

# 业绩短期承压，财富管理显效

华泰研究

2023年3月31日 | 中国内地/中国香港

年报点评

证券

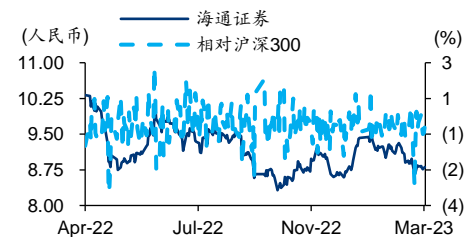
	6837 HK	600837 CH
投资评级:	持有(维持)	买入(维持)
目标价:	港币: 6.69	人民币: 13.02

研究员	沈娟
SAC No. S0570514040002	shenjuan@htsc.com
SFC No. BPN843	+(86) 755 2395 2763
研究员	王可
SAC No. S0570521080002	wangke015604@htsc.com
SFC No. BRC044	+(86) 21 3847 6725
研究员	王煜
SAC No. S0570523010003	wangyu017005@htsc.com
SFC No. BRZ146	+(86) 21 2897 2228

## 基本数据

(港币/人民币)	6837 HK	600837 CH
目标价	6.69	13.02
收盘价(截至3月31日)	4.90	8.81
市值(百万)	64,015	115,096
6个月平均日成交额(百万)	42.70	302.19
52周价格范围	3.77-6.13	8.32-10.32
BVPS	12.60	12.60

## 股价走势图



资料来源: Wind

## 业绩短期承压，财富管理显效

2022年营业收入259亿元，同比-40%；归母净利润65亿元，同比-49%。加权ROE3.99%，同比-4.10pct。Q4归母净利润5亿元，同比-53%。22年末剔除保证金后的杠杆率3.88倍，较年初3.80倍提升。拟每10股分配现金红利2.1元。各业务条线均下滑，投资拖累明显。综合考虑当前市场波动和公司经营情况，我们预计2023-2025年EPS为0.60/0.67/0.77元（2023-24年前值为0.81/0.93元），2023年BPS为13.02元（前值13.52元）。A股可比公司2023PBWind一致预期均值1.19倍，H股0.62倍，考虑公司信用减值较高、投资出现净亏损，给予A股2023年目标PB1.0倍，H股0.45倍。维持A股“买入”评级和H股“持有”评级，给予目标价A/H股人民币13.02元/6.69港币（前值12.97元/6.66港币）。

## 财富管理转型推进，信用业务相对稳健

公司加快推动分支机构改革，从服务社区的传统经纪业务网点向扎根园区服务企业发展的综合金融平台转型。22年股票基金交易额17.1万亿元，同比-18%。金融产品销售规模实现逆势增长，日均保有量1214亿元，同比+24%。经纪净收入47亿元，同比-22%。融资类业务规模有所下滑。22年末两融余额612亿元，同比-17%；股质余额274亿元，同比-12%。22年利息净收入62亿元，同比-6%；信用减值损失17亿元，同比-50%。

## 资管规模承压下降，旗下基金公司净利润下滑

海通资管以公募、私募双轮产品战略驱动发展，致力于打造全能资产管理机构，年末资产管理规模888亿元，较年初-20%；其中集合/定向/专项规模分别为337/198/353亿元。基金管理子公司海富通基金/富国基金管理规模分别为4063亿元/1.37万亿元，实现净利润5/21亿元，同比-14%/-19%，考虑股比后，两家基金子公司合计净利润贡献比例为12.3%。22年资管净收入23亿元，同比-38%。

## 投资业务净亏损拖累业绩，投行收入有所下滑

22年投资业务净亏损10亿元，同比转负（21年为107亿元），大幅拖累业绩。其中Q1、Q4单季度投资净亏损分别为26/12亿元，去年同期投资类收入分别为29/-0.3亿元，下滑明显。投行方面，股权融资坚持“行业化”“区域化”战略，IPO/再融资承销金额分别为396/204亿元，同比+17%/-25%；债券融资夯实执业质量，承销金额3267亿元，同比-37%。22年投行净收入42亿元，同比-15%。

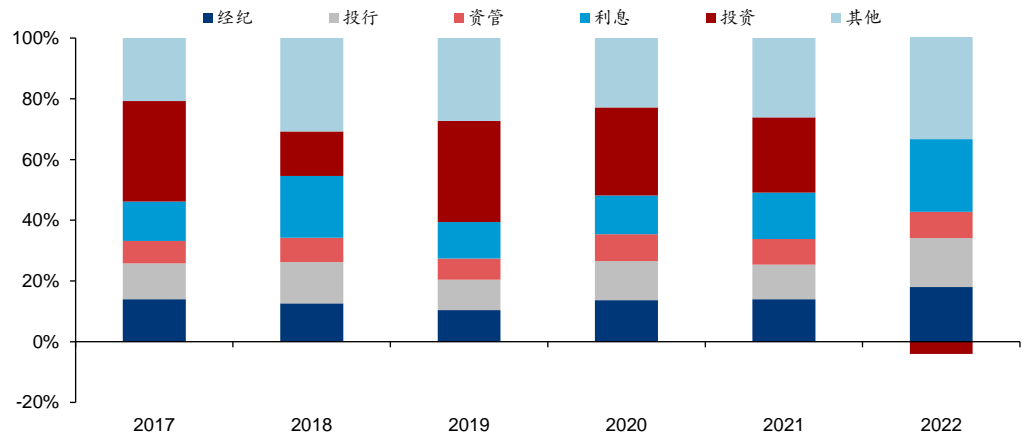
风险提示：业务开展不及预期，市场波动风险。

## 经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	43,205	25,948	30,923	34,754	39,932
+/-%	13.04	(39.94)	19.17	12.39	14.90
归属母公司净利润(人民币百万)	12,827	6,545	7,882	8,780	10,099
+/-%	17.94	(48.97)	20.41	11.40	15.03
EPS(人民币,最新摊薄)	0.98	0.50	0.60	0.67	0.77
BVPS(人民币,最新摊薄)	12.49	12.60	13.02	13.48	13.93
PE(倍)	8.95	17.54	14.57	13.08	11.37
PB(倍)	0.70	0.70	0.68	0.65	0.63
ROE(%)	8.09	3.99	4.71	5.07	5.64

资料来源:公司公告、华泰研究预测

图表1: 海通证券各业务净收入结构图



注: 投资净收入= 投资净收益 + 公允价值变动净收益 - 对联营企业和合营企业的投资收益  
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表2: A股可比公司 PE、PB Wind一致预期

机构	代码	股价 (港元)	EPS (2023E)	BPS (2023E)	PE (2023E)	PB (2023E)
中信证券	600030 CH	2,885	1.81	17.83	11	1.15
国泰君安	601211 CH	1,198	1.63	17.79	9	0.81
广发证券	000776 CH	1,085	1.31	15.76	12	0.99
招商证券	600999 CH	1,111	1.22	13.40	11	1.03
中金公司	601995 CH	1,405	2.21	19.97	18	1.97
<b>中位数</b>					<b>11</b>	<b>1.03</b>
<b>平均数</b>					<b>12</b>	<b>1.19</b>

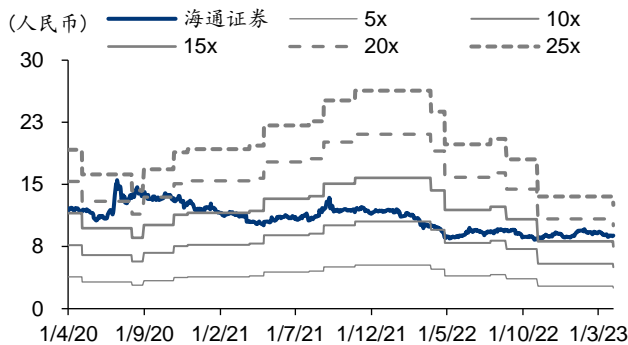
注: 股价取自 2023 年 3 月 30 日, EPS、BPS 来自 Wind 一致预期  
资料来源: Wind, 华泰研究

图表3: H股可比公司 PE、PB Wind一致预期

机构	代码	总市值 (亿元)	EPS (2023E)	BPS (2023E)	PE (2023E)	PB (2023E)
中信证券	6030 HK	16.80	1.81	17.83	8	0.83
国泰君安	2611 HK	9.40	1.63	17.79	5	0.46
广发证券	1776 HK	11.04	1.31	15.76	7	0.61
招商证券	6099 HK	7.52	1.22	13.40	5	0.49
中金公司	3908 HK	15.42	2.21	19.97	6	0.68
<b>中位数</b>					<b>6</b>	<b>0.61</b>
<b>平均数</b>					<b>6</b>	<b>0.62</b>

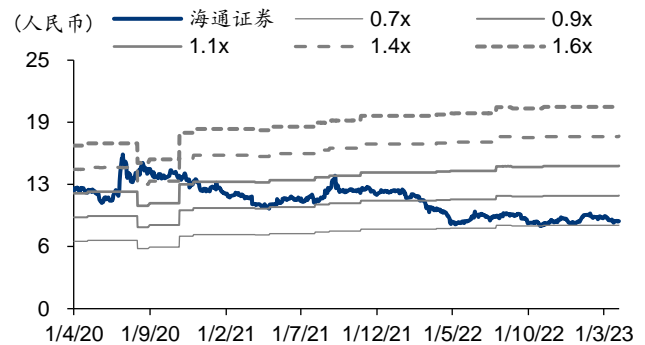
注: 股价取自 2023 年 3 月 30 日, EPS、BPS 来自 Wind 一致预期  
资料来源: Wind, 华泰研究

图表4: 海通证券 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表5: 海通证券 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

## 盈利预测

### 损益表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	43,205	25,948	30,923	34,754	39,932
手续费及佣金净收入	14,992	11,585	11,726	12,622	13,428
经纪业务手续费净收入	6,024	4,673	4,778	5,233	5,689
投资银行业务手续费净收入	4,925	4,179	4,313	4,494	4,682
资产管理业务手续费净收入	3,664	2,253	2,400	2,642	2,789
利息净收入	6,621	6,210	6,354	6,653	7,026
投资净收益	12,038	2,809	2,108	2,514	3,711
对联营企业和合营企业的投资收益	1,650	786.58	900.00	1,000	1,100
公允价值变动净收益	290.52	(3,056)	1,108	1,514	2,611
汇兑净收益	279.94	(425.40)	(309.23)	173.77	199.66
其他收益	742.45	813.10	968.70	1,198	1,376
其他业务收入	8,227	8,022	8,968	10,079	11,580
<b>营业支出</b>	24,752	18,037	20,207	22,472	25,761
税金及附加	284.50	241.05	287.17	258.20	237.33
管理费用	14,154	9,945	10,823	11,990	13,777
减值损失	3,352	1,666	1,984	2,230	2,562
其他业务成本	6,462	6,120	7,112	7,993	9,184
<b>营业利润</b>	18,454	7,912	10,716	12,282	14,171
营业外收入	141.73	127.27	170.81	156.61	144.56
营业外支出	51.87	39.75	53.35	67.26	85.37
<b>利润总额</b>	18,544	7,999	10,834	12,371	14,230
所得税	4,796	2,803	2,708	3,031	3,486
<b>净利润</b>	13,748	5,196	8,125	9,340	10,744
少数股东损益	921.35	(1,349)	243.76	560.42	644.64
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	12,827	6,545	7,882	8,780	10,099
<b>EPS (人民币, 摊薄后)</b>	0.98	0.50	0.60	0.67	0.77

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>总资产</b>	744,925	753,608	812,513	876,681	927,971
金融资产投资	272,435	274,353	281,569	302,889	326,341
融资融券	68,781	57,999	60,899	66,989	73,688
买入返售金融资产	39,761	32,645	31,090	26,990	23,431
<b>总负债</b>	567,170	575,986	642,483	700,593	746,016
<b>权益合计</b>	163,138	164,592	170,030	176,088	181,955

### 估值分析

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>归属母公司净利润</b>	12,827	6,545	7,882	8,780	10,099
分红率 (%)	31.00	31.00	31.00	31.00	41.91
<b>归属母公司所有者权益</b>	163,138	164,592	170,030	176,088	181,955
股本 (百万股)	13,064	13,064	13,064	13,064	13,064
PB (倍)	0.70	0.70	0.68	0.65	0.63
PE (倍)	8.95	17.54	14.57	13.08	11.37
BVPS (人民币, 摊薄后)	12.49	12.60	13.02	13.48	13.93
EPS (人民币, 摊薄后)	0.98	0.50	0.60	0.67	0.77
ROE (%)	8.09	3.99	4.71	5.07	5.64

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

## 免责声明

### 分析师声明

本人,沈娟、王可、汪煜,兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见;彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格,以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制,但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期,华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来,未来回报并不能得到保证,并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可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。

本公司不是 FINRA 的注册会员,其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正,但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考,不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现,过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现,分析中所做的预测可能是基于相应的假设,任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内,与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下,华泰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,为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员,也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可,任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。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,并需在使用前获取独立的法律意见,以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求,同时注明出处为“华泰证券研究所”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管,是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司,后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师沈娟、王可、汪煜本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准  
**中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平  
**减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上  
**增持：** 预计股价超越基准5%~15%  
**持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间  
**卖出：** 预计股价弱于基准15%以上  
**暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策  
**无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J  
**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809  
**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司