分析师：张洋
执业证书编号：S0730516040002
Zhangyang-yjs@ccnew.com
021-50588666-8069

投资业务拖累业绩、国际业务成绩喜人

——海通证券(600837)2018年年报点评

证券研究报告-年报点评 **增持（维持）**

发布日期：2019年04月02日

市场数据(2019-04-01)

收盘价(元)	14.41
一年内最高/最低(元)	15.13/7.60
沪深300指数	3973.93
市净率(倍)	1.41
总市值（亿元）	1,657.39
流通市值(亿元)	1,166.08

基础数据(2018-12-31)

每股净资产(元)	10.25
总资产(亿元)	5,746.24
所有者权益(亿元)	1,178.59
净资产收益率(%)	4.42
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

1 《海通证券(600837)2018年中报点评：投资短期承压难改长期增长趋势》 2018-09-03
2 《海通证券(600837)2017年年报点评：收入结构均衡、抗周期能力强》 2018-04-04

联系人：李琳琳
电话： 021-50588666-8045
传真： 021-50587779
地址： 上海浦东新区世纪大道1600号18楼
邮编： 200122

2018年年报概况： 海通证券2018年实现营业收入237.65亿元，同比-15.79%；实现归母净利润52.11亿元，同比-39.54%。基本每股收益0.45元，同比-40.00%；加权平均净资产收益率4.42%，同比-3.14个百分点。2018年拟10派1.5元（含税）。

点评： 1. 公司投资收益（含公允价值变动）占比显著下降，利息及其他业务净收入占比显著提高，公司收入结构呈现多元化的态势。2.经纪业务手续费净收入随市场出现下滑，股基交易量市场份额稳中有升。3.股权融资市场份额同比+0.44个百分点，债权融资市场份额同比+0.39个百分点；作为行业头部公司，公司将充分受益于科创板注册制及CDR业务，公司投行业务发展前景值得期待。4.资管业务调结构、促增长，主动管理规模同比+20%。5.报告期内投资业务表现较为低迷，成为拖累公司经营业绩的重要因素之一。6.信用业务规模降幅较大、融资租赁业务保持增长。7.国际业务成绩喜人，业务开展程度处于行业绝对领先地位。

投资建议： 作为老牌券商，公司资本实力雄厚，各项业务均衡，国际及融资租赁业务成为公司打造多元化收入结构的重要着力点；公司将充分享受资本市场各项改革所带来的政策红利；虽然2018年投资业务承压较重，但在市场不断向好的背景下具备较大的边际改善空间。预计公司2019、2020年EPS分别为0.64元、0.68元，BVPS分别为10.68元、10.98元，按4月1日收盘价计算，对应P/E分别为22.52倍、21.19倍，对应P/B分别为1.35倍、1.31倍，头部券商中估值最低，维持“增持”的投资评级。

风险提示： 1.权益类及固收类二级市场行情转弱导致公司各项业务无法得到持续改善；2.短期涨幅过快、过大导致公司股价出现快速调整；3.股票质押信用风险

	2017A	2018A	2019E	2020E
营业收入(亿元)	282.22	237.65	297.50	313.25
增长比率	1%	-16%	25%	5%
归母净利(亿元)	86.18	52.11	73.39	78.02
增长比率	7%	-40%	41%	6%
EPS(元)	0.74	0.45	0.64	0.68
市盈率(倍)	18.92	16.70	22.52	21.19
BVPS(元)	10.24	10.25	10.68	10.98
市净率(倍)	1.26	0.86	1.35	1.31

资料来源：Wind、中原证券

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com

海通证券 2018 年年报概况:

海通证券 2018 年实现营业收入 237.65 亿元，同比-15.79%; 实现归母净利润 52.11 亿元，同比-39.54%。基本每股收益 0.45 元，同比-40.00%; 加权平均净资产收益率 4.42%，同比-3.14 个百分点。2018 年拟 10 派 1.5 元（含税），分派红利总额占合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润的比率为 33.11%。

根据中国证券业协会的统计，2018 年行业共实现营业收入 2662.87 亿元，同比-14.47%; 共实现净利润 666.20 亿元，同比-41.04%。公司 2018 年经营业绩与行业均值基本持平。

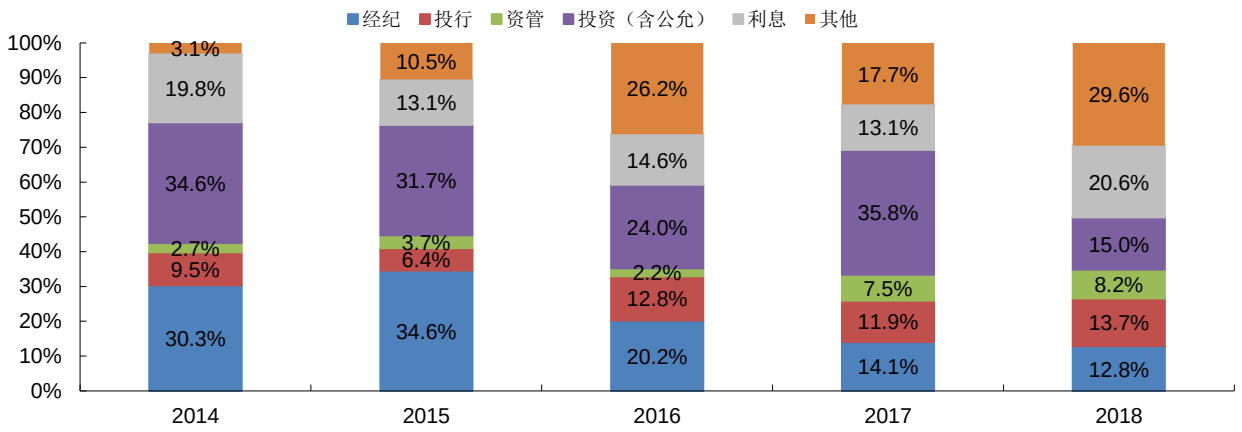
点评:

1.投资收益（含公允）占比显著下降，利息及其他业务净收入占比显著上升

2018 年公司经纪、投行、资管、投资收益（含公允）、利息和其他业务净收入占比分别为 12.8%、13.7%、8.2%、15.0%、20.6%、29.6%，2017 年分别为 14.1%、11.9%、7.5%、35.8%、13.1%、17.7%。

2018 年公司投资收益（含公允价值变动）占比显著下降，利息及其他业务净收入占比显著提高; 公司经纪业务收入占比已经连续 3 年接近或低于 20%; 公司其他收入中主要为子公司销售收入，报告期内净收入占比创历史新高，进而使得公司收入结构呈现多元化的态势。

图 1: 2014-2018 公司收入结构



资料来源：Wind、公司财报、中原证券

注：其他收入包括汇兑损益、资产处置收益、其他收益、其他业务收入

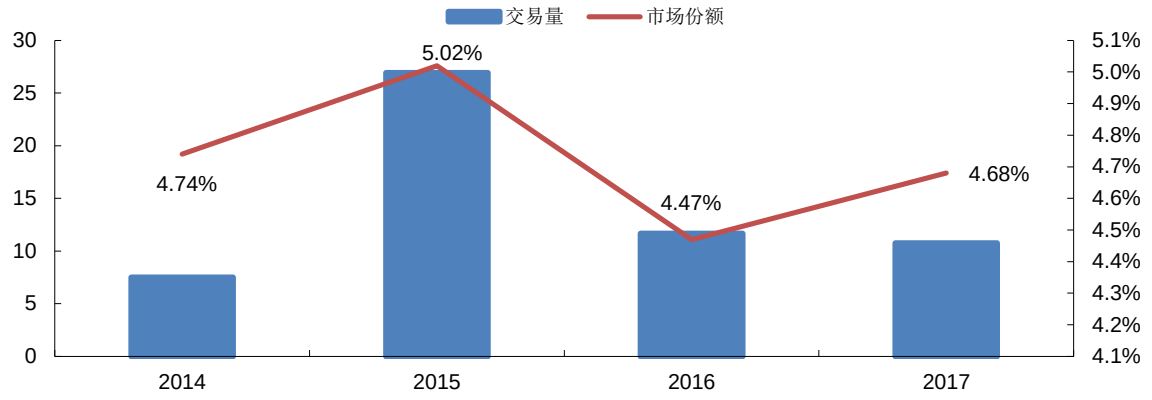
2.经纪业务收入下滑但份额提升

受市场交投持续低迷的影响，2018 年公司实现经纪业务手续费净收入 30.06 亿元，同比-23.73%。

报告期内公司代理股票基金交易量9.02万亿元，同比-16.01%；市场份额4.74%，同比+0.06个百分点，且连续2年实现增长。截至报告期末，公司境内外客户总数近1400万户，同比+333万户。

报告期内公司结合财富管理转型，强化了互联网金融智能工具研发能力、投研团队服务整合能力、集团理财产品定制能力、线上销售协同能力四大能力建设。截至报告期末，“e海通财”APP用户超2300万台，同比+400万台。

图2：公司股基交易额（万亿元）及市场份额



资料来源：Wind、公司财报、中原证券

3.投行基本持平，聚焦科创板注册制

受行业投行业务总量萎缩的影响，2018年公司实现投行业务手续费净收入32.17亿元，同比-3.39%。

股权融资方面，报告期内公司完成股权融资24家，募集资金规模约471.36亿元，市场份额3.89%（数据来源：Wind），同比+0.44个百分点。根据Wind的统计，截止2019年4月1日，公司IPO项目储备7个（包括联合保荐、审核状态包括已受理、已反馈、已预披露更新，含科创板已受理企业）。科创板提出以来，公司加强科创板注册制系统性研究的同时，加紧落实和推进前期储备的创新项目，在半导体芯片、生物医药等多个重点领域储备了多家龙头企业，在业内处于领先地位。根据最新公开市场信息，上交所已经受理由公司保荐的备受市场关注的中微半导体科创板首发申请。

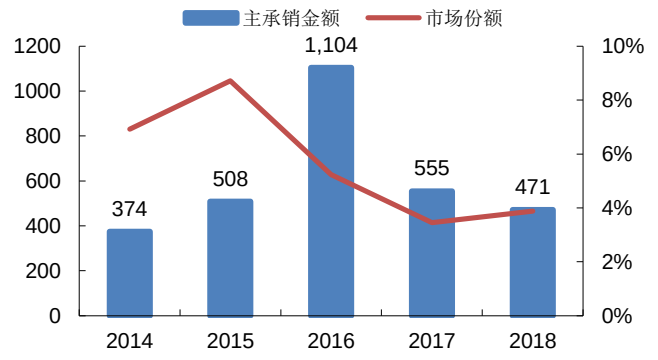
债权融资方面，报告期内公司承销各类信用债券合计415只，主承销金额2550亿元，市场份额4.75%（数据来源：Wind），同比+0.39个百分点。其中，企业债承销金额排名行业第2位，公司债承销金额行业排名第5位，债务融资工具承销金额排名行业第2位。

财务顾问业务方面，报告期内公司共完成重大资产重组项目7个，总交易金额663亿元，排名行业第2位。

作为行业头部公司，公司将充分受益于科创板注册制及CDR业务，公司投行业务发展前

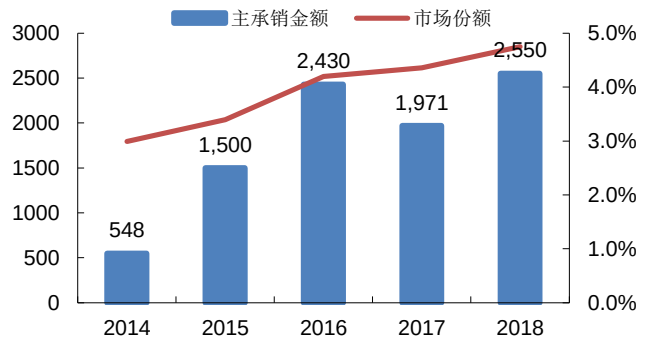
景值得期待。

图 3：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 4：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

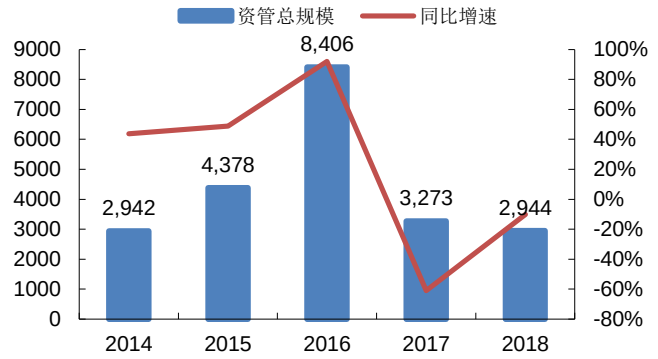
4.资管业务调结构、促增长

受资管业务领域监管持续收紧的影响，2018 年公司实现资管业务手续费净收入 19.25 亿元，同比-8.25%。

资产管理业务方面，截至报告期末，海通资管管理资产规模 2944 亿元，同比-10.04%；其中主动管理规模为 1083 亿元，同比+20%；定向资管规模同比继续大幅减少，集合资管规模同比+19.07%；实现净收入 6.92 亿元，同比+2.98%。

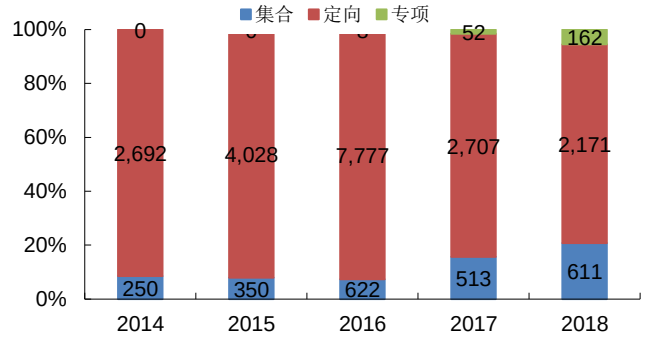
公募基金业务方面，海富通、富国基金管理规模同比均实现增长。

图 5：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 6：公司各类别资管规模（亿）



资料来源：Wind、公司财报、中原证券

5.投资业务拖累公司当期业绩

受权益类二级市场系统性风险影响，2018 年公司实现投资收益（含公允价值变动）35.16 亿元，同比大幅下滑 64.97%。

报告期内包括自营业务在内的投资业务表现较为低迷，成为拖累公司 2018 年经营业绩的重要因素之一。

6.信用业务规模降幅较大、融资租赁业务保持增长

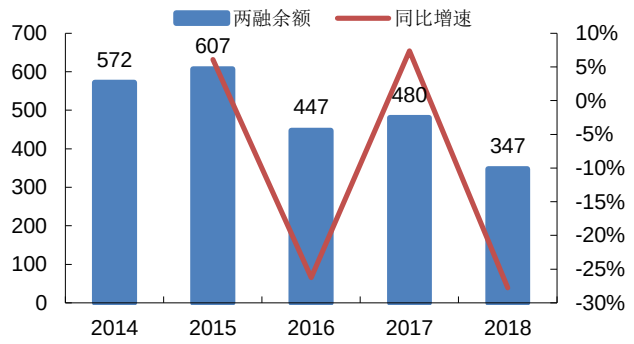
2018 年公司实现利息净收入 48.20 亿元，同比+31.48%。

融资融券业务方面，截至报告期末，公司两融余额为 347 亿元，同比-27.76%。计提减值准备占融出资金净值的比例约为 0.74%。

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 858 亿元，同比-23.42%。计提减值准备占买入返售金融资产账面价值的比例约为 0.89%。

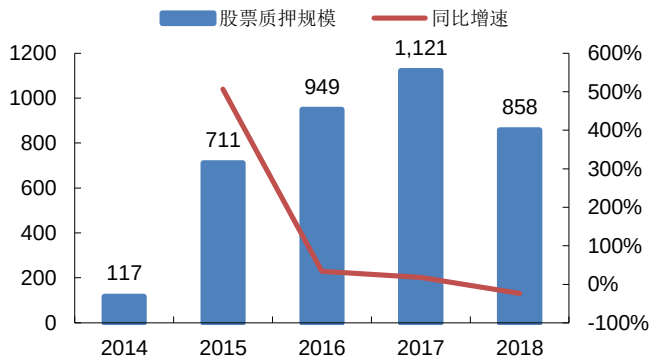
融资租赁业务方面，海通恒信总资产突破 800 亿元，报告期内实现营业收入同比+32%，实现净利润同比+10%。

图 7：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 8：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.国际业务成绩喜人

2018 年公司实现国际业务收入 65.93 亿元，同比+35.30%。

国际股权融资业务方面，在香港市场，按股权融资项目承销个数以及按 IPO 项目承销个数计算，海通国际均位列香港所有金融机构第一；在美国市场，海通国际于 2018 年完成 2 单美国 IPO 项目，其中朴新教育的 IPO 成为公司拓展美国市场的重要里程碑。

国际债权融资业务方面，报告期内海通国际在我国香港地区、日本、新加坡、美国市场收获满满或实现突破。

国际资产管理业务方面，作为香港中资券商资产管理业务的领头羊，截至报告期末，公司国际资管规模约 464 亿港元。

公司作为行业内最早开展国际业务的两家公司之一，业务开展程度处于行业绝对领先地位。

投资建议

作为老牌券商，公司资本实力雄厚，各项业务均衡，国际及融资租赁业务成为公司打造多元化收入结构的重要着力点；公司将充分享受资本市场各项改革所带来的政策红利；虽然 2018 年投资业务承压较重，但在市场不断向好的背景下具备较大的边际改善空间。

预计公司 2019、2020 年 EPS 分别为 0.64 元、0.68 元，BVPS 分别为 10.68 元、10.98 元，按 4 月 1 日收盘价计算，对应 P/E 分别为 22.52 倍、21.19 倍，对应 P/B 分别为 1.35 倍、1.31 倍，头部券商中估值最低，维持“增持”的投资评级。

风险提示：1. 权益类及固收类二级市场行情转弱导致公司各项业务无法得到持续改善；2. 短期涨幅过快、过大导致公司股价出现快速调整；3. 股票质押信用风险

表 1：资产负债表预测（亿元）

	2017A	2018A	2019E	2020E
资产：	**5347.06**	**5746.24**	**6368.20**	**6566.15**
货币资金	1037.96	1008.42	1109.26	1164.72
融出资金	615.61	488.61	635.19	666.95
交易性金融资产	998.57	1772.05	1949.26	2046.72
买入返售金融资产	965.50	826.79	851.59	868.62
应收利息及款项	111.46	82.57	99.08	104.03
可供出售金融资产	412.29	0	0	0
其他债权及权益投资	0	310.43	341.47	375.62
长期股权投资	100.62	53.13	58.44	64.28
固定及无形资产	40.22	71.69	75.27	79.03
商誉	38.64	40.46	40.46	40.46
其他资产合计	1026.22	1091.41	1208.18	1155.72
负债：	**4050.12**	**4444.38**	**5016.39**	**5179.41**
流动负债	719.52	781.79	859.97	885.77
交易性金融负债	207.43	262.01	275.11	283.36
卖出回购金融资产款	330.46	563.73	620.10	638.70
代理买卖证券款	837.74	718.94	934.62	962.66
应付费用	173.20	117.90	129.69	133.58
长期借款	306.09	432.87	476.16	490.44
应付债券	1301.58	1401.47	1541.62	1587.87
其他负债	174.09	162.84	179.12	197.03
所有者权益：	**1296.94**	**1301.86**	**1351.81**	**1386.74**
股本	115.02	115.02	115.02	115.02
资本公积金	563.58	564.06	564.06	564.06
存留收益	376.29	363.93	400.32	420.34
一般风险准备	122.68	135.58	149.14	164.05
少数股东权益	119.39	123.27	123.27	123.27

资料来源：Wind、中原证券

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com

表 2：利润表预测（亿元）

	2017A	2018A	2019E	2020E
营业收入:	**282.22**	**237.65**	**297.50**	**313.25**
手续费及佣金净收入	95.56	85.14	103.69	108.32
其中：代理买卖证券	39.41	30.06	45.09	47.34
证券承销	33.30	32.17	35.39	37.16
资产管理	20.98	19.25	20.21	20.82
利息净收入	36.66	48.20	57.84	63.62
投资收益（含公允）	100.37	35.16	63.29	66.45
其他收入	49.71	69.22	72.68	74.86
营业支出:	**159.35**	**166.55**	**196.23**	**206.04**
管理费用	97.55	93.83	112.60	118.23
其他成本	61.80	72.72	83.63	87.81
利润总额:	**128.89**	**75.70**	**101.27**	**107.21**
所得税	30.14	18.00	22.28	23.59
净利润:	**98.76**	**57.71**	**78.99**	**83.62**
少数股东损益	（12.57）	（5.60）	（5.60）	（5.60）
归母净利:	**86.18**	**52.11**	**73.39**	**78.02**

资料来源：Wind、中原证券

表 3：每股指标与估值

	2017A	2018A	2019E	2020E
EPS	0.74	0.45	0.64	0.68
ROE	7.56%	4.42%	5.97%	6.18%
BVPS	10.24	10.25	10.68	10.98
P/E	18.92	16.70	22.52	21.19
P/B	1.26	0.86	1.35	1.31

资料来源：Wind、中原证券

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com

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。

证券分析师承诺

本报告署名分析师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。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

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。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。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，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。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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。