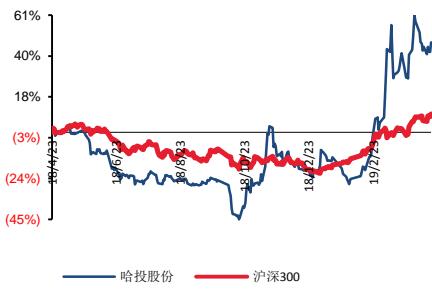




金融 多元金融

## 哈投股份 2018 年年报点评: 公用事业+江海证券平稳发展

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	2,109/1,578
总市值/流通(百万元)	17,311/12,958
12 个月最高/最低(元)	9.00/3.07

### 相关研究报告:

哈投股份 (600864)《哈投股份 (600864): 江海证券业绩优, 估值上修空间大》  
--2019/03/28

哈投股份 (600864)《江海证券估值偏低, 当前股价与重组交易价倒挂》  
--2017/10/22

### 证券分析师: 魏涛

电话: 010-88321708

E-MAIL: weitao@tpyzq.com

执业资格证书编码:

### 证券分析师: 罗惠洲

电话: 010-88695260

E-MAIL: luohz@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518050002

**事件:** 哈投股份发布 2018 年年报, 实现营业总收入 27.59 亿元, 同比 +7.73%; 归母净利润-1.42 亿元, 较 2017 年的 3.58 亿元下降 139.66%; EPS 为-0.07 元。截至 2018 年底, 公司总资产 389.09 亿元, 净资产 125.76 亿元。ROE 为-1.09%, 同比减少 3.73 个百分点。

其中, 江海证券实现营收 12.59 亿元, 同比-7.01%; 净利润-1.77 亿元, 较 2017 年 2.92 亿元下降 160.69%。江海证券总资产 335.74 亿元; 净资产年末 97.48 亿元, 2019 年一季度末 101.28 亿。

**市值拆解估值低, 安全性高弹性好。** 哈投股份的热电、环保、工程类部分, 预计估值 5 亿; 持有可供出售金融资产部分 (民生银行和方正证券), 估值 21.93 亿。静态地, 江海证券目前 PB 估值为 1.40 倍, 低于当前券商估值 1.88x。

**公用事业+券商, 双主业轮动。** 公司在政府批准的供热区域内具有供热特许经营权, 垄断优势明显, 同业竞争压力较小, 2018 年热电业务实现营收 11.95 亿元, 同比增长 0.86, 占比 43.45%。券商板块, 经纪、自营、投行是主要收入来源, 占比分别为 25.66%、23.35%、26.05%。

**投资建议:** 我们预测公司 2019/2020 年营业总收入 36.09/41.51 亿元,

归母净利润 10.65/12.81 亿元, 对应 EPS 分别为 0.53/0.63 元/股。

**风险提示:** 市场成交活跃度和增量资金的持续性不达预期; 部分质押个股的股价快速下跌造成股票质押风险; 股票市场波动风险。

### ■ 主要财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	2,561	2,759	3,609	4,151	4,723
(+/-%)	6.50	0.39	30.80	15.00	13.80
净利润(百万元)	358	-142	1,065	1,281	1,496
(+/-%)	4.57	-139.66	-	20.20	16.80
摊薄每股收益(元)	0.17	-0.07	0.53	0.63	0.74
净资产收益率(ROE)	2.64	-1.09	7.81	8.58	9.11
市盈率(PE)	46.62	-117.56	15.67	13.04	11.16
市净率(PB)	1.23	1.28	1.22	1.12	1.02

资料来源: Wind, 太平洋证券

## 一、公司的业务结构分析

哈投股份的控股股东是哈尔滨投资集团有限责任公司（以下称哈投集团），持有公司股份37.79%。哈投集团是哈尔滨市政府重要的国有资产经营机构，同时是市政府重大项目的投融资平台，拥有全资、参控股企业43家。公司第二大股东是黑龙江省大正投资集团有限责任公司，持股比例11.52%，大正集团是黑龙江省财政厅100%控股的公司，是黑龙江省政府授权运用市场化方式投资和管理省属国有金融资产的主体。旗下拥有控股及参股企业23家，业务涵盖银行、证券、基金、担保、房地产、教育、高新技术产业等多个领域。

图表1：哈投股份股东结构（2018年报）

排名	股东名称	持股比例(%)	比例变动(%)
1	哈尔滨投资集团有限责任公司(注1)	37.79	0.00
2	黑龙江省大正投资集团有限责任公司	11.52	0.00
3	中国华融资产管理股份有限公司	11.24	0.00
4	北京东富华盈投资管理中心(有限合伙)	4.02	0.00
5	华夏人寿保险股份有限公司-万能保险产品	2.51	0.00
6	兴瀚资产-兴业银行-兴业银行股份有限公司	1.77	-0.74
7	哈尔滨市城投投资控股有限公司	1.76	0.00
8	哈尔滨创业投资集团有限公司	0.75	0.00
9	中央汇金资产管理有限责任公司	0.70	0.00
10	欧林敏	0.58	0.00

资料来源：Wind，太平洋证券整理

**市值拆解估值低，安全性高弹性好。**哈投股份除了持有江海证券100%股权，此外还参控股热电、环保、工程类公司：黑龙江岁宝热电、新世纪能源、滨龙热电（已纳入上市公司），持有多家金融机构股权作为可供出售金融资产：民生银行、方正证券、伊春农商行、呼兰浦发村镇银行。扣除公用事业部分约2.55亿市值、民生银行及方正证券股权21.93亿（2019-4-22日收盘作为参考），江海证券对应静态市值约142亿元，对应PB约1.40倍，显著低于当前券商板块整体估值1.88x。

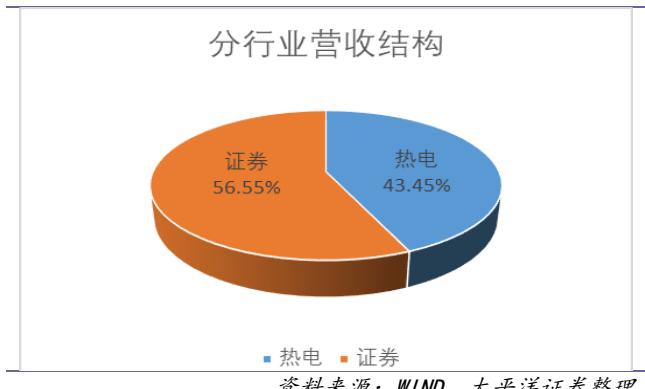
图表2：哈投股份主要参控股公司情况（单位：亿元）

被参控公司	持股比例	注册资本	投资额	营收	净利润	主营业务	备注
江海证券有限公司	100.00	67.67	100.52	15.58	-1.77	证券	2016年公司通过重大资产重组收购江海证券100%股权
黑龙江岁宝热电有限公司	51.00	0.94	0.58	5.33	-0.69	工业	热电联产，主要产品为电力、热力，受煤炭价格和环保限产改造影响。
黑龙江新世纪能源有限公司	45.00	0.60	0.14	0.01	-0.04	环保能源，垃圾发电	主营垃圾发电。
哈尔滨滨龙热电工程安装有限公司	100.00	0.08	0.07			工程安装	2018年12月，公司对原全资子公司“滨龙热电”完成吸收合并。
中国民生银行股份有限公司	0.231	437.82				银行	2018年12月，公司减持部分股份，持股比例从0.277%下降至0.231%。报告期内，从该公司获得现金分红909.73万元，转增股本2021.62万股。
方正证券股份有限公司	2.40	82.32				证券	报告期内，从该公司获得现金分红收益197.56万元。

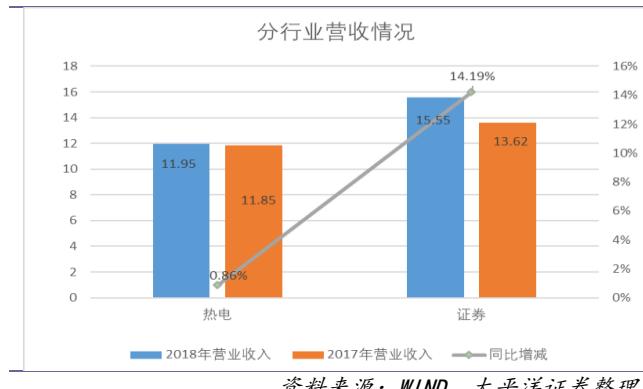
资料来源：Wind，太平洋证券整理

**“公用事业+券商”双主业轮动。**哈投股份是哈尔滨市大型地方热电联产企业，是政府批准的供热区域内唯一合法的集中供热企业，拥有区域优势。公司主要从事热电供应业务，并确立了“做大做强热电主业、多元化发展”的战略。2016年，通过重大资产重组，江海证券成为哈投股份子公司，构成“公用事业+金融”的双主业经营。目前，公司主营业务是热电业务和证券业务，经营范围为实业投资，股权投资，投资咨询，电力、热力生产和供应。公司的证券业务占比56.55%，比例过半，营收同比增加14.15%，超过热电业务0.86%的增幅。

图表3：哈投股份分行业营收结构

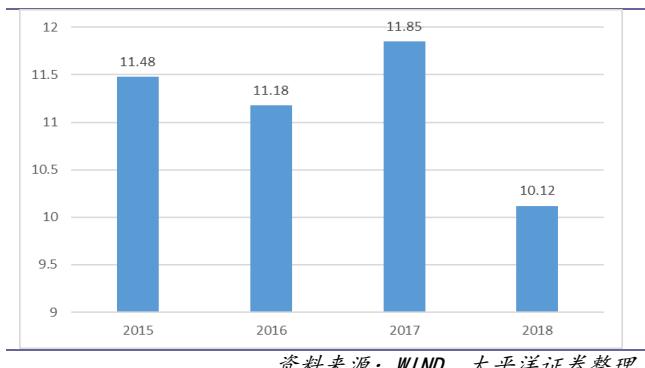


图表4：哈投股份分行业营收情况

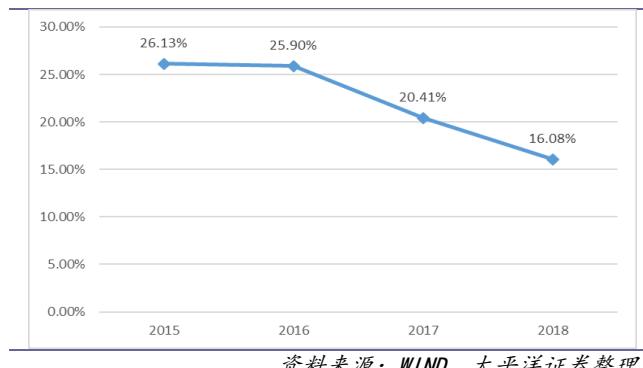


**热电业务增长放缓，区位优势仍存。**作为政府批准的供热区域内唯一合法的集中供热企业，哈投股份仍然拥有区域优势，同业竞争压力较小。2015-2018年，热电收入较为稳定，在10-12亿之间，毛利率逐年下降至2018年的16%。2018年由于煤价居高不下，叠加供暖时间有所延长，毛利率同比减少6.68个百分点，降到13.73%。公司坚持以热定电，不单独发电上网。因此供暖是公司热电业务主要的收入来源，根据2018年报，供暖贡献了公司热电业务84.69%。影响供暖收入的主要因素就是供暖面积和供暖价格。由于建筑销售市场的持续低迷，因此公司的供热面积增长缓慢。成本方面，煤炭价格居高不下对公司利润率确实形成一定压力。

图表5：公司热电业务收入情况（亿元）



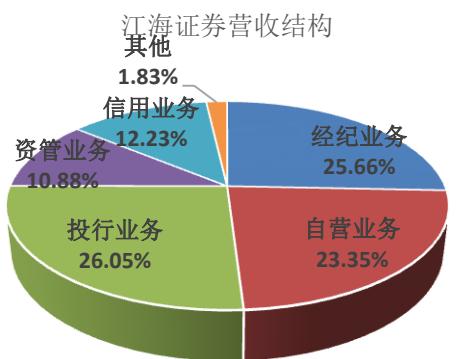
图表6：公司热电业务毛利率情况



**江海证券平稳发展，投行业务增长超两倍。**按照证券公司类别统计财务数据，江海证券2018年实现营业收入12.59亿元，同比降低7.01%，营业成本14.73亿元，同比增长51.92%。（按照

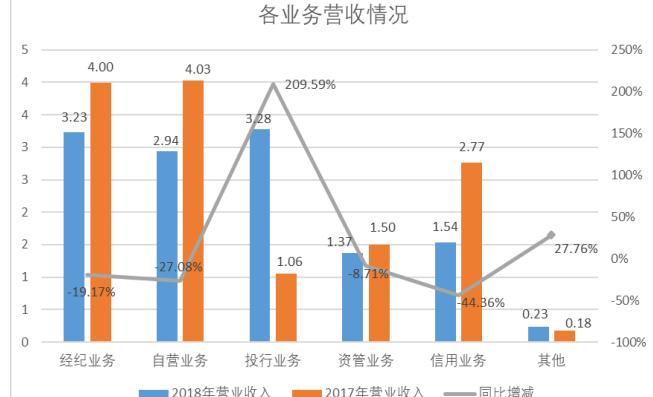
一般企业类别编制合并财务报表，江海证券 2018 年营收 15.55 亿元，同比增加 14.19%）

图表 7：江海证券营收结构



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 8：江海证券营收情况



资料来源：WIND，太平洋证券整理

2018 年公司营业收入同比下降，净利润为负，业绩下滑主要来自市场低迷、股基交易量萎缩（经纪业务-19.17%）、可供出售金融资产减值损失增加（自营业务-27.08%）和股票质押业务规模减少带来利息收入减少（信用业务-44.36%）。考虑到 2019 年以来市场成交量近来稳居 6000 亿以上，江海证券的传统业务转好是大概率事件。

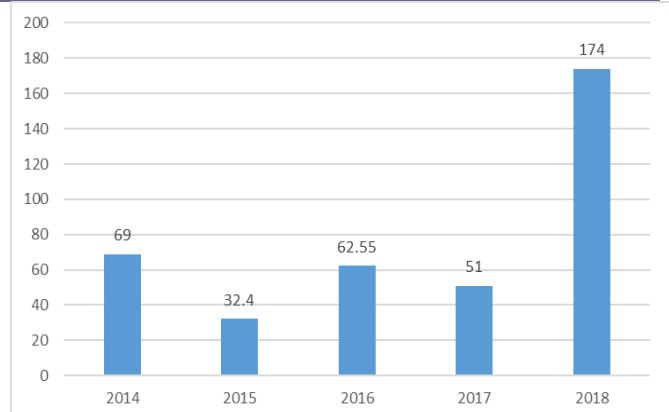
投行业务积极创新，2018 年营收上升极快，同比增长 209.59%，收入占比也从 7.8%上升至 26.05%。从业务角度来看，公司主要以债为主，2018 年全年，公司债券主承规模 174 亿元，同比增长 240%。从创新角度来看，公司紧跟市场形势，积极推动销售服务业务，大力开展创新投行，为企业提供多样化融资服务。

图表 9：江海证券投行收入及占比（单位：亿元）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 10：募集资金总额（单位：亿元）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

经纪业务萎缩，不再是第一收入来源。公司拥有 58 家证券营业部，17 家分公司，其中黑龙江省外设立 25 家证券营业部、17 家分公司。公司在东北地区，尤其是黑龙江省，仍有区域优势，一省营收比达 86.81%。2018 年，因为证券市场整体较为低迷，加上互联网业态发展迅速导致行业

佣金率普遍下降，公司经纪业务下滑 19.17%，营收 3.23 亿元，被投行业务一举超过。

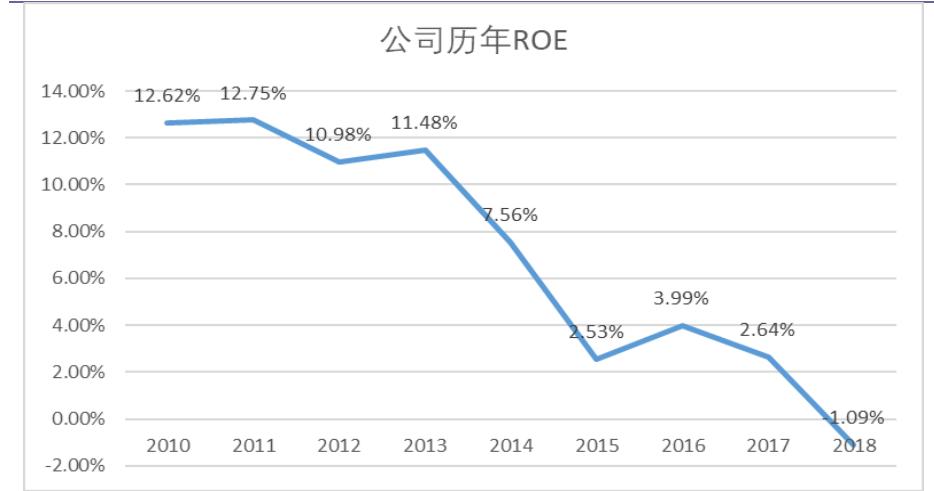
公司在 2016 年扩充资本后，信用业务扩张明显，尤其是股票质押业务规模。截至 2018 年底，公司融出资金规模 29 亿元，买入返售规模 69 亿元。

公司资管业务收入占比比较稳定，维持在收入 11% 左右。2018 年，公司资管业务营收 1.37 亿元，同比下降 8.71%。

自营业务是江海证券传统业务和主要利润来源之一，公司 2016 年扩充资本金后，资产规模大幅扩大，而行业景气度下行导致其他业务资金需求不足，从而被动导致公司金融资产规模大幅提升。截至 2018 年底，公司金融资产合计 160 亿元，为净资产 167%。

**大额计提减值扫清潜在风险，资本实力亟待提升。**根据 Wind 数据库，江海证券自 2013 年初至今，股票质押交易总计 159 笔，总质押股数约 27.67 亿股，参考市值约 207.45 亿元。根据 2018 年年报，报告期内，资产减值损失比上年同期增加 256.50% 的主要原因是全资子公司江海证券可供出售金融资产减值损失增加所致；归属母公司所有者的净利润比上年同期减少 139.62% 的主要原因是全资子公司江海证券可供出售金融资产本期计提减值损失同比大幅度增加所致。1 月 31 日，哈投股份公告江海证券的 2018 年资产减值计提共计 6.90 亿元。其中，买入返售金融资产减值计提 2218.38 万元，可供出售金融资产计提 6.65 亿元。

图表 11：公司历年 ROE



资料来源：WIND，太平洋证券整理

近年来，公司的 ROE 震荡下跌，目前加权平均净资产收益率为 -1.09%。

图表 12：哈投股份 [600864. SH] -PB-Band



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

公司当前估值 PB1.73 倍，明显低于行业平均水平。江海证券部分的市值约 142 亿元，对应 PB1.40 倍，低于券商整体 1.88 倍水平。

## 二、投资建议及风险提示

热电业务方面，公司在政府批准的供热区域内具有供热特许经营权，垄断优势明显，同业竞争压力较小。证券业务方面，江海证券发展稳定，投行业务表现最为瞩目，营收 3.28 亿元，占比 26.05%，同比增长达到 209.59%，市场上行周期中，经纪和自营业绩弹性十足。

我们预测公司 2019/2020 年营业收入分别为 36.09/41.51 亿元，归母净利润分别为 10.65/12.81 亿元，对应 EPS 分别为 0.53/0.63 元/股。

### 风险提示

公司资本补充进度不达预期；市场成交活跃度和增量资金的持续性不达预期；部分质押个股的股价快速下跌造成股票质押风险；股票市场波动风险。

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



太平洋证券  
PACIFIC SECURITIES



### 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761

传真: (8610) 88321566

### 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。