海通证券（600837）2017年报点评

自营、资管表现靓丽，子公司业绩贡献提升

2018 年 03 月 28 日

东方财富证券 Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

增持（首次）

东方财富证券研究所

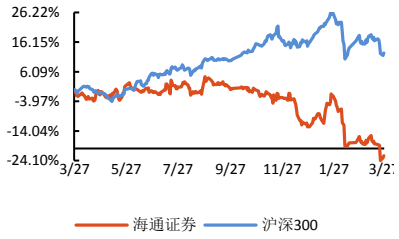
证券分析师：戴彧

证书编号：S1160515090001

联系人：高思雅

电话：021-23586487

相对指数表现



基本数据

总市值（百万元）	131349.41
流通市值（百万元）	92412.14
52 周最高/最低（元）	15.51/11.09
52 周最高/最低（PE）	22.58/15.12
52 周最高/最低（PB）	1.61/1.09
52 周涨幅（%）	-22.47
52 周换手率（%）	95.31

相关研究

【投资要点】

- 公司发布 2017 年年报，2017 年实现营业收入 282.22 亿元，同比增长 0.75%；归母净利润 86.18 亿元，同比增长 7.15%。2017 年四季度单季实现营收 89.66 亿元，同比增长 9.07%；归母净利润 24.73 亿元，同比增长 47.31%。
- **自营为第一大收入来源，收益率同比提升。**2017 年，公司自营业务贡献收入 93.03 亿元，同比增长 52.31%。报告期内，公司权益类趋势投资抓住市场趋势性机会，固定收益类趋势投资保持合理杠杆规模，同时，积极开展 ETF 套利、国债期货套利、货币市场套利、利率互换等业务。全年自营业务实现收益率 5.29%，较上年提升 2.05pct。
- **资管转型主动管理，公募、私募基金助力。**2017 年，公司资管业务收入 20.98 亿元，同比增长 255.74%。在去通道政策背景下，公司主动压缩通道业务规模，全面向主动管理转型。截至 2017 年末，公司集合资管、定向资管规模分别减少 29.66%、65.12%；公司专项资管规模大幅提升至 50.87 亿元，同比增长近 6 倍。基金管理方面，海富通基金、富国基金继续加强产品布局，管理规模有所提升。公司私募投资基金业务逐渐进入回报期，报告期内，基金所投企业共有 12 家实现 IPO 上市。
- **投行营收同比基本持平，IPO 业务表现亮眼。**2017 年，公司投行业务实现收入 33.30 亿元，较上年略降 0.78%。再融资政策收紧背景下，公司股票增发规模大幅下降约 27.60%，相反，IPO 承销规模明显增长至 124.58 亿元，全年实现 IPO 承销及保荐收入 9.75 亿元，行业排名第二。报告期内，公司债券承销总规模轻微下降，其中，企业债承销金额 269.85 亿元，行业排名第一；公司债承销金额 578.02 亿元，行业排名第四。公司把握新一轮国企改革机会，全年完成 20 项并购财务顾问服务，行业排名第二。
- **经纪、信用收入同比下降。**2017 年，公司经纪业务收入 39.41 亿元，同比减少 25.84%，占比持续降低至 13.97%；公司股基交易额 15432.47 亿元，市场份额 4.78%，行业排名第四；代理买卖证券业务佣金率进一步大幅降至 0.025%。信用业务实现收入 36.66 亿元，同比减少 4.52%；其中，融资融券利息收入 41.36 亿元，同比减少 7.38%；2017 年末，公司融资融券余额 480.09 亿元，市占率 4.68%，行业排名第七。

◆ **集团化特征明显，子公司收入贡献提升。**公司不断扩充业务范围，通过专业子公司开展包括期货经纪、私募股权投资、另类投资、融资租赁等在内的综合性金融服务。2017年，母公司收入占比持续下降至43.75%。公司具有业内领先的国际业务平台，报告期内，海通国际股权融资金额位居在港中资投行第一；中国离岸债券发行数量排名全体投行第一；海通银行经历近两年整合，步入发展正轨；全年海外业务实现收入、利润分别为48.73亿元、11.56亿元，占比分别为17.27%、8.97%。公司旗下融资租赁子公司海通恒信资金成本管理得当，2017年融资租赁业务毛利率进一步上升至56.83%，全年实现收入、利润分别为25.89亿元、15.62亿元，占比分别为9.17%、12.12%，预计分拆上市后将进一步增强资本实力，提高盈利能力。

【投资建议】

◆ 公司为集团化综合券商，金融布局完善。自营、资管业务表现突出，子公司收入贡献不断提升。公司国际业务行业领先，融资租赁业务有望进一步提高整体盈利能力。预计 2018/2019/2020 年营业收入分别为 292.64/338.23/425.72 亿元；归母净利润分别为 93.88/103.40/134.08 亿元；EPS 分别为 0.82/0.90/1.17 元；对应 PE 分别为 13.19/11.62/9.75 倍，PB 分别为 0.99/0.89/0.88 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	28221.67	29264.42	33823.15	42572.10
增长率(%)	0.75	3.69	15.58	25.87
归母净利润（百万元）	8618.42	9388.02	10339.78	13407.82
增长率(%)	7.15	8.93	10.14	29.67
EPS(元/股)	0.75	0.82	0.90	1.17
市盈率（P/E）	18.92	13.19	11.62	9.75
市净率（P/B）	1.26	0.99	0.89	0.88
总杠杆（倍）	4.54	4.40	4.31	4.14

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

◆ 监管政策持续收紧；
◆ 二级市场表现低迷；
◆ 子公司表现不达预期。

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	103795.73	89198.57	89198.57	89198.57
其中：客户存款	70213.57	60339.19	60339.19	60339.19
结算备付金	7982.73	6860.09	6860.09	6860.09
其中：客户备付金	7607.86	6537.94	6537.94	6537.94
融出资金	61560.95	67032.95	63935.61	64176.50
交易性金融资产	99856.69	104849.53	110092.01	115596.61
衍生金融资产	2610.61	3324.62	3290.10	3075.11
买入返售金融资产	96549.87	101377.36	106446.23	111768.54
可供出售金融资产	41228.76	47915.98	49057.86	46067.53
持有期到期投资	78.72	81.65	81.29	80.55
长期股权投资	10062.37	7982.86	8931.61	8992.28
应收利息	3703.90	4472.88	5199.61	4458.80
存出保证金	8528.68	5219.73	5862.03	6137.01
固定资产	2705.85	2705.85	2705.85	2705.85
无形资产	1316.01	1316.01	1316.01	1316.01
其他资产	94725.47	109297.19	128732.21	151782.90
资产合计	**534706.33**	**551635.27**	**581709.08**	**612216.35**
短期借款	30712.83	31177.04	33484.88	31791.58
拆入资金	11811.64	9293.82	9971.64	10359.03
交易性金融负债	20743.50	30136.25	29839.79	26906.51
衍生金融负债	3495.45	3269.19	3119.55	3294.73
卖出回购金融资产	33045.73	33045.73	33045.73	33045.73
代理买卖证券款	83774.39	71992.90	71992.90	71992.90
代理承销证券款	0.00	797.65	926.00	861.83
应付职工薪酬	4890.34	5064.11	5244.06	5430.41
应付债券	130158.27	136666.18	143499.49	150674.47
长期借款	30609.16	30609.16	30609.16	30609.16
其他负债	55770.72	61634.02	71466.97	84185.47
负债合计	**405012.03**	**413686.06**	**433200.18**	**449151.82**
归母股东权益	117755.48	125250.50	134838.12	148053.86
少数股东权益	11938.83	12698.72	13670.78	15010.67
负债和股东权益	**534706.33**	**551635.27**	**581709.08**	**612216.35**

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	**28221.67**	**29264.42**	**33823.15**	**42572.10**
手续费及佣金净收入	9556.20	9428.95	9774.59	10659.40
其中：代理买卖证券业务收入	3941.28	3387.00	3387.00	3387.00
证券承销业务净收入	3329.89	3660.85	3919.05	4271.96
资产管理业务净收入	2097.89	2381.10	2468.55	3000.44
利息净收入	3665.93	3605.50	4203.96	5043.19
投资净收益	11365.52	11336.98	13869.20	19473.72
其他业务收入	3634.02	4892.99	5975.39	7395.79
营业支出	**15934.58**	**16520.29**	**19576.74**	**23762.80**
营业税金及附加	165.97	718.74	540.70	658.84
管理费用	9755.12	10115.56	11691.33	14715.50
资产减值损失	1686.66	1393.35	1592.16	1717.73
其他业务成本	4326.83	4292.64	5752.55	6670.74
营业利润	**12287.08**	**12744.13**	**14246.41**	**18809.30**
营业外收入	684.05	516.66	598.17	599.62
营业外支出	81.73	89.52	84.12	85.12
利润总额	12889.40	13171.27	14760.46	19323.81
所得税	3013.79	2793.47	3177.46	4258.81
净利润	**9875.60**	**10377.80**	**11583.00**	**15064.99**
少数股东损益	1257.18	989.93	1243.37	1657.33
归属母公司净利润	**8618.42**	**9387.87**	**10339.62**	**13407.66**

主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
净利率（%）	30.54	32.08	30.57	31.49
净资产收益率（%）	7.32	7.50	7.67	9.06
每股收益（元）	0.75	0.82	0.90	1.17
每股净资产（元）	10.24	10.89	11.72	12.87
P/E	18.92	13.19	11.62	9.75
P/B	1.26	0.99	0.89	0.88
总杠杆（倍）	4.54	4.40	4.31	4.14
主动杠杆（倍）	3.83	3.83	3.78	3.65

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

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3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500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15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%～15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%～5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%～-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。
本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。
本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。
在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。
本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。
如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。