

海通证券(600837.SH/06837.HK)

投资业务表现亮眼，整体业绩超出预期

核心观点：

- **业绩略超预期，受益市场回暖。**公司发布 2019 年报，实现归母净利润 95.23 亿元，同比 82.75%。加权平均净资产收益率 7.81%，同比增加 3.39 个百分点。公司业务布局均匀，轻重资产均衡发展，业绩略超此前归母净利润增长 65% 的预期，增长主要来自于市场回暖下投资业务的大幅增长，投资收益及公允价值变动收益同比增幅达 229.90%。
- **轻重资产均衡发展，投资收益及公允价值变动收益大幅增长。重资产业务：**(1) 公司投资收益及公允价值变动收益合计 116 亿元，同比 +299.92%，系把握市场机遇、优化资产配置所取得的较好业绩，但衍生金融工具对当期利润的影响达 -7.21 亿元。(2) 公司实现利息净收入 41.48 亿元，同比 -13.95%。股票质押规模稳居行业前列，两融规模主动压缩，减值计提较为充分。**轻资产业务：**(1) 公司实现经纪业务净收入 35.71 亿元，同比 +18.81%，采取低佣金战术提高市场份额，积极转型财富管理。(2) 公司实现投行业务净收入 34.57 亿元，同比 +7.44%，在 A 股市场，公司专注传统项目和科创板 IPO，传统项目申报 IPO 项目 22 单，排名行业第一；海通国际完成 44 个 IPO 项目和 48 个股权融资项目，位列香港所有投行第一。(3) 公司实现资管业务净收入 23.95 亿元，同比 +24.43%，资产管理规模 1.21 万亿元，主动管理占比 29%。
- **投资建议：持续看好全业务链条龙头券商的发展前景。**公司作为老牌劲旅，在业内具有较为鲜明的发展模式。我们看好公司的发展，预计公司 2020-2022 年每股净资产为 12.22、13.13、14.08 元，对应 PB 为 1.05、0.98、0.91 倍。结合行业发展前景和公司综合优势，可比龙头券商 1.5-2x 的估值中枢，给予 2020 年 1.5xPB 估值，A 股合理价值为 18.33 元/股，按照当前 AH 溢价比例，H 股合理价值为 10.21 港币/股，给予海通证券 A、H 股“买入”评级。
- **风险提示：**成交金额进一步下滑；权益市场调整导致股票质押回购减值损失持续提升；信用风险上升等。

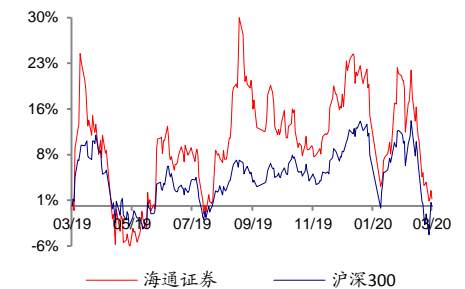
盈利预测：

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	23765	34429	38673	41512	43709
增长率(%)	-16%	45%	12%	7%	5%
归母净利润(百万元)	5211	9523	11867	13259	14078
增长率(%)	-40%	83%	25%	12%	6%
EPS(元/股)	0.45	0.83	1.03	1.15	1.22
市盈率(P/E)	31.10	15.52	12.45	11.15	10.50
市净率(P/B)	1.38	1.17	1.05	0.98	0.91

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心（货币单位均为人民币）

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	12.85 元/7.16 港元
合理价值	18.33 元/10.21 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2020-03-26

相对市场表现



分析师：

陈福



SAC 执证号：S0260517050001

SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

分析师：

陈卉



SAC 执证号：S0260519040001

SFC CE No. BOX142



0755-82535901



gfchenh@gf.com.cn

相关研究：

海通证券 2019-10-30

(600837.SH/06837.HK):自营业绩大幅增长，资本实力提升

海通证券 2019-09-01

(600837.SH/06837.HK):估值有优势，业绩有弹性

海通证券 2019-04-26

(600837.SH/06837.HK):自营业务表现良好，业绩大幅增长

一、业绩略超预期，受益市场回暖

公司发布2019年报，实现营收344.29亿元，同比增长44.87%；实现归母净利润95.23亿元，同比上涨82.75%。归母净资产1260.91亿元，同比增长6.98%。加权平均净资产收益率7.81%，同比增加3.39个百分点。公司剔除客户保证金的杠杆倍数由2018年末的3.86提升至2019的3.89。公司业务布局均匀，轻重资产均衡发展，业绩略超此前归母净利润增长65%的预期，增长主要来自于市场回暖下自营业务的大幅增长，投资收益及公允价值变动收益同比增幅达229.90%。

二、轻重资产均衡发展，投资收益及公允价值变动收益大幅增长

重资产业务上，投资收益及公允价值变动收益增长迅猛：（1）公司投资收益及公允价值变动收益合计116亿元，同比+299.92%，系把握市场机遇、优化资产配置所取得的较好业绩，但衍生金融工具对当期利润的金额达-7.21亿元。2019年末权益类资产把握时机，取得较好收益，规模157.84亿元，同比+3.65%。衍生品业务上，2019年公司衍生金融资产期末余额为15.16亿元，公司持续大力发展衍生品业务，成为首批获得衍生品做市资格的券商，海通国际的衍生产品业务在香港市场第一梯队的地位不断稳固。（2）公司2019年实现利息净收入41.48亿元，同比-13.95%。2019年，融资融券余额增加至417.63亿元，股票质押余额417.87亿元，同比-24.85%，公司不断优化产业布局，提升业务质量，股票质押规模位居行业前列。公司抓住科创板试点契机，获得首批科创板转融通业务试点资格，未来利润有较大增长空间。此外，公司重视风控，减值计提充分。

轻资产业务上，收入结构多元化，各项业务均衡发展：（1）2019年公司实现经纪业务净收入35.71亿元，同比+18.81%。公司采取低佣金战术，股基日均成交5599亿元，同比35.3%，抢占市场份额；同时积极转型财富管理业务，扩大客户市场、培养投顾人才、发展金融科技。（2）2019年公司投行业务净收入34.57亿元，同比+7.44%。股权融资方面，在A股市场，公司积极推进传统项目和科创板IPO，其中传统项目申报IPO项目22单，排名行业第一。在香港市场，海通国际完成44个IPO项目和48个股权融资项目，位列香港所有投行第一。债券融资方面，公司债券融资业务全年共完成主承销债券项目644个，承销总额3762亿元，非金融类企业信用债、企业债承销保持强势，分别排名行业第三、第一。并购重组方面，2019年公司境内境外齐头并进，境内加强对大型企业集团的服务力度，境外主力“一带一路”相关公司，扩大全球版图。（3）2019年公司实现资管业务净收入23.95亿元，同比+24.43%，受资管新规影响，公司不断缩减通道资管业务规模，加大主动资管占比，2019年，海通证券资管总规模为1.21万亿元，其中海通资管公司主动管理规模1398亿元，占公司资管规模的29%。基金管理方面，2019年海通证券基金管理规模突破7113亿元，其中富国公募基金规模增长逾1400亿元，增量排名行业第一，规模提升显著，公募基金首发募集规模近600亿元，排名行业前三。

融资租赁业务方面，2019年，海通恒信总资产达到990.47亿元，不良资产率为1.08%，不良资产拨备覆盖率为265.19%，资产保持稳定。海通恒信采用总部专业、分部分销的业务模式，不断优化资产配置，注重海外业务布局。2019年6月，海通恒信在港上市，利润有望进一步增长。

三、投资建议

持续看好全业务链条龙头券商的发展前景。行业层面，券商板块的核心催化剂是流动性和监管政策，当前券商行业有望迎来监管政策放松带来的 α 收益和流动性向好的 β 收益，因此我们看好证券板块的发展。公司作为老牌劲旅，以证券业务为主体，在业内具有较为鲜明的发展模式。在权益市场回暖的背景下，自营业务体现较大弹性。公司租赁和国际业务前瞻布局，以海通国际为依托，近年来海外业务不断做大做强，服务范围辐射全球。我们看好公司的发展，在行业2020年沪深300收益率13%，中证全债收益率5%，股权融资额增加20%的假设下，预计公司2020-2022年每股净资产为12.22、13.13、14.08元，对应PB为1.05、0.98、0.91倍，低于公司A股2015-2019年末约1.7xPB的历史估值中枢，且AH溢价亦低于同行。结合行业发展前景和公司综合优势，可比龙头券商1.5-2xPB的估值中枢，给予2020年1.5xPB估值，A股合理价值为18.33元/股，按照当前AH溢价比例，H股合理价值为10.21港币/股，给予海通证券A、H股“买入”评级。

四、风险提示

成交金额进一步下滑；权益市场调整导致股票质押回购减值损失持续提升；信用风险上升等。

表1：海通证券主要会计及财务指标一览表

项目	2019	2018	本报告期比上年同期增减
营业收入（亿元）	344.29	237.65	44.87%
归母净利润（亿元）	95.23	52.11	82.75%
基本每股收益（元/股）	0.83	0.45	84.44%
加权平均净资产收益率（%）	7.81%	4.42%	上升3.39个百分点
项目	2019Q4	2018Q4	本报告期比上年同期增减
归属于母公司股东的权益（亿元）	1260.91	1178.59	6.98%
总资产（亿元）	6367.94	5746.24	10.82%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表2: 海通证券主要业务预测表 (百万元)

项目	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	34429	38673	41512	43709
手续费及佣金净收入	9929	9873	10956	12018
经纪业务净收入	3571	4178	4324	4281
投资银行业务净收入	3457	4148	4978	5973
资产管理业务净收入	2395	1043	1095	1150

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表3: 可比公司估值情况

股票简称	股票代码	EPS(元)		PE(x)		P/B(x)		ROE	
		2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
华泰证券	601688.SH	0.91	1.15	19.03	15.06	1.25	1.19	6.30%	7.90%
中信证券	600030.SH	1.01	1.13	22.26	19.89	1.69	1.58	7.76%	8.60%
国泰君安	601211.SH	0.90	1.21	18.11	13.47	1.04	0.96	6.75%	7.60%
东方财富	300059.SZ	0.26	0.34	63.81	48.79	4.92	4.88	7.59%	7.85%
HTSC	06886.HK	0.91	1.15	11.38	9.01	0.75	0.71	6.30%	7.90%
中信证券	06030.HK	1.01	1.13	13.06	11.67	0.99	0.93	7.76%	8.60%
国泰君安	02611.HK	0.90	1.21	11.86	8.82	0.68	0.63	6.75%	7.60%
中金公司	03908.HK	1.12	1.30	10.26	8.84	1.08	0.99	11.00%	11.70%

注: A+H 股上市公司的业绩预测一致, 且货币单位均为人民币; 对应的 H 股 PE 和 PB 估值, 为最新 H 股股价按即期汇率折合为人民币计算所得。表中数据收盘价为 3 月 26 日。盈利预测来源于广发非银团队历史报告。其中, 中信证券、国泰君安已披露年报。

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

至12月31日	单位: 百万元人民币				
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产	574624	636794	743012	832253	951950
客户资金	68434	82934	104957	125948	151138
自有资金	40055	42694	92164	116191	149925
交易性金融资产	177205	219593	242805	270104	307907
长期股权投资	5313	4943	6070	6753	7698
固定资产	5852	6305	1821	2026	2309
无形资产	1317	1312	1682	1871	2133
商誉	4046	4134	2428	2701	3079
其他资产	272402	274878	291085	306659	327761
负债	444438	495675	557203	634870	742485
代理买卖证券款	71894	87464	104957	125948	151138
其他负债	372544	408211	452246	508922	591347
权益	130186	141119	154766	166339	178420
归属于母公司的股东权益	117859	126091	140519	151027	161996
少数股东权益	12327	15028	14247	15312	16424

主要财务比率

至12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	-16%	45%	12%	7%	5%
归属母公司净利润增长	-40%	83%	25%	12%	6%
获利能力					
净利率	22%	28%	31%	32%	32%
ROA	0.9%	1.5%	1.6%	1.6%	1.5%
ROE	4.4%	7.8%	8.9%	9.1%	9.0%
资产与杠杆					
总资产YoY	7%	11%	29%	12%	14%
杠杆(A/E)	4.41	4.51	4.80	5.00	5.34
杠杆(除客户保证金)	3.86	3.89	4.12	4.25	4.49
每股指标(元)					
每股收益	0.45	0.83	1.03	1.15	1.22
每股净资产	10.25	10.96	12.22	13.13	14.08
估值比率					
P/E	31.10	15.52	12.45	11.15	10.50
P/B	1.38	1.17	1.05	0.98	0.91

至12月31日	单位: 百万元人民币				
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	23765	34429	38673	41512	43709
手续费及佣金净收入	8514	9929	9873	10956	12018
经纪佣金	3006	3571	4178	4324	4281
投行收入	3217	3457	4148	4978	5973
资管收入	1925	2395	1043	1095	1150
投资收益	3516	11600	14335	13332	12405
利息净收入	4820	4148	4926	6732	7746
其他收入	6914	8751	9538	10492	11541
营业支出	-16655	-21053	-21309	-22253	-23288
业务管理费	-9383	-11095	-13314	-13580	-13851
其他支出	-5453	-6956	-6489	-7138	-7852
营业利润	7110	13376	17364	19259	20421
营业外收入与支出	461	496	360	395	435
利润总额	7570	13872	17723	19654	20856
所得税	-1800	-3331	-4076	-4520	-4797
净利润	5771	10541	13647	15134	16059
归母净利润	5211	9523	11867	13259	14078
少数股东损益	560	1017	1780	1874	1981
综合收益	4184	11201	13647	15134	16059
归母综合收益总额	3093	9859	11867	13259	14078
归少数股东综合收益	1091	1342	1780	1874	1981

广发非银行金融行业研究小组

- 陈福：首席分析师，经济学硕士，2017年3月进入广发证券研究发展中心，带领团队荣获2019年新财富非银行金融行业第三名。
- 鲍淼：资深分析师，南开大学精算学硕士，南开大学学士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 文京雄：资深分析师，英国阿伯丁大学（University of Aberdeen）金融投资管理硕士，武汉大学双学士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 陈卉：资深分析师，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 陈韵杨：资深分析师，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。