

分析师: 张洋

登记编码: S0730516040002

Zhangyang-yjs@ccnew.com 021-50586627

## 大幅计提资产减值, 业绩增速低于行业均值

### ——海通证券(600837) 2020 年年报点评

## 证券研究报告-年报点评

## 增持(维持)

### 市场数据(2021-04-01)

发布日期: 2021年04月02日

收盘价(元)	11.11
一年内最高/最低(元)	17.25/10.98
沪深300指数	5110.78
市净率(倍)	0.95
总市值(亿元)	1,451.43
流通市值(亿元)	942.43

### 基础数据(2020-12-31)

每股净资产(元)	11.75
总资产(亿元)	6,940.73
所有者权益(亿元)	1,534.48
净资产收益率(%)	7.88
总股本(亿股)	130.64
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

- 《海通证券(600837) 2020 年中报点评: 剔除信用减值影响业绩增速应优于行业均值》 2020-09-01
- 《海通证券(600837) 2019 年年报点评: 经营业绩改善幅度领跑头部券商》 2020-04-02
- 《海通证券(600837) 2019 年中报点评: 自营业务大幅回暖, 国际业务持续高增长》 2019-09-02

联系人: 朱宇澍

电话: 021-50586328

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号14楼

邮编: 200122

**2020 年年报概况:** 海通证券 2020 年实现营业收入 382.20 亿元, 同比+9.64%; 实现归母净利润 108.75 亿元, 同比+14.20%。基本每股收益 0.90 元, 同比+8.43%; 加权平均净资产收益率 7.88%, 同比+0.07 个百分点。2020 年中期公司 10 派 2.80 元(含税, 已实施), 2020 年末公司拟 10 派 2.5 元(含税)。

**点评:** 1. 2020 年公司经纪、投行、资管、利息净收入占比出现提高, 投资收益(含公允价值变动)、其他业务净收入占比出现下降。从收入结构的变化中可以看出, 经纪、投行、资管业务是驱动公司 2020 年业绩持续改善的主要因素。2. 经纪业务实现较大幅度增长, 手续费净收入同比+45.84%。3. 投行业务总量同比实现大幅增长, 手续费净收入同比+42.87%。4. 主动管理规模持续提升, 大资管业务增势喜人, 手续费净收入同比+40.79%。5. 投资收益(含公允价值变动)同比+0.17%。6. 两融规模大幅回升, 持续压降质押规模, 大幅计提减值准备, 利息净收入同比+17.91%。7. 境外业务收入同比+8.20%, 实现稳健增长。

**投资建议:** 虽然报告期内公司大幅计提资产减值拖累业绩, 近期资管业务领域遭遇监管措施, 但作为行业龙头公司之一, 公司在完成定增后资本实力得到进一步增强, 境内外各项业务均衡快速发展, 行业地位难以撼动。公司估值目前破净且全行业最低, 存在估值修复的预期。预计公司 2021、2022 年 EPS 分别为 0.91 元、0.95 元(摊薄), BVPS 分别为 12.25 元、12.60 元, 按 4 月 1 日收盘价 11.11 元计算, 对应 P/E 分别为 12.21 倍、11.69 倍, 对应 P/B 分别为 0.91 倍、0.88 倍, 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. 短期涨速过快、涨幅过大导致公司股价出现快速调整; 3. 全面深化资本市场改革的进度及力度不及预期

	2019A	2020A	2021E	2022E
营业收入(亿元)	344.29	382.20	412.43	432.94
增长比率	45%	10%	8%	5%
归母净利(亿元)	95.23	108.75	118.31	124.72
增长比率	83%	14%	9%	5%
EPS(元)	0.83	0.90	0.91	0.95
市盈率(倍)	19.74	15.79	12.21	11.69
BVPS(元)	10.96	11.75	12.25	12.60
市净率(倍)	1.41	1.09	0.91	0.88

资料来源: Wind, 中原证券

## 海通证券 2020 年年报概况:

海通证券 2020 年实现营业收入 382.20 亿元,同比+9.64%;实现归母净利润 108.75 亿元,同比+14.20%。基本每股收益 0.90 元,同比+8.43%;加权平均净资产收益率 7.88%,同比+0.07 个百分点。2020 年中期公司 10 派 2.80 元(含税,已实施),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 66.71%;2020 年末公司拟 10 派 2.5 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 30.03%。

根据中国证券业协会的统计,2020 年证券行业共实现营业收入 4484.79 亿元,同比+24.41%;共实现净利润 1575.34 亿元,同比+27.98%。海通证券 2020 年经营业绩增速低于行业均值。

根据公司 2020 年 8 月 29 日、2021 年 2 月 27 日发布的《关于计提资产减值准备的公告》,2020 年 1-12 月公司共计提各项资产减值准备 44.66 亿元,合计减少当期净利润 34.15 亿元。

### 点评:

#### 1. 经纪、投行、资管、利息净收入占比出现提高

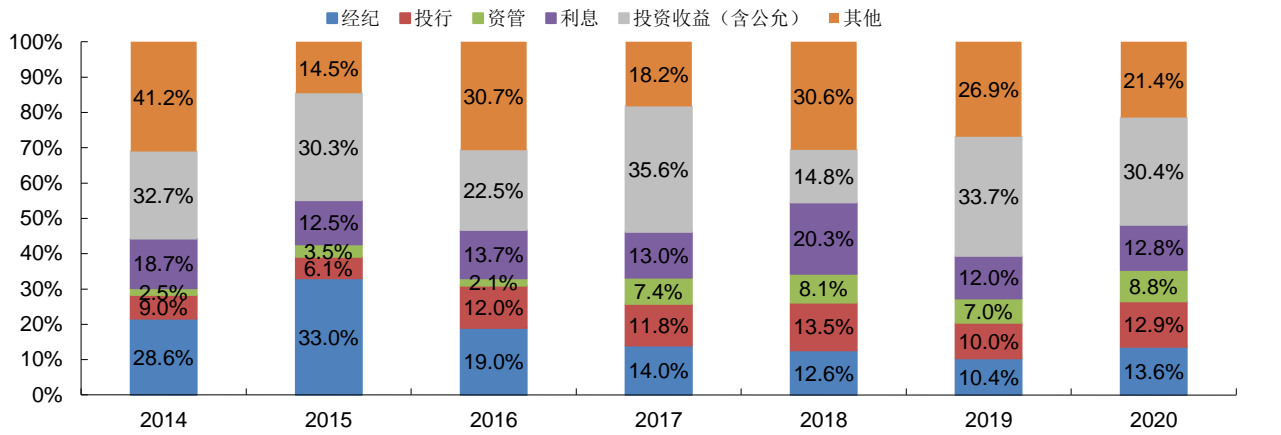
2020 年公司经纪、投行、资管、利息、投资收益(含公允价值变动)、其他业务净收入占比分别为 13.6%、12.9%、8.8%、12.8%、30.4%、21.4%,2019 年分别为 10.4%、10.0%、7.0%、12.0%、33.7%、26.9%;2020 年行业均值为 28.9%、15.0%、6.7%、13.3%、28.2%、7.9%。

2020 年公司经纪、投行、资管、利息净收入占比出现提高,投资收益(含公允价值变动)、其他业务净收入占比出现下降。与行业均值相比,公司经纪、投行、利息净收入占比低于行业均值,其中经纪业务净收入占比显著低于行业均值;资管、投资收益(含公允价值变动)、其他业务净收入占比高于行业均值,其中其他业务净收入占比显著高于行业均值。

根据公司 2020 年年报披露的相关信息,公司当期其他业务收入主要为大宗商品销售收入、出租收入、其他收入,合计 70.39 亿元,同比-16.47%。

从收入结构的变化中可以看出,经纪、投行、资管业务是驱动公司 2020 年业绩持续改善的主要因素。

图 1: 2014-2020 年公司收入结构



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. 经纪业务实现较大幅度增长

2020 年公司实现经纪业务手续费净收入 52.08 亿元, 同比+45.84%。

报告期内公司代理股票基金交易量 16.63 万亿元, 同比+57.66%。截至报告期末, 公司财富管理客户数量 1315 万户 (剔除休眠账户), 同比+14.5%; 可交易客户总资产 2.44 万亿元, 同比+31.4%。截至报告期末, 公司投资顾问占中前台总人数的 62%, 同比+20.1%。

报告期内公司代销各类金融产品 5016 亿元, 同比+39%, 全年金融产品保有量突破 900 亿元。

互联网金融方面, 报告期内 e 海通财 APP 下载量超过 3800 万, 月均平台活跃用户数稳居行业前 5 名, 交易净佣金贡献占比超过 60%。

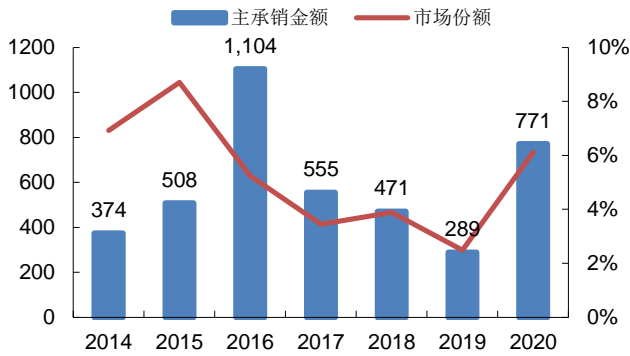
## 3. 投行业务总量同比实现大幅增长

2020 年公司实现投行业务手续费净收入 49.39 亿元, 同比+42.87%。

股权融资业务方面, 报告期内公司完成 47 个股权融资项目, 实现融资总额 771 亿元, 同比+166.78%; 其中 IPO 项目完成挂牌 25 家, 实现融资总额 627 亿元, 排名行业第 2 位。根据 Wind 的统计, 截至 2021 年 4 月 1 日, 公司 IPO 项目储备 23 个 (包括联合保荐、审核状态不包括终止审查、辅导备案登记受理), 数量位居行业前列。

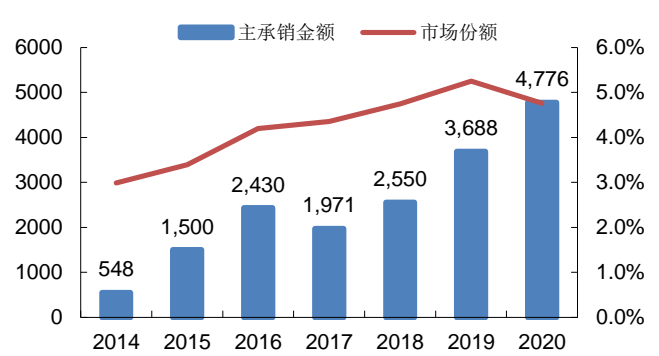
债权融资业务方面, 报告期内公司完成主承销债券项目 501 个, 主承销金额 4776 亿元, 同比+29.50%; 根据 Wind 的统计, 公司各类债券承销金额排名行业第 5 位, 同比持平。其中, 企业债承销金额 397 亿元, 保持行业第一; 公司债承销金额 1494 亿元, 排名行业第五。

图 2: 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 3: 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. 主动管理规模持续提升, 大资管业务增势喜人

2020 年公司实现资管业务手续费净收入 33.72 亿元, 同比+40.79%。

资产管理业务方面, 截至报告期末, 海通资管总规模为 2444 亿元, 同比-5.42%; 其中主动管理规模为 1707 亿元, 同比+22.1%, 占比提升至 69.8%。集合、定向、专项资管规模分别为 768 亿、1302 亿、374 亿, 同比分别-5 亿、-204 亿、+69 亿。

公募基金业务方面, 公司分别持有 51%、27.77% 股权的海富通基金、富国基金管理规模均实现同比明显增长。

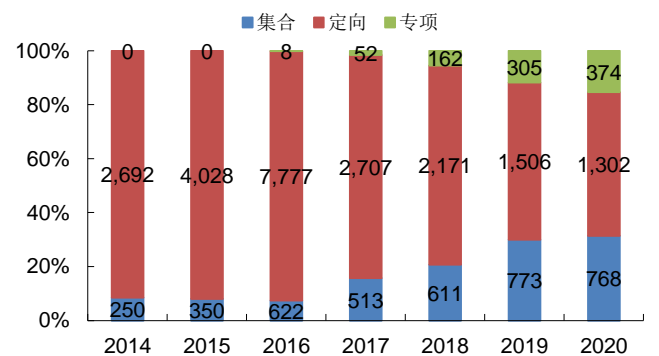
私募基金业务方面, 截至报告期末, 公司私募股权投资业务管理规模总计 254 亿元, 同比+7.17%; 实现退出收益 22.9 亿元。

图 4: 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 5: 公司各类别资管规模 (亿)



资料来源: Wind、公司财报、中原证券

#### 5. 投资收益 (含公允价值变动) 同比基本持平

2020 年公司实现投资收益 (含公允价值变动) 116.20 亿元, 同比+0.17%。

权益类自营业务方面，报告期内公司把握市场机遇，坚持价值导向，获取稳健投资收益。

固定收益类自营业务方面，报告期内公司把握住了宏观政策趋势和债券市场波动节奏，适度超前进行仓位调整，获取一定收益。

报告期内公司权益类衍生产品业务深度参与财富管理和机构交易协同，权益类场外衍生品名义本金规模同比+223，期末存续规模同比+420%。

## 6.两融规模大幅回升，持续压降质押规模，大幅计提减值准备

2020年公司实现利息净收入48.91亿元，同比+17.91%。

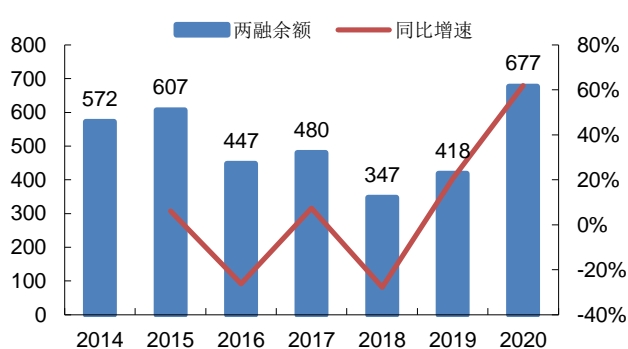
融资融券业务方面，截至报告期末，公司两融余额为676.83亿元，同比+62.06%。

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333.02亿元，同比-20.31%。

融资租赁业务方面，截至报告期末，海通恒信总资产为1081.41亿元，同比+9.2%；实现业务投放604.4亿元，同比+4.6%；实现收入总额79.15亿元，同比增长10.8%。

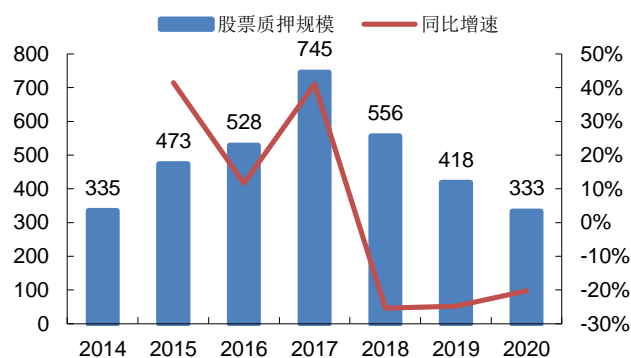
根据公司2020年8月29日、2021年2月27日发布的《关于计提资产减值准备的公告》，2020年1-12月公司共计提各项资产减值准备44.66亿元，其中融出资金合计计提10.24亿元，买入返售金融资产合计计提8.29亿元，应收融资租赁款合计计提12.57亿元。

图6：公司两融余额（亿）及同比增速



资料来源：Wind、公司财报、中原证券

图7：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.境外业务收入同比稳健增长

2020年公司实现境外业务收入97.30亿元，同比+8.20%。

境外股权融资业务方面，报告期内海通国际继续保持在香港市场的龙头地位，在香港市场发行数量上以56单连续三年位列全体投行第一；完成了13单保荐项目(不含介绍上市)，跃居全港第二。

境外债权融资业务方面，报告期内海通国际在多个细分领域业务排名全球金融机构前列。

境外资产管理业务方面，截至报告期末，海通国际资管规模达到 608 亿港元，同比+13.64%。

境外交易业务方面，报告期内海通国际交易能力进一步提升，现金股票交易额突破 5000 亿港元，同比+66%。衍生产品方面，全年共发行窝轮及牛熊证 2975 只，成交量达到 4622 亿港元，位列香港市场第四。

报告期内公司境外业务整体实现较为稳健的增长。

## 投资建议

虽然报告期内公司大幅计提资产减值拖累业绩，近期资管业务领域遭遇监管措施，但作为行业龙头公司之一，公司在完成定增后资本实力得到进一步增强，境内外各项业务均衡快速发展，行业地位难以撼动。公司估值目前破净且全行业最低，存在估值修复的预期。

预计公司 2021、2022 年 EPS 分别为 0.91 元、0.95 元（摊薄），BVPS 分别为 12.25 元、12.60 元，按 4 月 1 日收盘价 11.11 元计算，对应 P/E 分别为 12.21 倍、11.69 倍，对应 P/B 分别为 0.91 倍、0.88 倍，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. 短期涨速过快、涨幅过大导致公司股价出现快速调整； 3. 全面深化资本市场改革的进度及力度不及预期

表 1: 资产负债表预测 (亿元)

	2019A	2020A	2021E	2022E
<b>资产:</b>	<b>6367.94</b>	<b>6940.73</b>	<b>7500.24</b>	<b>7800.92</b>
货币资金	1170.17	1278.47	1406.32	1476.64
融出资金	527.98	730.68	840.28	741.37
金融投资	2491.55	2535.07	2661.82	2794.91
买入返售金融资产	574.85	579.65	608.63	626.89
应收利息及款项	87.52	84.10	92.51	97.14
长期股权投资	49.43	44.28	48.71	51.15
固定及无形资产	76.17	155.79	171.37	179.94
商誉	41.34	38.85	38.85	38.85
其他资产合计	1348.93	1483.41	1631.75	1794.03
<b>负债:</b>	<b>4956.75</b>	<b>5259.47</b>	<b>5753.50</b>	<b>6008.66</b>
流动负债	946.22	841.57	925.73	972.02
交易性金融负债	300.86	322.38	354.62	372.35
卖出回购金融资产款	688.78	605.63	635.91	667.71
代理买卖证券款	874.64	1081.68	1189.85	1249.34
应付费用	177.42	216.35	237.99	249.89
长期借款	463.33	493.63	542.99	570.14
应付债券	1327.42	1478.38	1626.22	1675.01
其他负债	178.08	209.33	240.19	252.20
<b>所有者权益:</b>	<b>1411.19</b>	<b>1681.26</b>	<b>1746.74</b>	<b>1792.26</b>
股本	115.02	130.64	130.64	130.64
资本公积金	565.26	748.88	748.88	748.88
存留收益	429.06	482.34	530.57	557.10
一般风险准备	151.57	172.61	189.87	208.86
少数股东权益	150.28	146.78	146.78	146.78

资料来源: Wind、中原证券

表 2: 利润表预测 (亿元)

	2019A	2020A	2021E	2022E
<b>营业收入:</b>	<b>344.29</b>	<b>382.20</b>	<b>412.43</b>	<b>432.94</b>
手续费及佣金净收入	99.29	138.52	156.92	164.62
其中: 经纪业务	35.71	52.08	62.50	65.63
投行业务	34.57	49.39	54.33	57.05
资管业务	23.95	33.72	37.09	38.94
利息净收入	41.48	48.91	58.69	63.39
投资收益 (含公允)	116.00	116.20	110.39	115.91
其他收入	87.51	78.57	86.43	89.02
<b>营业支出:</b>	<b>210.53</b>	<b>223.58</b>	<b>241.47</b>	<b>253.54</b>
管理费用	110.95	119.47	129.03	135.48
其他成本	99.65	104.11	112.44	118.06
<b>营业外收入:</b>	<b>4.96</b>	<b>-1.04</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>利润总额:</b>	<b>138.72</b>	<b>157.57</b>	<b>170.96</b>	<b>179.40</b>
所得税	33.31	37.20	41.03	43.06
<b>净利润:</b>	<b>105.41</b>	<b>120.37</b>	<b>129.93</b>	<b>136.34</b>
少数股东损益	(10.17)	(11.62)	(11.62)	(11.62)
<b>归母净利:</b>	<b>95.23</b>	<b>108.75</b>	<b>118.31</b>	<b>124.72</b>

资料来源: Wind、中原证券

表 3: 每股指标与估值

	2019A	2020A	2021E	2022E
EPS	0.83	0.90	0.91	0.95
ROE	7.81%	7.88%	7.65%	7.79%
BVPS	10.96	11.75	12.25	12.60
P/E	19.74	15.79	12.21	11.69
P/B	1.41	1.09	0.91	0.88

资料来源: Wind、中原证券



### 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。