

公司评级：买入（维持）

报告日期：2022年08月29日

市场数据

目前股价	9.45
总市值（亿元）	1,234.57
流通市值（亿元）	838.53
总股本（万股）	1,306,420
流通股本（万股）	887,338
12个月最高/最低	13.37/8.47

分析师

分析师：刘文强 S1070517110001

☎ 021-31829700

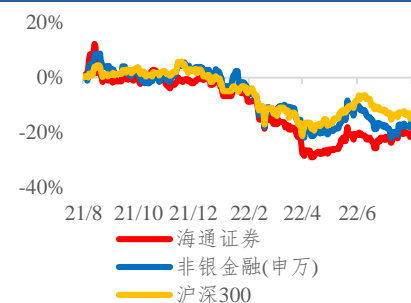
✉ liuwq@cgws.com

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

<<资管、投行业务有所承压，投资延续向好势头>> 2021-10-29

<<业绩略超预期，投行贡献度提升>>

2021-08-28

<<投行业务增长强劲，重资产业务大幅提升>> 2021-05-05

自营收入承压成业绩下滑主因，Q2 业绩环比增长明显

——海通证券（600837）2022 中报业绩点评

盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万）	38219.83	43205.47	31496.65	38305.51	47447.47
(+/-%)	11.01	13.04	-27.10	21.62	23.87
归母净利润（百万）	10875.40	12826.52	8498.28	13269.14	17375.83
(+/-%)	14.20	17.94	-33.74	56.14	30.95
摊薄 EPS	0.90	0.98	0.65	1.02	1.33
PE	11.35	9.63	14.53	9.30	7.11

资料来源：iFinD，长城证券研究院

核心观点

■ 事件

近日公司发布 2022H1 中报业绩，实现营业收入 121.04 亿元，同比-48.43%；归母净利润为 47.58 亿元，同比-41.77%；其中 Q2 的营业收入为 79.73 亿元，同比-35.07%，环比+93.01%，占比为 65.87%；归母净利润为 32.58 亿元，同比-28.44%，环比+117.16%，占比为 68.47%。Q2 整体相较 Q1 增幅明显。

2022H1 基本 EPS 为 0.36 元，同比-42.86%，Q2 基本 EPS 为 0.25 元，同比-28.44%，环比+117.25%；加权平均 ROE 为 2.88%，较同期减少 2.22PCT。

■ 投资要点

■ 1.总营收规模有所下滑，权益市场波动导致投资收益承压

受市场波动影响，公司总体业绩有所下滑，其中大自营业务承压下行较多。2022H1，轻资产业务净收入达 61.41 亿元，同比-14.30%，主要系资管、经纪业务手续费净收入明显减少，营收占比为 50.73%，较去年同期占比上升 20.20PCT。从收入结构来看，资管业务下降最为明显，同比为-40.72%，主要系管理费收入减少，经纪业务、投行业务同比分别为-5.74%、-3.56%。其中，经纪、投行、资管业务 Q2 同比分别为-11.47%、-46.96%、-43.85%，环比分别为-15.25%、-63.18%、+1.14%。

2022H1 重资产业务收入为 40.84 亿元，同比-62.10%，占比为 33.74%。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-8.15%、-105.95%、+2.58%，其中投资收益下降幅度巨大，亏损 3.62 亿，主要系金融工具投资收益减少。单季度来看，Q2 利息净收入、投资收益、公允价值变动损益同比为-16.72%、+0.94%、-26.27%，环比增速为-14.34%、176.02%、330.15%。

2022H1 公司其他业务收入仅为 14.94 亿元，同比-69.62%。海通证券通过全资子公司海通国际证券开展境外业务，遭受香港市场疲软的影响，2022H1 净亏损 16.81 亿港元，成为集团业绩下滑重要原因之一。

■ 2. 经纪业务小幅下滑，财富管理实力增强

2022H1 经纪业务净收入达 24.74 亿元，同比-5.74%，占比 20.44%，同比上升 9.26PCT。其中 Q2 营收为 11.35 亿元，同比-11.47%，环比-15.25%。2022H1，公司产品日均保有量在市场整体下滑的背景下，实现同比+9.70%。其中，非货币基金产品日均保有量同比+27.20%；公募产品日均保有量同比+12.10%。持续拓展定投业务，新增定投有效户近 1.5 万户，新增客户资产近 4 亿元。2022H1，公司客户实现高质量增长，财富管理基础进一步夯实；金融产品销量及保有规模稳步增长。截至 2022 年 6 月末，公司财富管理客户数量（剔除已销户账户）1,483.75 万户，较上年末增长 4.00%；期末客户总资产 2.66 万亿元。

公司继续以金融科技为手段提升服务质量、拓宽服务边界，通过线上线下协同，打造更加开放的财富管理平台。公司以“e 海通财”和“e 海方舟”两大品牌为基础，针对零售、财富、机构及量化交易客户不断完善分级交易终端建设。其中，“e 海通财 APP”月均活跃人数 530 万，排名始终保持行业前五；“e 海方舟”月均交易资产同比增长超 40%，月均活跃客户数同比增长 30%，H1 股票、基金交易量同比增长 17%。

■ 3. 资管业务收入下滑，持续增强主动管理能力

2022H1，资管业务收入为 10.86 亿元，同比-40.72%，占比 8.98%，较同期-1.17PCT。其中，Q2 资管业务净收入 5.46 亿元，同比-43.85%，环比 1.14%，占比 6.85%，较去年同期-1.07PCT。

H1 海通资管公司聚焦资管业务转型并布局公募市场，同时增强主动管理能力。在公募固收、公募权益、私募固收、私募 FOF 领域持续发力，净申购明显。截至报告期末，海通资管公司管理规模 962.87 亿元，同比-48.83%，其中主动管理规模 950.71 亿元，占比提升至 98.74%。公司积极推进大集合公募改造工作，H1 全部 17 只产品中有 15 只已取得证监会批文，2 只审批中。

■ 4. 投行业务收入小幅下滑，融资规模继续领跑行业

2022H1，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%，较同期+9.36PCT。其中，Q2 投行业务净收入 6.55 亿元，同比-46.96%，环比-63.18%，占比 8.22%，较同期-1.84PCT。

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。截至报告期末，共完成 IPO 项目 14 单，市场排名第三；实现融资金额 246.6 亿元，同比+49.18%，市场排名第四。完成科创板 IPO 项目 9 单，市场排名第二；实现融资金额 213 亿元，市场排名第二。2022H1 申报 IPO 项目 39 单，创历史新高；公司持续推进北交所业务，重点聚焦“专精特新”企业，在审项目 3 单，储

备项目 5 单。截至报告期末，公司完成 573 只债券发行，承销金额 1,918 亿元，同比-20.93%，其中企业债券承销金额 159 亿元，同比-38.70%，市场排名第二。

在境外股权融资业务及债券融资业务方面，海通国际行业领先。截至报告期末，海通国际在香港资本市场共完成 11 单股权融资项目，位列香港中资投行第三；在中国风险 G3+CNY 债券发行市场中，发行数量位列全球投行第四。

■ 5.利息净收入略有减少，信用减值损失大幅下降

2022H1 公司利息净收入 30.88 亿元，同比-8.15%，环比-5.24%，主要原因是卖出回购金融资产款利息支出增加。其中，金融资产利息收入 82.58 亿元，同比+10.12%；融资租赁利息收入为 12.81 亿元，同比-27.69%；利息支出为 64.51 亿元，同比+9.18%。融出资金为 696.68 亿元，同比-13.11%；买入返售金融资产为 420.99 亿元，同比-11.13%。公司信用减值损失大幅下降，2022H1 信用减值损失为 1.79 亿元，同比-82.57%，环比-51.17%，主要原因是买入返售金融资产减值损失减少。

■ 6.H1 自营收入成业绩承压直接原因，衍生金融资产规模有所增加

2022H1 自营收入为 6.92 亿元，同比-89.80%，同比增速承压较大，是造成业绩承压的最直接原因，主要原因是金融工具投资收益减少。Q1、Q2 同比分别为+191.42%、-15.11%，环比分别为-98.83%、+226.34%，Q2 业绩已经开始扭转 Q1 的承压态势。Q2 公司权益乘数为 4.22，同比 1.22%，杠杆略有提升。

2022Q2，投资资产为 2528.11 亿元，同比+1.67%，占比较同期略有下降至 33.73%；交易性金融资产为 2018.66 亿元，同比-8.45%，环比-5.25%，占总资产的 26.93%。其他权益工具投资为 66.12 亿元，同比为-31.52%，环比+14.53%，主要原因是其他权益工具投资规模减少。衍生金融资产为 22.77 亿元，同比+96.14%，环比+35.17%，主要原因是衍生金融资产规模增加。

■ 7.估值与投资建议

公司 2022Q1 由于市场震荡导致自营业务拖累当期业绩明显，但核心业务发展总体趋于稳定态势，Q2 业绩下滑幅度持续收窄，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 0.65/1.02/1.33 元，对应的 PE 分别为 14.53 /9.30 /7.11 倍，维持“买入”评级。

- 风险提示：中美摩擦加剧风险；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: 可比公司一致预测

	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	10.26	7.52	8.99	14.10	10.41	-13.62
广发证券	10.47	8.12	8.72	20.00	7.40	17.81
国信证券	9.37	-7.08	8.28	13.19	0.00	0.00
中信证券	11.18	11.11	9.36	19.51	7.93	17.99
海通证券	10.08	-4.50	8.49	18.75	7.34	15.63
招商证券	10.64	-7.74	9.10	16.89	7.91	15.11
中信建投	18.97	2.66	16.32	16.25	14.23	14.68
华泰证券	8.31	6.60	7.15	16.24	6.17	15.81
中国银河	9.38	-6.20	7.96	17.87	7.71	3.17
中泰证券	18.38	-13.86	14.87	23.58	12.63	17.72
国泰君安	9.00	-3.13	7.61	18.36	6.58	15.42
中金公司	16.97	10.01	14.33	18.41	12.35	16.03

资料来源: iFinD, 长城证券研究院, 截至 2022 年 8 月 29 日

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	31496.65	38305.51	47447.47	收入贡献				
手续费及佣金净收入	14992.10	13726.26	15154.11	16728.04	经纪业务收入贡献	13.63%	17.14%	15.78%	14.23%
其中：代理买卖证券业务净收入	6024.22	5399.63	6044.28	6753.96	投行业务收入贡献	12.92%	13.57%	12.27%	10.90%
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	8.82%	9.72%	8.93%	8.04%
受托客户资产管理业务净收入	3663.54	3062.99	3418.81	3812.96	自营业务收入贡献	30.40%	7.15%	15.94%	25.65%
利息净收入	6620.76	6225.78	6878.25	7320.95	利息净收入贡献	12.80%	19.77%	17.96%	15.43%
投资收益 (损失以“-”号填列)	12038.23	1873.77	5615.52	11529.34	其他业务收入贡献	18.42%	28.73%	25.99%	23.08%
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	17652.12	20563.67	24312.68	营业收入增长率	13.04%	-27.10%	21.62%	23.87%
业务及管理费	14154.21	9091.10	11482.19	14781.53	营业支出增长率	10.70%	-28.68%	16.49%	18.23%
净利润	13747.86	9108.55	14222.02	18623.61	代理买卖证券净收入增长率	15.67%	-10.37%	11.94%	11.74%
归属于母公司股东的净利润	12826.52	8498.28	13269.14	17375.83	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	610.27	952.88	1247.78	受托客户资管净收入增长率	8.66%	-16.39%	11.62%	11.53%
其它综合收益	-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	9158.28	14029.14	18235.83	净利息收入增长率	35.38%	-5.97%	10.48%	6.44%
归属母公司股东的综合收益总额	12932.50	8242.45	12626.23	16412.25	净利润增长率	14.21%	-33.75%	56.14%	30.95%
归属少数股东的综合收益总额	464.06	915.83	1402.91	1823.58	综合收益总额增长率	19.62%	-31.64%	53.19%	29.99%
资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产增长率	7.33%	1.60%	7.17%	7.73%
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%	5.24%	7.71%	9.34%
其他资产	28270.71	31597.62	27557.77	31166.70	经营能力				
资产总计	744925.15	756869.39	811140.98	873837.60	业务及管理费/营业收入	32.76%	28.86%	29.98%	31.15%
代理买卖证券款	123202.20	126898.27	139588.09	153546.90	净利润/营业收入	31.82%	28.92%	37.13%	39.25%
其他负债	22899.29	23041.68	26199.11	29468.35	ROE	8.10%	5.07%	7.43%	8.95%
负债合计	567170.36	569808.05	609659.63	653534.62	ROA	1.78%	1.13%	1.69%	2.06%
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	171834.24	185301.39	202875.22	总资产/净资产	4.19	4.05	4.03	3.97
少数股东权益	14616.82	15227.10	16179.97	17427.75	净资产/净资产	—	—	—	—
所有者权益合计	177754.79	187061.34	201481.36	220302.97	每股指标 (元)				
现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E	摊薄 EPS	0.98	0.65	1.02	1.33
经营活动现金流	—	—	—	—	每股净资产	12.49	13.15	14.18	15.53
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	9.63	14.53	9.30	7.11
-					PB	0.76	0.72	0.67	0.61

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>