

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 14.09
合理价格区间(元): 15.61~17.23

沈娟 执业证书编号: S0570514040002
研究员 0755-23952763
shenjuan@htsc.com

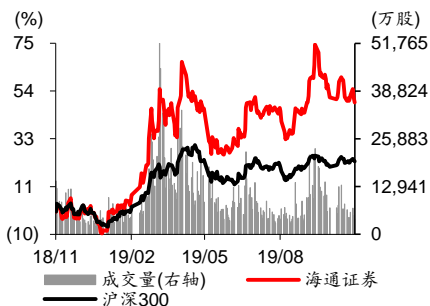
陶圣禹 执业证书编号: S0570518050002
研究员 021-28972217
taoshengyu@htsc.com

王可 0755-23616094
联系人 wangke015604@htsc.com

相关研究

- 1 《海通证券(600837 SH,买入): 投资驱动业绩, 综合金融布局完善》2019.09
- 2 《海通证券(600837,买入): 自营及经纪拖累, 集团化布局完善》2019.03
- 3 《海通证券(600837,买入): 业绩整体承压, 综合金融布局完善》2018.10

一年内股价走势图



资料来源: Wind

投资增厚业绩, 国际业务贡献高

海通证券(600837)

投资驱动业绩向上, 综合金融布局前瞻完善

2019 年前三季度归母净利润 73.9 亿元, 同比+105.9%; 营业收入 251.5 亿元, 同比+55.5%; EPS 为 0.64 元, 加权 ROE 为 6.09% (未年化)。业绩略高于预期。综合看来, 公司投资类收入驱动业绩向上, 但信用减值增加对业绩造成一定影响。公司是综合性金融服务平台, 预计 2019-2021 年 EPS 为 0.79/0.88/0.96 元, BPS 为 10.77/11.36/12.01 元, 维持买入评级, 目标价 15.61 - 17.23 元。

经纪业务推进集团数字化财富管理转型, 融资类业务规模领先地位稳固

经纪业务通过管理科技赋能和客户经理制度全面推行, 实现客户数量稳定增长, 并积极推动集团数字化财富管理转型, 互联网金融平台活跃用户数量位居前列。2019 年前三季度经纪净收入 26.9 亿元, 同比+12%。融资类业务规模领先地位稳固。Q3 末融出资金为 516 亿元, 较 Q2 末和年初分别-1%和+6%, 增速略低于市场整体水平; Q3 末买入返售金融资产 595 亿元, 较 Q2 末和年初分别-10%和-28%, 延续快速压缩趋势。2019 年前三季度利息净收入 33.6 亿元, 同比-12%。2019 年前三季度合计计提 17.2 亿元信用减值损失, 其中 Q3 单季度减值损失 6.7 亿元, 对业绩造成一定拖累。

金融投资规模较快增长, 自营增厚整体业绩

交易业务抓住市场回暖机遇, 优化自有资金资产配置, 金融投资规模增速较快。Q3 末金融投资规模 2555 亿元, 较 Q2 末和年初分别+12%和+23%。自营收入是业绩核心驱动, 2019 年前三季度自营净收入 81.9 亿元, 同比+307%。Q3 单季度自营净收入 23 亿元, 同比+524%, 系低基数效应影响。

投行业务瞄准机遇、保持优势, 资管积极应对行业新规

投行业务瞄准科创板机遇, 截至 10 月 30 日已经上市的 38 家科创板公司中, 2 家为公司保荐项目。根据 Wind 统计, 前三季度公司 IPO 融资规模为 35 亿元, 再融资规模为 200 亿元 (包含可转债、可转债), 债券承销金额 3119 亿元, 债券融资保持领先优势。2019 年前三季度投行净收入 25.7 亿元, 同比+35%, 驱动业绩上涨。资管业务积极应对行业新规, 2019 年前三季度资管净收入 16.2 亿元, 同比+15%, 主要受上半年产品分红增加业绩提成驱动。Q3 单季度资管净收入 4.8 亿元, 较去年同期-11%。

国际业务收入贡献高, 定增稳步推进

公司是综合金融服务集团, 国际业务行业领先, 2019 年上半年海外收入占比高达 26%。公司已对不超过 200 亿元定增向证监会进行反馈。综合考虑公司三季报业绩表现和政策及市场环境, 上调公司盈利预测, 预计 2019-2021 年 EPS 为 0.79/0.88/0.96 元 (前值 0.69/0.79/0.86 元), 对应 PE 为 18、16 和 15 倍。预测 2019-2021 年 BPS 10.77/11.36/12.01 元 (前值 10.71/11.24/11.82 元), 对应 PB 为 1.31、1.24 和 1.17 倍, 可比公司 2019PBwind 一致预期平均数 1.34 倍, 公司综合金融布局完善, 给予 2019PB1.45~1.60 倍, 目标价 15.61 - 17.23 元, 维持买入评级。

风险提示: 业务开展不及预期, 市场波动风险。

公司基本资料

总股本 (百万股)	11,502
流通 A 股 (百万股)	8,092
52 周内股价区间 (元)	8.66-16.54
总市值 (百万元)	162,059
总资产 (百万元)	635,444
每股净资产 (元)	10.78

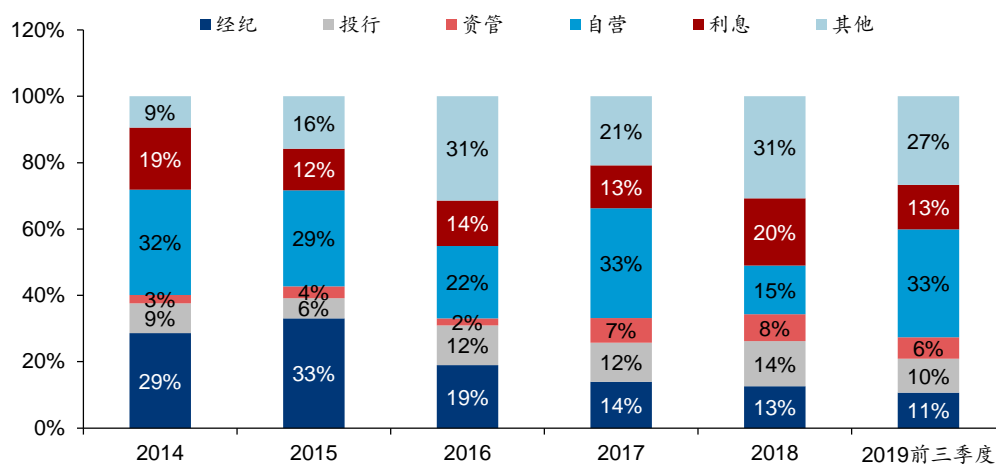
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	28,222	23,765	32,944	34,593	36,662
+/-%	0.75	(15.79)	38.62	5.01	5.98
归属母公司净利润 (百万元)	8,618	5,211	9,071	10,118	11,079
+/-%	7.15	(39.54)	74.08	11.54	9.50
EPS (元, 最新摊薄)	0.75	0.45	0.79	0.88	0.96
PE (倍)	18.80	31.10	17.86	16.02	14.63

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1：海通证券各业务净收入结构图



注：自营净收入= 投资净收益 + 公允价值变动净收益 - 对联营企业和合营企业的投资收益

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表2：证券行业可比公司 PE、PB wind 一致预期

机构	代码	EPS(2019E)	BPS (2019E)	PE (2019E)	PB (2019E)
中信证券	600030.SH	1.08	13.36	20	1.64
国泰君安	601211.SH	1.04	14.46	16	1.18
华泰证券	601688.SH	0.86	12.92	20	1.34
广发证券	000776.SZ	0.92	11.77	15	1.17
招商证券	600999.SH	0.93	12.02	18	1.36
中位数				18	1.34
平均数				18	1.34

注：股价取自2019年10月30日

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3: 海通证券盈利预测表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
一、营业收入	28,222	23,765	32,944	34,593	36,662
手续费及佣金净收入	9,556	8,514	9,896	11,144	10,588
经纪业务手续费净收入	3,941	3,006	3,521	3,523	3,867
投资银行业务手续费净收入	3,330	3,217	3,393	3,686	4,046
资产管理业务手续费净收入	2,098	1,925	2,047	2,205	2,308
利息净收入	3,666	4,820	4,630	5,073	5,445
投资净收益	11,366	5,535	8,557	9,348	10,471
对联营企业和合营企业的投资收益	708	33	390	178	278
公允价值变动净收益	-1,329	-2,019	1,870	1,163	1,822
汇兑净收益	-225	219	-175	-104	-110
其他收益	0	28	30	12	13
其他业务收入	5,196	6,675	8,137	7,956	8,432
二、营业支出	15,935	16,655	19,648	20,359	21,346
税金及附加	166	172	245	259	275
管理费用	9,755	9,383	10,699	12,108	12,832
减值损失(注)	1,687	1,647	1,810	1,420	1,273
其他业务成本	4,327	5,453	6,895	6,573	6,966
三、营业利润	12,287	7,110	13,296	14,234	15,316
加: 营业外收入	684	473	581	285	459
减: 营业外支出	82	12	-87		
四、利润总额	12,889	7,570	13,964	14,519	15,775
减: 所得税	3,014	1,800	3,213	3,521	3,822
五、净利润	9,876	5,771	10,751	10,998	11,953
减: 少数股东损益	1,257	560	886	880	874
归属于母公司所有者的净利润	8,618	5,211	9,071	10,118	11,079
六、每股收益	0.75	0.45	0.79	0.88	0.96

注: 减值损失=信用减值损失+资产减值损失+其他资产减值损失

注: 暂未考虑增发影响

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 海通证券 BPS 预测表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
归属母公司净利润(百万元)	8,618	5,211	9,071	10,118	11,079
分红率	31%	33%	33%	33%	33%
归属于母公司所有者权益(百万元)	117,755	117,859	123,927	130,695	138,106
股本(百万)	11,502	11,502	11,502	11,502	11,502
BPS(元)	10.24	10.25	10.77	11.36	12.01

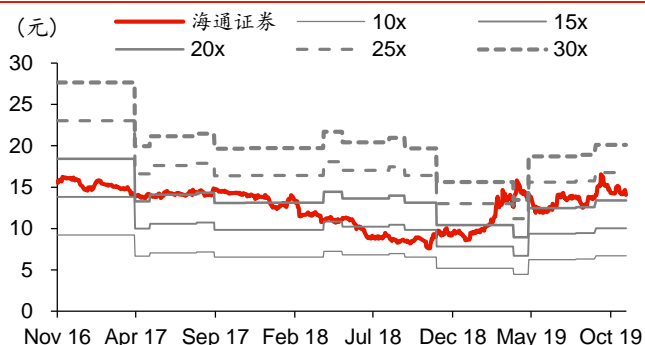
注: 1. 归属于母公司所有者权益(预测)=上期归属于母公司所有者权益+本期归属母公司净利润*(1-分红率)

2. 暂未考虑增发影响

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

PE/PB - Bands

图表5: 海通证券历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 海通证券历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com