



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

2017-03-30

公司点评报告

增持/首次

海通证券(600837)

目标价: 16.6

昨收盘: 14.64

非银金融 证券 II

海通证券 2016 年报点评：业绩与行业水平持平，集团化战略取得了显著的成效

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	11,502/11,502
总市值/流通(百万元)	168,385/168,385
12 个月最高/最低(元)	17.08/14.18

证券分析师：魏涛

电话：010-88321708

E-MAIL: weitao@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030001

证券分析师：孙立金

电话：010-88321730

E-MAIL: sunlj@tpyzq.com

执业资格证书编码：S119051609002

事件：公司公布 2016 年报，实现营业收入 280 亿，同比下降 26%；归母净利润 80 亿，同比-49%。稀释 EPS 为 0.70，同比-53%。每 10 股派发现金股利 2.2 元，现金分红 25.3 亿。

点评：

净利润同比下降 49%，与行业平均水平持平。归母净利润 80 亿，同比下降 49%，与行业平均水平持平（-50%）。净利润较 2015 年减少了 78 亿，其中，代理买卖证券业务净收入减少了 73 亿，同比下降 56%，主要受市场成交量萎缩 50% 影响；投资收益+公允价值变动总计 63 亿，比 2015 年减少了 52 亿，同比-45%，二级市场年初和年末波动较大，市场形势多变，对自营业务影响较大。从收入结构来看，2016 年代理证券买卖净收入占比仅 19%，创下了 2010 年以来的新低，自营业务成为第一收入来源，占比达 23%。投行业务占比显著提升，从去 2015 年的 6% 提升到了 12%，同时投行业务净收入同比增长 45%，受益于定增市场火热以及公司债、企业债发行政策改革，直接融资提速等因素。其他业务收入 68.41 亿元，同比（36.49 亿元）增加 31.92 亿元，增幅 87.48%，主要是子公司销售收入增加，同时其它业务成本增加了 30 亿，对利润的影响较小。

公司的集团化战略取得了显著的成效，子公司收入首次超过母公司收入。公司子公司实现收入 161.74 亿元，占比 58%。

香港中资证券龙头，国际化业务比较优势明显。通过近七年的整合与发展，海通国际已经发展成为公司在海外成熟的国际化业务平台，2016 年主要业务指标位列在港投行前列。资产管理规模突破 560 亿港元，位列在香港中资券商及基金管理公司第一。

投资建议：海通业务结构均衡，收入来源多元化，总体市场竞争力有提升；在行业集中度有望提升的背景下，公司有望受益；随着行业的回暖，业绩修复预期抬升，继续看好公司的发展，给予公司“增持”评级。预计 2017-2019 年 EPS 分别为：0.83、1.26、1.30，同比增长 19%、51%、3%，六个月目标价 16.6 元/股，对应 2017 年 20 倍 PE。

风险提示：监管趋严，政策性风险；业绩受股市波动影响的风险。

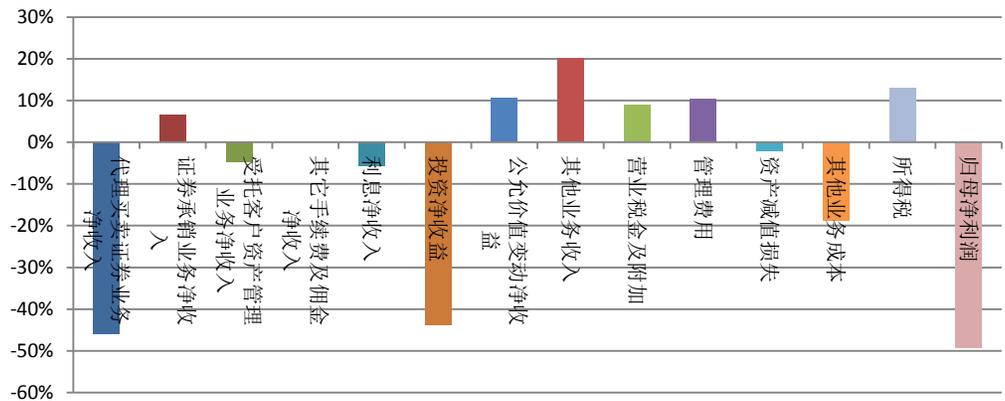
■ 主要财务指标

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	28,012	25,373	34,581	36,635
净利润(百万元)	8,043	9,569	14,472	14,929
摊薄每股收益(元)	0.70	0.83	1.26	1.30

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

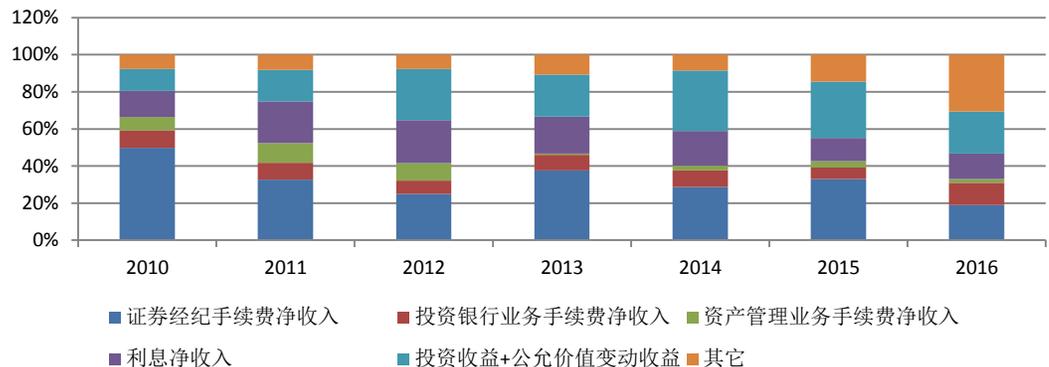
净利润同比下降 49%，与行业平均水平持平。 海通证券 2016 年公司实现营业收入 280 亿，同比下降 26%，低于行业平均水平（-43%）；归母净利润 80 亿，同比下降 49%，与行业平均水平持平（-50%）。净利润较 2015 年减少了 78 亿，其中，代理买卖证券业务净收入减少了 73 亿，同比下降 56%，主要受市场成交量萎缩 50% 影响；投资收益+公允价值变动总计 63 亿，比 2015 年减少了 52 亿，同比-45%，二级市场年初和年末波动较大，市场形势多变，对自营业务影响较大。从收入结构来看，2016 年代理证券买卖净收入占比仅 19%，创下了 2010 年以来的新低，自营业务成为第一收入来源，占比达 23%。投行业务占比显著提升，从去 2015 年的 6% 提升到了 12%，同时投行业务净收入同比增长 45%，受益于定增市场火热以及公司债、企业债发行政策改革，直接融资提速等因素。其他业务收入 68.41 亿元，同比(36.49 亿元)增加 31.92 亿元，增幅 87.48%，主要是子公司销售收入增加，同时其它业务成本增加了 30 亿，对利润的影响较小。

图表 1：海通证券归母净利润降幅归因分析



资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 2：海通证券历年收入结构



资料来源：WIND，太平洋证券研究院

表 3：海通证券归母净利润降幅分析

单位：亿元	2015/12/31	2016/12/31	同比增长率	增长额	增长率贡献度
归母净利润	158.39	80.43	-49.22%	-77.96	
代理买卖证券业务净收入	125.86	53.14	-57.78%	-72.72	-45.91%
证券承销业务净收入	23.16	33.56	44.89%	10.40	6.57%
受托客户资产管理业务净收入	13.51	5.90	-56.34%	-7.61	-4.80%
利息净收入	47.56	38.40	-19.26%	-9.16	-5.78%
投资净收益	134.62	65.40	-51.42%	-69.22	-43.71%
公允价值变动净收益	-19.24	-2.31	-87.97%	16.92	10.68%
其他业务收入	36.49	68.41	87.48%	31.92	20.15%
营业支出	171.34	173.63	1.34%	2.29	-1.44%
税金及附加	19.15	4.91	-74.38%	-14.24	8.99%
管理费用	112.14	95.64	-14.72%	-16.51	10.42%
资产减值损失	10.91	14.19	30.13%	3.29	-2.08%
其他业务成本	29.14	58.89	102.10%	29.75	-18.78%
营业利润	209.52	106.49	-49.18%	-103.03	-65.05%
利润总额	211.19	111.62	-47.15%	-99.57	-62.87%
所得税	42.78	22.31	-47.84%	-20.46	12.92%
净利润	168.41	89.31	-46.97%	-79.11	-49.95%
归属于母公司所有者的净利润	158.39	80.43	-49.22%	-77.96	-49.22%

资料来源：WIND，太平洋证券研究院

公司的集团化战略取得了显著的成效，子公司收入首次超过母公司收入。公司子公司实现收入 161.74 亿元，占比 58%。其中海通国际实现收入 123 亿港元，海通期货实现收入 67 亿元，富国基金实现营业收入 25 亿，海通开元实现营业收入 12 亿。公司资产管理业务的三个主要平台——海通资管公司、海富通基金和富国基金的资产管理总规模达到 1.48 万亿元，增长 57%，公司资产管理业务实现利润总额 9.23 亿元，占比 8.27%。公司直投业务实现利润总额 8.35 亿元，占比 7.48%。海通恒信总资产达到 485 亿元，总资产收益率 2%，依托集团优势，开展差异化竞争。零售业务上，继互联网零售产品“车融宝”完成迭代优化后，互联网零售保理产品“运通保”成功上线；机构业务上，完成了首单 PPP 租赁业务。公司融资租赁业务实现利润总额 11.17 亿元，占比 10.01%。

香港中资证券龙头，国际化业务比较优势明显。通过近七年的整合与发展，海通国际已经发展成为公司在海外成熟的国际化业务平台，并确立了在香港中资证券机构中的龙头地位。2016 年海通国际证券主要业务指标位列在港投行前列，其中：IPO 发行承销数量和融资金额均排名第一，在近两年全球最大的 IPO 项目——邮政储蓄银行上市中担任联席账簿管理人；股权融资家数和融资金额均排名第二；债券承销家数和承销金额分别排名第一和第三；并购交易家数排名第一；资

产管理规模突破 560 亿港元，位列在港中资券商及基金管理公司第一。2016 年，公司境外业务实现利润总额 6.79 亿元，占比 6.09%。

投资建议：

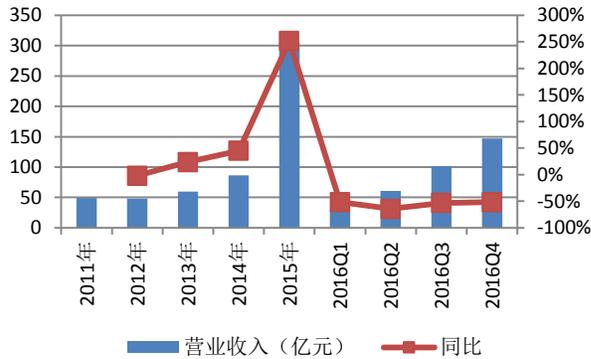
海通业务结构均衡，收入来源多元化，虽然业绩同比数据一般，但总体市场竞争力有提升；在行业集中度有望提升的背景下，公司有望受益；随着行业的回暖，业绩修复预期抬升，继续看好公司的发展，给予公司“增持”评级。预计 2017-2019 年 EPS 分别为：0.83、1.26、1.30，同比增长 19%、51%、3%，六个月目标价 16.6 元/股，对应 2017 年 20 倍 PE。

风险提示：

- 1、监管趋严，合规风险；
- 2、业绩随市场波动较大的风险。

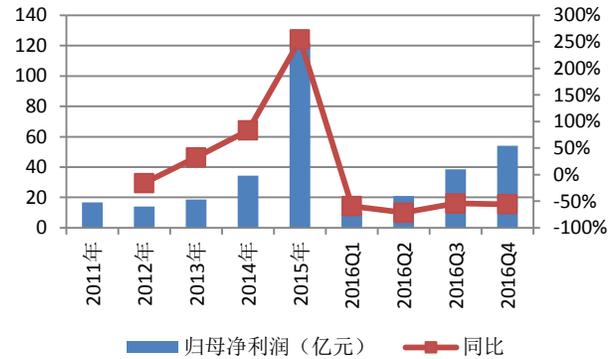
重要业务数据跟踪：

图表 4：海通证券营业收入及同比增长率



资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 5：海通证券归母净利润及同比增长率



资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 6：海通证券归母综合收益及同比增长率



资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 7：海通证券成本收入比



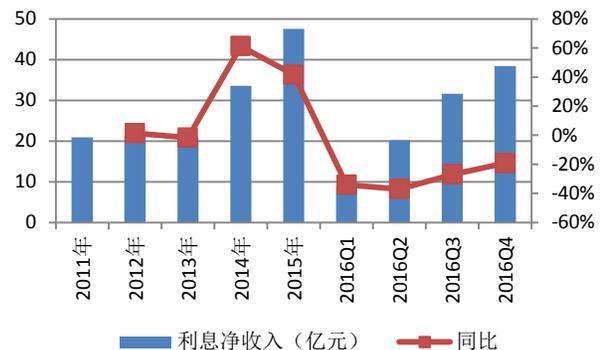
资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 8：海通证券经纪业务收入及同比



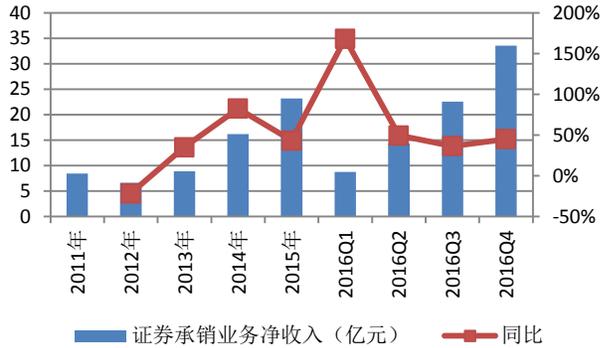
资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 9：海通证券信用业务



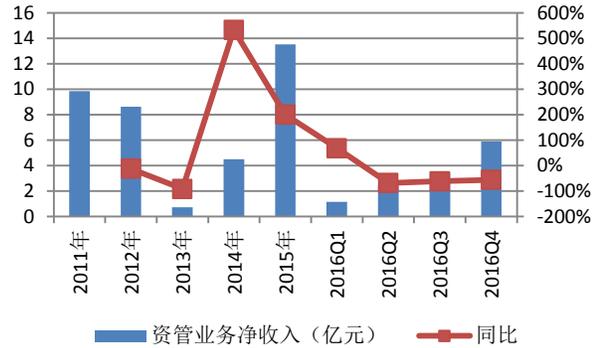
资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 10：海通证券投行业务



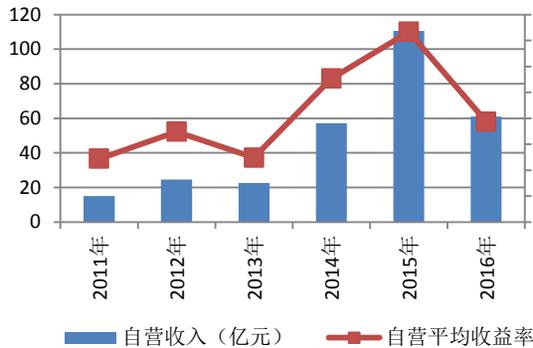
资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 11：海通证券资管业务



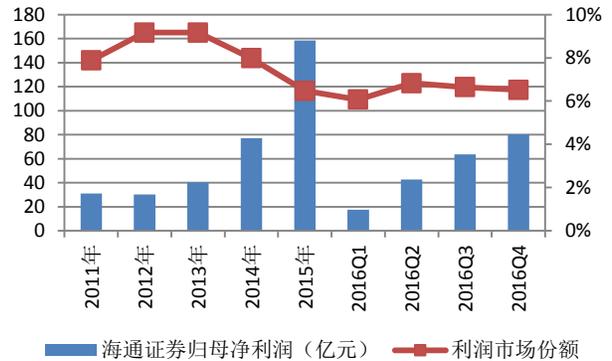
资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 12：海通证券自营业务



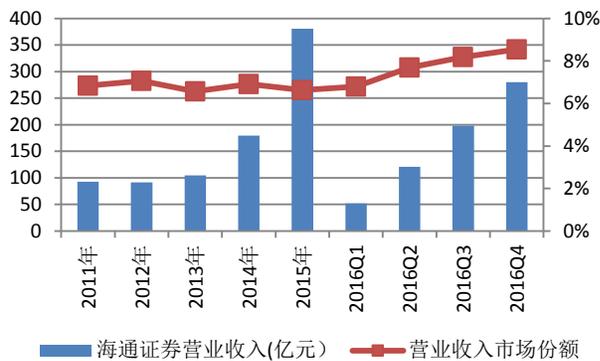
资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 13：海通证券市场份额-归母净利润



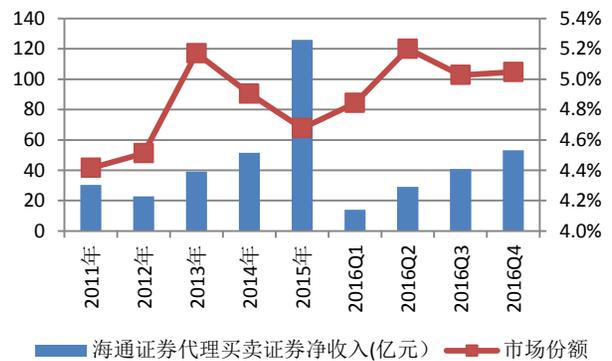
资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 14：海通证券市场份额-营业收入



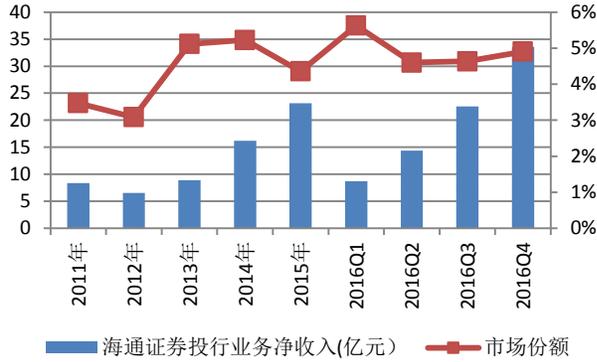
资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 15：海通证券市场份额-代理买卖证券净收入



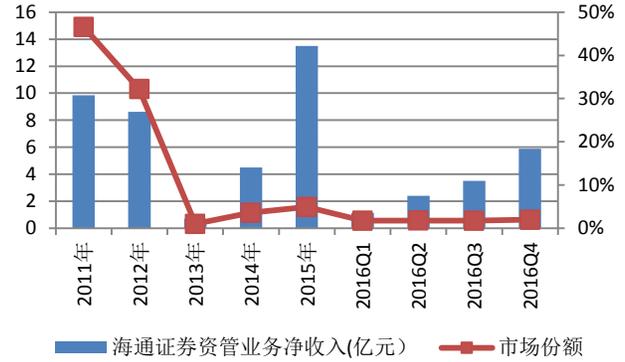
资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 16：海通证券市场份额-投行业务净收入



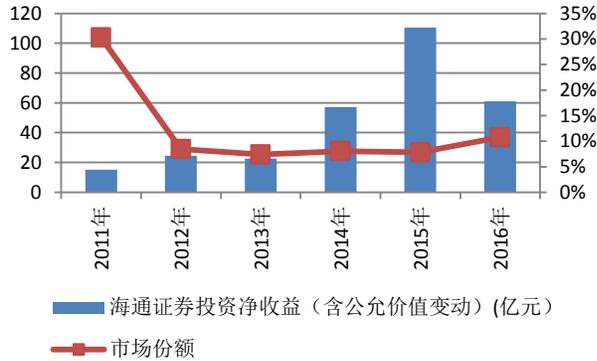
资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 17：海通证券市场份额-资管业务净收入



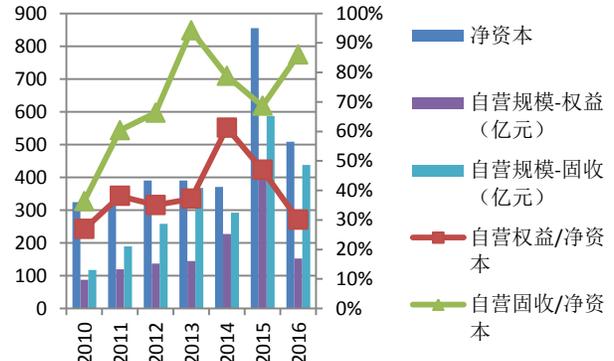
资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 18：海通证券市场份额-投资净收益



资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 19：海通证券自营规模



资料来源：WIND，太平洋证券研究院

附表：海通证券盈利预测表 20170329

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	165,013	121,025	133,448	146,036	137,540	营业收入	38,086	28,012	25,373	34,581	36,635
结算备付金	15,747	12,192	13,523	14,461	13,991	手续费及佣金净收入	17,970	10,965	11,583	16,694	17,477
拆出资金	184	706	837	1,007	702	其中：经纪业务净收入	12,586	5,314	5,863	7,047	7,744
融出资金	76,325	63,213	64,751	70,381	66,862	承销业务净收入	2,316	3,356	3,526	3,421	3,092
交易性金融资产	110,440	92,347	109,484	131,739	91,786	资管业务净收入	1,351	590	853	4,290	4,692
衍生金融资产	3,428	3,935	4,665	5,614	3,911	利息净收入	4,756	3,840	4,084	4,246	4,134
买入返售金融资产	77,469	84,523	59,245	59,245	59,245	投资净收益	11,539	6,308	7,415	10,914	11,772
应收款项	6,264	6,930	8,215	9,885	6,887	公允价值变动净收益	-1,924	-231	104	29	223
应收利息	2,293	7,422	8,799	10,588	7,377	其它	3,649	6,841	2,243	2,687	3,194
存出保证金	7,559	8,952	6,416	7,349	8,550	营业支出	17,134	17,363	12,207	14,880	16,261
可供出售金融资产	44,490	58,029	68,797	82,782	57,676	营业税金及附加	1,915	491	444	606	642
持有至到期投资	83	84	99	119	83	管理费用	11,214	9,564	8,373	10,374	11,357
长期股权投资	5,137	8,750	8,750	8,750	8,750	资产减值损失	1,091	1,419	1,459	1,587	1,513
固定资产	1,204	1,468	1,709	1,914	2,080	其他业务成本	2,914	5,889	1,931	2,313	2,749
无形资产	419	468	477	503	543	营业利润	20,952	10,649	13,166	19,701	20,374
商誉	3,758	4,119	4,119	4,119	4,119	其他非经营损益	166	513	288	512	479
递延所得税资产	2,516	2,774	3,289	3,957	2,757	利润总额	21,119	11,162	13,453	20,214	20,853
投资性房地产	19	18	18	18	18	所得税	4,278	2,231	2,829	4,146	4,277
其他资产	54,101	83,912	99,479	119,694	83,402	净利润	16,841	8,931	10,624	16,068	16,576
资产总计	576,449	560,866	595,989	677,859	556,282	少数股东损益	1,002	887	1,055	1,596	1,647
短期借款	24,254	38,565	41,308	48,865	31,455	归母股东净利润	15,839	8,043	9,569	14,472	14,929
应付短期融资款	22,337	19,864	21,277	25,170	16,202	主要财务比率					
拆入资金	7,260	8,809	9,436	11,162	7,185		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
交易性金融负债	31,026	38,640	41,388	48,960	31,516	成长能力					
衍生金融负债	3,718	2,594	2,779	3,287	2,116	营业收入增长率	111.84%	-26.45%	-9.42%	36.29%	5.94%
卖出回购金融资产款	98,577	43,732	46,842	55,412	35,669	净利润增长率	105.42%	-49.22%	18.97%	51.24%	3.16%
代理买卖证券款	129,026	104,059	112,981	115,736	124,329	盈利能力					
应付职工薪酬	4,738	4,723	3,836	4,938	5,305	营业利润率	55.01%	38.02%	51.89%	56.97%	55.61%
应交税费	4,806	2,392	2,923	3,554	3,975	净利率	41.59%	28.71%	37.71%	41.85%	40.75%
应付款项	4,604	8,908	5,568	9,293	8,942	回报率分析					
应付利息	3,506	3,568	3,403	3,742	3,544	总资产收益率	3.41%	1.41%	1.65%	2.27%	2.42%
长期借款	16,361	22,584	24,190	28,616	18,420	净资产收益率	17.99%	7.39%	8.44%	11.89%	11.33%
递延所得税负债	666	557	597	706	455	每股指标					
其他负债	7,442	10,439	11,181	13,227	8,514	EPS-摊薄(元)	1.38	0.70	0.83	1.26	1.30
负债合计	459,521	438,907	466,393	536,721	403,232	每股净资产(元)	9.36	9.58	10.15	11.01	11.90
股本	11,502	11,502	11,502	11,502	11,502	每股股利(元)	0.45	0.22	0.26	0.40	0.41
资本公积金	56,376	56,338	56,338	56,338	56,338	估值分析					
归母权益合计	107,695	110,130	116,712	126,658	136,923	市盈率	10.63	20.93	17.60	11.64	11.28
所有者权益合计	116,928	121,958	129,596	141,138	153,050	市净率	1.56	1.53	1.44	1.33	1.23
负债及股东权益总计	576,449	560,866	595,989	677,859	556,282	股息收益率	3.07%	1.50%	1.79%	2.70%	2.79%

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

分析师简介：

【魏涛】太平洋证券研究院院长，非银金融行业首席分析师
2015 年“新财富”非银第一；2011 年“新财富”非银第三名；2012 年“新财富”非银第二名；2013 年“新财富”非银第三名；2016 年“新财富”非银第四。

【孙立金】非银金融行业分析师，北京大学企业管理硕士，复合学科背景，八年金融行业从业经验，2015 年加入太平洋证券。覆盖非银，擅长证券细分领域。今年以来，每市组合收益约 14%，位于该平台非银金融行业第一；2016 年度东方财富分析师指数排名行业第六。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566