



600837.SH

增持

市场价格：人民币 8.57

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(32.9)	(7.3)	(16.2)	(42.6)
相对上证指数	(14.2)	(2.0)	(4.2)	(23.6)

发行股数(百万)	11,502
流通股(%)	70
流通股市值(人民币 百万)	69,350
3个月日均交易额(人民币 百万)	362
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
香港中央结算(代理人)有限公司	30

资料来源：公司数据，聚源及中银证券
以2018年9月3日收市价为标准

相关研究报告

《证券行业2018年中期策略》20180626

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

非银金融：证券

王维逸

021-20328591

weiyi.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518050001

海通证券

自营业务拖累业绩，信用业务表现靓丽

事件：公司发布2018年半年报，上半年公司实现营业总收入109.42亿元，同比下滑14.61%；实现归属上市公司股东的净利润为30.31亿元，同比下滑24.67%；EPS0.63元，BVPS10.55元。

支撑评级的要点

- 归母净利润下滑明显，自营占比大幅下降：1) 公司上半年营收和归母净利润同比分别下滑14.61%和24.67%，业绩表现略低于预期。2) 信用、自营、经纪、投行、利息业务收入占比分别为22%、17%、15%、14%、8%。收入结构被动调整，各业务板块收入更加均衡。自营业务占比大幅降低17个百分点，信用业务提升9个百分点，成为最大收入来源。
- 信用业务表现靓丽，自营业务收入下滑超五成：上半年信用业务表现最为优异，同比上涨38.86%。其中股票质押收入同比增长56.55%，成为利息收入增长的主要原因。受上半年A股市场持续低迷的拖累，自营业务收入同比下滑57.08%，成为上半年业绩表现不佳的主要原因。
- 传统牌照类业务收入均有所下滑。上半年经纪业务市场份额降至4.7%，而佣金率也下降至0.028%，致使收入同比下滑14.01%。投行业务方面，由于上半年IPO市场份额由17年的6%大幅减少至1.88%，收入同比下滑6.47%。资管业务收入同比下滑4.85%，其中资产管理业务收入同比增长13.33%，基金管理业务收入则同比下降13.56%。
- 国际业务广泛布局，创新业务成未来增长点。国际业务方面，通过收购整合海通国际证券、海通银行，设立自贸区分公司，公司建立了业内领先的国际业务平台，获得了亚太地区先发优势以及欧美地区前瞻性的战略储备。创新业务方面，18年上半年场外期权新增名义本金308.94亿元，市场份额达到9.55%，抢占了发展的先机。国际业务与创新业务将成为公司未来重要的战略布局。

评级面临的主要风险

- 政策出台对行业的影响超预期；市场波动对行业业绩、估值的双重影响；

估值

- 首次覆盖，给予公司“增持”评级，给予目标估值0.9倍18PB，对应目标价9.50元。

投资摘要

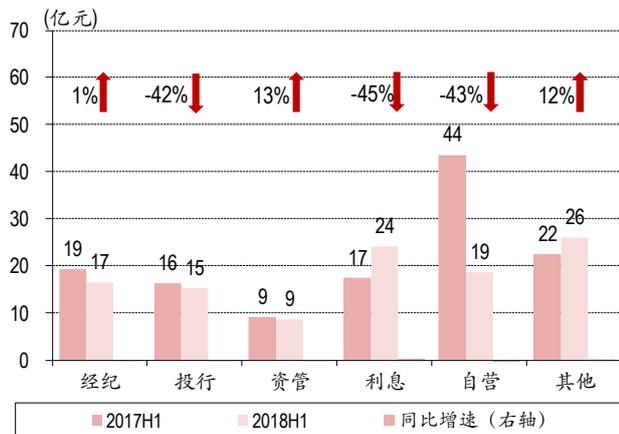
年结日：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(人民币, 百万)	28,012	28,222	25,734	30,088	33,689
变动(%)	(26)	1	(9)	17	12
归母净利润(人民币, 百万)	8,043	8,618	7,207	8,239	9,089
变动(%)	(49)	7	(16)	14	10
每股股息(人民币)	0.22	0.23	0.19	0.22	0.24
股息率(%)	2.53	2.65	2.21	2.53	2.79
每股收益(元/股)	0.70	0.75	0.63	0.72	0.79
BVPS(元)	9.58	10.24	10.55	10.91	11.30
市净率(倍)	0.89	0.83	0.81	0.78	0.75

资料来源：公司数据及中银证券

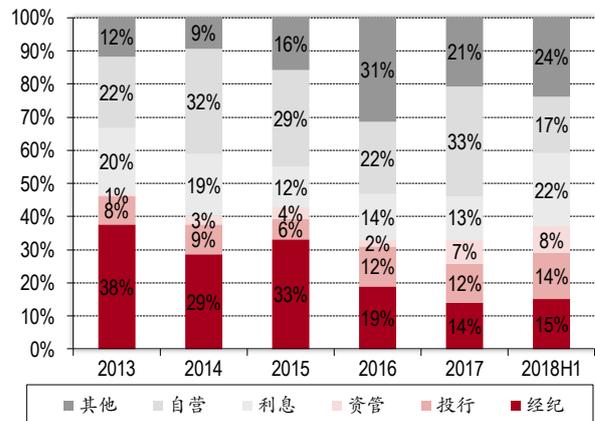
图表 1. 2018 年上半年业绩摘要

单位：百万元	2017H1	2018H1	同比 (%)
一、营业收入	12,814	10,942	(14.61)
手续费及佣金净收入	4,584	4,183	(8.76)
经纪业务手续费净收入	1,927	1,657	(14.01)
投资银行业务手续费净收入	1,630	1,525	(6.47)
资产管理业务手续费净收入	912	868	(4.85)
利息净收入	1,743	2,420	38.86
投资净收益	4,873	2,344	(51.89)
对联营企业和合营企业的投资收益	260	(36)	N/A
公允价值变动净收益	(260)	(512)	N/A
其他业务收入	2,117	2,511	18.63
二、营业支出	7,440	6,877	(7.56)
营业税金及附加	86	86	(0.67)
管理费用	4,973	4,071	(18.14)
三、营业利润	5,374	4,065	(24.36)
四、利润总额	5,810	4,501	(22.53)
减：所得税	1,293	1,042	(19.44)
五、净利润	4,517	3,459	(23.41)
归属于母公司所有者的净利润	4,023	3,031	(24.67)
总资产	534,894	573,220	7.17
归属于母公司所有者的净资产	112,466	116,999	4.03

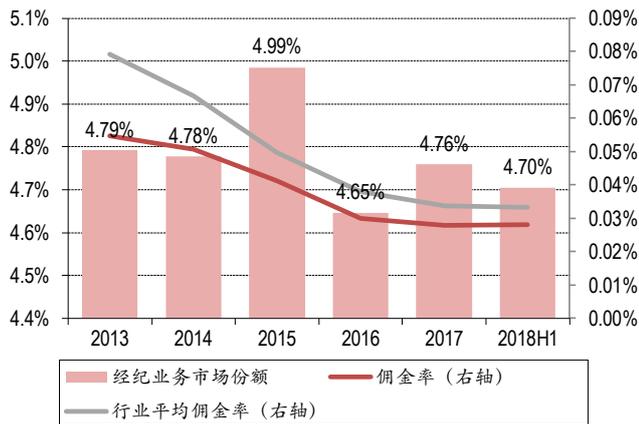
资料来源：公司数据、中银证券

图表 2. 2018H1 公司分业务收入及同比增速


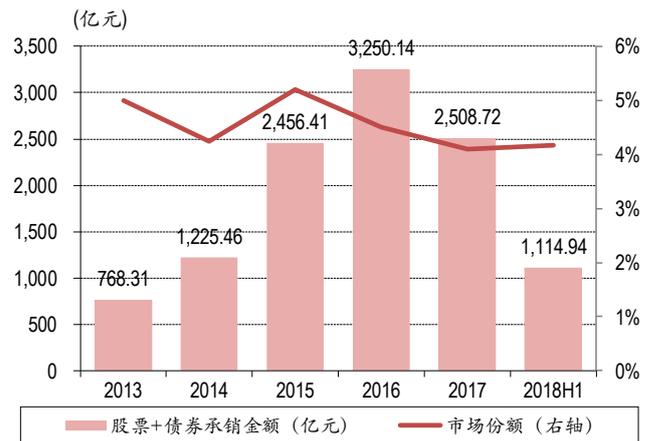
资料来源：公司数据及中银证券

图表 3. 2013-2018H1 公司分业务收入结构


资料来源：万得数据及中银证券

图表 4. 2013-2018H1 公司经纪业务份额及佣金率


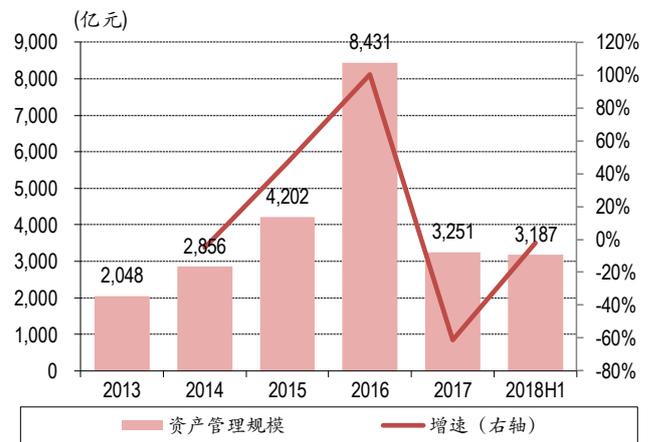
资料来源：公司数据及中银证券

图表 5. 2013-2018H1 公司股债承销金额及份额


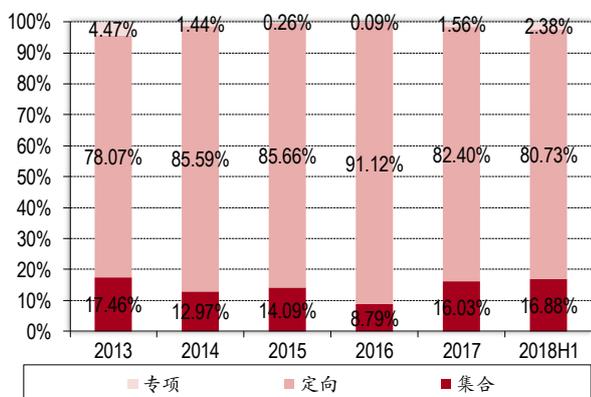
资料来源：万得数据及中银证券

图表 6. 2014-2018H1 公司 IPO 承销金额及份额

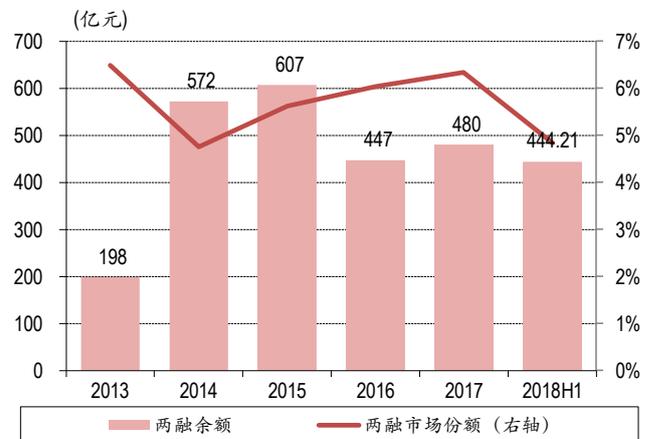

资料来源：公司数据及中银证券

图表 7. 2013-2018H1 公司资产管理业务规模及增速


资料来源：万得数据及中银证券

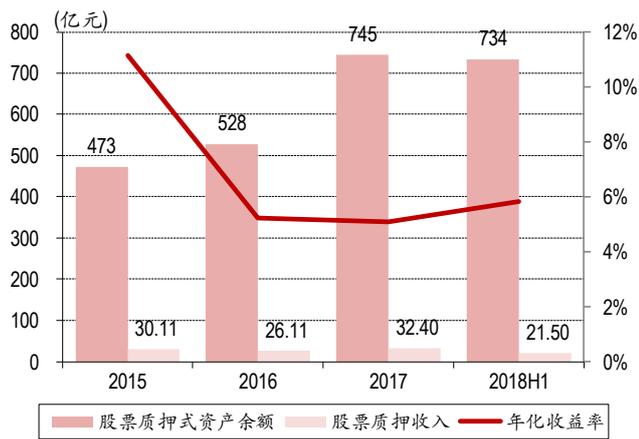
图表 8. 2013-2018H1 公司资产管理业务结构


资料来源：公司数据及中银证券

图表 9. 2013-2018H1 公司两融余额及市场份额


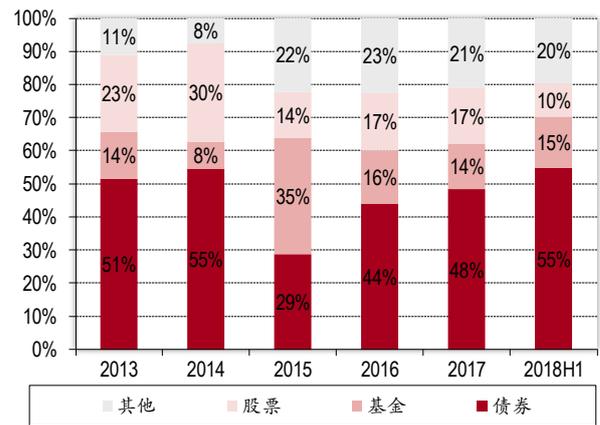
资料来源：万得数据及中银证券

图表 10. 2013-2018H1 股票质押市值及收入



资料来源：公司数据及中银证券

图表 11. 2013-2018H1 公司自营资产配置



资料来源：万得数据及中银证券

损益表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
一、营业收入	28,012	28,222	25,734	30,088	33,689
手续费净收入	10,965	9,556	9,161	10,118	11,146
其中:代理买卖证券	5,314	3,941	3,627	4,068	4,340
证券承销业务	3,356	3,330	3,175	3,533	4,046
委托管理资产	590	2,098	1,976	2,124	2,356
利息净收入	3,840	3,666	5,070	4,115	4,151
投资净收益	6,540	11,366	5,788	9,853	11,791
其中:对联营和合营	200	708	-	-	-
公允价值变动净收益	(231)	(1,329)	-	-	-
汇兑净收益	58	(225)	-	-	-
其他业务收入	6,841	5,196	5,715	6,001	6,601
二、营业支出	17,363	15,935	14,955	17,921	20,165
营业税金及附加	491	166	301	352	394
业务及管理费	9,564	9,755	8,895	10,400	11,645
资产减值损失	1,419	1,687	1,384	1,798	1,812
其他业务成本	5,889	4,327	4,375	5,371	6,314
三、营业利润	10,649	12,287	10,779	12,167	13,524
加:营业外收入	594	684	-	-	-
减:营业外支出	81	82	-	-	-
四、利润总额	11,162	12,889	10,779	12,167	13,524
减:所得税费用	2,231	3,014	2,520	2,707	3,111
五、净利润	8,931	9,876	8,259	9,160	10,113
归母净利润	8,043	8,618	7,207	8,239	9,089

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入构成					
经纪佣金 (%)	19	14	14	14	13
投行收入 (%)	12	12	12	12	12
资产管理 (%)	2	7	8	7	7
自营收入 (%)	23	38	22	33	35
利息收入 (%)	14	13	20	14	12
其它 (%)	25	15	22	20	20
成长性					
营业收入增长率 (%)	(26)	1	(9)	17	12
营业利润增长率 (%)	(49)	15	(12)	13	11
归母净利润增长率 (%)	(49)	7	(16)	14	10
每股指标					
每股收益 (元/股)	0.70	0.75	0.63	0.72	0.79
BVPS (元)	9.58	10.24	10.55	10.91	11.30
盈利能力					
经营利润率 (%)	38	44	42	40	40
净资产收益率(ROE)	7	7	5	6	6
总资产收益率(ROA)	1	2	1	2	2
估值比率					
PB	0.89	0.83	0.81	0.78	0.75
PE	12.20	11.38	13.61	11.91	10.79

资料来源: 公司数据及中银证券预测