

海通证券 (600837)

证券研究报告
2019年04月26日

高弹性+低估值，信用业务风险边际大幅改善

投资要点： 19年1季度，海通证券实现归母净利润38亿元，YOY+118%，大超预期。自营业务大幅改善，若市场环境持续向好，有望贡献业绩弹性。定增计划拟募集200亿元，资本金大幅补充。上调评级至“买入”。

1季度业绩大超预期，自营业务与子公司表现亮眼

19Q1公司实现归母净利润38亿元，YOY+118%。期末加权平均净资产收益率3.14%，较18Q1+1.67个百分点。19Q1信用减值损失2.64亿元，YOY+46.71%，主要是子公司信用资产减值损失增加所致。其他业务收入23亿元，YOY+78%，主要是子公司销售收入增加。

手续费及佣金净收入同比改善，代理买卖证券款大幅回升

19Q1手续费及佣金净收入20亿元，YOY+4.28%。经纪业务收入10亿元，YOY+6.73%。期末代理买卖证券款968亿元，较上年末+35%。Q1股票成交额YOY+23%，业绩弹性下降预计与佣金率下滑有关。投行业务收入6亿元，YOY+2%。资管业务收入4亿元，YOY-9%，预计受AUM（通道类）下滑。

自营业绩大幅改善，贡献业绩弹性

19Q1公司自营业务（投资收益+公允价值变动收益）49亿元，YOY+269%。其中，投资收益25亿元，YOY+85%，主要是处置金融工具取得投资收益增加。公允价值变动收益24亿元，主要是金融工具公允价值变动收益增加。

利息净收入有所下滑，融出资金回升

19Q1公司利息净收入9亿元，YOY-25%，主要是资本中介业务规模收缩始于18Q2。19Q1融出资金549亿元，较上年末+12%。买入返售金融资产713亿元，较上年末-14%，预计报告期内股票质押规模仍在收缩，但市场上涨带来信用减值损失压力大幅纾解。

继续推进200亿元定增计划，大股东积极认购

公司拟推进200亿元定增计划，其中，以上海国盛集团为代表的大股东积极认购，拟认购金额不超过148亿元。大股东积极认购彰显信心，若计划顺利实施进一步巩固资本实力和综合竞争实力。

投资建议： 业绩高弹性+低估值+200亿元定增计划。1季度业绩大幅改善，若自营环境持续好转，有望贡献弹性。基于公司1季度业绩大超预期，我们将公司2019E-2020E业绩从71/84亿元上调至99/117亿元。当前股价对应19E仅为1.25倍PB。基于我们上调公司盈利预测，将公司目标价由11.90元上调17.66元，对应19E为1.6倍PB，将评级从“增持”上调至“买入”。

风险提示： 政策落地不及预期，信用业务风险，定增计划进展不及预期

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	28,221.67	23,765.01	29,600.49	32,557.96	35,276.98
增长率(%)	(25.90)	(15.79)	24.55	9.99	8.35
净利润(百万元)	8,618.42	5,211.09	9,910.73	11,738.10	13,392.69
增长率(%)	(45.59)	(39.54)	90.19	18.44	14.10
净利润率	30.54%	21.93%	33.48%	36.05%	37.96%
净资产收益率	7.32%	4.42%	7.81%	8.84%	9.79%
市盈率(倍)	18.46	30.52	16.05	13.55	11.88
市净率(倍)	1.35	1.35	1.25	1.20	1.16
每股净利润(元/股)	0.75	0.45	0.86	1.02	1.16
每股净资产(元/股)	10.24	10.25	11.04	11.55	11.89

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	非银金融/证券
6个月评级	买入(调高评级)
当前价格	13.83元
目标价格	17.66元

基本数据

A股总股本(百万股)	8,092.13
流通A股股本(百万股)	8,092.13
A股总市值(百万元)	111,914.17
流通A股市值(百万元)	111,914.17
每股净资产(元)	10.66
资产负债率(%)	77.94
一年内最高/最低(元)	16.10/7.60

作者

罗钻辉 分析师
SAC执业证书编号：S1110518060005
luozuanhui@tfzq.com

夏昌盛 分析师
SAC执业证书编号：S1110518110003
xiachangsheng@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《海通证券-公司定期报告点评:自营业务拖累公司业绩，多元化经营见成效》2019-03-28
- 《海通证券-公司定期报告点评:自营、投行、信用减值损失拖累业绩，净利润同比-42%》2018-10-30
- 《海通证券-公司定期报告点评:业务发展稳中有进，自营下滑拖累业绩》2018-08-31



表 1：海通证券 2019 年一季度实现营业收入 99.54 亿元，归母净利润 37.7 亿元（单位：亿元）

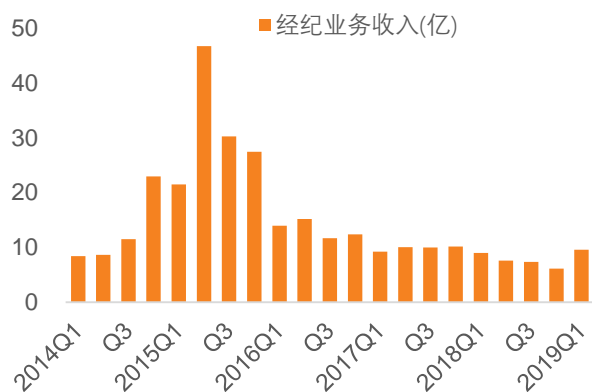
	2015	2016	2017	2018	2018Q1	2019Q1
营业收入	380.86	280.12	282.22	237.65	57.05	99.54
代理买卖证券业务净收入	125.86	53.14	39.41	30.06	8.99	9.60
证券承销业务净收入	23.16	33.56	33.30	32.17	5.76	5.85
受托客户资产管理业务净收入	13.51	5.90	20.98	19.25	4.47	4.06
利息净收入	47.56	38.40	36.66	48.20	12.19	9.15
投资收益+公允变动	115.39	63.08	100.36	35.16	13.41	48.76
其他收入	55.39	86.04	51.51	72.81	12.23	22.12
营业成本	171.34	173.63	159.35	166.55	34.01	49.48
管理成本（业务及管理费）	112.14	95.64	97.55	93.83	21.36	26.73
利润总额	211.19	111.62	128.89	75.70	26.02	53.18
所得税	42.78	22.31	30.14	18.00	6.10	12.19
归母净利润	158.39	80.43	86.18	52.11	17.32	37.70

资料来源：公司公告，天风证券研究所

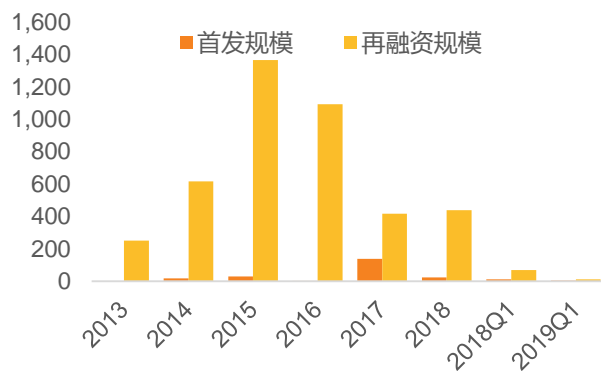
表 2：海通证券营收结构（2015-2019Q1）

	2015	2016	2017	2018	2018Q1	2019Q1
经纪业务	33.05%	18.97%	13.97%	12.65%	15.76%	9.64%
投资银行业务	6.08%	11.98%	11.80%	13.54%	10.10%	5.87%
资产管理业务	3.55%	2.11%	7.43%	8.10%	7.84%	4.08%
利息净收入	12.49%	13.71%	12.99%	20.28%	21.37%	9.19%
投资收益	30.30%	22.52%	35.56%	14.80%	23.50%	48.99%
其他收入	14.54%	30.71%	18.25%	30.64%	21.43%	22.22%

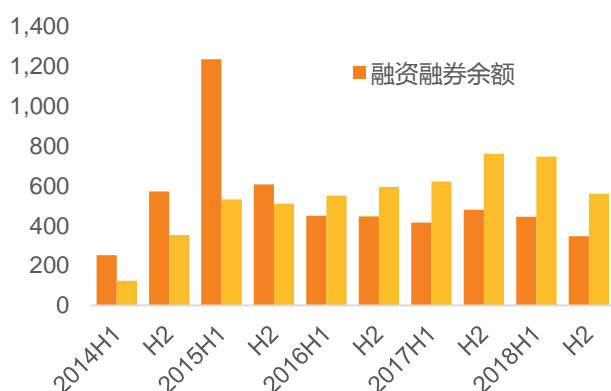
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 1：海通证券经纪业务收入情况（单位：亿元）


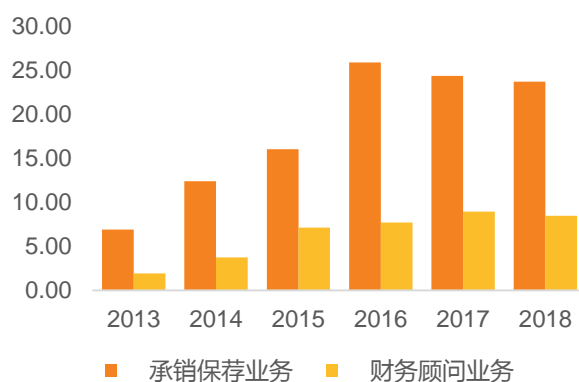
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：海通证券股权承销保荐业务情况（单位：亿元）


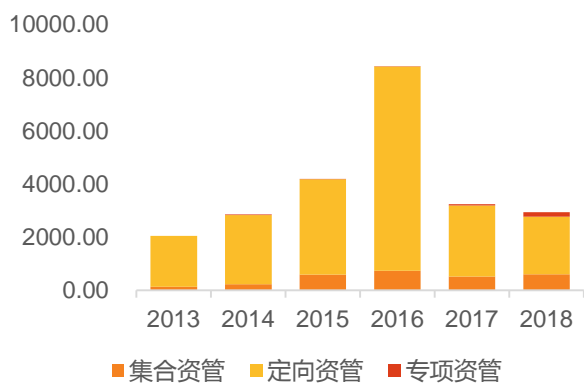
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：2018 年末，海通证券两融余额 347.16 亿元（单位：亿元）


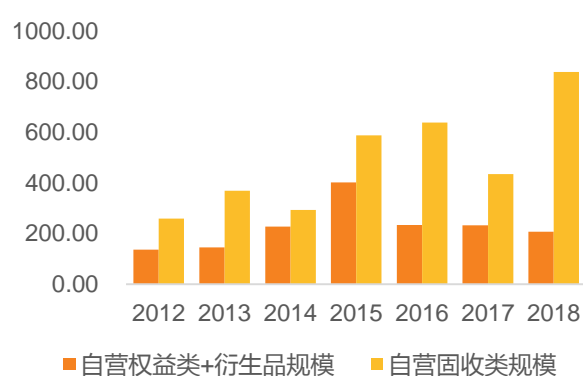
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：海通证券投资银行业务收入情况（单位：亿元）


资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：海通证券资管业务结构（单位：亿元）


资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：海通证券自营配置情况（单位：亿元）


资料来源：公司公告，天风证券研究所

财务预测摘要

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	103,795.73	100,842.46	105,985.01	109,664.55	114,824.85	营业收入	28,221.67	23,765.01	29,600.49	32,557.96	35,276.98
其中：客户资金存款	70,213.57	62,319.47	70,294.20	70,294.20	70,294.20	手续费及佣金净收入					
结算备付金	7,982.73	7,646.56	8,023.60	8,180.01	8,373.23	其中：代理买卖证券业务	3,941.28	3,005.77	4,720.54	3,670.23	3,670.23
其中：客户备付金	7,607.86	6,114.67	6,747.21	6,747.51	6,749.17	证券承销业务净收入	3,329.89	3,217.48	3,279.20	3,577.52	4,041.29
融出资金	61,560.95	48,861.01	69,177.23	79,739.21	92,413.60	资产管理业务净收入	2,097.89	1,924.74	2,126.01	2,304.02	2,414.73
交易性金融资产	99,856.69	177,205.41	110,797.34	122,219.99	138,239.46	利息净收入	3,665.93	4,820.27	4,504.75	5,613.14	5,316.50
衍生金融资产	2,610.61	1,780.76	2,681.12	2,971.60	3,364.52	投资净收益	10,036.11	3,516.23	7,553.16	8,863.69	10,025.47
买入返售金融资产	96,549.87	82,678.79	111,378.93	136,607.46	169,404.55	其他业务收入	5,150.58	7,280.52	7,416.83	8,529.36	9,808.76
可供出售金融资产	41,228.76	0.00	49,858.80	54,999.00	62,207.76	营业支出	15,934.58	16,655.20	15,692.01	16,043.65	16,403.92
持有至到期投资	78.72	0.00	49.36	54.87	62.24	营业税金及附加	165.97	172.03	174.08	191.47	207.47
长期股权投资	10,062.37	5,312.88	10,165.11	11,232.98	12,711.27	管理费用	9,755.12	9,382.87	11,506.95	11,720.87	11,941.21
应收利息	3,703.90	0.00	4,506.24	5,163.78	5,832.56	资产减值损失	1,686.66	25.06	0.00	0.00	0.00
存出保证金	8,528.68	6,982.89	8,353.87	8,338.39	8,335.61	其他业务成本	4,326.83	7,075.24	4,010.98	4,131.30	4,255.24
固定资产	2,705.85	5,851.63	2,865.09	3,155.56	3,568.35	营业利润	12,287.08	7,109.81	13,908.48	16,514.31	18,873.06
无形资产	1,316.01	1,316.86	1,359.37	1,498.33	1,694.54	加：营业外收入	684.05	472.59	627.48	690.18	747.82
其他资产	91,178.06	132,658.60	105,414.75	116,833.13	132,396.21	减：营业外支出	81.73	12.03	138.25	152.06	164.76
总资产	534,706.33	574,623.63	626,796.53	705,409.55	803,643.25	利润总额	12,889.40	7,570.37	14,397.72	17,052.42	19,456.11
短期借款	30,712.83	36,916.64	34,599.85	34,581.25	34,570.96	减：所得税	3,013.79	1,799.66	3,422.68	4,053.77	4,625.19
拆入资金	11,811.64	14,724.10	13,186.64	13,115.24	13,098.29	净利润	9,875.60	5,770.71	10,975.03	12,998.65	14,830.93
交易性金融负债	20,743.50	26,200.95	42,407.80	63,331.81	94,579.73	减：少数股东损益	1,257.18	559.62	1,064.31	1,260.55	1,438.23
衍生金融负债	3,495.45	2,218.77	3,187.82	3,187.82	3,187.82	归属于母公司所有者的净	8,618.42	5,211.09	9,910.73	11,738.10	13,392.69
卖出回购金融资产款	33,045.73	56,372.90	63,166.97	98,957.48	144,428.96						
代理买卖证券款	83,774.39	71,893.53	83,071.16	83,071.16	83,071.16	基本比率和每股指标					
代理承销证券款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净利率	30.54%	21.93%	33.48%	36.05%	37.96%
应付职工薪酬	4,890.34	4,588.20	5,768.55	5,875.79	5,986.25	总资产收益率	1.61%	0.91%	1.58%	1.66%	1.67%
应付债券	130,158.27	140,146.86	136,381.06	136,159.17	136,104.81	净资产收益率	7.32%	4.42%	7.81%	8.84%	9.79%
长期借款	30,609.16	43,286.68	28,988.09	28,988.09	28,988.09	市盈率（倍）	18.46	30.52	16.05	13.55	11.88
总负债	405,012.03	444,437.71	486,549.43	558,716.30	652,600.18	市净率（倍）	1.35	1.35	1.25	1.20	1.16
总股本	11,501.70	11,501.70	11,501.70	11,501.70	11,501.70	每股净利润（元/股）	0.75	0.45	0.86	1.02	1.16
所有者权益合计	129,694.30	130,185.92	140,247.10	146,693.25	151,043.06	每股净资产（元/股）	10.24	10.25	11.04	11.55	11.89
少数股东权益	11,938.83	12,327.34	13,280.04	13,890.43	14,302.31						
归属于母公司所有者权	117,755.48	117,858.57	126,967.06	132,802.82	136,740.75						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com