

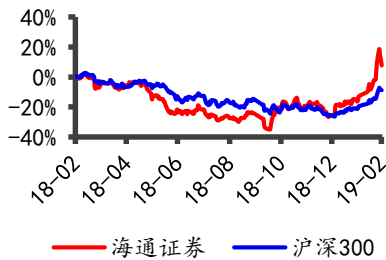
投资评级

推荐

公司基本情况

收盘价(元)	12.71
52周最高(元)	14.48
52周最低(元)	7.60
总市值(亿元)	1462
流通市值(亿元)	1029
总股本(亿股)	115
流通股本(亿股)	80.92
每股净资产(元)	10.24
资产负债率(%)	76.6

股价走势图



研发部

分析师：程毅敏
SAC 执业证书编号：S1340511010001
Email: chengyimin@cnpsec.com

研究助理：杨浩
Email: yanghao@cnpsec.com
SAC 执业证书编号：S1340118010016
电话：010-67017788-9506

相关研究报告

估值优势明显，底部上行空间较大

——海通证券（600837）

核心观点

● **稳健经营的老牌大型券商，低位配置性价比显著。**海通证券成立于1988年，2002年完成股份制变更，2007年借壳都市股份登陆上交所，2012年实现香港联交所主板上市。经营方面，公司秉承“稳健乃至保守”的合规和风险管理理念，是我国境内二十世纪八十年代成立的证券公司中唯一一家至今仍在营运并且未更名、未被政府注资且未被收购重组过的大型证券公司，具备较强应对市场、业务周期冲击的能力；业绩方面，根据公司业绩快报显示，受证券市场震荡下行影响，公司2018年实现营业收入238.6亿元，同比下滑15.5%；实现归母净利润52.1亿元，同比下滑39.52%。目前配置看点包括：1) 行业层面，尽管证券板块短期估值修复趋于完成，但近期市场交投与行情回暖、科创板推出与后期经验推广、资本市场制度改革优化等积极因素不断发酵，为行业增添短期弹性，中期价值重估空间亦有望逐步打开；2) 公司层面，海通证券秉承稳健理念，周期底部抗风险能力强，当下股价估值显著落后其他行业龙头，低位配置性价比显著。

● **业绩：各业务线盈利结构均衡，相关指标居行业第一梯队。**2017年度公司各业务利润结构整体均衡，呈现出经纪业务主导下的各项业务齐头并进的态势，具体构成情况为：证券及期货经纪29.4%、投资银行9%、自营业务15.4%、资管业务10.7%、直投业务16.9%、融资租赁业务12.1%以及海外业务约9%（口径未剔除内部抵消部分）。公司业务运营方面，多项指标皆位居行业第一梯队，其中行业排名靠前的相关指标包括：1) 经纪业务方面，股基交易额行业第四、港股通交易额行业第一、“e海通财”活跃数行业前三、融资类业务规模行业第二；2) 投行业务方面，完成IPO项目市场第二、实现IPO承销保荐收入行业第二、企业债承销金额市场第一。

● **估值：PB 估值处于历史底部，底部上行空间大、安全边际高。**目前，证券板块仍处于业绩周期底部，采用PB估值更为合理。历史上来看，公司近十年来该指标主要波动区间在0.8-2.5倍之间，估值中枢在1.7附近，而目前公司PB约1.24倍，距估值中枢有超过30%空间；行业对比来看，目前行业第一梯队的中信、华泰、国君等，PB分别为1.86、1.83、1.38，亦明显高于公司。综合来看，我们认为公司当前估值低、向上空间大，安全边际在板块内较高，可作为保守组合仓位进行配置。

● **盈利预测与评级:** 预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.45 元、0.55 元和 0.67 元, 对应的动态市盈率分别为 28.0 倍、23.0 倍和 18.9 倍, 对应的市净率分别为 1.20 倍、1.14 倍、1.08 倍, 给予“推荐”的投资评级。

● **风险提示:** 科创板试点效果不达预期; 宏观经济持续下行。

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	28,222	23,851	27,014	31,341
增长率 (%)	0.7%	-15.5%	13.3%	16.0%
净利润 (百万元)	8,618	5,214	6,352	7,750
增长率 (%)	7.1%	-39.5%	21.8%	22.0%
EPS (元)	0.75	0.45	0.55	0.67

财务预测表

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	103,796	119,719	143,035	149,119
其中：客户资金存款	70,214	59,338	77,025	89,363
结算备付金	7,983	7,746	10,189	11,821
其中：客户备付金	7,608	5,430	8,785	10,193
融出资金	61,561	52,026	58,007	67,299
交易性金融资产	99,857	169,340	175,200	175,200
衍生金融资产	2,611	1,706	2,908	3,374
买入返售金融资产	96,550	83,896	77,522	89,743
应收款项	7,442	9,289	6,272	7,345
长期股权投资	10,062	8,062	8,062	8,062
固定资产	2,706	3,287	2,590	3,005
无形资产	1,316	1,312	669	777
商誉	3,864	4,065	3,445	3,997
递延所得税资产	2,851	2,910	2,396	2,780
其他资产	92,880	95,527	76,848	89,122
资产总计	534,706	558,886	567,146	611,646
短期借款	30,713	37,233	38,467	38,471
应付短期融资款	29,427	33,869	21,056	24,428
拆入资金	11,812	16,982	8,317	9,649
交易性金融负债	20,744	21,531	26,375	30,600
衍生金融负债	3,495	2,254	2,828	3,281
卖出回购金融资产款	33,046	47,927	47,908	55,582
代理买卖证券款	83,774	71,799	90,685	105,212
代理承销证券款	-	-	-	-
应付职工薪酬	4,890	4,133	4,199	4,871
长期借款	30,609	33,761	33,761	33,761
其他负债	156,502	155,132	151,966	155,334
负债合计	405,012	424,621	425,562	461,189
股本	11,502	11,502	11,502	11,502
归属母公司权益	117,755	121,692	128,044	135,794
少数股东权益	11,939	12,573	13,540	14,662
所有者权益合计	129,694	134,265	141,584	150,457
负债及股东权益总计	534,706	558,886	567,146	611,646

利润表

会计年度 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	28,222	23,851	27,014	31,341
代理买卖净收入	3,941	3,193	4,296	4,984
证券承销净收入	3,330	2,824	3,198	3,710
资产管理净收入	2,098	1,948	1,640	1,903
利息净收入	3,666	4,827	5,335	6,029
投资净收益	11,366	4,880	7,793	9,041
其他收入	3,641	6,178	4,752	5,673
营业支出	15,935	16,633	18,072	20,466
营业税金及附加	166	251	284	330
管理费用	9,755	8,568	10,004	11,259
资产减值损失	1,687	1,844	1,872	2,018
其他业务成本	4,327	4,607	5,218	6,054
营业利润	12,287	7,218	8,942	10,875
加：营业外收入	684	580	657	762
减：营业外支出	82	150	34	39
利润总额	12,889	7,648	9,565	11,598
减：所得税	3,014	1,800	2,246	2,726
净利润	9,876	5,848	7,319	8,872
减：少数股东损益	1,257	634	967	1,122
归属母公司净利	8,618	5,214	6,352	7,750

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
净利率	35.0%	24.5%	27.1%	28.3%
净资产收益率	7.61%	4.36%	5.17%	5.90%
市盈率 (倍)	18.9	28.0	23.0	18.9
市净率 (倍)	1.26	1.20	1.14	1.08
EPS	0.75	0.45	0.55	0.67
每股净资产 (元/股)	10.24	10.58	11.13	11.81
经营现金流 (元/股)	(5.11)	4.66	0.70	(2.13)

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10% 之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10% 以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5% 以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5% 之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5% 以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5% 之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5% 以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。中邮证券有限责任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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为客户。

本报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、黑龙江、广东、浙江、辽宁、吉林、新疆、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行的或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。