

大象跳舞 客户为王

——华泰证券（601688）深度报告

2016年01月11日

推荐/首次

华泰证券

深度报告

报告摘要:

华泰是领先的第一梯队综合证券集团，通过外延式并购迅速提升行业地位。

公司是互联网证券龙头，经纪业务老大，大象也能翩翩起舞。

- ◆ 经纪业务市场份额稳居行业第一，客户资源是公司最大核心竞争力，构筑起竞争对手难以逾越的护城河，金融产品销售、财富管理、融资融券、资管等业务都充分享受协同效应。
- ◆ 互联网战略三步走，“步步为赢”，“将低佣金进行到底”是敲门砖，再通过平台引流，最后应用 CRM 系统和大数据深度挖掘客户价值、实现变现。
- ◆ 手机 APP “涨乐财富通”致力打造为业内客户体验最好的移动终端。

并购业务行业第一是公司大投行最好的名片，形成特色鲜明的“投行+投资”的综合金融并购模式，创造性引入资本，服务中介向资本中介转型；与红杉成立并购基金，反响热烈。经济转型和混改将为公司并购业务大发展提供历史性机遇。

强大的资管能力是公司另一大核心竞争力。华泰资管成绩卓著，2015Q3 资管总规模行业第三，主动管理规模行业第五，主动管理规模占比居上市券商第 10，具有很大提升空间。公司强大的产品创新能力和互联网战略助力大资管腾飞。

华泰自营特色：“风格稳健+量化投资”。全面推广非方向性投资，以绝对收益为目标；公司自营收益率历史波动水平仅为上市券商平均水平一半。

公司盈利预测和评级：我们认为 PB 估值更适合强周期、高贝塔的券商股，预测公司 2015、2016、2017 年营业收入为 230.92 亿、204.07 亿、242.76 亿，净利润为 101.42 亿、92.37 亿、111.73 亿，对应 BPS 分别为 10.73 元、11.62 元、12.68 元。我们给予公司 1.8X-2.1X PB 估值，对应股价区间 21 元—24.5 元，首次覆盖给予“推荐”评级，6 个月目标价为 23.2 元。

风险提示：市场低迷、成交额下降带来业绩和估值双重压力。

财务指标预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	7166.54	12062.3	23092.2	20406.69	24275.61
增长率(%)	21.81	63.81	91.44	-11.63	18.96
净利润(百万元)	2211.71	4539.79	10142.09	9237.212	11173
增长率(%)	36.89	105.26	123.4	-8.92	20.96
净资产收益率(%)	6.2	10.86	13.19	11.08	12.25
每股收益(元)	0.39	0.8	1.42	1.29	1.56
PE	38.72	18.88	10.63	11.71	9.68
PB	2.37	2.05	1.41	1.30	1.19

齐瑞娟

010-66554089

qirj@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480515080001

交易数据

52 周股价区间(元)	15.1-24.32
总市值(亿元)	1081.58
流通市值(亿元)	822
总股本/流通 A 股(万股)	716277/544372
流通 B 股/H 股(万股)	/171905
52 周日均换手率	2.19

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《华泰证券（601688）：经纪业务份额稳居第一，大资管业务稳健发展》2015-11-02
- 2、《华泰证券（601688）2014 季报点评：传统优势持续，杠杆率提升显著》2014-10-31

目 录

1. 公司是领先的第一梯队综合型证券集团	4
2. 互联网战略大获成功造就经纪业务行业龙头	5
2.1 经纪业务市场份额行业第一是公司最大优势	6
2.2 互联网战略三步走	6
2.2.1 “互联网+证券”的敲门砖——将低佣金进行到底	7
2.2.2 平台引流：智者借力而行	9
2.2.3 利用技术深度挖掘客户价值，实现变现	9
2.3 打造业内客户体验最好的移动终端——涨乐财富通	10
2.4 两融市场份额有望向经纪业务市占率看齐	12
3. 并购业务行业第一是公司大投行最好的名片	13
3.1 华泰并购重组业务在业内长期处于领先地位	13
3.2 华泰形成特色鲜明的“投行+投资”综合金融并购模式	14
3.3 经济转型和混改为华泰并购业务大发展提供历史性机遇	15
4. 强大的大资管能力是公司另一大核心优势	16
4.1 华泰大资管业务成绩卓著	16
4.2 华泰强大的产品创新能力和互联网战略助力大资管腾飞	17
4.3 资管业务将成为券商战略升级的重要一环	18
5. 自营特色：风格稳健+量化投资	20
5.1 风格稳健是公司自营的最大特征	20
5.2 公司是业内最早应用量化投资的券商自营之一	22
6. 盈利预测和估值	23
7. 风险提示	24

表格目录

表 1:华泰近年来主要业务指标行业排名	4
表 2:华泰证券业务毛利率高于可比大型券商平均水平	8
表 3:涨乐财富通在新浪《2014 手机证券报告》评测中夺得第一	11
表 4:华泰并购重组业务在业内长期处于领先地位	13
表 5:华泰较可比公司平均 PB 估值水平具有明显优势	23
表 6: 公司盈利预测表	25

插图目录

图 1:华泰通过一系列外延式并购迅速提升行业地位.....	5
图 2:华泰形成多位一体的综合型证券集团.....	5
图 3:华泰经纪业务市占率自 2014H2 以来超过中信.....	6
图 4:华泰 2015Q3 经纪业务市占率超过第二名中信近 2%.....	6
图 5:华泰互联网战略三步走.....	7
图 6:华泰经纪业务市占率随着佣金率下降稳步上升.....	7
图 7:华泰佣金率先触底.....	7
图 8:华泰经纪业务形成业务良性循环.....	8
图 9:华泰与网易达成战略合作.....	9
图 10:华泰在网易 PC 端的开户界面.....	9
图 11:华泰“涨乐财富通”界面.....	11
图 12:涨乐财富通在新浪手机证券 APP 调查中票选结果位列第一.....	12
图 13:华泰两融余额快速增长.....	12
图 14:华泰两融市占率和市场排名相对落后.....	12
图 15:华泰并购业务收入占投行比重高于行业平均水平.....	14
图 16:华泰并购业务收入位居行业前茅.....	14
图 17:华泰担任财务顾问的并购项目（1）.....	14
图 18:华泰担任财务顾问的并购项目（2）.....	14
图 19:华泰并购业务由服务中介向资本中介转型.....	15
图 20:华泰 2013 年以来资管业务收入占比高于行业平均水平.....	16
图 21:2015Q3 华泰资管总规模位居行业第三.....	16
图 22:2015Q3 华泰资管主动管理规模位居行业第五.....	16
图 23:“华泰紫金天天发”宣传页面.....	17
图 24:华泰紫金月月发宣传页面.....	17
图 25:华泰涨乐网页面.....	18
图 26:券商资管规模狂飙式增长.....	19
图 27:券商资管通道业务比重开始小幅下降.....	19
图 28:券商资管的核心竞争力.....	19
图 29:嘉信理财资产管理业务收入占全部收入将近一半.....	20
图 30:华泰自营收入占比绝大部分时间低于行业平均.....	21
图 31:华泰自营规模在 2013 年后逐渐高于上市券商平均水平.....	21
图 32:华泰自营收益率普遍低于上市券商平均水平.....	22
图 33:2010 年至 2015 前三季度华泰自营收益率标准差是上市券商平均的一半.....	22
图 34:华泰 PB Band.....	24

1. 公司是领先的第一梯队综合型证券集团

华泰证券成立于1991年5月26日,是证监会首批批准的综合型券商,是中国最早获得创新试点资格的券商之一,2010年2月在上交所挂牌上市,2015年6月1日在港交所挂牌上市。在2010-2014证券公司分类监管评级中连续被评为最高级A类AA级。

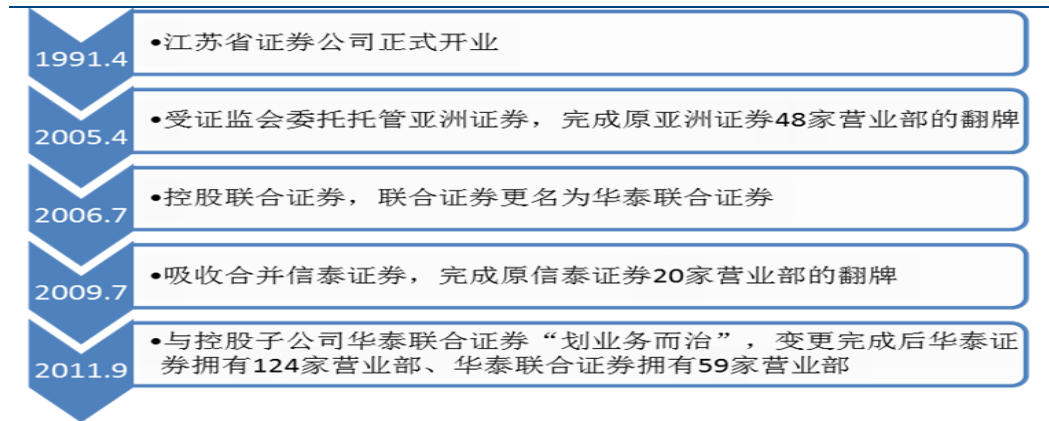
华泰是国有企业,实际控制人为江苏省人民政府国有资产监督管理委员会。公司持股5%以上的股东共有6家,分别是江苏省国信资产管理集团有限公司(24.42%)、江苏交通控股有限公司(8.50%)、江苏汇鸿国际集团有限公司(7.85%)、江苏高科技投资集团有限公司(7.61%)、江苏省苏豪控股集团有限公司(6.10%)、国华能源投资有限公司(6.00%),其中前5家都是江苏省人民政府国有资产监督管理委员会所属独资企业。

华泰管理层高瞻远瞩,通过外延式并购迅速提升了行业地位,跻身国内券商第一梯队。2005至2006年通过对亚洲证券和联合证券的托管和控股,营收排名从行业前20进入前10;2009年通过对信泰证券的合并,总资产等排名进入行业前10;2011年完成与华泰联合在业务上的整合,营收排名进入行业前5。根据证券业协会公布的2014年证券公司经营业绩,公司总资产、净资产位列行业第5,净资本位列第9,营业收入位列第8,净利润位列第6。

表 1:华泰近年来主要业务指标行业排名

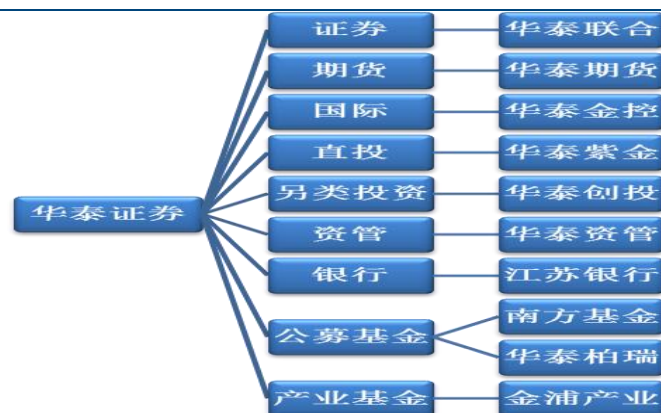
	总资产排名	净资产排名	净资本排名	营业收入	净利润
2014年	5	5	9	8	6
2013年	5	4	6	7	7
2012年	5	4	4	7	8
2011年	4	4	4	11	10
2010年	7	3	3	10	9
2009年	9	11	12	9	9
2008年	10	10	10	7	11
2007年	11	10	11	9	9
2006年	8	8	7	9	10
2005年	9	10	4	16	未进前20
2004年	6	3	3	19	未进前20
2003年	12	7	4	未进前20	未进前20
2002年	NA	6	3	未进前20	未进前20

资料来源:证券业协会,东兴证券研究所

图 1:华泰通过一系列外延式并购迅速提升行业地位


资料来源：网络资料，东兴证券研究所

华泰形成了集证券、期货、国际、直投、另类投资、资管、银行、公募基金、产业基金等为一体的综合型证券集团。公司在境内控股华泰联合证券有限责任公司、华泰期货有限公司、江苏股权交易中心有限责任公司；在境内外全资设立华泰金融控股（香港）有限公司、华泰紫金投资有限责任公司、华泰创新投资有限公司、华泰证券（上海）资产管理有限公司；参股南方基金管理有限公司、华泰柏瑞基金管理有限公司、江苏银行股份有限公司、金浦产业投资基金管理有限公司、证通股份有限公司。

图 2:华泰形成多位一体的综合型证券集团


资料来源：公司网站，东兴证券研究所

2. 互联网战略大获成功造就经纪业务行业龙头

华泰是第一家拥抱互联网的大型券商，大象也能翩翩起舞。一般认为，大型券商受制于存量客户体量和国有机制效率不高，在降低佣金和“互联网+”创新方面“船大难

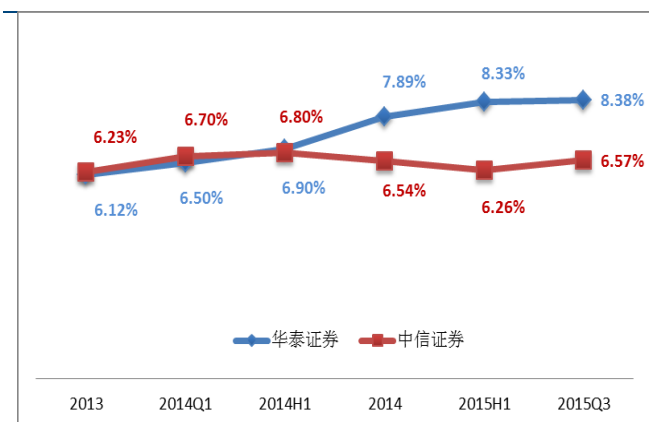
掉头”。然而华泰超出市场预期, 在大券商中第一个勇敢的拥抱互联网, 虽然实施初期有不如人意之处, 但公司管理层一直坚持互联网战略, 不抛弃不放弃, 最终建立起业内领先的互联网平台, 成为经纪业务领域成为当之无愧的行业龙头。

2.1 经纪业务市场份额行业第一是公司最大优势

华泰证券经纪业务积累深厚, 客户资源禀赋优势明显, 经纪业务市场份额稳居全行业第一。自 2014 年下半年公司经纪业务市场份额超过中信证券坐上行业第一把交椅后, 公司逐步拉开了和中信证券的距离, 截至 2015 年三季度, 公司经纪业务市场份额 8.33%, 超过排名第二的中信证券近 2%。

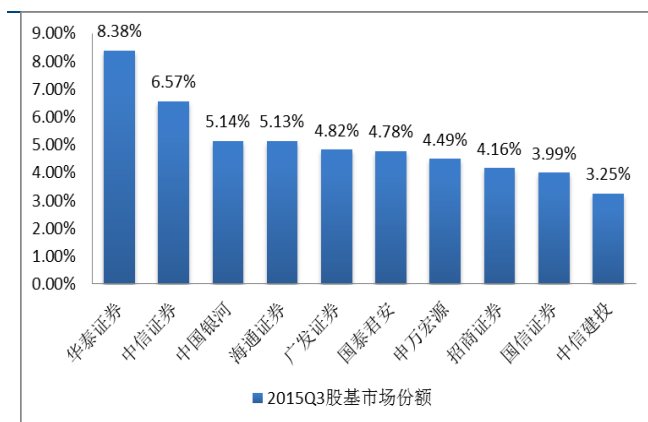
客户资源是公司最大的核心竞争力, 构筑起竞争对手难以逾越的护城河。公司经纪业务坚实的客户基础和市场影响力为其他业务开展打下坚实基础, 投资咨询、金融产品销售、财富管理、融资融券、资管业务、衍生品业务等都会充分享受协同效应。

图 3: 华泰经纪业务市占率自 2014H2 以来超过中信



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 4: 华泰 2015Q3 经纪业务市占率超过第二名中信近 2%

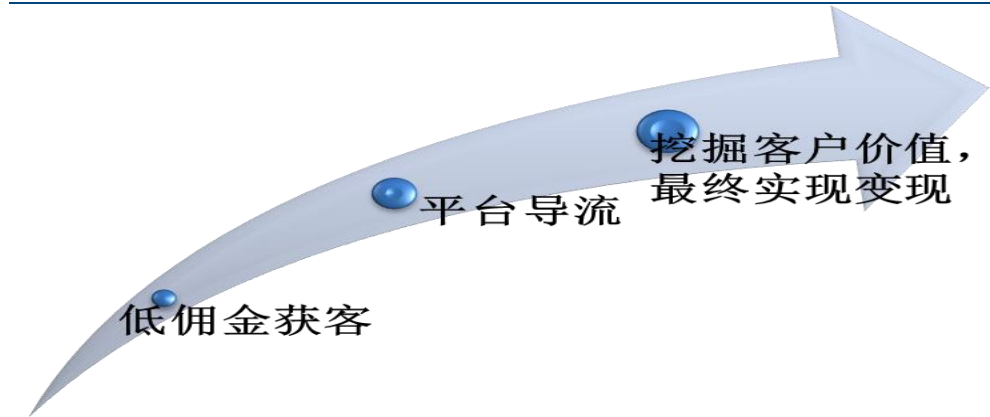


资料来源: wind, 东兴证券研究所

2.2 互联网战略三步走

华泰的互联网战略明晰有力, 一共三步, 步步为“赢”。先用业内最低的佣金水平来敲门, 再和网易强强联合、平台引流, 最后通过 CRM 系统和大数据技术深度挖掘客户价值, 提高客户黏性, 最终实现变现。

图 5:华泰互联网战略三步走

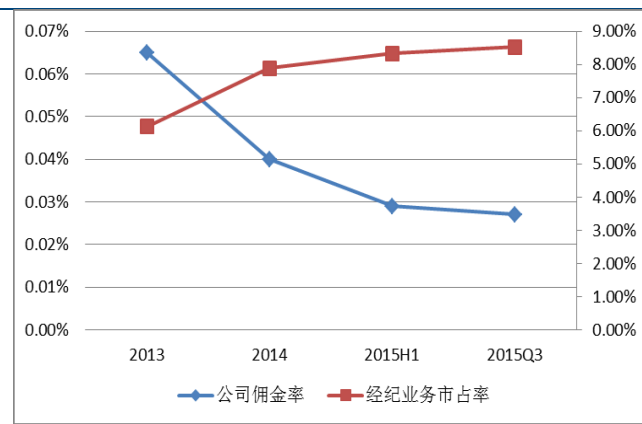


资料来源: 东兴证券研究所

2.2.1 “互联网+证券”的敲门砖——将低佣金进行到底

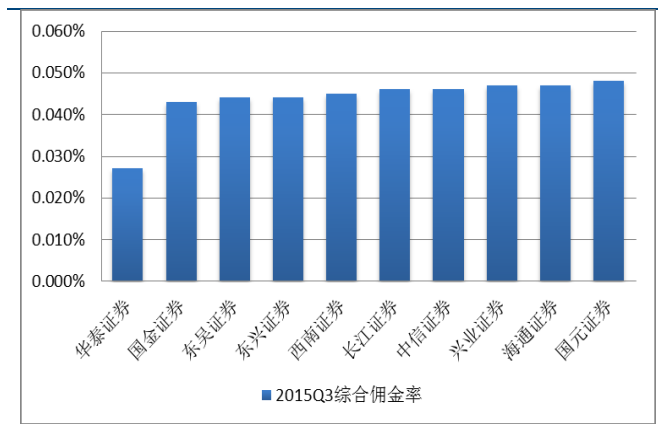
华泰在业内打响佣金大战第一枪。2013年9月即推出“足不出户，万三开户”，彼时全国各地已推行“万八佣金联盟”多年。之后公司综合佣金率进入快速下降通道，13年综合佣金率0.065%，为上市券商第二低，14年综合佣金率0.040%，成为上市券商最低，截至2015年三季度，综合佣金已降至0.027%，不仅为上市券商最低，而且比第二低——另一家著名的互联网券商国金证券的佣金率还要低40%。随着佣金率的快速下降、“一人一户”放开限制，公司经纪业务市占率不出意外的坐上第一把交椅。

图 6:华泰经纪业务市占率随着佣金率下降稳步上升



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 7:华泰佣金率先触底



资料来源: wind, 东兴证券研究所

华泰自2014年以来一直保持业内最低佣金，低佣金的背后是华泰高于同业平均的经纪业务毛利率。与行业可比大型券商相比，华泰是经纪业务毛利率最高的大券商之一，表现出公司在经纪业务上杰出的成本控制能力和竞争力，经纪业务高毛利率和低佣金互相作用，形成良性循环。华泰经纪业务毛利率高于可比大型券商平均水平

表 2:华泰证券业务毛利率高于可比大型券商平均水平

	2015H1 毛利率	2014H1 毛利率	2014 毛利率
华泰经纪及财富管理	67.55%	59.27%	57.32%
中信经纪业务	64.00%	40.75%	50.05%
招商经纪业务	70.71%	57.34%	46.43%
海通证券及期货经纪业务	77.21%	49.33%	58.77%
国君证券经纪业务	59.90%	49.90%	NA
广发财富管理业务	68.25%	57.76%	56.21%
平均	67.94%	52.39%	53.76%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司经纪业务毛利率高于可比券商的原因主要有两个。一是公司成功的互联网战略，线上经纪业务的成本远低于线下成本。线下经纪业务成本在万四到万五，而线上经纪业务成本仅有万一。二是集中化运营，公司正在逐步调整营业部职能，营业部功能向公司总部、分公司集中，轻型营业部成为主流。所谓轻型营业部（C型），是指在营业场所内不部署与现场交易服务相关的信息系统且不提供现场交易服务，“无后台、无机房、无柜台”，与传统营业部相比，轻型营业部的设立成本不到传统营业部的十分之一。

轻型营业部成为主流与华泰努力推进的传统经纪业务向财富管理转型密切相关。除了传统的代理买卖证券业务，金融产品销售、投资咨询、代客理财、财富管理等业务正在不断扩充经纪业务的内涵，这些创新业务的开展不再依赖费用高昂的信息系统和交易系统。这将是未来券商经纪业务的转型方向，华泰管理层高瞻远瞩，先于同业全面布局财富管理业务，推进传统经纪业务转型，同时降低了经纪业务成本，进而实施降佣吸引更多新客户，形成业务良性循环。

图 8:华泰经纪业务形成业务良性循环



资料来源：网络资料，东兴证券研究所

2.2.2 平台引流：智者借力而行

牵手网易，全面布局互联网战略。2014年4月华泰宣布与网易开启为期3年的战略合作，全面布局互联网金融，成为继国金证券与腾讯联姻后券商与互联网的再一次强强合作。在网上开户方面，华泰将是网易为期三年的**独家**证券合作伙伴。目前华泰和网易的联姻已经一年半，双方似乎都对这次联姻比较满意，网易创办人丁磊作为13名基石投资者之一于2015年5月华泰赴港IPO之际认购2亿美金华泰证券H股。

华泰将充分享受网易海量客户的导入。虽然不及BAT巨头的客户流量，网易总体上具有庞大的用户市场。根据Alexa数据，网易门户网站的日均访问量(PV)超过1.35亿次；根据艾瑞数据截至2015年一季度，网易新闻客户端人均使用次数稳居新闻客户端首位，超过腾讯新闻、新浪新闻、搜狐新闻和凤凰新闻。

图 9:华泰与网易达成战略合作



资料来源：网络资料，东兴证券研究所

图 10:华泰在网易 PC 端的开户界面



资料来源：网络资料，东兴证券研究所

2.2.3 利用技术深度挖掘客户价值，实现变现

券商互联网战略的**落脚点是让客户沉淀、实现变现**，这需要深度挖掘客户价值，通过客户分析、分类，为其提供适当性产品，从而增强客户黏性，这一过程需要投入大量资金和技术。

华泰是业内拥有较强技术基因的公司，从2007年开始一直致力于构建CRM系统。所谓CRM系统，即客户关系管理系统(Customer Relationship Management)，其作用在于收集客户信息，所有包括经纪、资管、投行的客户资料都纳入这个资料库。CRM系统是公司全面转型的核心支撑之一，实质是公司发展全产业链的基础数据库。公司通过整理碎片化的客户资料，进而整理归纳出不同客户的交易偏好、风险偏好和潜在需求，为客户提供精确的客户诊断和投资建议，实现“以客户为中心”，打破各个业务线之间的壁垒，为客户提供一站式综合金融服务。

华泰还将加强在大数据方面的应用。通过对海量数据的实时分析和后台分析，分析挖掘客户的交易行为、交易心理、交易数据等，实现精准营销、差异化风控，从而提升客户体验和黏性。

在 CRM 系统和大数据的支持下，华泰深耕客户资源，努力将“流量变为存量”，在传统经纪业务客户的基础上，根据不同适应性引导其参与到投资咨询、资管业务、融资融券、财富管理等附加值更高的业务中来，实现让客户沉淀、实现变现的目的。

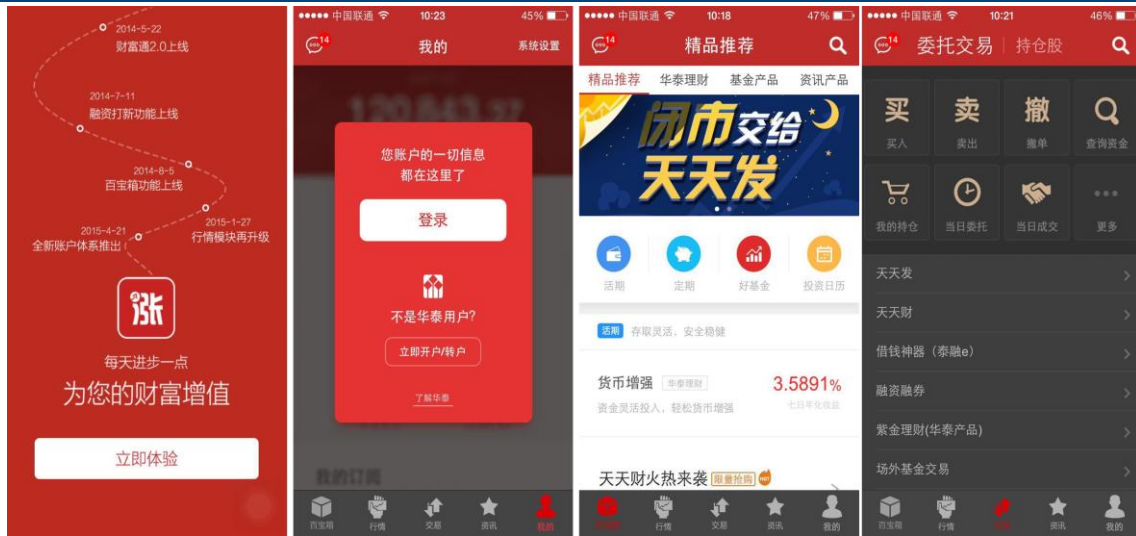
2.3 打造业内客户体验最好的移动终端——涨乐财富通

客户体验是互联网战略的精髓，“涨乐财富通”专注于提高客户体验，致力于打造业内客户体验最好的移动终端。

涨乐财富通是华泰为投资者重金打造的集投资资讯、委托交易、产品商城、小额投融资的全功能移动终端。华泰早在 2009 年设计开发了涨乐交易和涨乐理财两款基于移动互联网的手机客户端。2013 年 3 月 25 日中登发布《证券账户非现场开户实施暂行办法》，华泰作为第一批获得中登公司数字认证网上开户资格的券商，将网上开户交易和华泰紫金理财服务体系融合，启动了新版“涨乐财富通”移动终端的开发设计。华泰和网易牵手后，公司顺应移动互联网技术的发展、用户功能和体验需求的提高，于 2014 年 4 月推出涨乐财富通 2.0 版本，2015 年 11 月又推出 3.0 版本。

相比业内其他手机 APP，涨乐财富通的优势比较明显。

- ◆ **速度快。**为保障行情和交易的快速稳定，终端对行情和交易模块采用原生开发技术，速度明显提升，使用非常流畅，行情提速 200%；
- ◆ **互动多。**最强实盘，投资专家坐镇提供全方面互动，华泰实力研究员提供行情分析，强大后台第一时间推送；
- ◆ **产品多。**背靠强大的华泰紫金理财服务体系，提供证券、基金、债券、信托、理财产品、小额投融资理财、创新产品及资讯产品的产品商城，凡所应有，无所不有，购买便捷；
- ◆ **创新多。**终端陆续推出打新神器、借钱神器、港股通的多项创新功能，还独家推出全方位账户分析功能，依托华泰大数据平台，能对账户“望闻问切”进行诊断指导，帮助客户提高投资水平；
- ◆ **体验佳。**华泰重金聘请互联网体验公司参与平台设计和产品设计开发，任何操作只间隔三步，只为提高终端的客户体验。比如在交易方面，在同一页面实现买卖撤查询等常用交易功能的快速切换，下单页面可实时查看个股分时走势及五档行情。

图 11:华泰“涨乐财富通”界面


资料来源：涨乐财富通 APP，东兴证券研究所

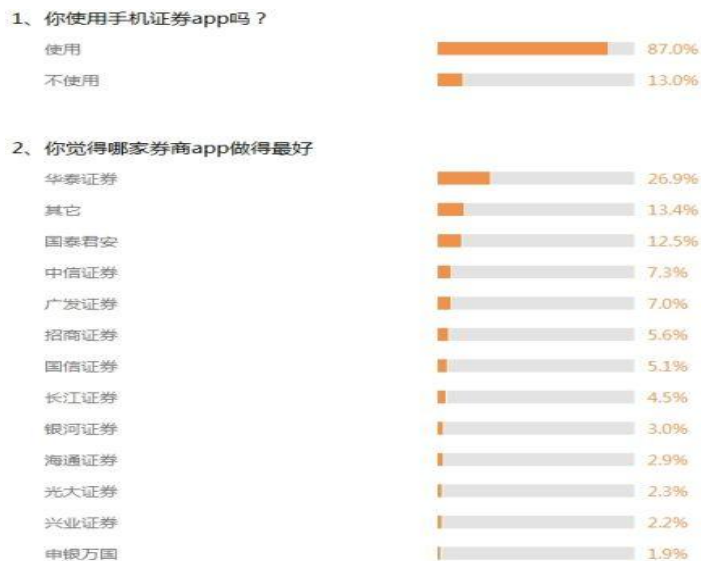
在新浪联合易观智库开展的《2014 手机证券报告》评测中，涨乐财富通从 20 家参评券商手机 APP 中脱颖而出夺得第一。该评测从用户体验（20%）、基本功能（35%）、交易安全性（15%）、个性化服务（14%）、用户粘性（16%）五个维度对 20 家参评券商手机 APP 进行评测，涨乐财富通以 75.5 的分数排名第一。另外，新浪财经在启动《2014 手机证券报告》时发起了一个关于手机证券 APP 的调查，华泰证券获得 26.9% 的投票位列第一，是第二名选票的 2 倍，显示出涨乐财富通在手机网民中的受欢迎程度。

表 3:涨乐财富通在新浪《2014 手机证券报告》评测中夺得第一

券商 APP 名称	综合得分	名次
华泰涨乐财富通	75.5	1
广发证券易淘金	72	2
兴业证券优理宝	71.5	3
长江证券长江 E 号	70.5	4
国信证券金太阳	68.5	5

资料来源：新浪网,东兴证券研究所

图 12: 涨乐财富通在新浪手机证券 APP 调查中票选结果位列第一



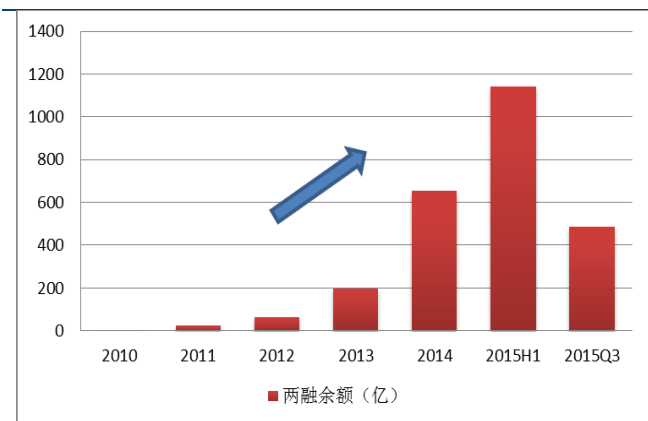
资料来源: 新浪网, 东兴证券研究所

涨乐财富通推出后客户反响良好, 客户使用习惯培育进行中。根据公司 2015 年中报披露, 移动终端客户开户数 165.8 万人次, 占公司全部开户数的 90%, 公司 60% 的交易客户通过“涨乐财富通”进行交易。根据公司最新公告, 截至 12 月 4 日, 涨乐财富通下载安装运行设备量超过 1000 万台。

2.4 两融市场份额有望向经纪业务市占率看齐

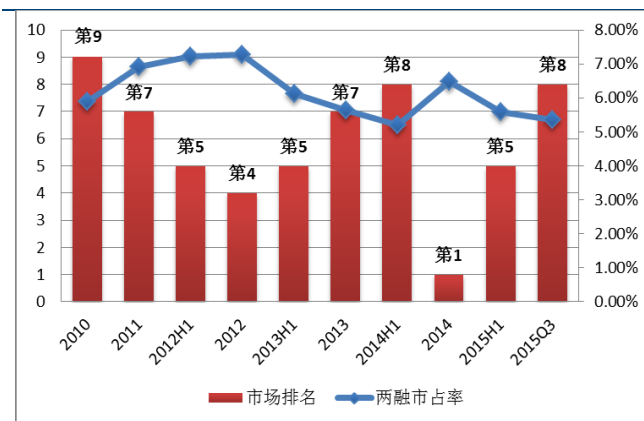
华泰两融业务自 2010 年开展以来, 两融余额大幅增长, 市场份额稳步提升。2013 年以来两融市场份额基本稳定在 5%-6%, 大部分时间位于行业第 5—8 名, 除了 2014 年底和 2015 年初的个别月份位于行业前 2, 与经纪业务市场份额自 2014 年下半年稳居行业第一差距较大。

图 13: 华泰两融余额快速增长



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 14: 华泰两融市占率和市场排名相对落后



资料来源: wind, 东兴证券研究所

两融客户以经纪业务客户为基础，一般而言，两者市场份额保持一致的概率较大。华泰两融与经纪业务的市场份额差异较大的原因我们认为主要有两点：第一，公司经纪业务以低佣取胜，经纪业务客户群以对价格十分敏感的互联网长尾客户为主，而两融业务门槛较高，正金字塔式的客户结构导致公司两融市场份额相对落后；第二，公司两融业务扩张受制于资本金扩张速度，2015年上半年完成H股上市募资后，这一困境得到较好解决。此外，公司两融业务以信用风控体系为基础，不盲目追求两融余额，贯彻逆周期调节机制，一定程度上影响了两融市场份额的提升。

公司两融的市场份额仍有较大提升空间，有望和经纪业务市占率缩小差距。公司目前正在通过财富管理、资管业务等努力吸引中高净值客户和机构客户，增加客户黏性，大力开拓两融业务，提升两融市场份额。

3. 并购业务行业第一是公司大投行最好的名片

3.1 华泰并购重组业务在业内长期处于领先地位

2011年华泰投行业务深度整合后，公司并购重组业务在行业内长期处于领先地位。2011年以来公司主导完成的并购重组过会项目数量位居行业前茅，2011、2013、2014、2015年上半年过会项目数量都取得了行业**第一名**。从业务收入来看，公司2014年并购重组业务净收入位居**行业第一**，近三年位居**行业前三**。

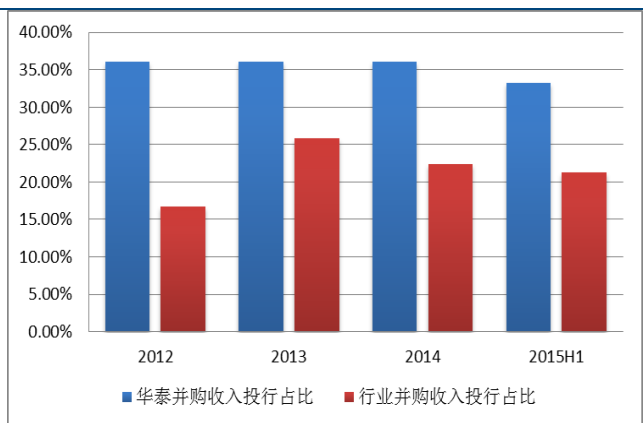
公司依托全业务链体系致力打造以**并购为核心**的大投行体系。2012至2015年上半年，公司并购业务收入占大投行的比重一直保持在33%以上，远远高于全行业20%的平均水平。华泰并购重组业务已经成为公司大投行最好的名片。

表 4:华泰并购重组业务在业内长期处于领先地位

	交易数量	交易数量排名	交易金额市场份额	市场份额排名
2010	2	2	79.98%	2
2011	6	1	18.05%	1
2012	9	2	1.54%	14
2013	27	1	3.97%	6
2014	33	1	7.76%	4
2015	32	2	14.59%	1

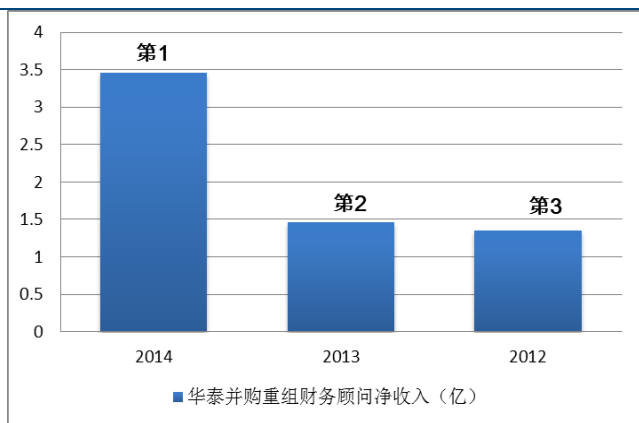
资料来源：wind，东兴证券研究所

图 15:华泰并购业务收入占投行比重高于行业平均水平



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 16:华泰并购业务收入位居行业前茅



资料来源: wind, 东兴证券研究所

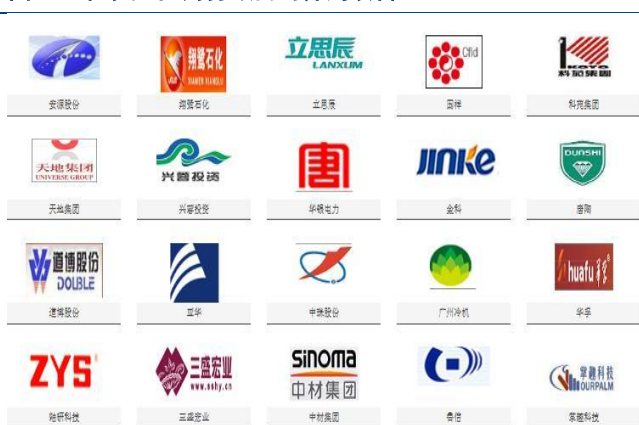
华泰担任财务顾问的多个并购项目成为中国并购市场的经典案例。如掌趣科技、新希望、华夏幸福、立思辰、蓝色光标、东华软件、安源股份、嘉凯城、恒泰艾普、金马集团、广日股份等。凭借多年积累的项目执行经验,华泰并购团队部分案例的申报材料被监管部门作为范本使用,具有较高的公信力。此外,在证券业协会财务顾问执业能力专业评价中,华泰连年被评为A类券商,能够帮助上市公司在产业整合类并购重组过程中进入证监会豁免快速审核通道,实现快速审批和资产交割。

图 17:华泰担任财务顾问的并购项目 (1)



资料来源: 公司网站, 东兴证券研究所

图 18:华泰担任财务顾问的并购项目 (2)



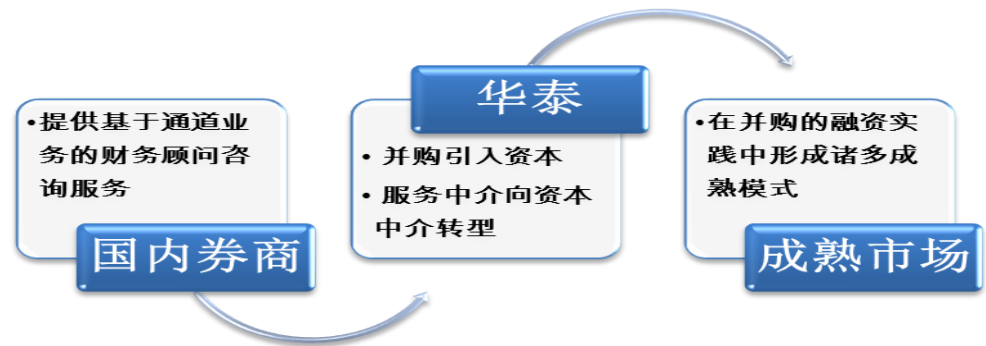
资料来源: 公司网站, 东兴证券研究所

3.2 华泰形成特色鲜明的“投行+投资”综合金融并购模式

依托华泰资本优势和整合集团资源构建的全业务链体系,华泰已形成特色鲜明的“投行+投资”的综合金融并购模式。在成熟资本市场,多样的融资工具和融资渠道推动了并购重组的蓬勃发展,投行在并购重组的融资实践中形成诸多成熟的操作模式,然而国内并购重组的融资工具仍较落后,券商在并购重组中提供基于通道业务的顾问咨询服务为主。华泰在并购重组中创造性的引入资本,服务中介向资本中介转型,挖掘并购重组带来的投资盈利机会。

华泰“投行+投资”的并购重组模式已有多年成功运作经验，创新模式得到监管部门认可。“投行+投资”模式始于2013年蓝色光标并购博杰广告，华泰在担任独立财务顾问的同时，为减轻上市公司现金支付压力同时协助交易对方解决标的公司规范性问题，在交易结构中创造性的引入华泰紫金投资（华泰子公司）的过桥贷款，这一创新得到监管部门认可。随后在蒙草抗旱、立思辰等上市公司的产业并购交易中，华泰旗下的直投资基金、华泰创新投资也进行了融资安排。

图 19:华泰并购业务由服务中介向资本中介转型



资料来源：网络资料，东兴证券研究所

华泰与红杉资本成立并购基金标志“投资+投行”的并购重组模式已进入成熟阶段，将大大强化公司大投行的市场竞争力。2015年6月华泰与红杉资本签署战略合作协议，与华泰旗下华泰瑞联基金管理有限公司合作并发起设立产业并购基金。并购基金一期（10亿）已投资完毕，二期（100亿）基本募集完毕、投资项目稳步展开，两期基金在行业上都聚焦于大健康、大消费、高端制造和TMT产业，核心投资策略是聚焦龙头公司产业整合、中国概念股和红筹股回归、国企“混改”以及中国企业海外产业并购中的投资机会。华泰与红杉的战略合作实现了优势互补，可以推动优势企业利用境内外两个市场进行资源配置，助力华泰进一步做大投行业务规模，树立国内券商并购重组业务的创新典范。

3.3 经济转型和混改为华泰并购业务大发展提供历史性机遇

经济转型和国企改革的大背景为并购业务提供历史性机遇，华泰作为并购重组业务的行业龙头，将充分享受这一轮并购大潮带来的业务机会。1) 当前我国已进入经济转型的重要时期，由于产业调整、结构升级的需求，公司并购重组大行其道。2) 随着国企改革的全面推进、逐步落地，以建筑、电力、铁路等为代表产能过剩国有企业将面临大规模合并重组，将推动国企兼并重组活跃度和交易规模的整体攀升。此外，监管部门也在为企业并购重组打开绿灯。2014年《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》发布，除了“借壳上市”须继续严格审核外，上市公司其他并购重组均取消行政审批，在并购重组支付手段、定价方面也更加灵活而有弹性，大大降低了企

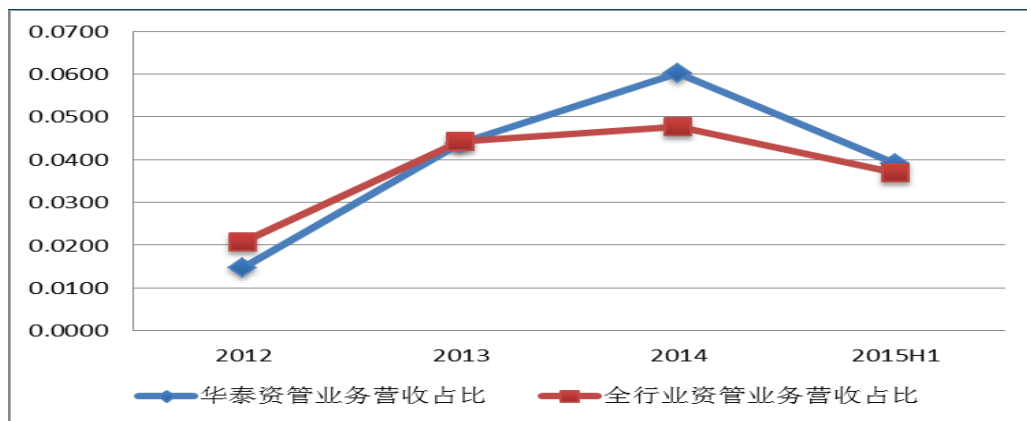
业并购重组的成本。

4. 强大的大资管能力是公司另一大核心优势

4.1 华泰大资管业务成绩卓著

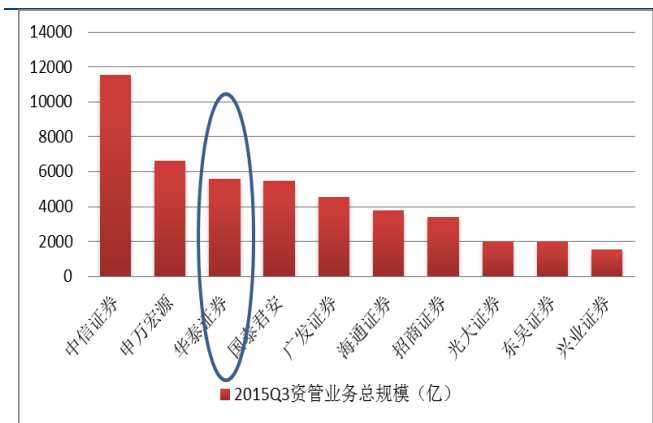
依托经纪业务高市占率和领先的投资资源, 华泰以全业务链理念为指导, 确立了打造全方位、综合性资产管理机构的目标。截至 2015 年 9 月底, 华泰资产管理业务总规模 5595 亿, 位列行业第三, 仅次于中信证券和申万宏源证券; 其中主动管理规模 1498 亿, 位列行业第五, 主动管理规模占比 27%, 具有较大提升空间。从资管业务收入占全部收入的比例来看, 华泰自 2013 年以来资管业务营收占比高于行业平均水平, 体现出一定的竞争力。

图 20: 华泰 2013 年以来资管业务收入占比高于行业平均水平



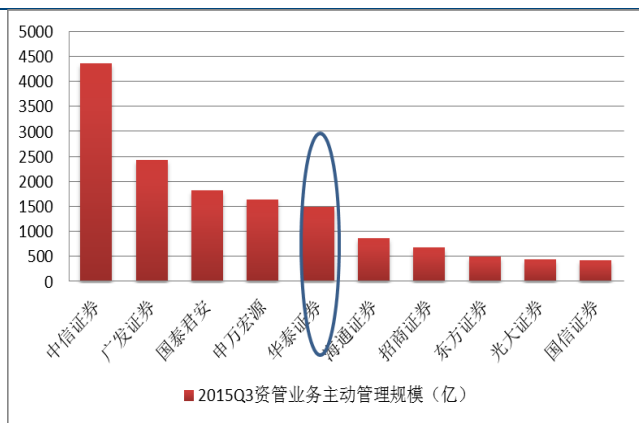
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 21: 2015Q3 华泰资管总规模位居行业第三



资料来源: 基金业协会, 东兴证券研究所

图 22: 2015Q3 华泰资管主动管理规模位居行业第五



资料来源: 基金业协会, 东兴证券研究所

4.2 华泰强大的产品创新能力和互联网战略助力大资管腾飞

公司管理层高瞻远瞩，较早认识到主动管理是资管业务的核心竞争力所在，自 2013 年起逐步确立了以固定收益产品为基础、以权益类产品为重心的发展战略，大胆创新，推出多个市场第一的创新型集合理财产品。同时积极布局投资研究业务，全力打造科学的、系统的、可持续的投研平台，不断提高公司主动投资管理能力。

图 23：“华泰紫金天天发”宣传页面



资料来源：华泰官网，东兴证券研究所

图 24:华泰紫金月月发宣传页面



资料来源：华泰官网，东兴证券研究所

- ◆ 业内规模最大的保证金理财产品——“华泰紫金天天发”。盘活账户闲置资金，无缝对接炒股、理财，分为 1 天期、7 天期、14 天期，截至 2015 年三季度末资产规模逾 566 亿，稳居行业前列，荣获 2012 年《证券时报》“中国最佳资管创新产品”。根据开放期不同，衍生出月月发（69 亿）、季季发（14 亿）、半年发（2 亿）。
- ◆ 业内最早的投向股票质押式回购的券商资管产品之一——“华泰投融资宝”：投向股票质押回购的集合理财产品，优先级享有预期收益率，次级享有剩余收益。截至 2015 年三季度末资产规模 42 亿。
- ◆ 首单两融资产证券化产品——“国君华泰融出资金债权资产证券化 1 号资产支持专项计划”。华泰承做的国内首单以“证券公司两融投资融出资金债权”为基础资产的“国君华泰融出资金债权资产证券化 1 号资产支持专项计划”2015 年 8 月 7 日成立，上交所挂牌。
- ◆ 首单基于互联网消费金融的资产证券化产品——“京东白条应收账款债权资产支持专项计划”。华泰承做的国内首单基于互联网消费金融的资产证券化产品，京东白条应收账款资产支持专项计划 2015 年 10 月 28 日深交所挂牌。

华泰资管借力互联网打造品牌优势，借力而行，大资管未来发展大有可为。首先是将华泰资管的紫金理财服务系统装进“涨乐财富通”，打造“口袋里的理财专家”。依靠 APP 强大的功能体系和较好的用户体验，华泰成功的对低佣吸引来的传统经纪业务客户进行二次开发。据了解，“涨乐财富通”提供的多种开户套餐中，最低档佣金“万三开户”最受投资者欢迎，而万三佣金几乎不提供附加服务，促使投资者在 APP 上选

择感兴趣的资讯产品、投顾服务，有理财和融资需求的客户可以极其方便的在 APP 上进行理财产品、基金、两融等其他投融资产品的选购。

图 25:华泰涨乐网页面



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

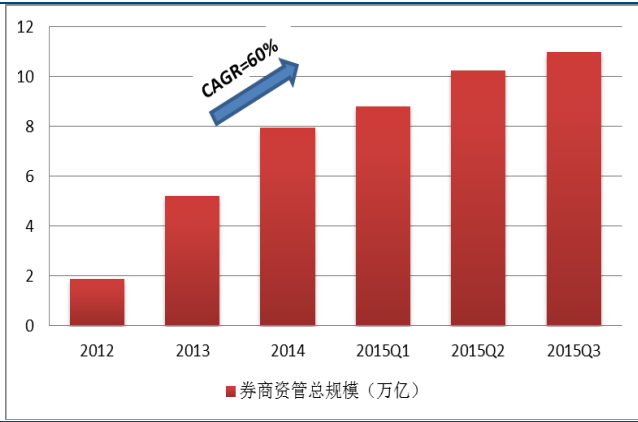
此外，华泰打造了专业互联网投资销售平台“涨乐网”，是一个电脑网页版的简化“涨乐财富通”，适合喜欢在电脑终端上理财的人群。

4.3 资管业务将成为券商战略升级的重要一环

近年来券商资管业务规模屡创新高，收入占比有所提升，但总体来说占比仍然较小，“增产”与“增收”不对等，是券商各业务链条中收入贡献最小的业务板块。主要原因有二，一是券商资管业务以低附加值的通道业务为主，二是券商资管普遍缺乏产品设计能力和核心的主动投资管理能力。

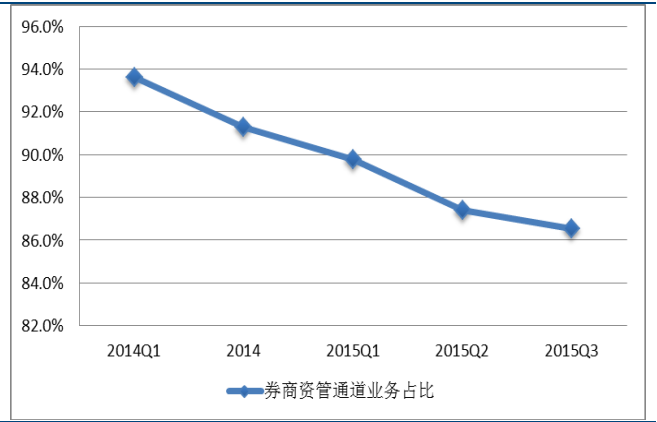
券商资管通道业务缺乏技术含量，业务附加值非常低。通道业务是指券商向银行发行资管产品吸纳银行资金，再用于购买银行票据，帮助银行曲线完成信托贷款，并将相关资产转移到表外。在这个过程中，券商向银行提供通道，收取一定的过桥费用。自 2012 年券商创新大会以来，券商资管以创新的名义狂飙猛进，费率方面，近 2012 年当年券商资管通道费率就从千分之五下降到万一，甚至有券商为冲资管规模祭出零费率。

图 26: 券商资管规模狂飙式增长



资料来源: 基金业协会, 东兴证券研究所

图 27: 券商资管通道业务比重开始小幅下降

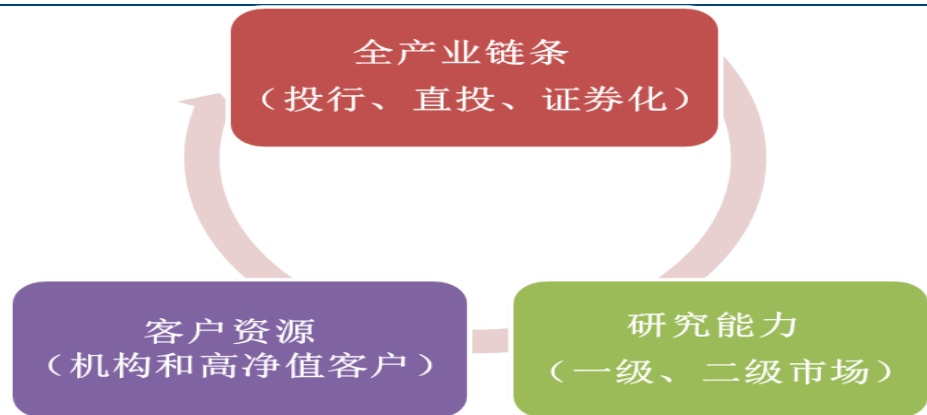


资料来源: 基金业协会, 东兴证券研究所

资管业务将成为券商战略升级的重要一环。

- ◆ 大资管时代背景下, 私人财富增长和居民理财观念转变为资产管理机构提供历史性发展机遇, 券商资管应当从中分得一杯羹。在银行、信托、保险、公私募基金都在为不同客户群体提供专业的投资理财服务的背景下, 券商资管的核心竞争力在哪? 我们认为主要有三个方面, 首先是券商的全业务链条, 除了传统的资产管理, 券商还能发挥投行产业链优势、直投产业链优势, 在定增、直投、新三板、资产证券化、结构化创新等领域开展资管合作。第二是客户资源, 在多年全业务链条的培育下, 券商积累了大量优质的机构客户和高净值客户, 客户资源禀赋仅次于银行。第三是研究能力, 券商拥有整个资管行业最庞大、最专业的行业研究队伍, 不仅覆盖传统的二级市场, 近年来也开始覆盖一级市场、一级半市场。

图 28: 券商资管的核心竞争力

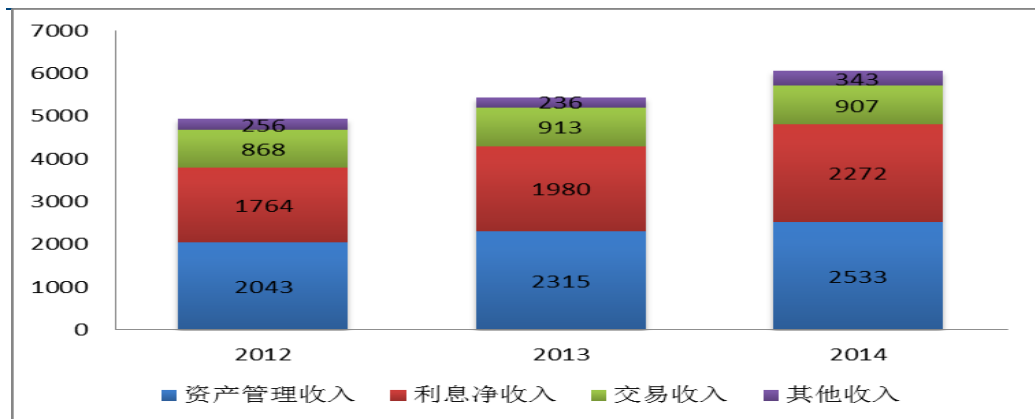


资料来源: 网络资料, 东兴证券研究所

- ◆ 借鉴海外券商经验, 国内券商资管业务收入占比可以有非常大的提升空间。嘉信理财是美国市值排名第 3 的投行。截至 2014 年底, 嘉信理财管理客户资产 2.46 万亿美元, 拥有 940 万活跃经纪账户。嘉信成立最初定位于低成本交易通道的供应商。上世纪 70 年代美国佣金自由化后, 嘉信致力于发展资产管理业务来减少佣金收入

大幅下滑带来的影响, 通过全一账户的推出和互联网思维的应用, 嘉信理财已经成为低成本战略下提供优质资产管理服务的典范。近三年以来, 嘉信资产管理业务收入在全部收入中占据一半。

图 29: 嘉信理财资产管理业务收入占全部收入将近一半



资料来源: Bloomberg, 东兴证券研究所

- ◆ **券商资管将回归主动管理。**通道业务面临增长天花板。2014年5月一行三会下发《关于规范金融机构同业业务的通知》(127号文), 银行大量非标资产将计提相应的资本金和拨备, 寻求通道出表的规模将下降, 通道业务的监管套利空间被缩窄。对于政策红利消失, 回归主动管理、提高创新意识是券商资管必须面对的课题。

5. 自营特色: 风格稳健+量化投资

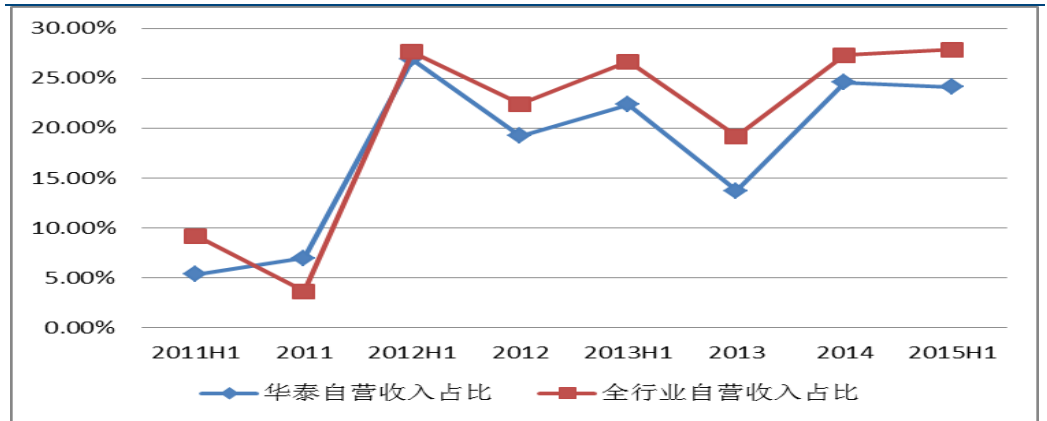
5.1 风格稳健是公司自营的最大特征

公司自营风格非常稳健, 始终以追求风险可控下的合理收益为目标, 一定程度上偏保守。经过多年经营, 公司自营逐步形成了“低风险、稳定收益、规模发展”的发展目标, 全面推广非方向性投资, 以获取稳定的绝对收益为目标。

从历史数据来看公司自营有三个特点:

- ◆ **公司自营收入占比绝大部分时间低于行业平均。**2011H1—2015H1, 除2011年公司自营收入占比高于行业平均3个百分点以外, 其余年份公司自营收入占比都较行业平均低3个百分点左右。

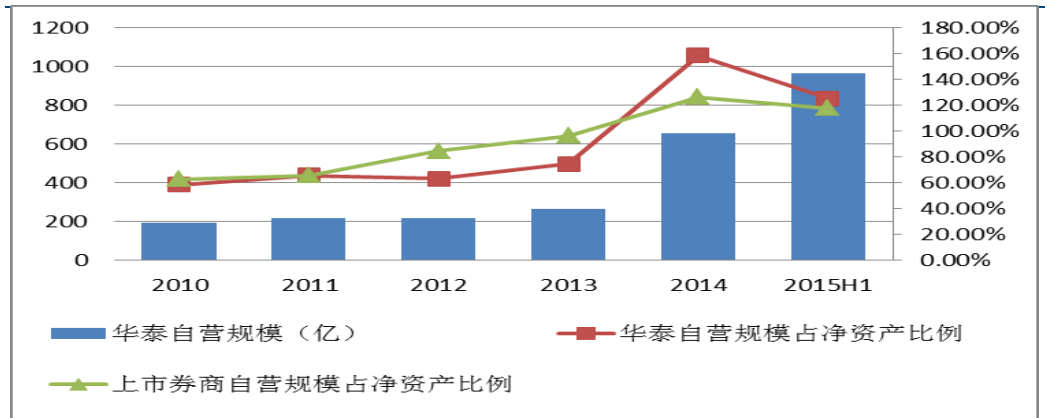
图 30:华泰自营收入占比绝大部分时间低于行业平均



资料来源: wind, 东兴证券研究所

- ◆ 公司自营规模的变化分为两个阶段，2010—2013 年公司自营规模占比（自营规模/净资产）较上市券商平均水平偏低，2013 年以后自营规模占比逐渐高于上市券商平均水平。

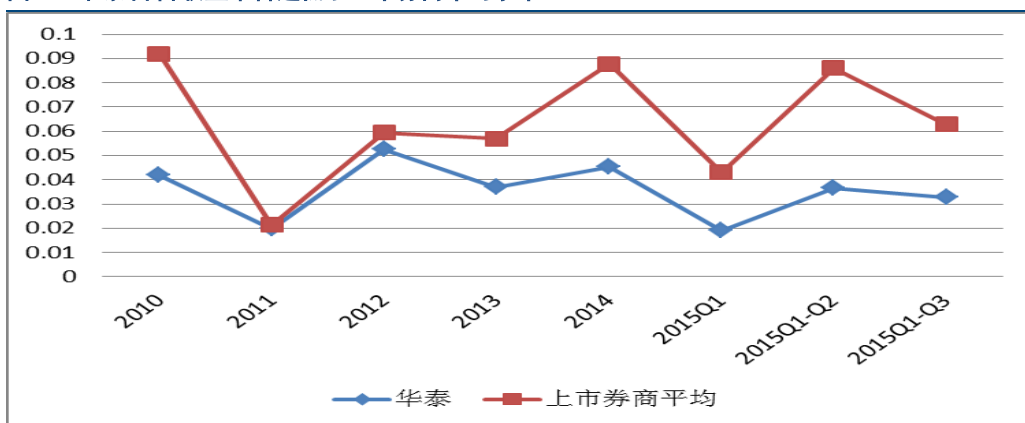
图 31:华泰自营规模在 2013 年后逐渐高于上市券商平均水平



资料来源: wind, 东兴证券研究所

- ◆ 公司自营收益率普遍低于上市券商平均水平。2010 年至 2015Q1-Q3，公司自营收益率没有跑赢过上市券商平均，仅有 2011 年取得了与上市券商平均基本持平的收益率。

图 32: 华泰自营收益率普遍低于上市券商平均水平



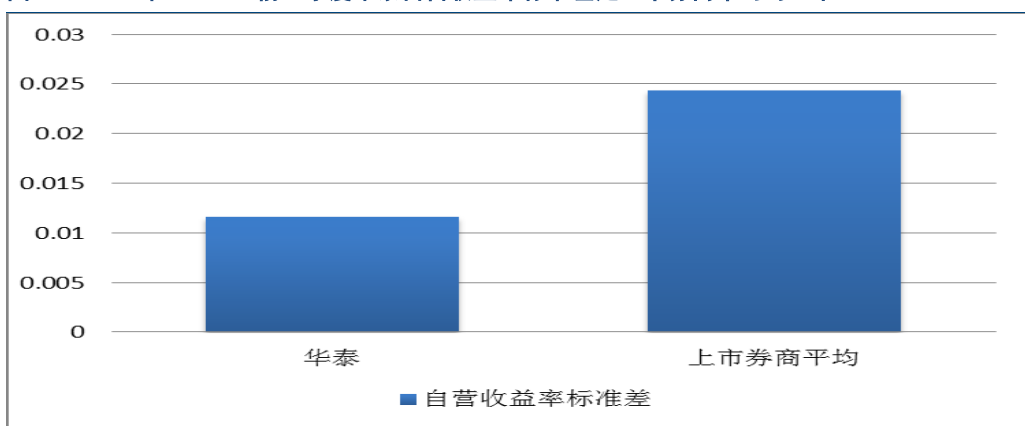
资料来源: wind, 东兴证券研究所

5.2 公司是业内最早应用量化投资的券商自营之一

公司是业内最早应用量化投资的券商之一, 主要有两种量化策略。一是通过量化模型选股、配置、择时的主动量化策略, 追求超额收益, 二是阿尔法对冲策略(市场中性策略)以追求绝对收益为主, 通过基础证券与证券衍生品的对冲, 提供牛熊都能赚钱的可能, 其对应的收益和风险也相对小的多。

公司自营收益率历史波动水平仅为上市券商平均水平的一半, 与公司全面推广量化投资有直接关系。通过积极采用对冲、量化、套利、高频等风险管理方式, 有效对冲系统性风险, 降低自营头寸风险敞口, 绝对收益取胜。

图 33: 2010 年至 2015 前三季度华泰自营收益率标准差是上市券商平均的一半



资料来源: wind, 东兴证券研究所

量化投资相较于传统投资主要有三个优势。第一, 依靠计算机建模, 克服人性弱点, 使投资决策更具纪律性, 更科学更理性; 第二, 量化投资视角非常广, 借助计算机高

效、准确的处理海量信息，更广泛的寻找和验证投资机会，尽可能消除投资组合配置的局限性；**第三**，量化对冲策略通过金融衍生品的应用，获取阿尔法收益，提供了牛熊都能赚钱的可能，降低自营头寸风险敞口。

6. 盈利预测和估值

我们整体看好证券行业 2016 年的表现，受市场环境的影响，虽然行业盈利较 2015 年可能会出现一定下滑，但从板块内生动力来看，金融改革不止，证券行业将是最受益于金融改革、资本市场改革的板块。在“建立多层次资本市场，提高直接融资占比”的要求下，注册制加速、新三板改革、战略新兴板、科创板相继推出，直接利好板块。在深港通、沪伦通等一系列资本市场对外开放的期待下，板块同样是受益对象。此外，资产证券化、衍生品、柜台业务、投顾理财等创新业务也为板块带来不少想象空间。多重改革将推动证券公司从传统的通道服务商向资本中介商、财富管理商转型，我们对行业的中长期发展充满信心。

行业监管加强和金融反腐不会实质影响行业向上的发展态势。今年以来多家券商及公司高管涉嫌违规操作被立案调查或处罚，后续相关券商大概率会面临罚金、扣罚降级等惩罚措施，我们认为这不会实质影响相关公司及整个行业的正常经营和向上发展。证券行业健康、稳健的发展离不开监管部门不遗余力的整顿和改革，监管部门的监管会促使相关券商和证券行业深刻总结反思、提高风控合规意识、加强日常经营管理。

在 2016 年两市日均成交量 8000 亿、两融平均余额 12000 亿的中性假设下，我们预测公司 2015、2016、2017 年营业收入为 230.92 亿、204.07 亿、242.76 亿，净利润为 101.42 亿、92.37 亿、111.73 亿，对应 EPS 分别为 1.42 元、1.29 元、1.56 元，对应 BPS 分别为 10.73 元、11.62 元、12.68 元。

由于券商业绩的强周期和高贝塔属性，其每股盈利和市盈率伴随行业景气度会有非常大的波动，我们倾向于认为 PE 估值指标难以对其投资机会做出有效判断，而每股净资产一般不会出现大幅波动，因此我们认为券商股采用 PB 估值更具有参考价值。

公司 2016 年 1 月 7 日收盘价隐含的 2015 至 2017 年 PB 为 1.49X、1.38X、1.27X，可比公司 2015 至 2017 年平均 PB 为 1.7X、1.8X 和 1.6X，较可比公司具有明显估值优势。我们给予公司 16 年 1.8X 估值下限，对应 11.62 元 BPS 的价格下限为 21 元，综合考虑公司的竞争优势和股价弹性，给予 16 年 2.1X 估值上限，对应 11.62 元 BPS 的价格上限为 24.5 元。首次覆盖给予“推荐”评级，6 个月目标价为 23.2 元。

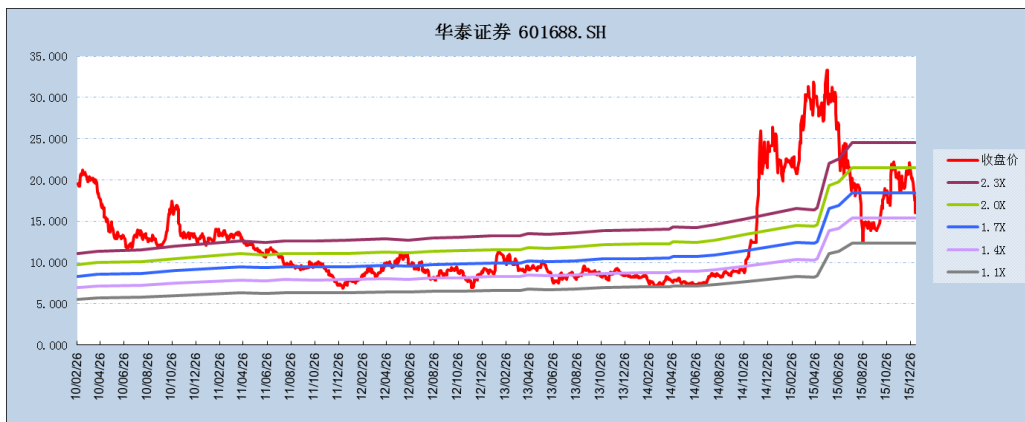
表 5:华泰较可比公司平均 PB 估值水平具有明显优势

	PB: 15E	16E	17E
中信证券	1.48	1.53	1.33
海通证券	1.47	1.68	1.46
国泰君安	1.69	1.94	1.7
广发证券	1.71	1.69	1.49

招商证券	2.29	2.05	1.77
平均 PB	1.73	1.78	1.55
华泰证券	1.49	1.38	1.27

资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 34:华泰 PB Band



资料来源: wind, 东兴证券研究所

7. 风险提示

市场低迷、成交额下降带来业绩和估值双重压力。

表 6: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	26394.	89864.	224629	175764.6	23607	营业收入	7166.5	1206	23092.	20406.	24275.
结算备付金	8371.5	18217.	59160.	48720.00	53244.	手续费及佣金净收入	4825.0	6477.	13812.	11062.0	12264.
交易性金融资产	20290.	55999.	111067.	113288.8	115554	其中: 代理买卖证券业务净收入	3815.3	4995.	12240.	9072.0	9180.0
买入返售金融资产	4735.6	20710.	26923.	37692.25	56538.	证券承销业务净收入	577.55	1180.	1138.81	1523.8	2404.2
存出保证金	3529.4	4482.8	10200.	8400.00	9180.0	受托客户资产管理业务净收入	314.35	196.5	263.85	330.13	529.55
可供出售金融资产	6233.4	9276.1	27855.	33426.64	8754.6	利息净收入	1325.7	2384.	3848.4	2983.3	4417.6
长期股权投资	3856.9	1874.4	2499.1	2874.03	3305.1	投资净收益	1546.9	1821.			
固定资产	2298.5	3303.6	2424.3	3151.71	4097.2	其中: 对联营企业和	219.17	284.9			
无形资产	381.94	401.21	449.79	500.99	575.33	公允价值变动净收益	-564.3	1142.			
商誉	51.34	51.34	51.34	51.34	51.34	自营业务净收入	763.47	2678.	4507.5	5545.0	6622.2
递延所得税资产	373.69	178.88	264.69	272.92	276.43	营业支出	4250.8	6212.	9606.3	8285.1	9613.1
其他资产	399.87	305.54	1082.8	1116.48	1130.8	营业税金及附加	429.37	660.1	1454.8	1285.6	1529.3
资产合计	399.87	305.54	466607	425259.8	48878	管理费用	3818.4	5288.	8082.2	6938.2	8010.9
卖出回购金融资产款	8941.3	49668.	64568.	83939.31	10912	其他业务成本	27.08	246.7	69.28	61.22	72.83
代理买卖证券款	26373.	60398.	199920	164640.0	17992	营业利润	2915.6	5849.	13485.	12121.	14662.
应付职工薪酬	1092.8	1740.6	5071.0	4618.61	5586.5	加: 营业外收入	42.55	85.12	50.80	44.89	53.41
应交税费	1005.0	1429.9	3245.4	3233.02	3575.3	减: 营业外支出	21.16	19.83	13.86	12.24	14.57
其他负债	4831.3	52103.	116916.	85476.98	99403.	利润总额	2937.0	5914.	13522.	12154.	14701.
负债合计	61923.	230281	389721	341907.9	39761	减: 所得税	668.36	1375.	3380.7	2917.0	3528.3
股本	5600.0	5600.0	7162.7	7162.77	7162.7	净利润	2268.7	4539.	10142.	9237.2	11173.0
资本公积金	17167.	17221.	46000.	46000.00	46000.	归属于母公司净利润	2211.7	4486.	10142.	9237.2	11173.0
盈余公积金	1302.7	1692.8	2707.0	3630.78	4748.0	基本每股收益 (元)	0.39	0.80	1.42	1.29	1.56
未分配利润	8847.1	10319.	14376.	18070.91	22540.	基本每股净资产 (元)	6.37	7.37	10.73	11.62	12.68
一般风险准备	2817.4	4611.61	6640.0	8487.47	10722.	PE	41.13	20.05	11.30	12.43	10.28
归属于母公司权	35698.	41298.	76885.	83351.94	91173.	PB	2.52	2.18	1.49	1.38	1.27
所有者权益合计	36325.	41944.	76885.	83351.94	91173.						
负债及股东权益合计	98248.	272226	466607	425259.8	48878						

分析师简介

齐瑞娟

北京大学经济学学士，纽约州立大学金融经济学硕士，曾于 2010 年至 2015 年在博时基金管理公司工作，历任养老金业务部专户业务助理、专户业务经理、专户业务总监。2015 年加盟东兴证券研究所，从事非银金融行业研究。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。