

公司评级：买入（维持）

报告日期：2022年10月30日

#### 市场数据

目前股价	8.37
总市值（亿元）	1,093.47
流通市值（亿元）	742.70
总股本（万股）	1,306,420
流通股本（万股）	887,338
12个月最高/最低	12.26/8.32

#### 分析师

分析师：刘文强 S1070517110001

☎ 021-31829700

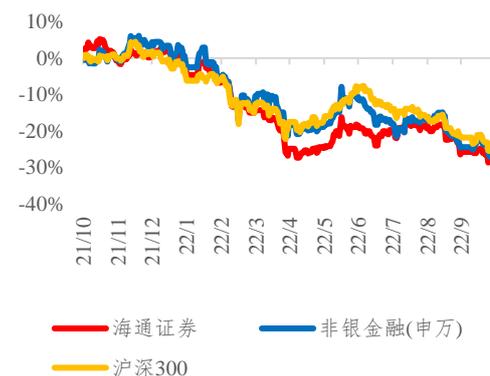
✉ liuwq@cgws.com

分析师：张文珺 S1070522050003

☎ 0755-83667984

✉ zhangwenjun@cgws.com

#### 股价表现



数据来源：iFinD

#### 相关报告

<<自营收入承压成业绩下滑主因，Q2业绩环比增长明显>> 2022-08-29

<<金融产品代销亮眼，主动资管大幅提升>>

2022-04-03

<<资管、投行业务有所承压，投资延续向好势头>>

2021-10-29

## 投资业务大幅拖累业绩，看好估值修复前景

——海通证券（600837）2022 三季度业绩点评

#### 盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万)	38219.83	43205.47	30099.31	36310.50	45144.79
(+/-%)	11.01	13.04	-30.33	20.64	24.33
归母净利润 (百万)	10875.40	12826.52	7727.47	12368.85	16391.15
(+/-%)	14.20	17.94	-39.75	60.06	32.52
摊薄 EPS	0.90	0.98	0.59	0.95	1.25
PE	10.05	8.53	14.15	8.84	6.67

资料来源：iFinD，长城证券研究院

#### 核心观点

##### ■ 事件

2022 年前三季度，公司实现营业收入 189.38 亿元，同比-45.64%；归母净利润为 60.75 亿元，同比-48.63%；其中 Q3 的营业总收入为 68.34 亿元，占前三季度的比重为 36.09%，同比-39.88%，环比-14.29%，归母净利润为 13.18 亿元，占前三季度的比重为 21.69%，同比-63.96%，环比-59.55%。2022 前三季度的基本每股收益为 0.47 元，同比-48.35%，Q3 基本每股收益为 0.10 元，同比-63.95%；前三季度加权平均 ROE 为 3.70%，较同期减少 3.74PCT，Q3 加权平均 ROE 为 0.82%，较同期减少 1.52PCT。

##### ■ 投资要点

##### ■ 1.市场波动承压，投资板块放大效应致营收规模承压下行

受市场波动影响，公司总体业绩明显下滑，从业绩归因看，主要系主要是投资收益、公允价值变动收益、其他业务收入等减少。

2022 前三季度，轻资产业务净收入达 93.18 亿元，同比-11.93%，主要系资管、经纪业务手续费净收入明显减少，营收占比为 49.20%，较去年同期占比上升 18.83PCT。从收入结构来看，资管业务下降最为明显，同比增速为-31.48%，经纪业务、投行业务同比分别为-17.61%、+8.76%。其中，经纪、投行、资管业务 Q3 同比分别为-35.10%、+42.24%、-4.6%，环比分别为+1.85%、+101.84%、+10.07%。

2022 前三季度重资产业务收入为 57.24 亿元，同比-65.72%，营收占比 30.22%。其中利息净收入、投资收益、公允价值变动净收益

同比分别为-6.58%、-84.50%、-110.39%，其中公允价值变动净收益和投资收益下降幅度巨大，公允价值变动净收益亏损 32.68 亿，主要系金融工具产生的公允价值变动收益减少；投资收益下降主要系金融工具投资收益减少。单季度来看，Q3 利息净收入、投资收益、公允价值变动损益同比为-3.51%、-29.83%、-192.47%，环比增速为+15.70%、+46.01%、-170.16%。

## ■ 2. Q3 市场交投承压，经纪业务环比增速小幅提升

成交量方面，前三季度累计日均股基成交量同比-6.84%，其中 Q3 累计日均股基交易量环比-2.78%，主要系疫情反复等因素影响，导致市场风偏下降。微观流动性呈现前低后高趋势，前三季度股票型+偏股型基金发行放缓，同比-34.35%；Q3 以来受市场环境改善，环比+200.67%。

公司 2022 年前三季度经纪业务净收入达 36.30 亿元，同比-17.61%，营收占比 19.17%，同比上升 6.52PCT。其中，Q3 经纪业务净收入达 11.56 亿元，营收占比 16.91%，同比-35.10%，环比+1.85%。前三季度环比增速较中期小幅上升，一定程度展现出了韧性。

## ■ 3. 资管业务收入环比有所提升，全力发挥金融服务实体经济作用

2022 年前三季度资产管理业务达 16.88 亿元，同比-31.48%。其中，2022Q3 公司资产管理业务净收入 6.01 亿元，同比-4.60%，环比+10.07%，占营业收入 8.80%。Q3 同比增速小幅下降，但环比增速较中期有所提升，彰显了公司主动资管能力的韧性。

2022 年海通资管公司一方面积极谋划资管业务转型并布局公募市场，另一方面坚持以服务实体经济为着力点，服务高质量发展新格局。近日公司董事会同意子公司海通资管管理的海通证券资管 1 号 FOF 单一资产管理计划（简称海通证券资管 1 号）作为有限合伙人，参与设立上海国盛海通民企高质量发展私募投资基金合伙企业（有限合伙）（简称国盛海通民企高质量发展基金），全力发挥金融服务实体经济作用，切实履行国有金融机构社会责任。

## ■ 4. 投行业务收入大幅回升，债券承销仍具优势

2022 年前三季度投行净收入为 37.57 亿元，同比+8.76%。其中，Q3 投行业务净收入 13.23 亿元，占营业收入比 19.35%，同比+42.24%，环比+101.84%，单季度改善显著。

中报数据显示，公司把握注册制改革的契机，资本市场融资效率持续提高。投行业务净收入 24.35 亿元，同比-3.56%，占比 20.11%，公司投资银行公司股权融资业务加大项目推进力度，积极拓展“专精特新”企业，巩固了行业优势，市场排名保持行业前列。企业债券承销一直是海通证券的优势业务，洞悉政策前沿，顺应市场环境变化，聚焦高质量发行主体，搭建企业与资金的桥梁，在企业债券承销领域取得亮眼成绩。

#### ■ 5.利息净收入小幅下滑，信用减值损失环比减少

两融数据有所下行，前三季度融资融券余额同比-16.47%，环比-4.06%。若以融出资金口径粗略测算公司两融中融出资金余额，同比-13.19%。

2022年前三个季度利息净收入为47.37亿元，同比-6.58%，占比稳定在25%附近，其中，Q3公司利息净收入16.49亿元，同比-3.51%，环比+15.70%。

前三季度，公司信用减值损失4.53亿元，同比-70.19%，较中报减值减少，Q3同比-44.50%，环比+360.75%，主要系买入返售金融资产减值损失减少。

#### ■ 6.自营业务拖累业绩，其他权益工具投资规模显著减小

2022年前三季度，公司自营业务收入为1.31亿元，同比-98.77%。其中Q3自营业务收入为-5.61亿元，同比-114.32%，环比-116.90%，较中报大幅下滑。在投资资产方面，前三季度金融投资资产为2596.93亿元，同比-5.57%，环比+1.51%；交易性金融资产为1998.91亿元，同比-9.89%，环比-0.98%；债权投资56.87亿元，同比25.81%，环比7.47%；其他权益工具投资为63.18亿元，同比-37.16%，环比-4.45%，较上年年末-38.84%，主要系其他权益工具投资规模减少；其他债权投资477.97亿元，同比+23.83%，环比+13.65%。衍生金融资产为18.16亿元，同比72.65%，环比-20.27%，较上年年末+67.40%，主要系衍生金融资产规模增加。映射到权益乘数，同比-1.91%，环比-1.52%。

#### ■ 7.估值与投资建议

公司由于市场震荡导致自营业务拖累当期业绩明显，Q3环比下行压力加大，长期看好公司前景。

我们假定市场A股股票交易量、新发基金平均增速总体保持稳健，经纪业务佣金率、两融费率及IPO承销费率等总体平稳，预计公司2022-2024年的摊薄EPS分别为0.59/0.95/1.25元，对应的PE分别为14.15/8.84/6.67倍，估值大幅折价，看好估值修复前景，维持“买入”评级。

- 风险提示：中美摩擦加剧风险；中美利差持续倒挂风险；地缘政治风险；宏观经济下行风险；宏观政策等收紧风险；IPO过快对股市流动性冲击风险；公司业绩不达预期风险；股市系统性下行风险；监管边际收紧风险；疫情蔓延超预期风险。

**表 1: 可比公司一致预期**

	2022 年		2023 年		2024 年	
	PE	净利润增速/%	PE	净利润增速/%	PE	净利润增速/%
申万宏源	13.47	-23.24	10.77	24.98	9.88	9.05
广发证券	11.21	-13.38	9.00	24.60	7.44	20.95
国信证券	10.57	-22.61	8.87	19.21	8.90	(0.34)
中信证券	10.70	3.26	8.94	19.62	7.74	15.60
招商证券	10.98	-14.90	9.15	19.93	7.96	14.98
中信建投	18.30	-1.39	15.21	20.35	13.31	14.28
华泰证券	9.22	-12.13	7.47	23.43	6.26	19.37
中国银河	8.95	-0.16	7.88	13.49	7.32	7.66
中泰证券	21.34	-34.48	14.82	43.95	12.14	22.15
中金公司	8.92	-10.86	7.33	21.69	6.35	15.43

资料来源: iFinD, 长城证券研究院, 2022/10/29

## 附：盈利预测表

利润表(百万)	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入合计	43205.47	30099.31	36310.50	45144.79	收入贡献				
手续费及佣金净收入	14992.10	12571.34	13872.56	15307.14	经纪业务收入贡献	13.94%	16.28%	15.10%	13.57%
其中：代理买卖证券业务净收入	6024.22	4900.80	5484.44	6126.94	投行业务收入贡献	11.40%	14.20%	12.95%	11.45%
证券承销业务净收入	4925.46	4273.65	4701.02	5171.12	资管业务收入贡献	8.48%	8.00%	7.43%	6.69%
受托客户资产管理业务净收入	3663.54	2406.89	2697.10	3019.08	自营业务收入贡献	28.54%	7.48%	16.82%	26.95%
利息净收入	6620.76	5983.37	6164.79	6439.17	利息净收入贡献	15.32%	19.88%	16.98%	14.26%
投资净收益(损失以“-”号填列)	12038.23	1873.77	5615.52	11529.34	其他业务收入贡献	19.04%	30.07%	27.41%	24.26%
公允价值变动净收益	290.52	378.30	491.79	639.33	成长性				
营业支出合计	24751.52	17077.54	19742.72	23365.13	营业收入增长率	13.04%	-30.33%	20.64%	24.33%
业务及管理费	14154.21	8525.18	10674.21	13848.94	营业支出增长率	10.70%	-31.00%	15.61%	18.35%
净利润	13747.86	8282.39	13257.07	17568.22	代理买卖证券净收入增长率	15.67%	-18.65%	11.91%	11.71%
归属于母公司股东的净利润	12826.52	7727.47	12368.85	16391.15	证券承销净收入增长率	-0.27%	-13.23%	10.00%	10.00%
少数股东损益	921.35	554.92	888.22	1177.07	受托客户资管净收入增长率	8.66%	-34.30%	12.06%	11.94%
其他综合收益	-351.30	660.00	760.00	860.00	投资净收益增长率	16.32%	-84.43%	199.69%	105.31%
综合收益总额	13396.56	8387.47	13128.85	17251.15	净利息收入增长率	35.38%	-9.63%	3.03%	4.45%
归属母公司股东的综合收益总额	12932.50	7548.73	11815.96	15526.04	净利润增长率	14.21%	-39.76%	60.06%	32.52%
归属少数股东的综合收益总额	464.06	838.75	1312.88	1725.12	综合收益总额增长率	19.62%	-37.39%	56.53%	31.40%
资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产增长率	7.33%	0.70%	6.83%	7.72%
货币资金和结算备付金	178247.58	178547.17	192959.41	208669.65	净资产增长率	5.73%	1.62%	6.37%	9.39%
其他资产	28270.71	31597.62	27557.77	31166.70	经营能力				
资产总计	744925.15	750135.60	801359.53	863207.64	业务及管理费/营业收入	32.76%	28.32%	29.40%	30.68%
代理买卖证券款	123202.20	126898.27	139588.09	153546.90	净利润/营业收入	31.82%	27.52%	36.51%	38.92%
其他负债	22899.29	23041.68	26199.11	29468.35	ROE	8.10%	4.70%	7.24%	8.88%
负债合计	567170.36	569508.53	609231.99	653041.04	ROA	1.78%	1.03%	1.59%	1.97%
股本	13064.20	13064.20	13064.20	13064.20	风险指标				
归属母公司所有者权益	163137.96	165455.34	176067.58	192929.56	总资产/净资产	4.19	4.15	4.17	4.11
少数股东权益	14616.82	15171.74	16059.97	17237.04	净资产/净资产	—	—	—	—
所有者权益合计	177754.79	180627.08	192127.54	210166.60	每股指标(元)				
现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E	摊薄 EPS	0.98	0.59	0.95	1.25
经营活动现金流	—	—	—	—	每股净资产	12.49	12.66	13.48	14.77
投资活动现金流	—	—	—	—	每股经营现金流	—	—	—	—
融资活动现金流	—	—	—	—	每股经营现金/EPS	—	—	—	—
汇率变动对现金的影响	—	—	—	—	估值	2021A	2022E	2023E	2024E
净现金总变化	—	—	—	—	PE	8.53	14.15	8.84	6.67
—	—	—	—	—	PB	0.67	0.66	0.62	0.57

**研究员承诺**

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

**特别声明**

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

**免责声明**

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明****公司评级：**

买入——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上  
增持——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间  
持有——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间  
卖出——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

**行业评级：**

强于大市——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场  
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步  
弱于大市——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场

**长城证券研究院**

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>