

2019年10月31日

海通证券 (600837.SH)

自营带来业绩高弹性，关注减值变化和定增进度

■事件：2019Q3 海通证券实现营业收入 251 亿元 (YoY+55%，中信+20%/国君+23%)，归母净利润 73.9 亿元 (YoY+106%，中信+44%/国君+19%)；其中三季度营业收入 74 亿元，同比+42%，归母净利润 18.6 亿元，同比+234%。前三季度加权 ROE 为 6.09% (中信 6.72%/国君 5.19%)。

■亮点总结：我们认为公司亮点有：(1) 公司方向性投资较多导致自营业绩弹性较大，在股市上涨的时候公司在头部券商中自营弹性明显，因此业绩增速会高于其他头部券商；(2) 公司当前估值为 1.31xBP 以上，在行业中估值偏低。此外，由于公司业务结构较为重资产化，应注意市场下跌和资产减值对于公司业绩的负面影响，定增短期内可能会导致每股收益摊薄。

■经纪业务占比低至 11%。2019Q3 公司经纪业务手续费收入 26.9 亿元，同比+12% (中信-2.5%/国君+28%)，占整体收入比为 11%，显著低于行业平均水平和其他头部券商。

■债券承销表现突出，但 IPO 不及预期。2019Q3 公司投行收入 26 亿元，同比+35% (中信+23%/国君+18%)。据 WIND 统计，前三季度公司债券承销规模为 3117 亿元 (YoY+90%)，市场排名升至第 5 位，表现突出；但股权业务不及预期，股权承销规模 234 亿元，同比下降 48%，其中 IPO 规模仅 35 亿元，排名行业第 13 位，在科创板业务的布局也弱于“三中一华”。

■资管转型在头部券商中效果明显。2019Q3 公司资管收入 16 亿元，同比增长+15%，在头部券商中增速领先 (中信-1%/国君+5.5%)。公司资管收入增速较高也得益于公司较早开展了资管业务的转型，取得了较为明显的成效。

■投资收益是公司业绩弹性高于同业的主要来源。2019Q3 公司自营业务收入 82 亿元，可比口径同比+307% (中信+95%/国君+21%)，是公司业绩弹性高于同业的主要来源。公司自营资产达到 2540 亿元，同比增长 38%，其中交易性金融资产同比增长 46%。若公司 200 亿定增顺利落地，预计将增加 FICC 业务比重，进一步提升自营投资收益对于公司业绩的影响。

■压缩股权质押规模致利息净收入同比减少。2019Q3 公司净利息收入 34 亿元，可比口径同比-12.3% (中信-14%/国君+4.3%)，主要与公司大幅压缩股权质押余额有关，因为公司三季度末买入返售资产余额降至 595 亿元，同比下降 29%。三季度计提减值 6.7 亿元，前三季度累计计提 17 亿元，预计主要与股权质押和融资租赁等重资产业务减值有关。未来随着定增落地，公司将 60 亿元投入到资本中介业务中，有望改善信用交易业务利息净收入水平。

■等待 200 亿定增落地，重资产业务再增强布局。2018 年公司发布 200 亿定增计划，但由于二级市场低迷和公司估值破净，该项计划未能如期推进。目前公司已完成对于证监会反馈意见的回复，等待证监会的进一步反馈或正式批文。如果定增计划顺利落地，有助于公司在重资产业务上扩大布局，实现集团化、国际化、信息化战略，分享资本市场改革红利。

■投资建议：买入-A 投资评级。我们认为公司享有龙头集中红利，融资类业务快速增长，自营业务带来高弹性。预计公司 2019-2021 年的 EPS 为 0.84 元、0.97 元和 1.06 元，上调 6 个月目标价为 17.1 元，对应 2019 年末 1.4xPB。

■风险提示：股市大幅下跌风险/重资产业务信用减值风险/政策变化风险

摘要(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	28,222	23,765	29,371	33,015	35,869
净利润	9,876	5,771	9,619	11,104	12,177
每股收益(元)	0.86	0.50	0.84	0.97	1.06
每股净资产(元)	11.28	11.32	12.22	13.43	14.75

盈利和估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	16.41	28.08	16.85	14.59	13.31
市净率(倍)	1.25	1.24	1.15	1.05	0.96
净利润率	34.99%	24.28%	32.75%	33.63%	33.95%
净资产收益率	7.61%	4.43%	6.84%	7.19%	7.18%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

证券

投资评级 买入-A
维持评级

6 个月目标价： 17.10 元
股价 (2019-10-31) 14.10 元

交易数据

总市值(百万元)	162,173.97
流通市值(百万元)	114,099.05
总股本(百万股)	11,501.70
流通股本(百万股)	8,092.13
12 个月价格区间	8.66/16.54 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.29	2.52	36.76
绝对收益	-1.4	1.73	50.82

张经纬 分析师
SAC 执业证书编号：S1450518060002
zhangjw1@essence.com.cn
021-35082392

蒋中煜 分析师
SAC 执业证书编号：S1450519070002
jiangzy@essence.com.cn
021-35082609

相关报告

- 海通证券：海通证券：融资类业务发力自营拖累，2019-03-28
关注资产质量改善/张经纬
- 海通证券：自营下滑减值增加，化解质押信用风险/赵湘怀 2018-10-30
- 海通证券：转型压力犹存，估值底部区域/赵湘怀 2018-08-30

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						损益表 (百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
总资产	534,706	574,624	637,276	722,199	779,272	营业收入	28,222	23,765	29,371	33,015	35,869
客户资金存款	70,214	62,319	74,783	82,262	90,488	手续费及佣金净收入	9,556	8,514	9,271	11,306	13,056
自有货币资金	33,582	38,523	77,046	84,751	93,226	其中: 代理买卖证券业务净收入	3,941	3,006	3,489	4,441	5,076
客户备付金	7,608	6,115	7,338	8,071	8,879	证券承销业务净收入	3,330	3,217	3,283	4,119	4,966
自有结算备付金	375	1,532	3,064	3,370	3,707	资产管理业务收入	2,098	1,925	2,208	2,392	2,606
融出资金	61,561	48,861	85,117	104,268	127,676	利息净收入	3,666	4,820	3,873	5,070	6,025
交易性金融资产	99,857	177,205	186,066	204,672	214,906	投资净收益	11,366	5,535	12,268	11,360	10,320
衍生金融资产	2,611	1,781	2,137	2,778	3,334	公允价值变动收益	-1,329	-2,019	-4,371	-4,049	-3,656
买入返售金融资产	96,550	82,679	60,749	72,802	65,570	汇兑收益	-225	219	56	27	19
其他债权投资	-	15,131	16,644	18,309	21,971	其他业务收入	5,189	6,695	8,274	9,301	10,105
其他权益工具投资	-	15,228	16,751	18,426	20,269	营业支出	15,935	16,655	17,626	19,061	20,532
其他资产合计	162,350	125,249	107,582	122,489	129,248	营业税金及附加	166	172	213	239	260
总负债	405,012	444,438	496,756	567,761	609,659	管理费用	9,755	9,383	9,857	11,080	12,038
应付短期融资款	29,427	26,538	29,192	40,868	49,042	资产减值损失 (含信用减值损失)	1,687	1,622	2,049	1,786	1,819
交易性金融负债	20,743	26,201	32,175	36,774	39,488	其他业务成本	4,327	5,478	5,508	5,956	6,416
衍生金融负债	3,495	2,219	3,304	3,776	4,055	营业利润	12,287	7,110	11,745	13,955	15,337
卖出回购金融资产款	33,046	56,373	62,010	58,910	64,801	加: 营业外收入	684	473	801	638	649
代理买卖证券款	83,774	71,894	86,272	94,899	104,389	减: 营业外支出	82	12	-72	26	12
应付职工薪酬	4,890	4,588	5,036	5,756	6,180	利润总额	12,889	7,570	12,618	14,567	15,974
应付债券	130,158	140,147	168,176	184,994	221,993	减: 所得税费用	3,014	1,800	3,000	3,463	3,798
其他负债合计	99,478	116,479	110,590	141,784	119,711	净利润	9,876	5,771	9,619	11,104	12,177
所有者权益	129,694	130,186	140,521	154,437	169,613	减: 少数股东损益	1,257	560	933	1,077	1,181
股本	11,502	11,502	11,502	11,502	11,502	归母公司净利润	8,618	5,211	8,686	10,027	10,996
少数股东权益	11,939	12,327	13,306	14,624	16,061						
归母公司净资产	117,755	117,859	127,215	139,813	153,552	每股及估值指标					
	534,706	574,624	637,276	722,199	779,272	每股盈利 (元)	0.86	0.50	0.84	0.97	1.06
ROAE	7.56%	4.42%	7.11%	7.53%	7.52%	每股净资产 (元)	11.28	11.32	12.22	13.43	14.75
ROAA	1.80%	4.42%	1.59%	1.63%	1.62%	市盈率 (倍)	16.41	28.08	16.85	14.59	13.31
杠杆率 (倍)	3.83	4.27	4.33	4.49	4.40	市净率 (倍)	1.25	1.24	1.15	1.05	0.96

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测;

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张经纬、蒋中煜声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034