

分析师: 张洋

执业证书编号: S0730516040002

Zhangyang-yjs@ccnew.com

021-50588666-8069

## 收入结构均衡、抗周期能力强

——海通证券(600837)年报点评

### 证券研究报告-年报点评

**增持(首次)**

#### 市场数据(2018-04-03)

收盘价(元)	11.67
一年内最高/最低(元)	15.51/11.09
沪深300指数	3862.48
市净率(倍)	1.14
总市值(亿元)	1,342.25
流通市值(亿元)	944.35

#### 基础数据(2017-12-31)

每股净资产(元)	10.24
总资产(亿元)	5,347.06
所有者权益(亿元)	1,177.55
净资产收益率(%)	7.56
总股本(亿股)	115.02
H股(亿股)	34.10

#### 个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

#### 相关报告

**联系人: 叶英刚**
**电话:** 021-50588666-8135

**传真:** 021-50587779

**地址:** 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

**邮编:** 200122

发布日期: 2018年04月04日

**年报概况:** 海通证券2017年实现营业收入282.22亿元,同比+0.75%;实现归母净利润86.18亿元,同比+7.15%。基本每股收益0.75元,同比+7.14%;加权平均净资产收益率7.56%,同比+0.17个百分点。

**点评:** 1.公司经纪业务市场份额有所回升,港股通交易金额排名第一。

2.报告期内公司IPO项目集中落地,共完成31单项目,行业排名第二。

3.公司主动压缩通道业务规模,全面转型主动管理。虽然整体规模大幅下降,但海通资管收入不降反升。私募基金业务管理规模176亿,所投企业共12家实现IPO上市。

4.直投业务退出对公司收入贡献度进一步提升,所投企业共5家实现IPO上市。

5.经过近十年的培育和发展,公司初步完成了在全球14个国家和地区的业务布局。报告期内海通国际证券股权融资金额在港中资投行排名第一位,中国离岸债券发行数量排名全体投行第一位。公司国际业务处于行业绝对领先地位。

**投资建议:** 作为老牌券商,公司业务布局的广度及深度逐步体现出整体的竞争优势。各项业务较为均衡,国际及融资租赁业务将为公司打造多元化收入结构提供有力保障,公司整体的抗周期能力不断增强,蓝筹属性不断凸显。此外,公司投行承接“独角兽”公司IPO以及CDR业务的预期较为强烈。预计公司2018、2019年EPS分别为0.78元、0.84元,BVPS分别为10.89元、11.64元,对应P/E分别为14.97倍、13.90倍,对应P/B分别为1.07倍、1.00倍,首次覆盖给与“增持”的投资评级。

**风险提示:** 权益类及固收类二级市场行情转弱导致公司各项业务出现下滑

	2016A	2017A	2018E	2019E
营业收入(亿元)	280.12	282.22	298.59	315.87
增长比率	-26%	1%	6%	6%
归母净利(亿元)	80.43	86.18	89.50	96.41
增长比率	-49%	7%	4%	8%
EPS(元)	0.70	0.74	0.78	0.84
市盈率(倍)	16.26	18.92	14.97	13.90
BVPS(元)	9.58	10.24	10.89	11.64
市净率(倍)	1.64	1.26	1.07	1.00

资料来源: Wind、中原证券

## 海通证券 2017 年报概况:

海通证券 2017 年实现营业收入 282.22 亿元, 同比+0.75%; 实现归母净利润 86.18 亿元, 同比+7.15%。基本每股收益 0.75 元, 同比+7.14%; 加权平均净资产收益率 7.56%, 同比+0.17 个百分点。分红预案为拟 10 派 2.3 元 (含税), 分红比例约为 30.69%。

根据中国证券业协会的统计, 2017 年行业共实现营业收入 3113.28 亿元, 同比-5.08%; 共实现净利润 1129.95, 同比-8.47%。公司 2017 年经营业绩优于行业均值, 营收、净利总额处于行业第一方阵。

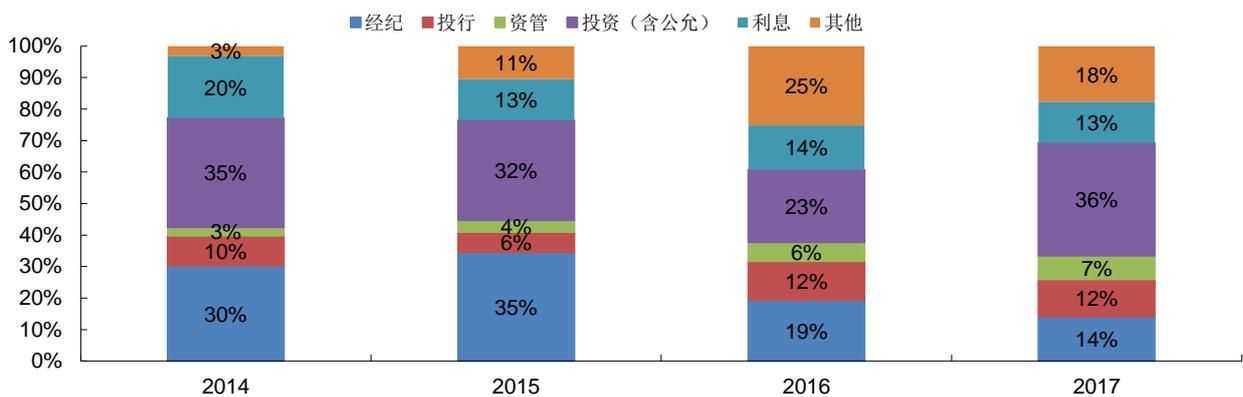
## 点评:

### 1. 经纪业务收入占比低于 20%, 投资收益 (含公允) 收入占比大幅提高

2017 年公司经纪、投行、资管、投资收益 (含公允)、利息和其他业务收入占比分别为 14%、12%、7%、36%、13%、18%, 2016 年分别为 19%、12%、6%、23%、14%、25%。公司 2017 年经纪业务收入占比已经连续两年低于 20%, 投资收益 (含公允价值变动) 收入占比大幅提高。公司其他业务主要为融资租赁业务, 多年来收入占比较高。

公司各项业务整体较为均衡, 抗行业周期能力较为突出。

图 1: 2014-2017 年海通证券收入结构



资料来源: 公司财报、中原证券

### 2. 经纪业务市场份额有所回升

受市场交投整体趋冷的影响, 2017 年公司实现经纪业务净收入 39.41 亿元, 同比-26%。

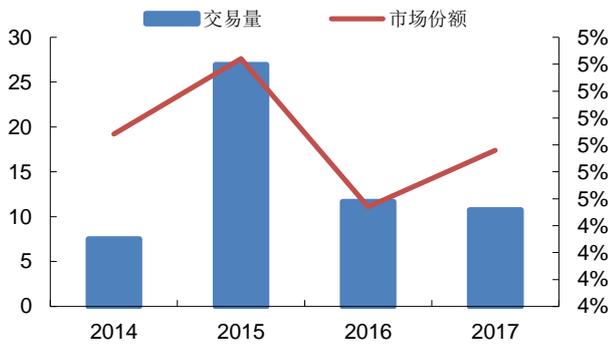
报告期内, 公司代理股票基金交易量 10.74 万亿元, 市场份额 4.68%, 同比+0.21 个百分点; 行业排名第四位, 同比提升两位。报告期末公司移动端应用“e 海通财”活跃用户突破 1900

完，在业内赢得了良好的口碑。

2017 年公司股基净佣金率下降至 0.27% 左右，下降空间已经较为有限。

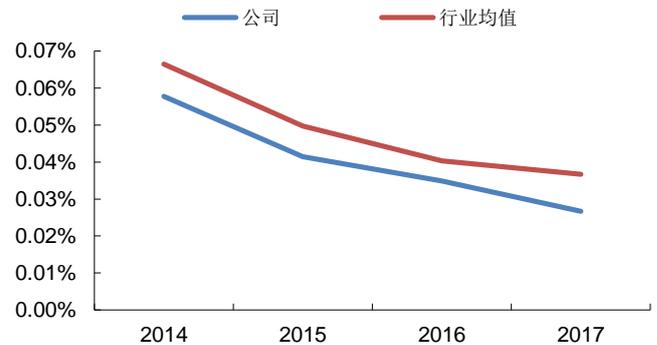
报告期内，公司港股通业务保持行业领先，客户总数达到 11.6 万户，交易金额市场占比 9.36%，排名行业第一位。

图 2：公司股基交易量（万亿）及市场份额



资料来源：Wind、公司财报、中原证券

图 3：公司及行业净佣金率



资料来源：Wind、公司财报、中原证券

### 3.IPO 项目集中落地

2017 年公司实现投行业务净收入 33.30 亿元，同比-1%，基本未受到行业投行业务总量萎缩的影响。

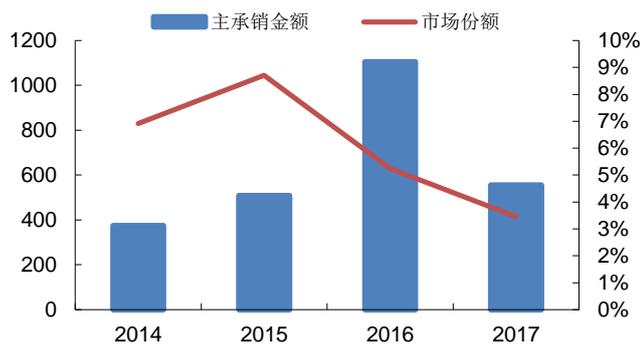
股权融资方面，报告期内公司完成 IPO 项目 31 单，行业排名第二；实现 IPO 承销及保荐收入 9.75 亿元，行业排名第二。

债权融资方面，报告期内公司承销各类债券合计 276 只，主承销金额 1971 亿元。其中，公司企业债承销金额行业排名第一位；公司债承销金额行业排名第四位。

财务顾问业务方面，报告期内公司共为 20 家企业提供并购财务顾问服务，排名行业第二位；涉及金额 571.5 亿元。

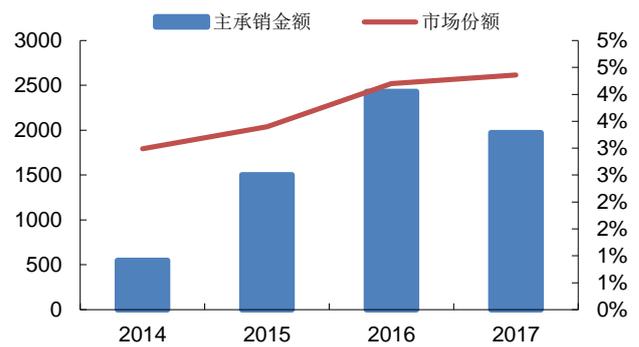
根据 Wind 的统计，目前公司 IPO 项目储备 16 个。此外，作为行业龙头公司之一，公司承接“独角兽”企业 IPO 绿色通道以及 CDR 业务的预期较为强烈。

图 4: 公司股权融资规模 (亿) 及市场份额



资料来源: Wind、公司财报、中原证券

图 5: 公司债权融资规模 (亿) 及市场份额



资料来源: Wind、公司财报、中原证券

#### 4. 资管业务稳增长、调结构

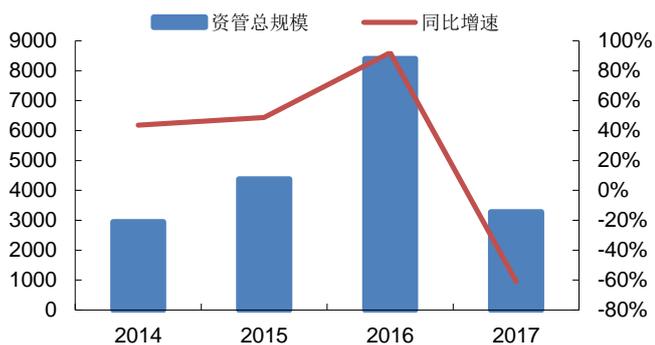
2017 年公司实现大资管业务净收入 20.98 亿元, 同比+28%。

海通资管方面, 报告期末海通资管总规模 3273 亿元, 同比出现较大幅度下降, 主要由于公司主动压缩通道业务规模, 全面转型主动管理所致; 海通资管净收入 6.35 亿元, 不降反升 13%。

基金管理业务方面, 海富通、富国基金均保持优异业绩。

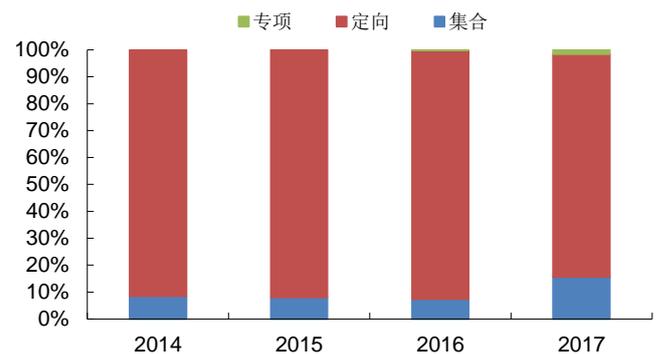
私募基金业务方面, 公司私募基金业务逐步进入收获期。报告期内, 公司 PE 基金数量达到 34 只, 管理总规模 176 亿元, 所投企业共 12 家实现 IPO 上市。

图 6: 公司资管总规模 (亿) 及同比增速



资料来源: Wind、公司财报、中原证券

图 7: 公司各类别资管规模 (亿)



资料来源: Wind、公司财报、中原证券

#### 5. 投资收益显著增长

2017 年公司实现投资收益 (含公允价值变动) 100.36 亿元, 同比大幅增长 59%, 主要由处置金融工具取得的收益所致。

权益及衍生品自营业务方面，公司抓住市场趋势性机会实现投资收益 6.22 亿元。

固定收益自营业务方面，公司保持合理杠杆规模，实现收入 4.53 亿元。

直投业务方面，报告期内对公司业绩贡献度进一步提升，共退出 16 个项目，所投企业 5 家实现 IPO 上市；实现利润总额 21.78 亿元，占公司利润总额的 16.90%。

## 6.信用业务较为稳健

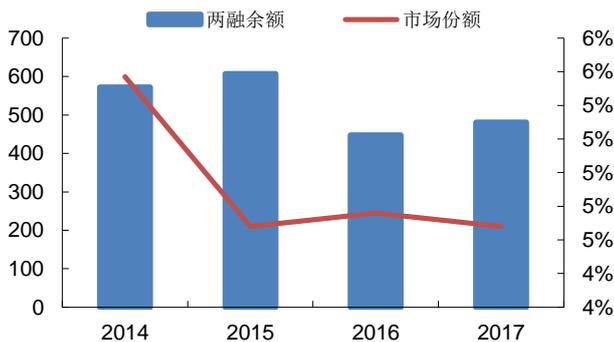
2017 年公司实现利息净收入 36.66 亿元，同比-5%。

融资融券业务方面，截至报告期末，公司两融余额为 480.33 亿元，市场份额 4.68%。

股票质押式回购业务方面，截至报告期末，公司股票质押待购回余额 1121 亿元。

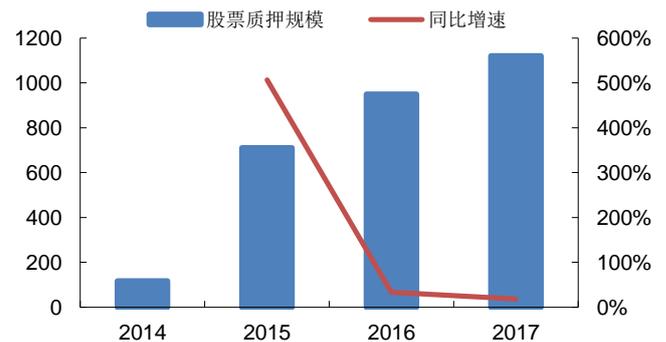
公司信用业务总规模排名行业第二位。

图 8: 公司两融余额 (亿) 及市场份额



资料来源: Wind、公司财报、中原证券

图 9: 公司股票质押规模 (亿) 及同比增速



资料来源: Wind、公司财报、中原证券

## 7.国际业务处于行业绝对领先地位

2017 年公司实现国际业务收入 48.73 亿元，同比+33%。

经过近十年的培育和发展，公司初步完成了在全球 14 个国家和地区的业务布局。报告期内海通国际证券股权融资金额在港中资投行排名第一位，中国离岸债券发行数量排名全体投行第一位。

公司进一步推进国际金融资源整合，印度业务已经整合完成，美国和英国业务的后续整合已经启动。

公司作为行业内最早开展国际业务的两家公司之一，业务开展程度已经处于业内绝对领先地位。

## 投资建议

作为老牌券商，公司业务布局的广度及深度逐步体现出整体的竞争优势。各项业务较为均衡，国际及融资租赁业务将为公司打造多元化收入结构提供有力保障，公司整体的抗周期能力不断增强，蓝筹属性不断凸显。此外，公司投行承接“独角兽”公司 IPO 以及 CDR 业务的预期较为强烈。

预计公司 2018、2019 年 EPS 分别为 0.78 元、0.84 元，BVPS（考虑定增因素）分别为 10.89 元、11.64 元，按 4 月 3 日收盘价计算，对应 P/E 分别为 14.97 倍、13.90 倍，对应 P/B 分别为 1.07 倍、1.00 倍，首次覆盖给与“增持”的投资评级。

**风险提示：权益类及固收类二级市场行情转弱导致公司各项业务出现下滑**

表 1: 资产负债表预测 (亿元)

	2016A	2017A	2018E	2019E
<b>资产:</b>	<b>5608.66</b>	<b>5347.06</b>	<b>5573.34</b>	<b>5851.35</b>
货币资金	1210.25	1037.96	986.06	936.76
融出资金	632.13	615.61	646.39	678.71
交易性金融资产	923.47	998.57	1098.43	1186.30
买入返售金融资产	845.23	965.50	917.23	944.74
应收利息及款项	143.52	111.46	105.89	109.06
可供出售金融资产	580.29	412.29	498.87	548.76
长期股权投资	87.50	100.62	110.68	121.75
固定及无形资产	19.36	40.22	44.24	48.67
商誉	41.19	38.64	36.71	34.87
其他资产合计	1125.73	1026.22	1128.84	1241.73
<b>负债:</b>	<b>4389.07</b>	<b>4050.12</b>	<b>4201.54</b>	<b>4393.48</b>
流动负债	672.38	719.52	755.50	793.27
交易性金融负债	386.40	207.43	228.17	239.58
卖出回购金融资产款	437.32	330.46	346.98	364.33
代理买卖证券款	1040.59	837.74	879.63	923.61
应付费用	195.91	173.20	181.86	190.95
长期借款	225.84	306.09	336.67	370.33
应付债券	1282.95	1301.58	1340.63	1380.85
其他负债	147.69	174.09	132.10	130.56
<b>所有者权益:</b>	<b>1219.58</b>	<b>1296.94</b>	<b>1371.80</b>	<b>1457.87</b>
股本	115.02	115.02	115.02	115.02
资本公积金	563.38	563.58	563.58	563.58
存留收益	315.26	376.29	432.73	497.64
一般风险准备	107.64	122.68	141.08	162.24
少数股东权益	118.28	119.39	119.39	119.39

资料来源: Wind、中原证券

表 2: 利润表预测 (亿元)

	2016A	2017A	2018E	2019E
<b>营业收入:</b>	<b>280.12</b>	<b>282.22</b>	<b>298.59</b>	<b>315.87</b>
手续费及佣金净收入	109.65	95.56	100.76	106.17
其中: 代理买卖证券	53.14	39.41	41.38	43.45
证券承销	33.56	33.30	34.30	35.33
资产管理	5.90	20.98	23.08	25.39
利息净收入	38.40	36.66	37.76	38.89
投资收益 (含公允)	63.09	100.37	105.39	110.66
其他收入	68.99	49.71	54.68	60.15
<b>营业支出:</b>	<b>173.63</b>	<b>159.35</b>	<b>165.37</b>	<b>173.63</b>
管理费用	95.64	97.55	100.48	105.50
其他成本	77.99	61.80	64.89	68.13
<b>利润总额:</b>	<b>111.62</b>	<b>128.89</b>	<b>133.22</b>	<b>142.24</b>
所得税	22.31	30.14	31.15	33.26
<b>净利润:</b>	<b>89.31</b>	<b>98.76</b>	<b>102.07</b>	<b>108.98</b>
少数股东损益	(8.87)	(12.57)	(12.57)	(12.57)
<b>归母净利:</b>	<b>80.43</b>	<b>86.18</b>	<b>89.50</b>	<b>96.41</b>

资料来源: Wind、中原证券

表 3: 现金流量表预测 (亿元)

	2016A	2017A	2018E	2019E
经营活动现金流	-501.78	-588.17	-331.37	-249.10
投资活动现金流	-315.78	348.94	418.73	502.47
筹资活动现金流	333.55	39.73	151.42	191.94

资料来源: Wind、中原证券

表 4: 每股指标与估值

	2016A	2017A	2018E	2019E
EPS	0.70	0.74	0.78	0.84
ROE	7.39%	7.56%	6.52%	6.61%
BVPS	9.58	10.24	10.89	11.64
P/E	16.26	18.92	14.97	13.90
P/B	1.64	1.26	1.07	1.00

资料来源: Wind、中原证券

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 分析师声明：

本报告署名分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明：

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

证券研究报告属于专业性报告，请在投资顾问指导下谨慎使用。投资者应当充分了解证券证券投资的高风险性，独立做出投资决定并自行承担投资风险。

本报告由中原证券股份有限公司制作，本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称中原证券）所有，未经中原证券书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。

获得中原证券书面授权的刊载、转发、引用，需要注明报告的出处为“中原证券股份有限公司”，且不得对刊载、转发的报告进行任何有悖原意的删节和修改，引用报告内容不得断章取义有悖原意。

本公司授权刊载转发机构名单在公司网站www.ccnew.com披露。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载信息、建议及推测不一致的报告，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

报告观点、结论和建议仅供投资者参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

### 特别声明：

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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。