

互联网证券最强王者，大步迈向一线龙头

——华泰证券（601688）2015 年报点评

2016 年 03 月 30 日

推荐/维持

华泰证券

财报点评

齐瑞娟

分析师

执业证书编号：S1480515080001

qirj@dxzq.net.cn 010-66554089

事件：

公司 2015 年实现营业收入 262.62 亿，同比增长 117.72%，归属于母公司股东的净利润 106.97 亿，同比增长 138.44%。截至 2015 年底，公司资产总额 4526.15 亿，同比增长 66.26%，净资产 815.29 亿，同比增长 94.37%。公司业绩符合预期。

公司分季度财务指标

指标	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4
营业收入（百万元）	2206.67	2810.89	4882.15	4908.69	9735.56	5238.02	6379.67
增长率（%）	19.53%	56.76%	178.46%	126.98%	341.19%	86.35%	30.67%
毛利率（%）	44.29%	53.02%	48.03%	54.89%	62.82%	51.35%	43.42%
期间费用率（%）	-	-	-	-	-	-	-
营业利润率（%）	44.29%	53.02%	48.03%	54.89%	62.82%	51.35%	43.42%
净利润（百万元）	723.02	1145.92	1860.81	2034.81	4683.76	1985.29	2094.05
增长率（%）	07.64%	93.10%	395.33%	151.20%	547.81%	73.25%	12.53%
每股盈利（季度，元）	0.13	0.20	0.33	0.36	0.65	0.27	0.29
总资产收益率（%）	0.65%	0.66%	0.68%	0.59%	0.81%	0.42%	0.46%

观点：

- **经纪业务市场份额再创新高，互联网证券业务成绩斐然。**报告期内公司实现代理买卖证券业务净收入 126.41 亿，同比增长 153%。公司 2015 年股基成交量市场份额再创新高达 8.37%，领先第二名中信证券 2.7 个百分点，进一步扩大领先优势；报告期内公司综合佣金率万二点八，仍然全市场最低水平，与 15 年三季度数值基本一致，表明公司综合佣金率已经触底，几乎没有下行空间。公司是互联网证券龙头，报告期内坚持互联网助推转型的发展战略，进一步优化完善互联网平台功能，积极构建依托全产业链、以客户为导向、为多样化业务产品提供销售和承揽职能财富管理架构和业务体系。截至报告期末，公司移动终端“涨乐财富通”日均活跃客户位居券商类 APP 第一名。
- **信用业务稳妥推进，两融和股权质押余额位列行业第五和第三。**报告期内公司实现利息净收入 40.81 亿，同比增长 71.15%。公司按照逆周期管理思路，积极关注市场风险累计，提前采取风险控制措施，有效保障公司债权安全，积极稳妥推进各项信用业务发展。截至报告期末，母公司两融余额 661.14 亿，市场份额 5.63%，位居行业第五；股票质押式回购业务余额 389.28 亿，位居行业第三。

- **持续推进大投行业务模式, 并购业务项目数量在国内和香港地区均排名第一。**报告期内公司实现证券承销业务净收入 15.51 亿, 同比增长 31.41%, 其中财务顾问业务收入 5.47 亿, 占投行业务收入 24%, 较前期有一定下滑。公司持续推进“专业化分工+体系化协同”的大投行业务模式, 不断强化“客户经理+产品专家+行业专家”的人力资源目标导向, 通过全业务链服务体系, 巩固提升关键行业的客户积累和业内口碑。继续发挥公司并购重组业务的品牌效应和辐射作用, 积极布局资本中介等创新业务, 加大资本介入力度, 有效拓展业务新增长点, 增加客户粘性。
- **资管业务“主动管理”和“产品创新设计”能力不断提升, 多业务领域取得突破。**报告期内华泰资管公司管理的资管规模 6144 亿, 同比增长 78%, 实现净收入 11.97 亿, 同比增长 64.6%, 其中集合资管业务规模同比增长 75%、定向资管业务规模同比增长 76%, 专项资管业务规模同比增长 312%。根据基金业协会数据, 截至报告期末, 公司资管主动管理业务规模 1652 亿, 行业排名第五, 资产管理业务总规模行业排名第三。公司集合资管产品“天天发”日均保有规模创历史新高, 公司还积极推进资产证券化业务, 在两融债权、租赁债权、互联网消费金融等领域形成特色业务。
- **自营风格稳健+量化投资, 权益投资和固定收益双双取得优异投资成绩。**报告期内公司实现自营业务收入 67.57 亿, 同比大增 152%。权益投资方面, 公司加大非方向性投资业务占比, 有效运用各类金融工具和交易技术, 场内量化对冲投资业务持续完善科学的投资研究体系, 期间投资收益率大幅跑赢沪深 300 指数。固定收益投资方面, 公司以 FICC 业务发展战略为引导全面布局创新业务, 期间名义本金成交量 7.4 亿, 净值增长率显著超过中债综合全价指数涨幅。

结论:

我们推荐华泰证券的逻辑。1) 华泰是互联网证券龙头, 经纪业务老大, 成功的互联网战略带来经纪业务市场份额迅速提升, 增加的客户体量又带动了包括资管、两融、财富管理等其他业务, 形成良性循环; 2) 华泰的并购业务全行业排名第一, 投资+投行的综合金融并购模式已经成熟, 资本介入贡献稳定收入, 当前经济转型和国企改革为公司并购业务提供历史性发展机遇, 带动公司大投行业务蓬勃发展; 3) 华泰大资管实力雄厚, 管理规模位居行业第三, 主动管理规模位居全行业第五, 公司强大的产品创新能力和互联网战略助力大资管腾飞; 4) 公司是大券商中估值最低标的之一, 具有很强的防御性和反弹弹性。

我们预测公司 2016、2017 年营业收入为 170 亿、250 亿, 净利润为 77 亿、115 亿, 对应 EPS 分别为 1.07 元、1.61 元, 对应 BPS 分别为 11.51 元、12.64 元。最新 PB 为 1.43X、1.31X, 6 个月目标价为 23 元, 维持“推荐”评级。

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	2014	2015A	2016E	2017E		2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
货币资金	26,394.72	89.8	135,134.06	132,453.	229,037.	营业收入	7,166.	12,06	26,261.	16593.06	25010.
结算备付金	8,371.59	18.2	36,068.78	36,540.0	50,112.0	手续费及佣金净收	4,825.	6,477	14,524.	8,957.19	12,187
交易性金融资产	20,290.50	55.9	131,238.11	113,288.	115,554.	其中: 代理买卖证	3,815.	4,995	12,641.	6,804.00	8,640.
买入返售金融资产	4,735.61	20.7	25,634.53	37,692.2	52,769.1	证券承销业务净收	577.55	1,180	1,551.1	1635.04	2686.2
存出保证金	4,735.61	20.7	6,009.30	6,300.00	8,640.00	受托客户资产管理	314.35	196.5	138.21	407.98	711.16
可供出售金融资产	6,233.49	9.27	38,118.72	33,426.6	8,754.60	利息净收入	1,325.	2,384	4,081.4	1,772.69	3,544.
长期股权投资	3,856.92	1.87	2,673.83	2,874.03	3,305.14	投资净收益	1,546.	1,821			
固定资产	2,298.51	3.30	3,379.02	3,151.71	4,097.22	其中: 对联营企业	219.17	284.9			
无形资产	381.94	401.	424.97	500.99	575.33	公允价值变动净收	-564.3	1,142			
商誉	51.34	51.3	51.34	51.34	51.34	自营业净收入	763.47	2,678	6,757.2	5545.06	8,277.
递延所得税资产	373.69	178.	212.61	257.21	268.25	营业支出	4,250.	6,212	11,991.	6,882.94	9,904.
其他资产	399.87	305.	613.73	1,052.22	1,097.37	营业税金及附加	429.37	660.1	1,722.5	1068.04	1575.6
资产合计	98,248.26	272.	452,614.62	367,588.	474,262.	管理费用	3,818.	5,288	10,121.	5764.04	8,253.
卖出回购金融资产	8,941.33	49.6	33,192.02	83,939.3	109,121.	其他业务成本	27.08	246.7	74.48	50.86	75.03
代理买卖证券款	26,373.74	60.3	128,367.38	123,480.	169,344.	营业利润	2,915.	5,849	14,270.	10,070.1	15,106
应付职工薪酬	1,092.86	1.74	2,807.79	3,836.95	5,755.62	加: 营业外收入	42.55	85.12	85.86	37.3	55.02
应交税费	1,005.09	1.42	2,700.69	2,685.87	3,683.60	减: 营业外支出	21.16	19.83	92.43	10.17	15.01
其他负债	4,831.30	52.1	88,498.45			利润总额	2,937.	5,914	14,263.	10,097.2	15,146
负债合计	61,923.01	230.	371,085.84	285,256.	383,872.	减: 所得税	668.36	1,375	3,465.5	2423.34	3635.1
股本	5,600.00	5.60	7,162.77	7,162.77	7,162.77	净利润	2,268.	4,539	10,797.	7,673.91	11,511
资本公积金	17,167.03	17.2	45,837.76	45,855.9	45,855.9	归属于母公司净利	2,211.	4,486	10,696.	7,673.91	11,511
盈余公积金	1,302.77	1.69	2607.38	3,505.69	4,656.81	每股净资产	6.37	7.37	11.28	11.49	12.62
未分配利润	8,847.16	10,319	15232.02	17,570	22,175	基本每股收益(元)	0.39	0.80	1.49	1.07	1.61
一般风险准备	2,817.44	4.61	6,681.12	8,237.28	10,539.5						
归属于母公司权	35,698.58	41.2	80,784.92	82,332.2	90,390.0						
所有者权益合计	36,325.25	41.9	81,528.77	82,332.2	90,390.0						
负债及股东权益	98,248.26	272.	452,614.62	367,588.	474,262.						

资料来源: 东兴证券研究所

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。