

自营资管大幅增长，信用业务风险可控

——海通证券 (600837.SH) 2019 年三季度报点评

公司简介

增持 (维持)

当前价/目标价: 14.09/17.49 元

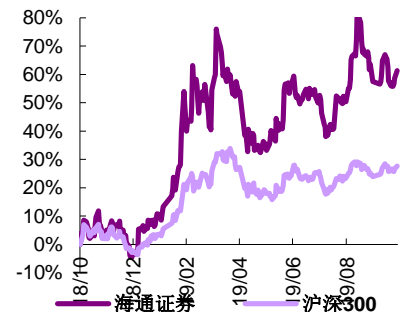
分析师

赵湘怀 (执业证书编号: S0930518120003)
021-22169718
zhaoxh@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股): 115.02
总市值(亿元): 1,544.26
一年最低/最高(元): 8.61-16.64
近3月换手率(%): 103.5

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-3.7	5.9	44.4
绝对	-1.5	2.6	51.2

资料来源: Wind

◆**事件:** 2019 年前三季度海通证券实现营业收入 251.47 亿元, 同比增长 55.45%; 归母净利润 73.86 亿元, 同比增长 105.86%; 加权平均 ROE 6.09%, 较去年末增加 3ppts。

◆**自营业务强力。** 前三季度公司自营业务净收入 (投资收益+公允价值变动损益-对联营企业投资) 同比增长 307% 至 81.88 亿, 三季度大增 524.4% 至 23.42 亿。公司股票绝对收益率大增, 把握降息情况下债市利好机遇, 主动调整了资产配置。

◆**公司资管业务逆市增长。** 前三季度, 资管业务手续费净收入 16.20 亿, 同比增加 15.39%。前三季度海通资管收入 10.1 亿, 同比增长 83%, 累计净利润 5.9 亿。公司资管业务结构调整成效显著, 有利于加强公司的财富管理转型。

◆**经纪业务稳健, 信用业务风险可控。** 公司前三季度经纪业务保持稳健增长, 前三季度经纪业务同比增长 12.4% 至 26.86 亿, 占总收入之比为 11%, 较其他大型券商相比占比较低 (中信 17%/华泰 18%), 公司经纪业务佣金率基本与行业持平 (据中报为 0.03%), 未来下行空间有限。公司信用业务风险可控。信用业务方面, 截止 9 月 30 日, 公司买入返售金融资产比例为 485 亿元, 较去年末收缩 27.8%。三季度信用减值损失为 6.65 亿, 同比增加 18%, 占总收入之比为 9%。预计公司会进一步严控股权质押风险, 调节资产规模。

◆**投行业务大增。** 公司前三季度投资银行手续费收入 25.67 亿元, 同比 +35.2%。前三季度公司股权业务排名第 11 (去年同期为第 6), 规模为 234.38 亿元, 同比下降 48%, 截止 10 月底公司股权承销规模上升至 431.85 亿元。公司前三季度债券承销规模为 3116.69 亿元, 市场排名由第 7 升至第 5, 同比增加 90%。公司债券承销将维持传统优势, 增厚利润。

◆**维持“增持”评级, 维持目标价 17.49 元。** 公司前三季度业绩超出此前预期, 我们上调公司 2019-21 年净利润预测, 分别为 88 亿、103 亿、112 亿, 维持“增持”评级, 公司当前估值 1.27xPB, 低于头部券商。故按照行业估值情况, 给予公司 1.60x PB, 维持目标价 17.49 元。

◆**风险提示: 市场大幅波动; 自营业务下降明显; 股权质押风险**
业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	28,222	23,765	35,602	40,063	43,186
营业收入增长率	1%	-16%	50%	13%	8%
净利润 (百万元)	8,618	5,211	8,782	10,300	11,242
净利润增长率	7%	-40%	69%	17%	9%
EPS (元)	0.75	0.45	0.76	0.90	0.98
ROAE (加权)	8%	4%	8%	8%	8%
P/E	19	31	18	16	14
P/B	1.4	1.4	1.27	1.2	1.0

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 10 月 30 日

损益表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	28,222	23,765	35,602	40,063	43,186
手续费及佣金净收入	9,556	8,514	11,948	12,825	13,767
利息净收入	3,666	4,820	2,910	3,166	3,867
投资净收益	11,366	5,535	13,471	16,132	16,907
公允价值变动收益	-1,329	-2,019	-2,813	-3,373	-3,542
汇兑收益	-225	219	56	27	19
其他业务收入	5,189	6,695	10,030	11,286	12,166
营业支出	15,935	16,655	23,357	25,622	27,379
营业税金及附加	166	172	258	290	313
管理费用	9,755	9,383	14,056	15,818	17,051
资产减值损失	1,687	-	1,396	1,125	1,052
其他业务成本	4,327	5,453	7,647	8,389	8,964
营业利润	12,287	7,110	12,245	14,441	15,806
加: 营业外收入	684	473	583	583	581
减: 营业外支出	82	12	70	61	56
利润总额	12,889	7,570	12,758	14,963	16,331
减: 所得税费用	3,014	1,800	3,033	3,557	3,882
净利润	9,876	5,771	9,725	11,406	12,449
减: 少数股东损益	1,257	560	943	1,106	1,207
归母公司所有者的净利润	8,618	5,211	8,782	10,300	11,242

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	534,706	574,624	934,719	1,024,051	1,083,990
客户资金存款	70,214	62,319	62,319	65,435	68,707
自有货币资金	33,582	38,523	36,940	38,787	40,727
客户备付金	7,608	6,115	6,115	6,420	6,741
自有结算备付金	375	1,532	1,291	1,356	1,424
融出资金	61,561	48,861	35,886	37,680	41,448
交易性金融资产	99,857	177,205	222,205	233,316	244,981
衍生金融资产	2,611	1,781	3,916	4,112	4,317
买入返售金融资产	96,550	82,679	101,377	106,446	116,981
可供出售金融资产	41,229	-	222,205	233,316	244,981
持有至到期投资	79	-	-	-	-
其他资产合计	121,042	155,609	246,379	301,294	317,999
总负债	405,012	444,438	794,080	868,886	913,120
应付短期融资款	29,427	26,538	30,898	33,988	37,387
交易性金融负债	20,743	26,201	51,433	56,279	59,144
衍生金融负债	3,495	2,219	5,281	5,779	6,073
卖出回购金融资产款	33,046	56,373	36,350	34,533	37,986
代理买卖证券款	83,774	71,894	71,894	75,488	79,263
应付职工薪酬	4,890	4,588	8,050	8,808	9,257
应付债券	130,158	140,147	117,142	128,857	135,300
其他负债合计	99,478	116,479	473,031	525,154	548,712
所有者权益	129,694	130,186	140,639	155,165	170,870
股本	11,502	11,502	11,502	11,502	11,502
少数股东权益	11,939	12,327	13,317	14,693	16,180
归母公司所有者权益合计	117,755	117,859	127,321	140,472	154,690

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因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, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼