

证券研究报告

公司研究——中报点评

海通证券（600837.SH）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：增持，2019.04.01

王小军 金融行业分析师

执业编号：S1500512040003

联系电话：+86 10 83326865

邮箱：wangxiaojun@cindasc.com

关竹 金融行业分析师

执业编号：S1500517090001

联系电话：+86 10 83326871

邮箱：guanzhu@cindasc.com

相关研究

《自营业务拖累业绩，资本中介表现出色——2018年报点评》2018.09.07

《受益于市场行情带动，公司2月业绩大幅改善》

2019.03.11

《投资业务拖累业绩，持续转型主动管理》

2019.04.01

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

自营收入提振业绩，营收增速超过行业平均水平

2019年09月03日

事件：海通证券发布2019年半年报，公司实现营业收入177.35亿元，同比增长62.08%；实现归属母公司股东净利润55.27亿元，同比增长82.34%。公司每股收益（摊薄）0.48元，同比增长84.62%。

点评：

- **营收增速超过行业平均水平，仓单业务难以支持归母净利润增速。** 证券行业2019年上半年实现营业收入1,789.41亿元，同比增长41.37%；实现净利润666.62亿元，同比增长102.86%；而公司上半年实现营业收入177.35亿元，同比增长62.08%；实现归属母公司股东净利润55.27亿元，同比增长82.34%。可见，公司营业收入增速优于行业，但净利润增速则明显落后行业，主要原因在于子公司海通期货开展大宗商品贸易所产生的销售成本增加，大幅推升营业成本：上半年公司营业支出100.58亿元，同比增速46.64%；其中其他业务成本38.58亿元，同比增速90.69%；粗略估计，剔除仓单业务后，虽然公司营业支出同比增速降至29.37%，但营业收入同比增速同样下滑至55.97%，导致公司归母净利润增速低于行业平均水平。
- **自营收入提振营收增速，龙头券商优势明显。** 2018年，公司业务板块重新划分为财富管理、投资银行、资产管理、交易及机构、融资租赁几大业务板块，收入结构更加多元化。从收入结构来看，公司业绩主要依靠自营业务拉动：上半年，实现投资收益（含公允）59.98亿元，同比增长227.4%，对利润起到巨大提振作用。2019年以来，监管层对行资本市场发展高度重视，政策红利催化下券商有望迎来发展机遇。随着定向可转债、科创板等政策的落地，多层次资本市场不断完善，证券行业盈利模式及发展方向将发生变革，龙头券商在此背景下优势明显，估值有望进一步提升。
- **资管业务转型持续推进，境外业务进一步壮大。** 公司资产管理业务的主要平台包括：海通资管公司、海富通基金、富国基金、8家私募投资基金子公司以及海外资产管理业务。上半年，公司资管业务结构持续转型，各个资管平台表现优异：海通资管主动管理业务规模为1,373亿元，较年初增长27%；海富通公募基金管理规模达到780亿元，较年初增长32%；富国公募基金管理规模2,630亿元，较年初增长33%。公司作为国内大型综合化券商，在境外业务方面进一步壮大：海通国际上半年完成IPO与股权融资项目承销数量分别位列香港全体投行首位；海通恒信顺利完成在香港联交所挂牌上市，成为公司在境外的第三个上市平台。
- **盈利预测及评级：** 我们预测公司2019年、2020年和2021年分别实现营业收入334.44亿元、376.76亿元和399.85亿

元；归属于母公司净利润分别为 82.12 亿元、91.07 亿元和 94.54 亿元，对应摊薄每股收益分别为 0.71 元、0.79 元和 0.82 元，维持公司“增持”评级。

➤ **风险因素：**交易量下跌和自营业务大幅波动，准入门槛降低，政策不达预期。

	2017A	2018 A	2019 F	2020 F	2021 F
营业收入(百万元)	28,221.67	23,765.01	33,444.71	37,675.69	39,984.82
增长率 YoY %	0.75%	-15.79%	40.73%	12.65%	6.13%
归属母公司净利润(百万元)	8,618.44	5,211.10	8,211.80	9,106.92	9,454.41
增长率 YoY%	7.15%	-39.54%	57.58%	10.90%	3.82%
毛利率%	43.54%	29.92%	35.69%	35.42%	34.67%
净资产收益率 ROE%	7.32%	4.42%	6.28%	6.25%	5.85%
每股收益 EPS(摊薄, 元)	0.75	0.45	0.71	0.79	0.82
市盈率 P/E(倍)	18.80	31.10	19.73	17.80	17.14
市净率 P/B(倍)	1.38	1.38	1.24	1.11	1.00

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2019 年 9 月 3 收盘价

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
损益表摘要 (人民币百万元)					
营业收入	28,222	23,765	33,445	37,676	39,985
手续费净收入	9,556	8,514	9,559	10,158	10,786
代理买卖证券业务净收入	3,941	3,006	3,696	3,770	3,876
证券承销保荐业务净收入	2,435	2,371	2,288	2,441	2,605
委托管理资产业务净收入	654	692	911	1,129	1,294
基金管理公司收入	1,444	1,232	1,319	1,266	1,329
财务顾问业务和其他	1,082	1,214	1,345	1,552	1,681
利息净收入	3,666	4,820	4,812	4,035	4,225
投资净收益	11,366	5,535	10,695	12,591	12,995
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	708	33	453	471	488
公允价值变动净收益	-1,329	-2,019	-	-	-
汇兑净收益	-225	219	-	-	-
其他业务收入	5,196	5,236	8,378	10,891	11,980
营业支出	15,935	16,655	21,509	24,331	26,121
营业税金及附加	166	172	309	347	368
业务及管理费	9,755	9,383	13,393	15,398	16,310
资产减值损失	1,687	25	25	25	25
其他业务成本	4,327	7,075	7,783	8,561	9,417
营业利润	12,287	7,110	11,936	13,345	13,864
营业外收入	684	473	-	-	-
营业外支出	82	12	-	-	-
利润总额	12,889	7,570	11,936	13,345	13,864
所得税费用	3,014	1,800	2,865	3,336	3,466
净利润	9,876	5,771	9,071	10,009	10,398
归属于母公司所有者的净利润	8,618	5,211	8,212	9,107	9,454
归属少数股东损益	1,257	560	859	902	944
资产负债表摘要 (人民币百万元)					
总资产	534,706	574,624	638,382	665,347	707,697
客户存款	70,214	62,319	65,984	63,345	66,512
自有存款	30,136	35,828	56,367	58,264	62,808
融资融券	61,561	48,861	58,633	64,497	64,497
股票回购	74,529	55,603	60,330	56,710	60,963
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	-	177,205	199,672	223,956	253,100
以摊余成本计量的金融资产	-	-	-	-	-
以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产	-	-	-	-	-
交易性金融资产	99,857	-	-	-	-
可供出售金融资产	41,229	-	-	-	-
持有至到期投资	79	-	-	-	-
长期股权投资	10,062	5,313	8,418	10,115	11,873
固定资产	2,657	5,852	5,335	4,819	4,302
无形资产和商誉	5,180	5,362	5,362	5,362	5,362
其他资产	139,203	178,280	178,280	178,280	178,280
总负债	405,012	444,438	494,535	505,434	530,918
代买卖证券款	83,774	71,894	76,121	73,076	76,730
应付债券	130,158	140,147	145,011	148,150	151,289
其他负债	191,079	232,397	273,402	284,208	302,898
所有者权益	129,694	130,186	143,847	159,913	176,780
总股本	11,502	11,502	11,502	11,502	11,502
少数股东权益	11,939	12,327	13,187	14,088	15,032
归属于母公司所有者权益	117,755	117,859	130,660	145,825	161,748
其中: 计入所有者权益的税后自营业务收入	-	-	-	-	-
每股及估值指标 (元)					
每股盈利	0.75	0.45	0.71	0.79	0.82
每股净资产	10.24	10.25	11.36	12.68	14.06
市盈率	18.80	31.10	19.73	17.80	17.14
市净率	1.38	1.38	1.24	1.11	1.00

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年增长率 (%)					
营业收入	0.7%	-15.8%	40.7%	12.7%	6.1%
手续费净收入	-12.8%	-10.9%	12.3%	6.3%	6.2%
代理买卖证券业务净收入	-25.8%	-23.7%	23.0%	2.0%	2.8%
证券承销保荐业务净收入	-5.9%	-2.6%	-3.5%	6.7%	6.7%
委托管理资产业务净收入	10.9%	5.7%	31.8%	23.9%	14.7%
基金管理公司收入	37.3%	-14.7%	7.0%	-4.0%	5.0%
财务顾问业务和其他	-23.9%	12.2%	10.8%	15.4%	8.3%
利息净收入	-4.5%	31.5%	-0.2%	-16.1%	4.7%
投资净收益	73.8%	-51.3%	93.2%	17.7%	3.2%
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	253.5%	-95.4%	-	-	-
公允价值变动净收益	474.7%	51.9%	-	-	-
汇兑净收益	-487.7%	-197.2%	-	-	-
其他业务收入	-24.0%	0.8%	-	-	-
营业支出	-8.2%	4.5%	29.1%	13.1%	7.4%
营业税金及附加	-66.2%	3.7%	79.4%	12.3%	6.2%
业务及管理费	2.0%	-3.8%	42.7%	15.0%	5.9%
资产减值损失	18.8%	-	-	-	-
其他业务成本	-26.5%	63.5%	10.0%	10.0%	10.0%
营业利润	15.4%	-42.1%	67.9%	11.8%	3.9%
营业外收入	15.2%	-30.9%	-	-	-
营业外支出	0.8%	-85.3%	-	-	-
利润总额	15.5%	-41.3%	57.7%	11.8%	3.9%
所得税费用	35.1%	-40.3%	59.2%	16.5%	3.9%
净利润	10.6%	-41.6%	57.2%	10.3%	3.9%
归属于母公司所有者的净利润	7.1%	-39.5%	57.6%	10.9%	3.8%
少数股东权益	41.7%	-55.5%	53.5%	4.9%	4.7%
主要驱动因素 (%)					
日均股票交易额 (亿元)	4,590	3,689	5,800	6,000	6,500
股基权证交易额市场份额	5%	6%	5%	5%	5%
代理买卖证券业务净手续费率	0%	0%	0%	0%	0%
净利差	3%	3%	2%	2%	2%
证券投资期末规模 (亿元)	1,412	2,082	2,349	2,635	2,978
证券投资收益率	7%	3%	4%	5%	4%
股票及股票连接融资额 (亿元)	17,228	12,085	21,134	22,550	24,061
股票及股票连接承销市场份额	3%	4%	4%	4%	4%
企业主体债券融资额 (亿元)	206,429	226,700	240,158	256,248	273,417
企业主体债券承销市场份额	1.0%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%
集合资产管理业务期末规模 (亿元)	521	611	795	954	1,049
集合资产管理业务费率	1%	1%	1%	1%	1%
业务及管理费/营业收入	35%	39%	40%	41%	40%
营业税金及附加税率	1%	2%	1%	1%	1%
所得税率	23%	24%	24%	25%	25%
盈利能力 (%)					
净利润率	30.54%	21.93%	24.55%	24.17%	23.65%
净资产收益率	7.32%	4.42%	6.28%	6.25%	5.85%
净资本指标 (人民币百万元)					
净资本	75,292	71,377	-	-	-
净资本/净资产	70.46%	65.97%	-	-	-
经营数据					
员工数量 (个)	10,084	10,391	-	-	-
营业部数量 (个)	290	290	-	-	-
服务部数量 (个)	-	-	-	-	-

研究团队简介

王小军，金融行业分析师。11年证券从业经历，曾就职于天相投顾和中国民族证券，主要从事国际经济及金融市场研究。2012年4月加入信达证券，负责策略研究(行业比较)，2014年7月起负责金融行业研究。拥有国际与国内、宏观策略与行业等多维度的研究经验。与央视、新华社等主流媒体互动频繁。

关竹，金融行业分析师。2015年研究生毕业于中央财经大学金融专业，2013年本科毕业于山东大学金融专业。2015年7月加入信达证券研究开发中心，负责金融行业的研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。