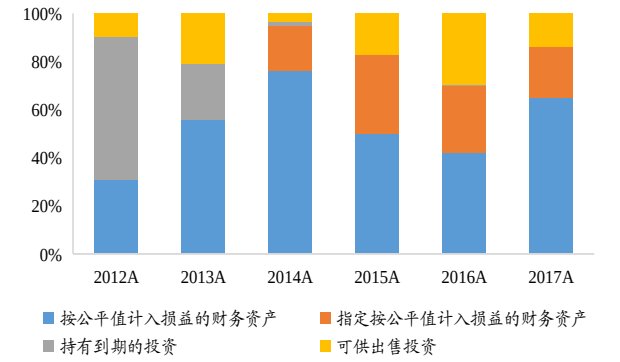
图 44、资产管理业务税前溢利及同比增速



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

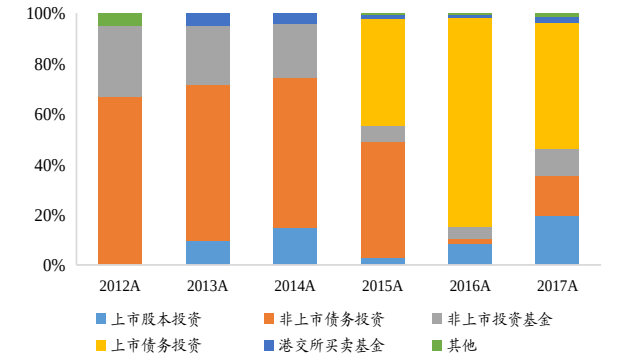
海通国际总投资规模总体历年呈上升态势。公司按公平值计入损益、指定按公平值计入损益、持有到期的投资及可供出售投资的财务资产从 2012 年的 13.6 亿港元增长至 2017 年为 583.9 亿港元，实现年复合增长率 108.7%。从公司投资资产构成来看，公司近年投资资产由持有至到期投资为主转向以按公平值计入损益的财务资产为主。其中按公平值计入损益财务资产投资包括对上市/非上市股本投资、上市/非上市债务投资、非上市投资基金、港交所买卖基金、上市优先股、非上市结构性产品及非上市已认证存款等的投资。其中，私募股权投资已经见到成效，所投资的项目包括已在美国上市的朴新教育，蔚来汽车，在香港上市的小米，还有一些尚未上市的一些优质项目存量，相关的投资也能透过产品的形式，销售给专业投资者及机构客户。

图 45、公司投资业务资产分类



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 46、按公平值计入损益的财务资产种类



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

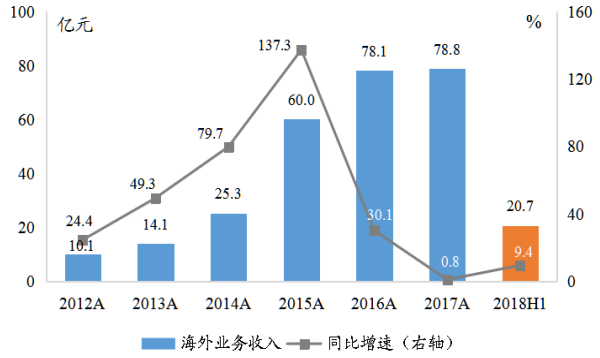
同时，公司协同发展研究服务。2017 年，海通国际的研究团队为超过 1,000 家机构投资者提供 9 种不同语言 30 多个行业近 1,100 家上市公司的研究报告。另外，海通国际加强与母公司海通证券的研究团队联动、共享研究报告，为客户提供 A 股投资资讯和策略。同时公司旗下还开设在日本、美国、英国子公司及海通国际研究有限公司（香港），重点开展亚洲股票研究及研究销售服务。研究业务的发展为公司资产管理业务及投资业务提供了有力的支持，促进公司业务的稳健发展。

5、日渐成熟的国际化业务

5.1、承接母公司优势，海外业务成果丰硕

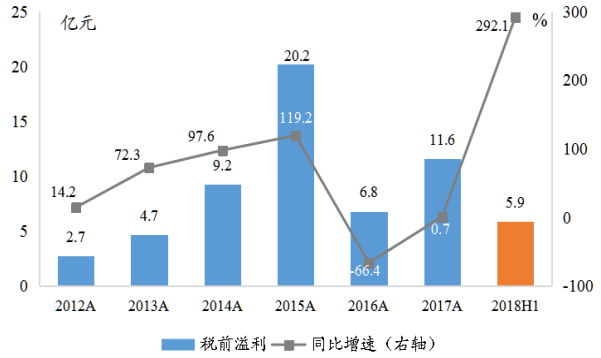
海通证券通过收购海通国际和海通银行在亚洲、欧洲、北美洲及南美洲等 14 个国家设有分行、子公司及代表处。 公司海外业务收入及利润不断增长，2012-2017 年实现年复合增长率 233%; 2017 年公司海外业务实现利润总额 11.56 亿元，占母公司利润总额的 9%。海通证券全资控股海通银行拥有超过 25 年的历史，主要向在欧洲、美洲以及亚洲的机构客户提供全面的投资银行服务。海通银行主要业务分布在英国、伊比利亚半岛、巴西、美国和波兰。亚洲、欧洲、拉美和非洲之间的巨量跨境资金流动是海通银行当前关注的重点。此外，海通国际作为海通证券发展海外业务的重要窗口，为母公司海外业务贡献了绝大部分的收入。

图 47、海通证券历年海外收入及同比增速



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

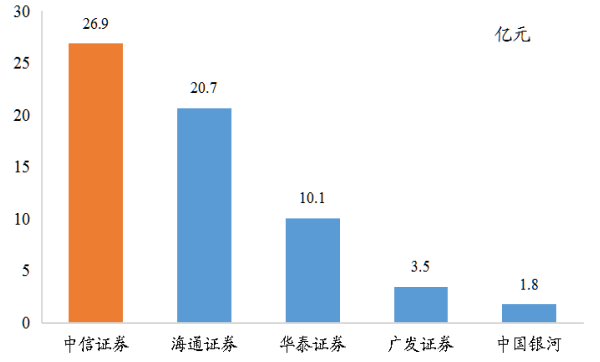
图 48、海通证券海外业务税前溢利及同比增速



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

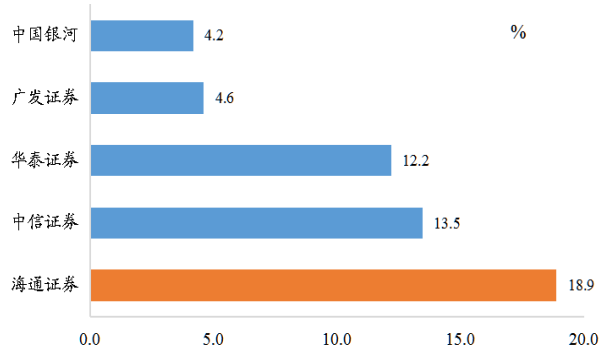
从 2017 年排名靠前的几家券商海外业务收入来看，海通证券收入 78.77 亿元，位列第一，第二位中信证券，收入 56.2 亿元。同时海通证券的海外业务在总营收中占比比重也是最高，约为 17%，排名第六是中国银河，占比 3.1%。海通证券近年来海外业务发展势头良好，在内地券商中表现突出。

图 49、2018H1 主要券商海外业务营收情况



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 50、2018H1 主要券商海外业务收入占总收入比例



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

5.2、借鉴外资发展经验，实行分级扩散战略

高盛（Goldman Sachs）系为美国最为著名及发展历史悠久的顶尖投行之一。高盛成立于 1869 年，其总部位于纽约，在东京、伦敦和香港设有分部，在法国、德国、中国及印度等 23 个国家拥有 41 个办事处。高盛向全球提供广泛的投资、咨询和金融服务，拥有大量的多行业客户，包括私营公司，金融企业，政府机构以及个人，其国际化发展实行了“亚洲—欧洲—亚太新型经济体”的分级战略。

表 8、高盛国际化进程

国家及地区	时间	设立分部及代表处	主要业务
日本	1974 年	高盛证券股份有限公司 高盛资产管理有限公司 高盛房地产日本有限公司 高盛 萨克斯 ·日本 服务有限公司	主要提供投资银行业务，销售和交易业务，并通过分公司提供投资业务，资产管理，房地产业务等广泛的金融服务。
香港	1984 年	亚太地区总部	开始涉足亚太地区
西班牙	1984 年	西班牙高盛国际分公司	并购，债券和证券发行或股权投资；购买和销售与世界各地市场相关的金融工具；为私人（PWM）和机构投资者（GSAM）提供创新解决方案
法国	1987 年	巴黎办事处	为法国客户，企业，金融机构，贷款机构，公共部门实体和私人客户提供咨询和融资解决方案
德国	1990 年	法兰克福办事处	为客户提供全方位的投资银行服务。
中国	1994 年	北京&上海代表处	是并购领域（包括跨境交易）的领先顾问，为中国客户提供融资方案协助实现其战略目标。
印度	2004 年	班加罗尔办事处	提供资产管理及融资解决方案

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

海通国际作为母公司海通证券海外发展的重要依托，其国际化发展也实行了分级战略，大致形成“东南亚—亚太地区—全球”的发展模式。2014 年，公司开设海通国际首家海外公司-海通国际证券集团（新加坡）有限公司，正式进驻东南亚市场；2015 年，公司收购日本证券研究机构吉亚(Japaninvest)，同年，公司于伦敦及纽约设立分公司；2016 年，公司收购海通银行旗下印度业务。2018 年，收购海通银行旗下英美业务，筹备设立澳洲业务。目前，海通国际网点覆盖香港、中国内地、新加坡、日本、印度、英国、美国及澳洲，成为连接中国与海外资本市场的桥梁。

表 9、海通国际的国际化发展概略

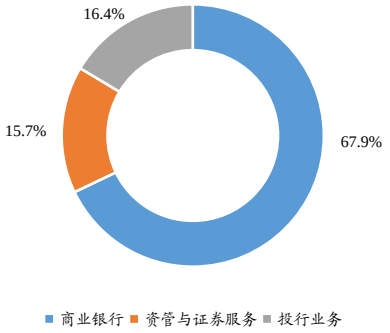
国家及地区	时间	举措	主要业务
新加坡	2014 年	成立海通国际证券集团（新加坡）有限公司	债券做市；资产管理；期货交易；证券交易；商品交易；杠杆式外汇；证券保管等服务
日本	2015 年	收购日本东京上市的独立证券研究机构吉亚(Japaninvest)	投资顾问服务
英国&美国	2015 年	Haitong International Securities (UK) Limited（伦敦） Haitong International Securities (USA) Inc. （纽约）	亚洲股票研究及研究销售；投资顾问业务；OTC 公司权益证券经纪业务；证券交易业务
中国内地	2016 年	在北京及上海设立代表处	
印度	2016 年	收购海通银行印度业务	现金股票&多元化投行业务
澳洲	2018 年	设立澳洲分支	正在申请牌照过程中
英国及美国		收购海通银行英美业务	投行、机构股票业务，筹备固定收益及资产管理业务

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

2007 年高盛的营业收入主要由商业银行、资管与证券业务和投行业务组成。其中，商业银行（investing and lending）指集团自身的投资（包括基金、债券、股权及房地产投资）及为客户提供贷款服务，类似于公司的投资自营业务。商业银行业

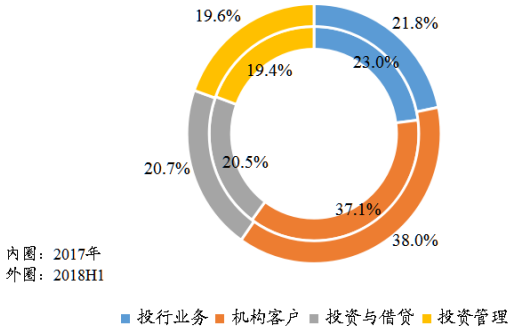
务收入占比 67.9%。之后高盛开始重点发展机构客户。截至到 2017 年底，高盛业务主要分为四大类：投行业务、机构客户、商业银行及投资管理。从 2017 年高盛各业务收入来看，四项业务发展均衡，权重较为平衡，投行业务占比 23%，机构客户 37.1%，商业银行 20.5%及投资管理为 19.4%。商业银行业务所占比列降低，同时机构客户发展迅速，投行业务占比稳定，高盛业务结构成功转型。

图 51、2007 年高盛业务收入结构



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

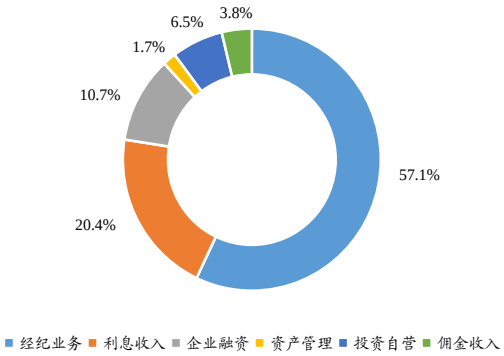
图 52、2017 年及 2018 上半年高盛业务收入结构



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

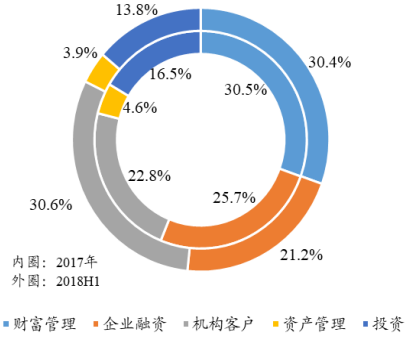
海通国际的业务结构不断优化。2009 年底正式被海通国际控股有限公司收购后，公司发展重点逐渐转移。2010 年公司收入中经纪业务占公司总营收的 57.1%。2017 年，公司将业务总归为五大类：财富管理、企业融资、资产管理、机构客户机投资业务，其中财富管理（经纪业务）占比 30.4%，较 2010 年下降了 18.1 个百分点，投资业务由 2.3%上升到 2017 年的 16.5%。公司业务近年来以发展投行业务为主要目标，推动业务机构的不断优化和改善。

图 53、2010 年海通国际业务收入结构



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 54、2017 年及 2018 上半年海通国际业务收入结构



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

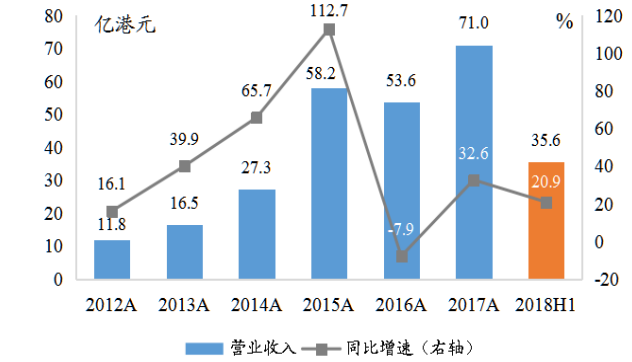
借鉴高盛国家化投行的发展轨迹，海通国际未来将继续重点发展投行业务。同时亦逐步降低经纪业务在公司收入中所占比重，由为零售客户服务向为更多的高净值客户提供定制化服务，降低服务的可替代性，减少收费型在经纪业务中的体现。此外，公司注重发展机构客户，而其目前拥有稳健的中后台管理体系及强大的研究团队亦可为公司未来的国际化发展提供保障和支持。

6、财务分析及盈利预测

6.1、主要财务指标

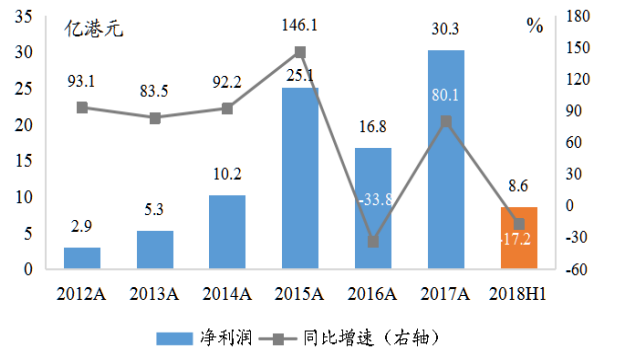
截至 2018 年 6 月 30 日，海通国际实现营业收入 35.6 亿港元，较去年同比增长 20.9%，税前溢利为 10.2 亿港元，同比下降 18.6%；归属股东净利润上半年收入 8.6 亿港元，同比下降 17.2%。公司向股东派发每股 7.6 港仙的中期股息，比 2016 年同期的 10 港仙减少了 2.4 港仙。2018H1，公司每股基本盈利 15.53 港仙，较去年的 19.53 港仙下降了 20.5%。公司历年维持约 50%派息比率。公司归属股东净利润下降系由于公司于 2018 年 2 月完成收购海通银行旗下海通英国（Haitong (UK) Limited）及海通证券美国（Haitong Securities USA LLC）所产生的额外收购费用等所致。总体上公司 2018 上半年业绩表现良好。

图 55、公司历年营业收入及同比增速



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

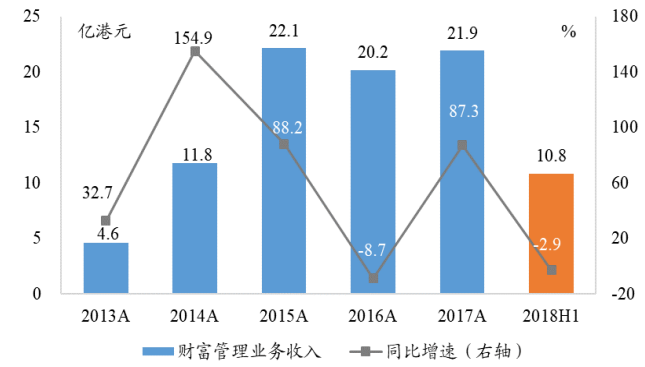
图 56、公司历年归属股东净利润及同比增速



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

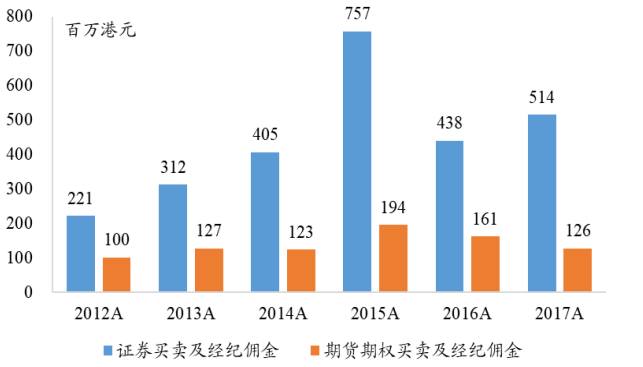
海通国际其中两大主营业务分别为财富管理业务及企业融资业务。2018 年上半年，财富管理实现营收 10.8 亿港元，同比略降 2.9%；企业融资实现营收 7.5 亿港元，同比降低 17.5%。

图 57、财富管理业务收入及同比增速



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 58、证券、期货期权买卖及经纪佣金收入

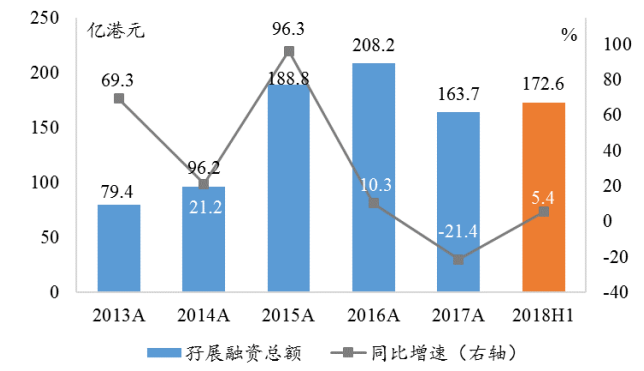


资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

孖展融资的利息收入在公司经纪业务收入中占比较高。截至 2018 年 6 月 30 日，公司孖展融资余额为 172.6 亿港元，较去年同期小幅增长了 5.4%；孖展融资获取

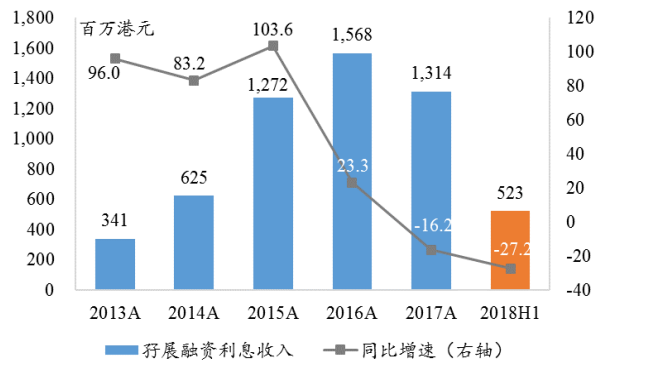
的利息收入为 5.2 亿港元，较去年的 7.2 亿港元同比下降了 27.2%，在经纪业务收入中占比 48.4%。公司在孖展融资余额上升的情况下利息收入有所降低，或是由于公司调整孖展融资政策完成，通过降低孖展利率公司吸引更多优质股票，将融资抵押品更加集中于大中盘股所致。孖展融资利息收入的下降是造成上半年经纪业务收入下降的主要因素。

图 59、孖展融资总额及同比增速



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

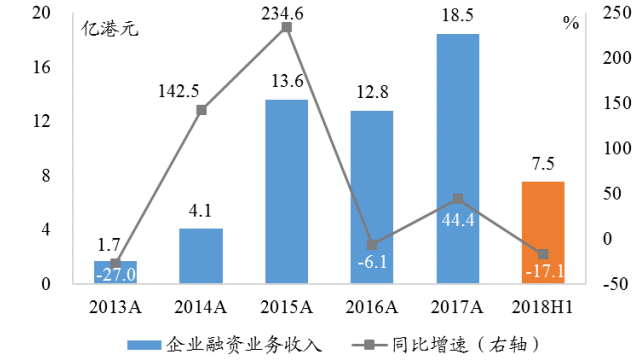
图 60、孖展融资利息收入及同比增速



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

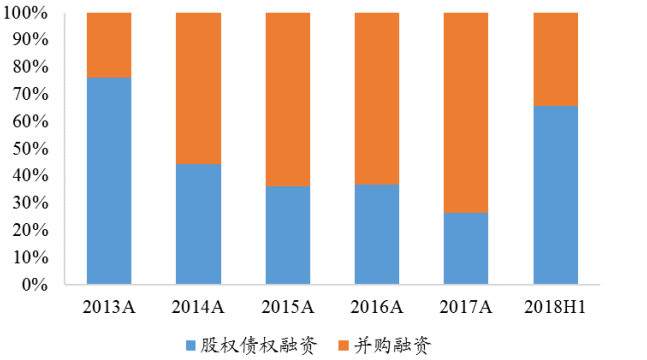
公司企业融资收入主要由股权债权融资及并购融资两部分构成。2018 年上半年，公司实现企业融资收入 7.5 亿港元，同比下降了 17.1%。海通国际上半年在股权债权融资成果丰硕，完成首单美股 IPO 项目及首个纳斯达克上市企业的美元可转换债项目。截至 2018 年 6 月 30 日，公司在香港所有投行 IPO 项目数量中位列第三，在亚洲（除日本）高收益美元债券发行市场中，债券融资金额和发行数量均位列所有机构第一。2018 年上半年股权债权融资承销实现收入 5.0 亿港元，同比大幅增长 99.2%，在企业融资收入中占比 65.8%；并购融资收入 2.6 亿港元，同比下降了 47.3%，占比 34.2%。

图 61、企业融资收入及同比增速



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 62、股权债权融资及并购融资占比

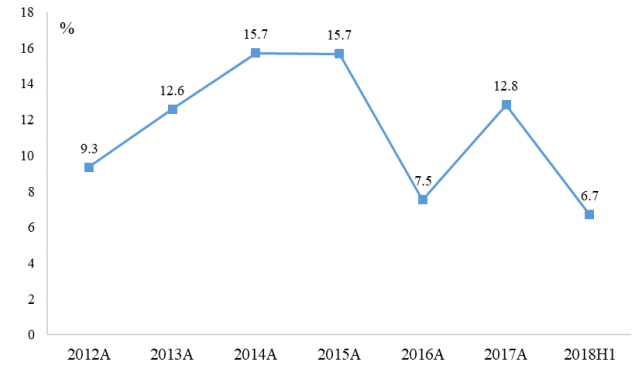


资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

公司资产负债率近年保持较为稳定态势，2018 年上半年负债率为 83.6%，比去年同期上升了 1.9 个百分点，总体变化幅度不大，公司风险处于可控状态。2018 上

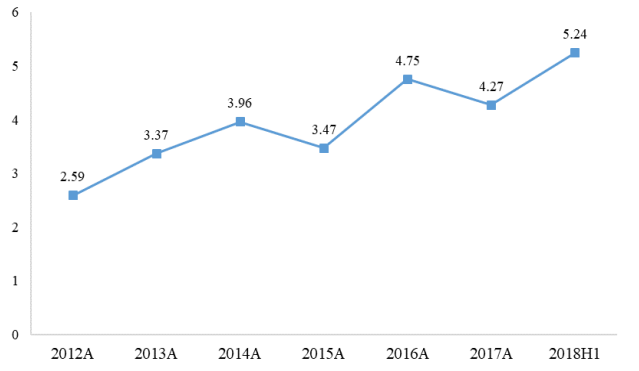
半年公司每股净资产为 4.56 港元，与去年同期的 4.61 港元有小幅下降。此外，受上半年归属股东净利润下降的影响，公司上半年净资产收益率（ROE）为 6.7%；杠杆率为 5.24 倍，比去年同期为 4.27 倍小幅上升。

图 63、公司历年 ROE



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 64、公司历年杠杆水平



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

6.2、盈利预测

2018 年上半年整体香港市场成交量较 2017 年更为活跃。彭博上统计数据显示，截至到 2018 年 6 月 30 日，港交所总成交总额为 15,238.55 亿港元，较 2017 年同期的 8,862.45 港元增长了 71.9%，但 4 月份后成交量逐步疲软。公司证券佣金收入 2018 年上半年在港股成交总额市占率 2.7%，若考虑到海通国际目前更多为私人及高净值客户提供定制化的服务和产品，则 2018-2020 年证券收入佣金分别为 4.9、5.5 及 6.7 亿港元。公司股票及债务承销规模稳步上升，股票发行承销总规模位于前 20 位，2016 年 IPO 承销数量及承销规模在香港市场所有机构中位列第一。且近年来公司重点发展投行业务，更加重视企业融资的发展，预计其未来三年收入保持稳中上升趋势。

公司利息收入大部分来源于孖展融资获取的利息收入。从 2017 年趋势看，各大券商意识到孖展融资带来的风险，同时考虑香港证监会或效仿内地证监会出台措施给孖展设限，2017 年主要券商都在调整融资规模。海通国际 2017 年全年孖展融资规模从 2016 年 12 月 31 日的 208 亿港元下降到 164 亿港元，同时表示会稳步压缩业务融资规模。预计未来随着公司孖展融资规模的缩小，其带来的利息收入也会有所降低。预计 2018 年公司调整融资结构后，孖展业务会保持相对稳定状态。为企业融资并购规模的扩大带动为融资提供解决方案获取的利息收入的上升，2017 年这个部分利息收入同比增长约 80%，未来预计企业融资业务会有一段持续的贡献，此项利息收入也会不断增长。

投资收益净额收入方面，2017 年全年收入 30.29 亿港元。2018 年上半年整体香港股市未延续去年积极态势，恒生指数在年初升至 33,484 高位后下跌，二季度受经济下行压力及 7 月份中美贸易战的影响，恒生指数下挫至 27,830 点地位。可供出

售投资及持有至到期投资利息收入大部分指债券投资，在资产不发生太大变动下这部分收益较为稳定。同时，为表扬及肯定雇员和董事对本集团所做出的贡献，公司于 2014 年实行十年期的股权奖励计划机制。截至 2017 年 12 月 31 日，公司共授予两次股份奖励：2016 年度授出 7,865,506 股奖励股份给予经挑选的雇员，2017 年度公司授予 4,246,234 股，以激励成员与公司共同发展。

以上因素叠加情况下，我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 84.8、99.3 及 116.0 港元，分别同比增长 19.4%、17.1%及 16.8%；归属股东净利润将分别为 24.5、34.5 及 42.0 亿港元，分别同比增长-19.1%、40.8%和 21.6%。其中，2018-2020 年公司佣金及手续费收入分别为 31.8、37.7 及 37.7 亿港元；利息收入分别为 21.7、22.5 及 24.5 亿港元；投资收益净额分别为 31.2、39.0 及 46.6 亿港元。

表 10、盈利预测

项目	2017A	2018E	2019E	2020E
公司总体运营情况				
营业收入（亿港元）	71.0	84.8	99.3	116.0
同比增速（%）	32.6	19.4	17.1	16.8
归属股东净利润（亿港元）	30.3	24.5	34.5	42.0
同比增速（%）	80.3	-19.1	40.8	21.6
佣金及手续费收入（亿港元）	20.1	31.8	37.7	44.8
证券买卖及经纪佣金	5.1	10.8	12.4	13.7
期货期权买卖及经纪佣金	1.3	1.8	1.9	2.1
包销及配售佣金	4.9	8.3	10.5	12.4
财务顾问及咨询费收入	5.0	5.9	6.8	7.9
其他	3.9	5.0	6.0	8.7
利息收入（亿港元）	21.5	21.7	22.5	24.5
投资收益净额（亿港元）	30.3	31.2	39.0	46.6

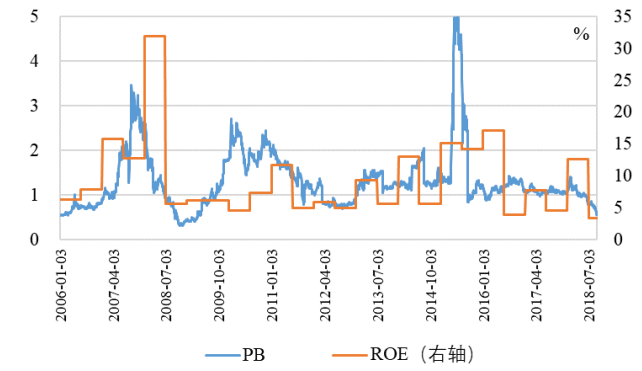
资料来源：兴业证券经济与金融研究院

7、估值与评级

由于券商属于周期性行业，利润每年随市场会有较大的变动，但其净资产相对稳定，我们主要使用相对估值法对公司进行分析。截至 2018 年 9 月 17 日，公司的 PB 值为 0.57 倍，处于五年以来较低水平。

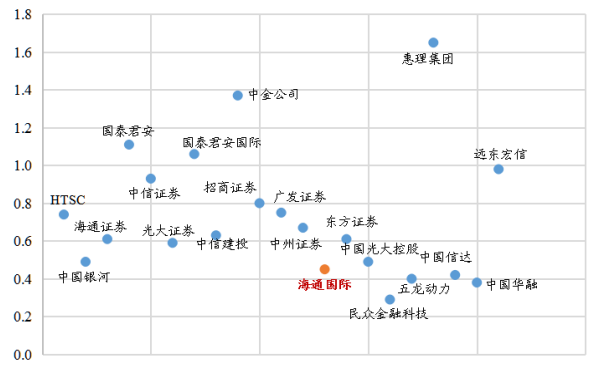
图 65、历年公司 ROE-PB 水平

图 66、主要证券公司 PB 水平



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

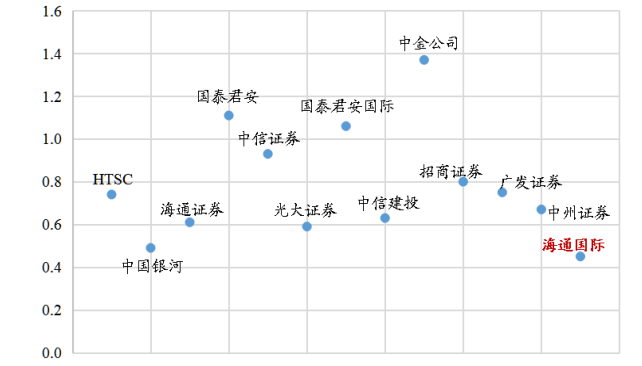
*注：股价截至 2018 年 9 月 17 日收盘



资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

从 10 家 A+H 股券商的 PB 值来看，其 A 股 PB 整体高于 H 股水平：截至 2018 年 9 月 17 日，10 家券商 A 股平均值为 1.18 倍，H 股为 0.71 倍；同时 10 家券商各自 A 股 PB 值都高于其 H 股 PB 值。其中，海通国际母公司海通证券 A 股 PB 为 0.84 倍，港股 PB 值为 0.61，海通国际 0.57 倍。

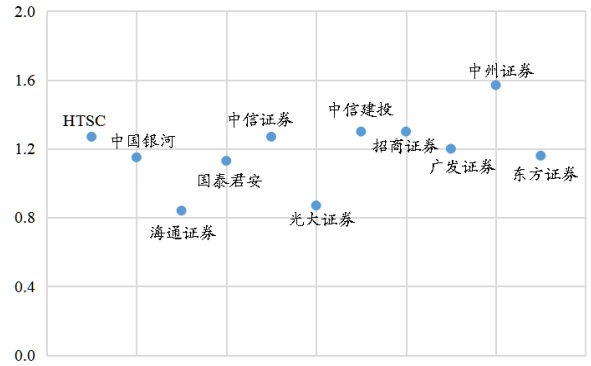
图 67、主要证券公司港股 PB 水平



资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

*注：股价截至 2018 年 9 月 17 日收盘

图 68、主要证券公司 A 股 PB 水平



资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

截至 2018 年 9 月 17 日公司 PB 值及港股上市证券公司平均 PB 值分别为 0.57 倍和 0.70 倍。目前恒指处于下行通道，预计证券股估值或较难提升。综合考虑以上因素，我们给予公司目标价 3.10 港元，给予公司“审慎增持”评级。2018-2020 年，公司目标价对应 PB 水平分别为 0.62、0.55 和 0.48 倍，建议投资者关注。公司目标价较现价有约 19.0%的升幅，建议投资者关注。

8、风险提示

公司发展面临以下风险：1）、资本市场波动；2）、收入增速不及预期；3）、公司经营风险；4）、行业政策改变。

表 11、券商行业估值表

代码	公司	股价	港股市值	总市值	每股账面净值		PB		ROE(%)	
					2017A	2018E	2017A	2018E	2017A	2018E
		（港元）	（十亿港元）	（十亿港元）	（元）	（元）				
6886.HK	HTSC	10.3	17.71	126.5	12.2	13.3	0.73	0.67	10.8	8.8
6881.HK	中国银河	3.52	12.99	63.9	6.4	6.7	0.48	0.46	6.5	6.5
6837.HK	海通证券	7.1	24.21	103.6	10.2	11.0	0.60	0.56	7.6	7.7
2611.HK	国泰君安	15.4	18.45	142.7	14.1	14.5	0.95	0.92	8.9	0.0
6030.HK	中信证券	13.12	29.89	205.6	12.4	13.1	0.92	0.87	7.8	8.1
6178.HK	光大证券	7.06	4.97	45.7	10.5	10.9	0.58	0.57	6.3	5.0
1788.HK	国泰君安国际	1.27	9.80	9.8	1.6	1.5	0.71	0.74	12.4	14.3
					（港元）	（港元）				
0665.HK	**海通国际**	**2.61**	**14.79**	**14.8**	**4.6**	**5.0**	**0.57**	**0.52**	**12.7**	**9.1**
0388.HK	香港交易所	217.8	271.54	271.5	30.1	32.2	7.24	6.76	21.3	23.5
6066.HK	中信建投证券	4.33	5.46	62.1	6.0	6.3	0.72	0.69	9.5	0.0
3908.HK	中金公司	14.48	25.02	60.7	9.2	9.6	1.57	1.50	10.0	8.2
6099.HK	招商证券	8.92	8.75	89.5	11.8	11.0	0.75	0.81	8.3	6.0
1776.HK	广发证券	9.61	16.35	106.2	11.1	11.7	0.86	0.82	10.5	7.6
3958.HK	东方证券	5.33	5.47	66.1	7.6	7.6	0.70	0.70	7.6	0.0
0165.HK	中国光大控股	13.42	22.62	22.6	24.1	25.6	0.56	0.52	10.7	11.0
0806.HK	惠理集团	5.79	10.75	10.7	3.0	2.7	1.90	2.15	43.9	11.9
					（美元）	（美元）				
1359.HK	中国信达	1.87	25.37	71.4	3.4	3.7	0.07	0.07	12.6	12.9
2799.HK	中国华融	1.41	35.31	55.1	3.3	3.9	0.05	0.05	18.1	17.3
3360.HK	远东宏信	7.18	28.38	28.4	6.4	7.1	0.14	0.13	13.4	14.3
	平均						**0.72**	**0.71**	**12.1**	**8.3**

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院
*注：股价截至 2018 年 9 月 17 日收盘，均值不包括香港交易所

附表

资产负债表 单位: 亿港元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
资产	**1,302.2**	**1,739.3**	**2,192.7**	**2,863.4**
现金及现金等价物	45.4	168.7	252.2	523.7
代客户持有的现金	197.7	187.8	189.7	195.4
按公平值计入损益的财务资产	379.1	644.4	902.2	1,172.9
指定按公平值计入损益的财务资产	111.4	159.6	207.5	269.8
给予客户的孖展融资	163.7	130.1	124.3	118.4
其他贷款及应收款项	108.2	184.2	221.0	254.1
根据转售协议持有的财务资产	29.2	27.8	28.6	30.6
应收账款	59.5	55.1	64.6	75.4
可供出售投资	81.0	89.1	98.1	107.9
以权益法入账投资	58.7	64.6	71.1	78.2
其他	68.4	25.9	30.6	33.9
负债	**1,048.6**	**1,471.0**	**1,889.9**	**2,518.6**
按公平值计入损益的财务负债	46.0	117.9	287.3	618.9
指定按公平值计入损益的财务负债	112.8	167.0	186.2	204.8
衍生财务工具	13.2	15.4	18.2	21.3
根据回购协议出售的财务资产	113.1	130.0	149.5	172.0
应付账款	264.7	381.7	408.5	499.3
银行贷款及其他借贷	307.6	413.2	541.1	643.5
已发行债务证券	144.2	220.3	269.4	322.4
其他应付款项及应计费用	18.8	17.2	21.4	26.4
其他	28.1	8.4	8.3	10.1
股本	5.5	5.5	5.5	5.5
储备	238.3	262.8	297.3	339.3
总权益	**253.7**	**268.3**	**302.8**	**344.8**
负债及权益合计	**1,302.2**	**1,739.3**	**2,192.7**	**2,863.4**

现金流量表 单位:亿港元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
年度税前溢利	35.7	29.0	40.8	49.7
利息收入	-23.8	-21.5	-21.7	-22.5
股息收入	-7.3	-9.4	-10.8	-11.3
经营业务所产生的现金净额	-49.0	84.3	51.1	236.6
投资活动所产生的现金净额	64.4	-15.2	-16.6	-18.2
融资活动所产生的现金净额	**-41.8**	**54.1**	**49.1**	**53.0**
现金及现金等价物增加金额	-26.3	123.3	83.6	271.4
年初现金及现金等价物	71.7	45.4	168.7	252.2
年末现金及现金等价物	**45.4**	**168.7**	**252.2**	**523.7**

利润表 单位: 亿港元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	**71.0**	**84.8**	**99.3**	**116.0**
佣金及手续费收入	20.1	31.8	37.7	44.8
利息收入	21.5	21.7	22.5	24.5
投资收益净额	30.3	31.2	39.0	46.6
薪金及津贴、花红及退休金计划供款	-11.5	-14.0	-15.2	-18.0
折旧及摊销	-0.6	-1.7	-1.4	-2.0
财务成本	-16.6	-17.0	-22.4	-28.0
其他开支	-8.4	-18.7	-14.9	-13.3
税项支出	-5.4	-4.5	-6.3	-7.7
归属公司股东年度溢利	**30.3**	**24.5**	**34.5**	**42.0**
EPS（港仙）	**56.5**	**45.8**	**64.4**	**78.3**

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
盈利能力(%)				
净利率	42.6	28.9	34.8	36.2
毛利率	50.3	34.2	41.1	42.8
成长性(%)				
营业收入同比增速	32.6	19.4	17.1	16.8
税前溢利同比增速	79.3	-18.8	40.8	21.6
净资产收益率	12.8	9.4	12.1	13.0
归属股东净利润同比增速	80.3	-19.1	40.8	21.6
偿债能力(%)				
资产负债率	80.5	84.6	86.2	88.0
营运能力(次)				
权益乘数	5.1	6.5	7.2	8.3
每股资料				
每股收益（港仙）	56.5	45.8	64.4	78.3
每股净资产（港元）	4.6	5.0	5.7	6.4
估值比率(倍)				
PB	0.57	0.62	0.55	0.48

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、中国和谐新能源汽车控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司 、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、靛蓝星控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司和山东黄金矿业股份有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。