



600837.SH

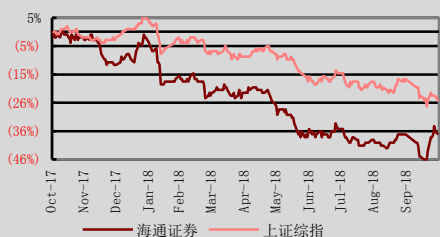
增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 9.08

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     | (28.9) | 1.3  | (2.0) | (36.7) |
| 相对上证指数 | (4.8)  | 11.2 | 9.5   | (11.1) |

|                  |        |
|------------------|--------|
| 发行股数(百万)         | 11,502 |
| 流通股(%)           | 70     |
| 流通股市值(人民币 百万)    | 73,477 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 390    |
| 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10月29日收市价为标准

相关研究报告

《证券行业 2018 年半年报综述》20180904

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

金融: 银行

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

## 子公司贡献增加, 但业绩同比仍大幅下滑

公司发布 2018 年三季报, 前三季度公司实现营业总收入 161.77 亿元, 同比下滑 15.99%; 实现归属上市公司股东的净利润为 35.88 亿元, 同比下滑 41.62%; EPS0.49 元, BVPS10.49 元。

- 归母净利润下滑加剧, 自营占比持续下滑: 1) 公司前三季度营收和归母净利润同比分别下滑 15.99% 和 41.62%, 业绩较上半年下滑加剧。2) 信用、自营、经纪、投行、资管业务收入占比分别为 21%、15%、15%、12%、9%。自营业务收入比重较上半年继续下滑 2 个百分点, 信用业务收入占比较去年同期提升 8 个百分点。
- 信用业务表现一枝独秀, 资管业务增速由负转正: 前三季度公司实现信用业务收入 35 亿元, 同比增长 37.61%, 主要受益于股票质押式回购等买入返售金融资产规模与收入的增加。前三季度公司资管业务收入 14 亿元, 同比微增 1.74%, 与上半年相比增速由负转正, 表现较为平稳。
- 自营、经纪与投行业务收入降幅扩大。前三季度公司实现自营业务收入 24 亿元, 同比大幅下降 62%, 主要受二级市场行情以及新会计准则下公允价值变动损益加速确认的影响。经纪业务收入前三季度同比下滑 18%, 降幅较上半年有所扩大, 主要受三季度市场交易量急剧萎缩的拖累。投行业务收入前三季度同比下降 25%, 降幅较上半年显著扩大, 主要由于公司 IPO 市场份额大幅下降至 2.17% 所致。
- 子公司销售贡献增加, 低估值或享有修复空间。公司前三季度其他业务收入达 46 亿元, 同比增加 26%, 占比达 29%, 成为贡献最大的业务收入板块, 主要归功于子公司销售规模与收入的快速增加。公司 18 年 PB0.87 倍, 显著低于券商指数 PB1.23 倍与大券商平均 PB1.17 倍, 估值属于行业的最低水平, 或享有一定的估值修复空间。

### 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

- 由于受三季度业绩下滑加剧的影响, 我们将公司 18、19、20 年归母净利润预测由 72、82、91 亿元下调至 57、66、78 亿元, 对应 EPS 分别为 0.49、0.58、0.68 元, 维持 **增持** 评级。

### 投资摘要

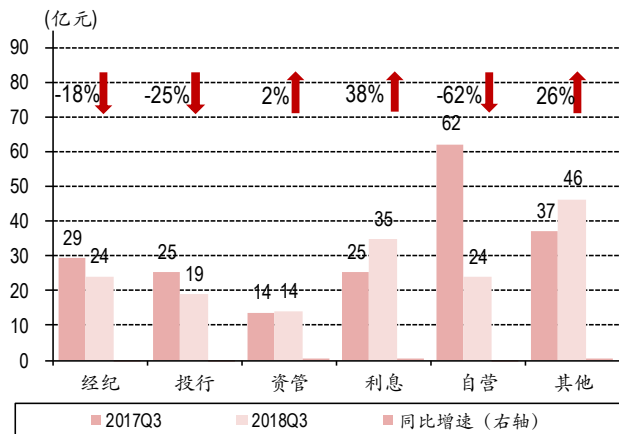
| 年结日: 12月31日    | 2016   | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(人民币, 百万)  | 28,012 | 28,222 | 24,428 | 28,364 | 31,956 |
| 变动(%)          | (26)   | 1      | (13)   | 16     | 13     |
| 归母净利润(人民币, 百万) | 8,043  | 8,618  | 5,689  | 6,614  | 7,828  |
| 变动(%)          | (49)   | 7      | (34)   | 16     | 18     |
| EPS            | 0.70   | 0.75   | 0.49   | 0.58   | 0.68   |
| EPS(原先预测)      |        |        | 0.63   | 0.72   | 0.79   |
| 调整幅度(%)        |        |        | (21)   | (20)   | (14)   |
| BVPS           | 9.58   | 10.24  | 10.49  | 10.77  | 11.11  |
| 市净率(倍)         | 0.95   | 0.89   | 0.87   | 0.84   | 0.82   |

资料来源: 公司数据及中银证券预测

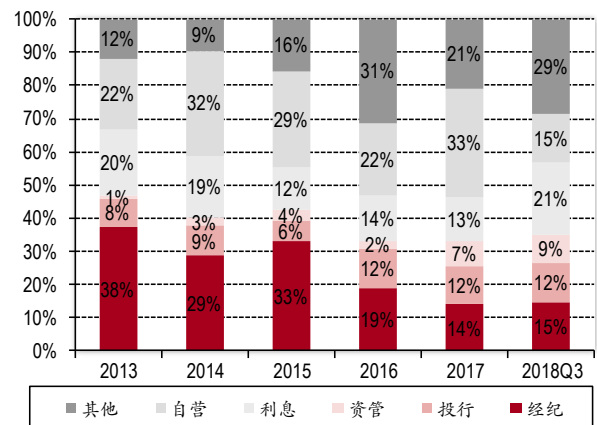
**图表 1. 2018 年前三季度业绩摘要**

| 单位：百万元          | 2017Q3  | 2018Q3  | 同比 (%)  |
|-----------------|---------|---------|---------|
| 一、营业收入          | 19,255  | 16,177  | (15.99) |
| 手续费及佣金净收入       | 6,991   | 5,858   | (16.21) |
| 经纪业务手续费净收入      | 2,923   | 2,390   | (18.23) |
| 投资银行业务手续费净收入    | 2,528   | 1,899   | (24.90) |
| 资产管理业务手续费净收入    | 1,380   | 1,404   | 1.74    |
| 利息净收入           | 2,521   | 3,469   | 37.61   |
| 投资净收益           | 7,095   | 3,708   | (47.73) |
| 对联营企业和合营企业的投资收益 | 515     | 73      | (85.74) |
| 公允价值变动净收益       | (365)   | (1,256) | N/A     |
| 其他业务收入          | 3,258   | 4,260   | 30.72   |
| 二、营业支出          | 10,733  | 11,203  | 4.38    |
| 营业税金及附加         | 133     | 132     | (0.76)  |
| 管理费用            | 7,000   | 6,319   | (9.73)  |
| 三、营业利润          | 8,523   | 4,974   | (41.64) |
| 四、利润总额          | 8,988   | 5,452   | (39.34) |
| 减：所得税           | 2,047   | 1,359   | (33.60) |
| 五、净利润           | 6,940   | 4,092   | (41.03) |
| 归属于母公司所有者的净利润   | 6,145   | 3,588   | (41.62) |
| 总资产             | 529,461 | 556,485 | 5.10    |
| 归属于母公司所有者的净资产   | 116,117 | 117,742 | 1.40    |

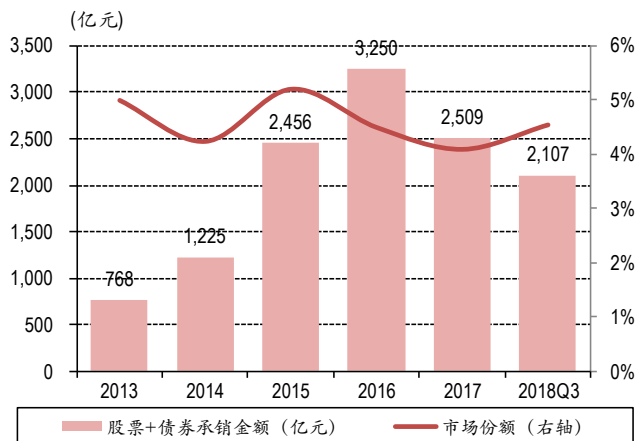
资料来源：公司数据、中银证券

**图表 2. 2018 前三季度公司分业务收入及同比增速**


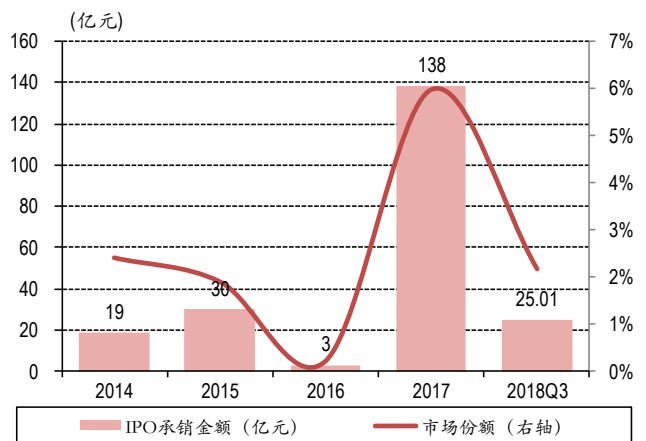
资料来源：公司数据及中银证券

**图表 3. 2013-2018Q3 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. 2013-2018Q3 公司股票承销金额及份额**


资料来源：公司数据及中银证券

**图表 5. 2014-2018Q3 公司 IPO 承销金额及份额**


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  |
|---------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| <b>一、营业收入</b> | 28,012 | 28,222  | 24,428 | 28,364 | 31,956 |
| 手续费净收入        | 10,965 | 9,556   | 8,115  | 8,940  | 10,012 |
| 其中:代理买卖证券     | 5,314  | 3,941   | 3,164  | 3,536  | 3,770  |
| 证券承销业务        | 3,356  | 3,330   | 2,592  | 3,047  | 3,551  |
| 委托管理资产        | 590    | 2,098   | 1,976  | 1,964  | 2,288  |
| 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   | 5,455  | 5,455  | 6,001  |
| <b>二、营业支出</b> | 17,363 | 15,935  | 15,920 | 18,342 | 20,138 |
| 营业税金及附加       | 491    | 166     | 285    | 331    | 373    |
| 业务及管理费        | 9,564  | 9,755   | 9,771  | 11,346 | 11,824 |
| 资产减值损失        | 1,419  | 1,687   | 1,710  | 1,844  | 2,237  |
| 其他业务成本        | 5,889  | 4,327   | 4,153  | 4,822  | 5,704  |
| <b>三、营业利润</b> | 10,649 | 12,287  | 8,509  | 10,021 | 11,818 |
| 加:营业外收入       | 594    | 684     | -      | -      | -      |
| 减:营业外支出       | 81     | 82      | -      | -      | -      |
| <b>四、利润总额</b> | 11,162 | 12,889  | 8,509  | 10,021 | 11,818 |
| 减:所得税费用       | 2,231  | 3,014   | 1,990  | 2,230  | 2,719  |
| <b>五、净利润</b>  | 8,931  | 9,876   | 6,519  | 7,491  | 8,799  |
| <b>归母净利润</b>  | 8,043  | 8,618   | 5,689  | 6,614  | 7,828  |

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**主要比率**

|              | 2016  | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>收入构成</b>  |       |       |       |       |       |
| 经纪佣金 (%)     | 19    | 14    | 13    | 12    | 12    |
| 投行收入 (%)     | 12    | 12    | 11    | 11    | 11    |
| 资产管理 (%)     | 2     | 7     | 8     | 7     | 7     |
| 自营收入 (%)     | 23    | 38    | 24    | 35    | 37    |
| 利息收入 (%)     | 14    | 13    | 21    | 15    | 13    |
| 其它 (%)       | 25    | 15    | 22    | 19    | 19    |
| <b>成长性</b>   |       |       |       |       |       |
| 营业收入增长率 (%)  | (26)  | 1     | (13)  | 16    | 13    |
| 营业利润增长率 (%)  | (49)  | 15    | (31)  | 18    | 18    |
| 归母净利润增长率 (%) | (49)  | 7     | (34)  | 16    | 18    |
| <b>每股指标</b>  |       |       |       |       |       |
| 每股收益 (元/股)   | 0.70  | 0.75  | 0.49  | 0.58  | 0.68  |
| BVPS (元)     | 9.58  | 10.24 | 10.49 | 10.77 | 11.11 |
| <b>盈利能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 经营利润率 (%)    | 38    | 44    | 35    | 35    | 37    |
| 净资产收益率(ROE)  | 7     | 7     | 4     | 5     | 6     |
| 总资产收益率(ROA)  | 1     | 2     | 1     | 1     | 1     |
| <b>估值比率</b>  |       |       |       |       |       |
| PB           | 0.95  | 0.89  | 0.87  | 0.84  | 0.82  |
| PE           | 12.98 | 12.12 | 18.36 | 15.79 | 13.34 |

资料来源: 公司数据及中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371