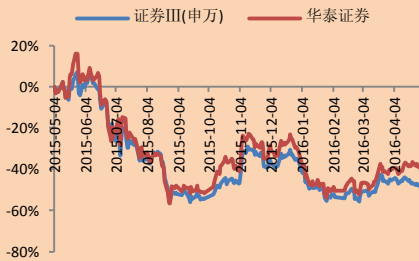




投资评级：增持

报告日期：2016-05-09



汪双秀

0551-65161830

wangshuangxiu92@163.com

S0010512090002

华泰证券（601688）： 战略转型明确 掘金“互联网+”

主要观点：

□ 实力雄厚的一线券商

华泰证券具有庞大的客户基础、领先的互联网平台和全业务链体系，2010年A股上市后，跻身证券行业一级梯队。H股上市后，资本实力大幅增强。业务核心集中在江苏地区，业务触角延伸至县一级。江苏地区经济总量庞大、经济发展迅速、资金充裕，为华泰证券取得良好的经济效益提供了充足的客户资源保障。

□ 证券行业转型势在必行

经纪业务与互联网的结合有其天然的基因，随着互联网金融的兴起和一人多户的放开，行业佣金率进一步下降。国内证券公司业务同质化严重，通道利润逐渐被压缩，摆脱“靠天吃饭”的局面，行业转型势在必行。

□ 经纪及财富管理业务：转型走在行业前列

公司实现低佣金的背后是高达67.42%的经纪业务利润率，反映出公司优秀的成本控制能力。券商触网，技术上难以形成壁垒，客户规模才会形成壁垒。巨量的客户资源，支撑着公司财富管理、主动资管等其他业务的发展，是公司核心竞争力之一。

□ 投行与资管是公司名片

公司并购业务连续3年排名行业第一。依托华泰证券的资本优势和全业务链体系，华泰系大投行以“产品+资本”的综合金融服务模式为客户提供服务。公司资管业务规模高增长，资产证券化业务取得突破。

□ 投资建议

华泰证券的业内最低佣金率以及“互联网+”的策略，有望将佣金率下调的负面影响降至最低。公司的大投行、大资管业务表现出强劲的增长力，业绩提升确定性强。给予增持评级。

盈利预测：

单位：百万元

财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	26262	21238	25260	27385
收入同比 (%)	117.7%	-19.13%	18.93%	8.41%
归属母公司净利润	10697	8523	9537	10236
净利润同比 (%)	138.4%	-20.32%	11.89%	7.32%
ROE (%)	13.1%	9.3%	9.5%	11.2%
每股收益	1.49	0.98	1.25	1.43
P/E	11	19	16	13
P/B	1.45	1.43	1.33	1.29

资料来源：wind、华安证券研究所

目 录

1 实力雄厚的一线券商	4
1.1 国资背景的一线券商.....	4
1.2 区位优势明显.....	5
2 证券行业转型势在必行	6
2.1 证券化率增长空间大.....	6
2.2 “靠天吃饭”，业务雷同.....	7
2.3 佣金率持续下降.....	8
3 公司业务分析	9
3.1 经纪及财富管理业务：转型走在行业前列.....	9
3.2 并购业务：投行的头牌业务.....	12
3.3 资管业务：规模高增长，资产证券化实现突破.....	14
4 投资建议	16
5 风险提示	16

图表目录

图表 1 华泰证券股权结构	4
图表 2 华泰证券行业排名	5
图表 3 证券公司资产 CR ₅	5
图表 4 经纪业务市场集中度	5
图表 5 2015 年公司各地区业务占比	6
图表 6 2015 年各省市 GDP 全国排名	6
图表 7 中国与发达市场的上市公司总市值对比	7
图表 8 中国与发达市场的证券化率对比	7
图表 9 证券行业的收入结构	7
图表 10 券商营业收入与股市成交额	7
图表 11 券商板块走势与 A 股走势	8
图表 12 证券行业佣金率水平	8
图表 13 证券交易所换手率	9
图表 14 换手率对比	9
图表 15 公司净资本与净利润 (亿元)	9
图表 16 2015 年公司的业务结构	9
图表 17 华泰证券市场交易量与市占率	10
图表 18 华泰证券佣金率	10
图表 19 前 20 券商的经纪业务收入及业务利润率	11
图表 20 华泰证券涨乐财富通	12
图表 21 2014 手机证券 APP 前五名	12
图表 22 2011-2016 年并购业务数量与金额	12
图表 23 2011-2016 年并购业务的并购方式	12
图表 24 华泰证券财务顾问业务收入及同比	13
图表 25 华泰证券投行业务收入及利润	13
图表 26 2015 年财务顾问业务券商排名	13
图表 27 2015 年券商投行业务 TOP20	14
图表 28 华泰证券资管业务收入	15
图表 29 华泰证券托管资产规模及同比	15
图表 30 券商资管业务收入 TOP20	15
图表 31 资产证券化存管只数及存管面值	16
图表 32 资产证券化存管证券已上市流通市值及总市值	16

1 实力雄厚的一线券商

华泰证券前身为江苏省证券公司，是一家国内领先的综合性证券集团，具有庞大的客户基础、领先的互联网平台和全业务链体系。

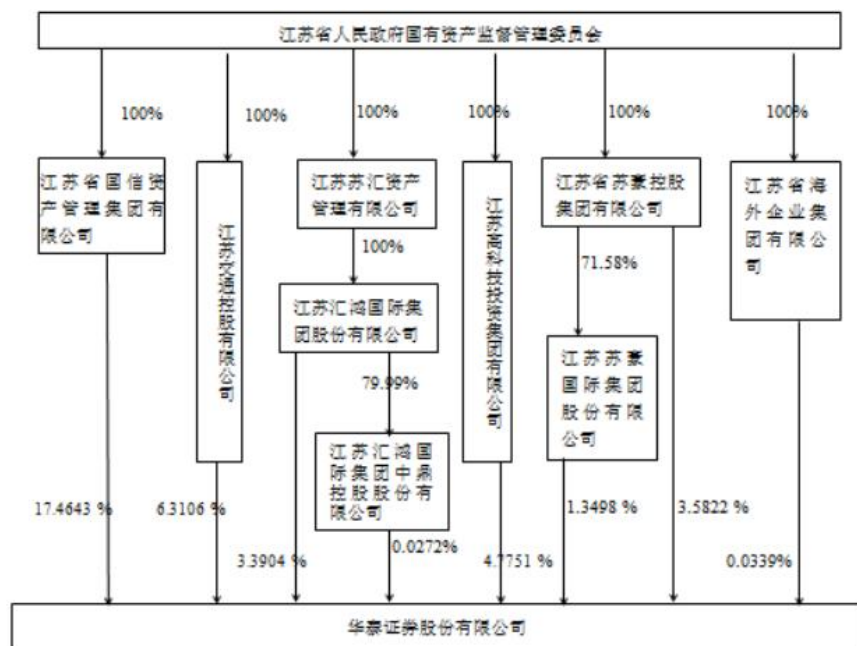
公司于 1991 年 5 月成立。2010 年 A 股上市，2015 年 H 股上市。目前，公司在境内控股华泰联合证券、华泰期货、江苏股权交易中心；在境内外全资设立华泰金融控股（香港）、华泰紫金投资、华泰创新投资、华泰证券（上海）资产管理；参股南方基金、华泰柏瑞基金、江苏银行、金浦产业投资基金以及证通股份。

公司的全产业链业务，以投资银行业务为龙头，以经纪与财富管理业务为基础，以投资与交易业务和资产管理业务为两翼。公司拥有国内规模最大的证券经纪业务、业内领先的互联网平台以及业内第一的并购业务。

1.1 国资背景的一线券商

华泰证券是老牌的证券公司，前身是江苏省证券公司。江苏国资委通过全资控股的江苏国信资产、江苏交通控股、江苏苏汇资产、江苏苏豪控股、江苏高科技投资以及江苏海外企业集团等公司，总共持有华泰证券 36.93% 的股份，是华泰证券的实际控制人。

图表 1 华泰证券股权结构



资料来源：wind、华安证券研究所

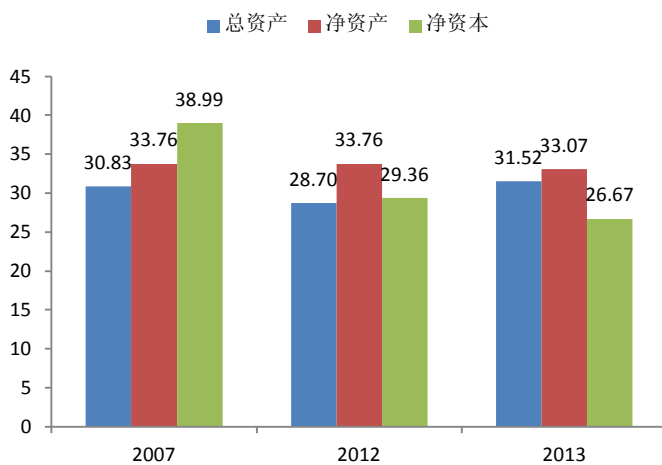
华泰证券 2010 年实现 A 股上市后，跻身证券行业一级梯队。2014 年公司总资产 2004.42 亿元，净资产 370.85 亿元，净资本 197.27 亿元，行业排名分别为第 5 位、第 5 位、第 9 位。2015 年 H 股上市后，资本实力进一步加强，净资本达到 523.62 亿元。

图表 2 华泰证券行业排名

	总资产	净资产	净资本	营业收入	净利润
2014	5	5	9	8	6
2013	5	4	6	7	7
2012	5	4	4	7	8
2011	4	4	4	11	10
2010	7	3	3	10	9
2008	10	10	10	7	11

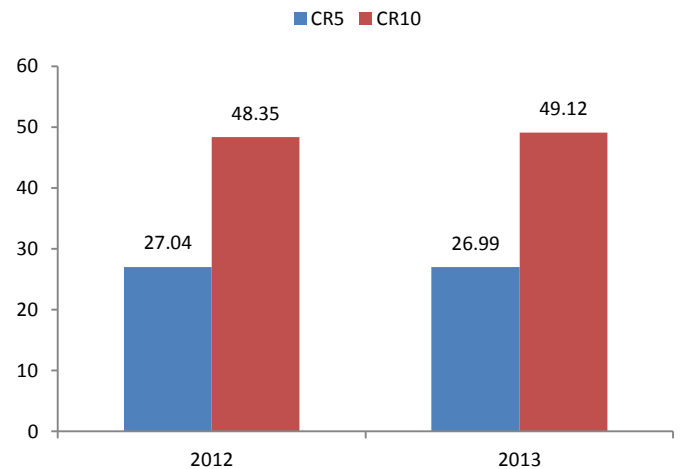
资料来源：wind、华安证券研究所

图表 3 证券公司资产 CR₅



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 4 经纪业务市场集中度



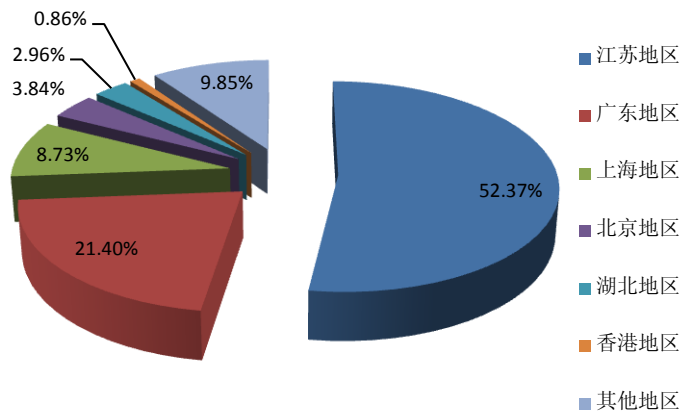
资料来源：wind、华安证券研究所

1.2 区位优势明显

华泰证券前身是江苏证券，早期营业网点基本集中在我国经济发达的江苏省境内。公司总部设在江苏南京，业务核心集中在江苏地区，业务触角延伸至县一级。公司公告显示，2015 年华泰证券营业收入的 52.37% 来源于江苏地区。

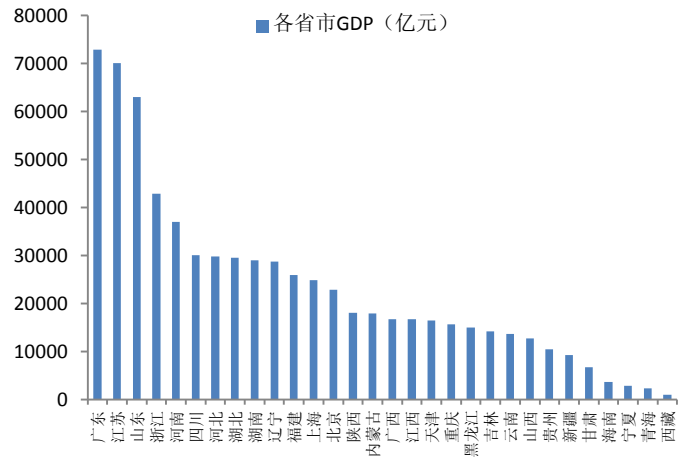
江苏省是国内的经济强省，2015 年广东省以 7.28 万亿元的 GDP 总量位居榜首，江苏省以 7.01 万亿元紧随其后。江苏地区经济总量庞大、经济发展迅速、资金充裕，为华泰证券取得良好的经济效益提供了充足的客户资源保障。

图表 5 2015 年公司各地区业务占比



资料来源: wind、华安证券研究所

图表 6 2015 年各省市 GDP 全国排名



资料来源: wind、华安证券研究所

2 证券行业转型势在必行

中国的资本市场起步较晚，结构体制不尽完善，券商的业务结构较为单一，经纪业务作为通道类业务，收入占比非常高。经纪业务收入与 A 股市场交易量高度相关，造成中国证券行业“靠天吃饭”的局面。随着互联网金融和一人多户竞争压力的倒逼，行业佣金率进一步下降。

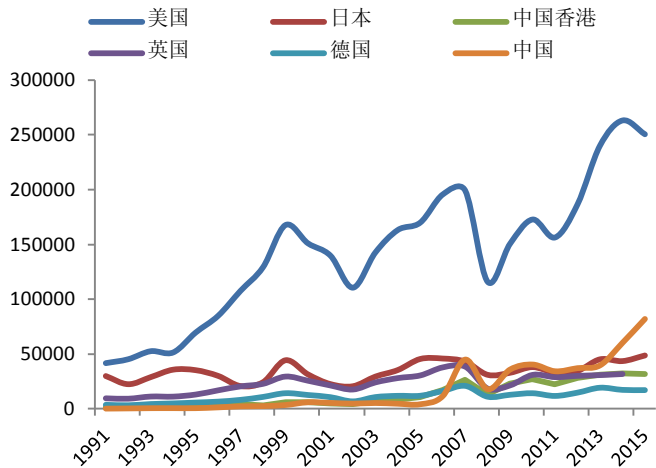
国内券商的互联网转型分为两个阶段：第一阶段是低价获得客户资源，抢占市场份额，第二阶段是提升服务水平，形成细分市场。证券行业正在走完第一步，迈向第二步。国金证券率先和腾讯合作后，从互联网渠道导入客户，2016 年一季度收获券商百强营业部的前两名。正在小范围征求意见的《经纪业务管理办法(草案)》，要求证券公司在中国网站、营业场所公示制定证券交易佣金收取标准，并在证券交易委托协议中与客户约定具体的服务价格，佣金率可能会再下一个台阶。通道利润逐渐被压缩，经纪业务的转型成为券商业务发展的内在需求。

2.1 证券化率增长空间大

中国资本市场起步晚，与发达市场差距明显。美国上市公司总市值和证券化率均处于较高水平。自 1994 年开始，证券化率一路飙升，1999 年达到 173.67%，次贷危机后有所回落，2014 年证券化率为 151.16%。

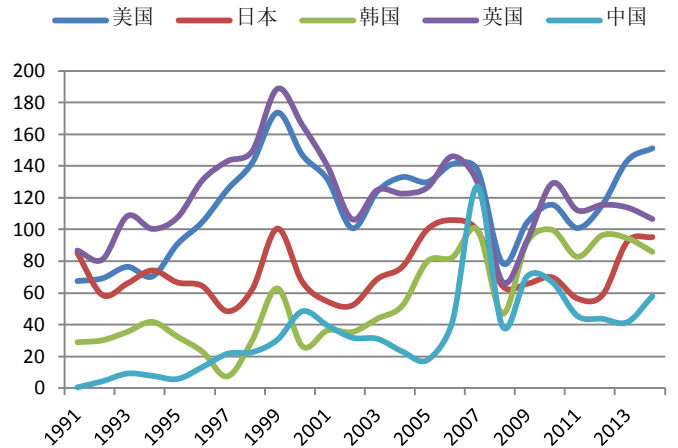
经历 2015 年的牛市后，A 股的上市公司总市值迅速增长，达到 8.18 万亿美元，上市公司总市值占 GDP 的比重由 2014 年的 57.99% 提高至 78.64%，但与发达资本市场仍然差距明显。随着资本市场的制度调整和结构优化，资本市场的扩张速度有望超越 GDP 的增长速度，带动证券化率的持续提高。

图表 7 中国与发达市场的上市公司总市值对比



资料来源: wind、华安证券研究所

图表 8 中国与发达市场的证券化率对比



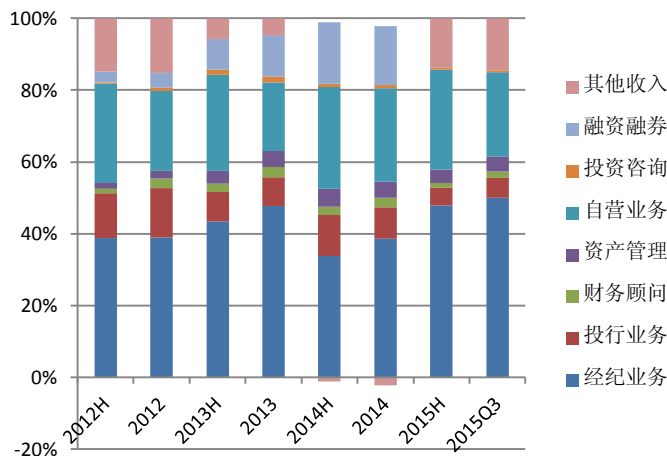
资料来源: wind、华安证券研究所

2.2 “靠天吃饭”，业务雷同

国内证券行业主营业务相对单一，而国外证券行业业务收入多元化，其资产管理业务和资金借贷业务均占有很大比例，企业并购方面的顾问咨询业务在投资银行业务中具有重要地位，衍生品的运用贡献了高额收益；并且各大投资银行都实行差异化经营，突出发展其优势业务，形成了专业化发展趋势。相比较而言，国内证券公司业务基本雷同，同质化严重，缺乏经营特色，抗风险能力较弱，尚未形成核心竞争能力。

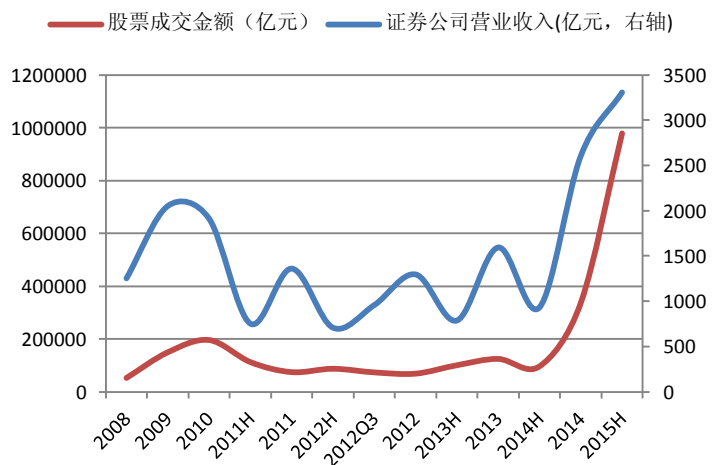
国内券商仍以传统的经纪业务、自营业务为主，经纪业务占据半壁江山，自营业务的收益与股市高度相关，造成券商的营业收入与股市成交额的高度相关。摆脱“靠天吃饭”的局面，提高券商的抗风险能力，行业转型势在必行。

图表 9 证券行业的收入结构



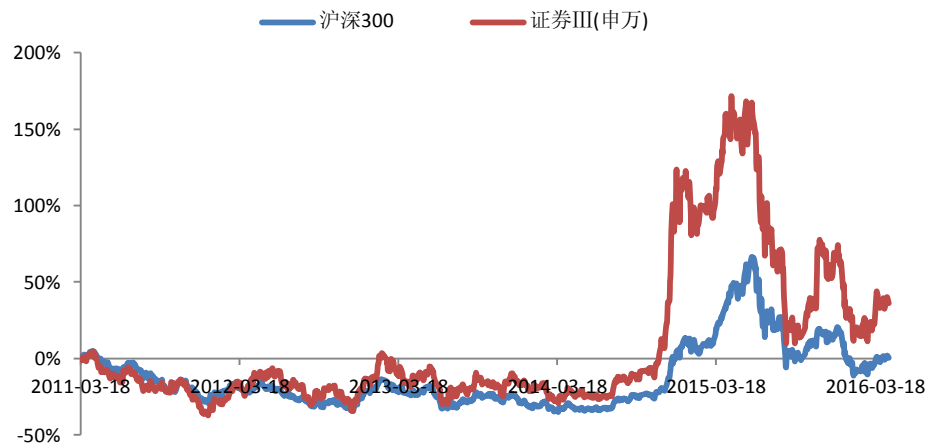
资料来源: wind、华安证券研究所

图表 10 券商营业收入与股市成交额



资料来源: wind、华安证券研究所

图表 11 券商板块走势与 A 股走势



资料来源：wind、华安证券研究所

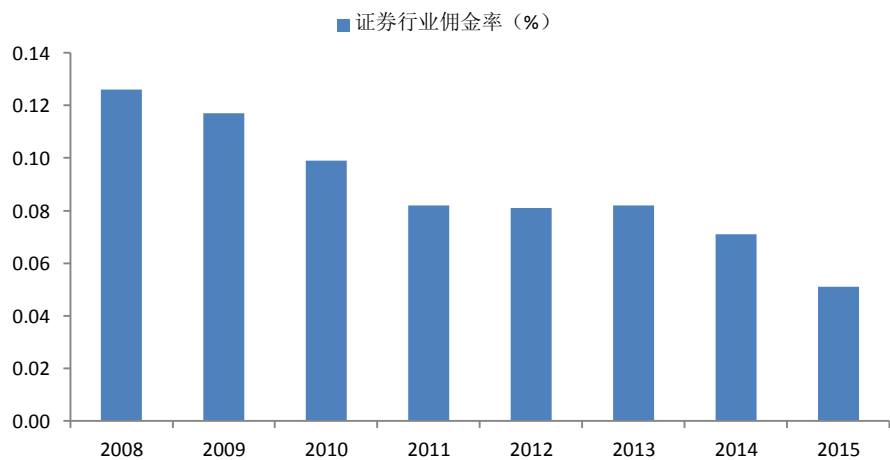
2.3 佣金率持续下降

经纪业务与互联网的结合有其天然的基因：一是中国的年轻人是互联网原住民，习惯互联网的交易方式，而年轻人是长尾客户的主体；二是类似于被互联网颠覆的零售行业，经纪业务增加新用户的边际成本很低甚至为零，拓展客户群的成本低廉。

随着互联网金融的兴起，尤其是一人多户放开后带来的竞争压力，行业佣金率进一步下降。2015 的行业平均佣金率为 0.051%，同比下降 28.16%。同时，A 股换手率存在下调压力。沪深交易所，尤其是深圳交易所，换手率远高于先进资本市场交易所的换手率，也远高于全球的平均水平以及高收入国家的水平。

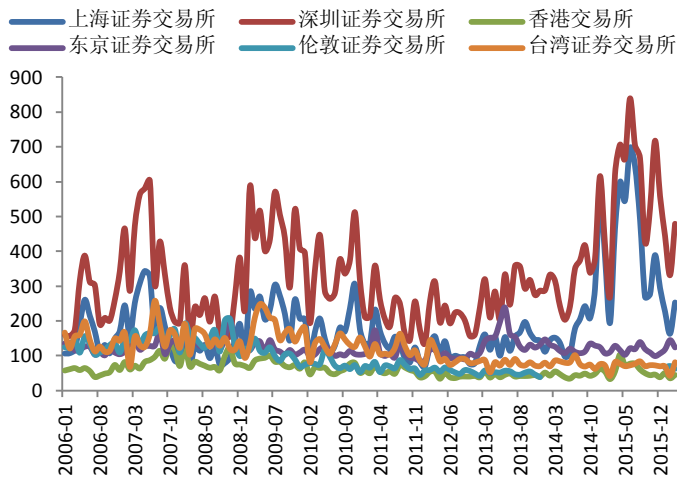
根据客户资源禀赋的不同，未来券商的经纪业务将呈现差异化竞争：一类是转型财富管理，发展高净值客户，延长产业的价值链；一类是转型互联网券商，走大众路线，注重低净值客户的增值服务。

图表 12 证券行业佣金率水平



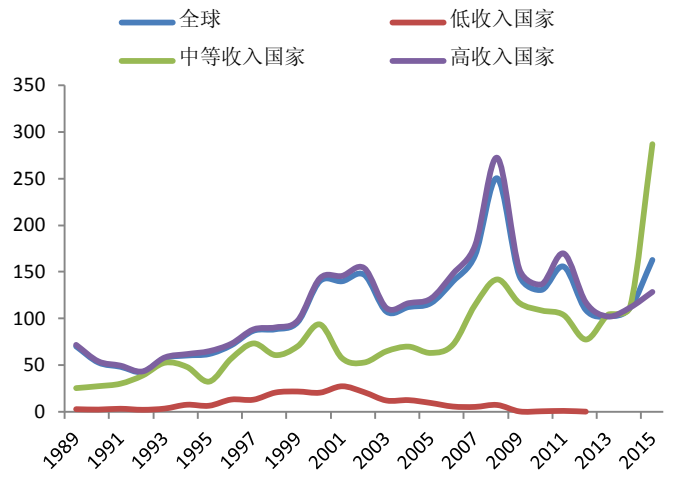
资料来源：wind、华安证券研究所

图表 13 证券交易所换手率



资料来源: wind、华安证券研究所

图表 14 换手率对比

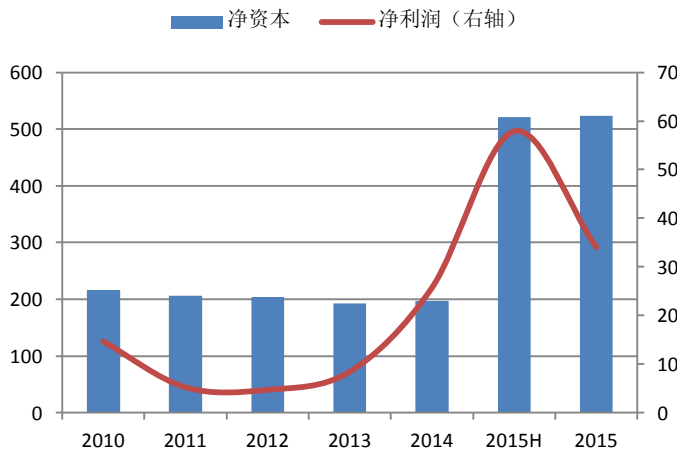


资料来源: wind、华安证券研究所

3 公司业务分析

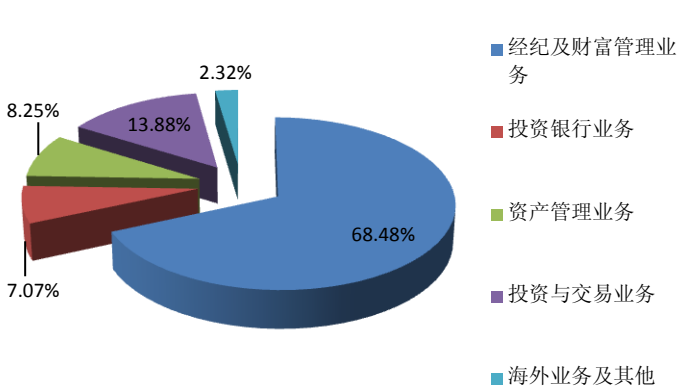
公司是一家国内领先的综合证券集团，具有庞大的客户基础、领先的互联网平台和敏捷协同的全业务链体系。公司的全业务链体系，以投资银行业务为龙头，以经纪与财富管理业务为基础，以投资与交易业务和资产管理业务为两翼。2015年公司实现净利润 33.99 亿元，经纪及财富管理业务占比 68.48%。

图表 15 公司净资本与净利润 (亿元)



资料来源: wind、华安证券研究所

图表 16 2015 年公司的业务结构



资料来源: wind、华安证券研究所

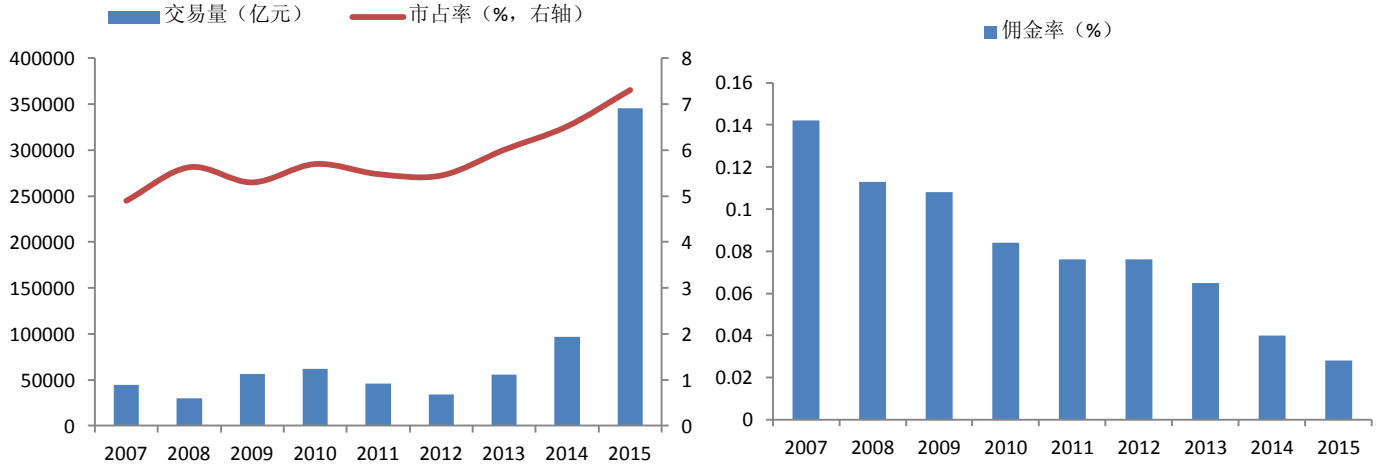
3.1 经纪及财富管理业务：转型走在行业前列

华泰证券以传统业务起家，托管亚洲证券、并购联合证券和信泰证券后，传统业务更具优势。作为业内最早全面推进互联网布局的券商，华泰证券是“互联网+”变革中最大的受益者之一。凭借网易等平台的导流作用，公司经纪业务以量

换价，自 2013 年开始大幅降低佣金率，佣金逐渐降至上市券商最低水平。随着一人多户的放开，公司经纪业务市占率自 2013 年起稳居中国证券业第 1 位。

图表 17 华泰证券市场交易量与市占率

图表 18 华泰证券佣金率



资料来源: wind、华安证券研究所

资料来源: wind、华安证券研究所

公司实现低佣金的背后却是高达 67.42% 的经纪业务利润率，高于上市公司平均水平，反映出公司优秀的成本控制能力。线下方面，公司在行业内率先进行实体网点的全面改革，着力推行轻型营业部。将营业部通过压缩面积、调整职能、集中中后台运营等方式实现了轻型化，以向中高端客户提供专业的财富管理服务为营业部的业务趋向。华泰的轻型营业部已占据半壁江山。线上方面，公司注重从线上引流客户，将线下业务如两融等逐渐转至线上，进一步降低经纪业务的运营成本。

图表 19 前 20 券商的经纪业务收入及业务利润率

序号	券商	经纪业务收入 (亿元)			经纪业务利润 (亿元)			业务利润率(%)	
		2015	2014	同比 (%)	2015	2014	同比 (%)	2015	2014
1	国泰君安	242.38	105.76	129.17	131.44	51.5	155.24	54.23	48.69
2	中信证券	217.12	101.77	113.33	136.67	50.94	168.3	62.95	50.05
3	中国银河	208.34	84.55	146.41	101.3	41.18	146.01	48.62	48.7
4	华泰证券	179.85	78.77	128.33	121.25	45.14	168.6	67.42	57.32
5	广发证券	175.98	71.66	145.57	115.44	40.28	186.56	65.6	56.21
6	国信证券	175.35	63.48	176.23	127.03	37.45	239.23	72.45	58.99
7	海通证券	162.49	71.32	127.82	112.98	41.92	169.5	69.53	58.77
8	招商证券	160.34	67.29	138.29	107.02	31.24	242.55	66.75	46.43
9	安信证券	79.72	31.28	154.86	38.76	9.31	316.2	48.62	29.78
10	光大证券	76.37	28.92	134.07	50.64	16.41	208.6	66.31	57
11	长江证券	59.22	29.61	100.02	32.46	16.15	100.9	54.81	54.57
12	东方证券	52.71	14.66	132.7	36.16	6.38	467.14	68.6	43.48
13	信达证券	35.49	13.71	158.9	26.6	8.39	217.2	74.96	61.18
14	国金证券	34.04	10.7	218.29	24.13	5.43	344.37	70.88	50.77
15	国海证券	31.57	13.99	125.59	20.57	7.75	165.5	65.17	55.37
16	东吴证券	30.26	11.94	153.36	19.01	5.41	251.16	62.81	45.32
17	国元证券	30.09	12.9	133.17	21.09	6.53	223.19	70.09	50.57
18	西部证券	30.01	11.43	162.6	13.75	5.94	131.71	45.82	51.93
19	华安证券	27.34	10.63	157.15	19.21	6.19	210.55	70.27	58.19
20	东兴证券	26.97	11.76	129.83	17.03	5.45	212.45	63.16	46.38
平均		101.78	42.30		63.62	21.94		63.45	51.48

资料来源: wind、华安证券研究所

2014 年, 公司推出了新版的移动理财服务终端“涨乐财富通”, 将其打造成客户“口袋里的理财专家”和承载公司各类业务的平台。“涨乐财富通”在 2014 年新浪网手机证券 App 测评中排名第 1, 成为公司线上营销客户的主要平台。2015 年“涨乐财富通”下载量 932.52 万, 日均活跃用户数 180.12 万, 居券商类 APP 第一名; 自“涨乐财富通”上线以来, 累计下载量 1,101.7 万。同时, “涨乐财富通”引流效果显著, 2015 年客户开户数 238.82 万, 占公司全部开户数的 89.97%; 公司 72.91% 的交易客户通过“涨乐财富通”进行交易。

券商触网, 技术上难以形成壁垒, 客户规模才会形成壁垒。巨量的客户资源, 支撑着公司财富管理、主动资管等其他业务的发展, 是公司核心竞争力之一。

图表 20 华泰证券涨乐财富通



资料来源：涨乐财富通 APP、华安证券研究所

图表 21 2014 手机证券 app 前五名

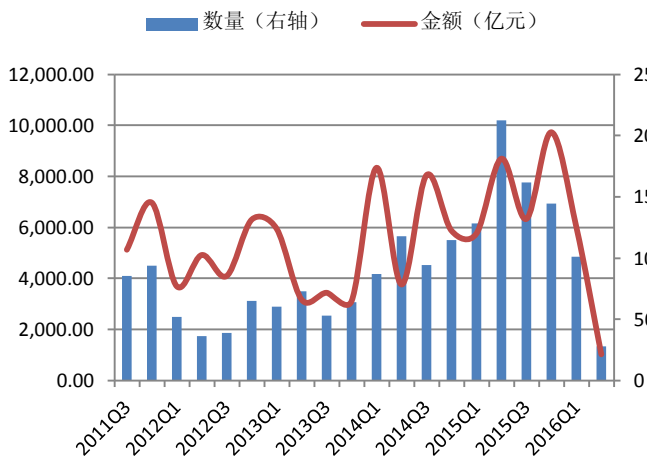
券商 APP 名称	综合得分	名次
华泰涨乐财富通	75.5	1
广发证券易淘金	72	2
兴业证券优理宝	71.5	3
长江证券长江 E 号	70.5	4
国信证券金太阳	68.5	5

资料来源：新浪、华安证券研究所

3.2 并购业务：投行的头牌业务

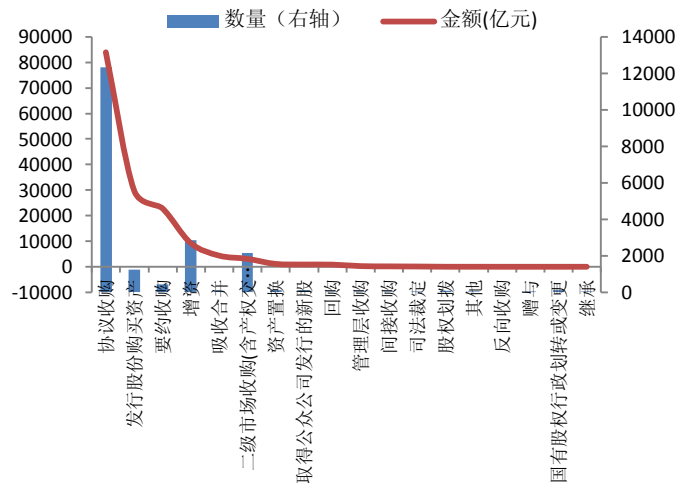
受益于国有企业改制、产业转型升级等因素，中国企业并购重组的交易量和交易金额不断创下新高。自 2011 年至今，并购交易数量共计 19829 件，涉及金额 16.52 万亿元人民币。并购市场的持续升温为券商的投行业务带来大量的业务机会，财务顾问业务获得蓬勃发展。

图表 22 2011-2016 年并购业务数量与金额



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 23 2011-2016 年并购业务的并购方式



资料来源：wind、华安证券研究所

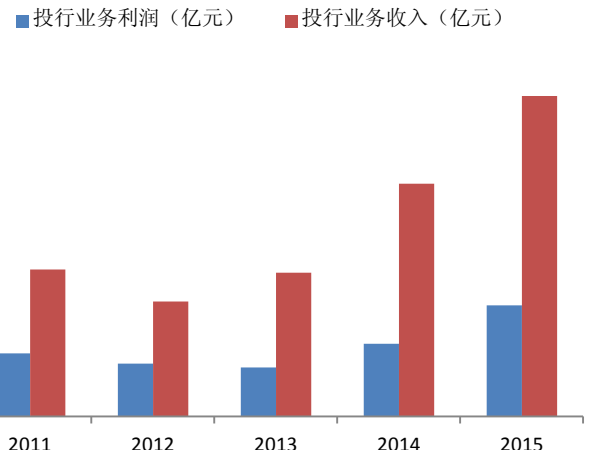
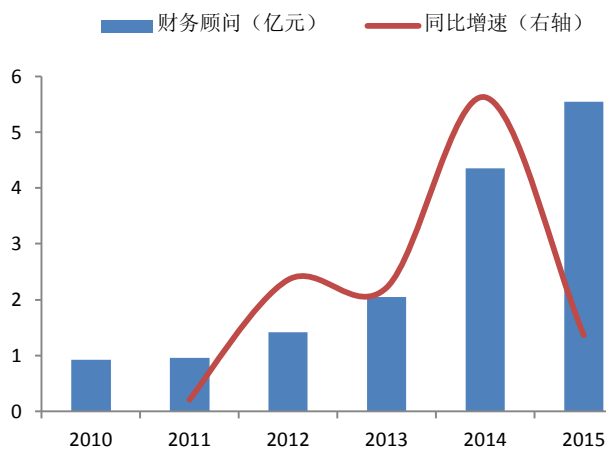
华泰证券拥有专业的投资银行子公司华泰联合证券。自 2011 年公司深度整合投行业务后，与同处行业第一梯队的其他券商相比，公司财务顾问收入在投行业务收入占比超过三成，并购业务逐渐巩固行业龙头地位。按照中国证监会核准的并购交易数量计，公司并购业务自 2012 年起连续 3 年排名行业第一。公司的股权和债券承销金额和数量排名在 2014 年均位居中国证券行业前 10。值得一提的是，2015 年公司主导的并购重组交易案例数量香港地区排名第一。

依托华泰证券的资本优势和全业务链体系，华泰系大投行以“产品+资本”的综合金融服务模式为客户提供服务。2013 年蓝色光标并购博杰广告交易中，华泰联合开创性地引入资本介入的，创新性的交易结构注入华泰紫金投资的过桥贷款。此后在立思辰、蒙草抗旱等并购交易中，华泰证券旗下子公司均进行了融资安排。

多年积累良好的口碑，使华泰联合并购业务拥有广泛的合作伙伴及其他业界资源，公司可以从并购交易的前端入手，帮助客户寻找合适的标的或买家，提高并购交易的效率。华泰联合证券担任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。随着 IPO 的重启并回归常态，以及并购重组市场化机制的逐步完善，投行业务收入增长可期。

图表 24 华泰证券财务顾问业务收入及同比

图表 25 华泰证券投行业务收入及利润



资料来源: wind、华安证券研究所

资料来源: wind、华安证券研究所

图表 26 2015 年财务顾问业务券商排名

排名	机构名称	交易数量	交易金额 (亿元)	市场份额 (%)
1	华泰联合证券有限责任公司	39	2649.04	12.11
2	中信证券股份有限公司	30	2346.64	10.73
3	西南证券股份有限公司	39	1533.39	7.01
4	国泰君安证券股份有限公司	32	1488.21	6.8
5	海通证券股份有限公司	25	1474.84	6.74
6	中国国际金融股份有限公司	11	1256.95	5.75
7	广发证券股份有限公司	38	1156.62	5.29
8	长城证券股份有限公司	12	916.39	4.19
9	摩根士丹利华鑫证券有限责任公司	9	659.92	3.02
10	中信建投证券股份有限公司	42	648.53	2.96

资料来源: wind、华安证券研究所

图表 27 2015 年券商投行业务 TOP20

机构名称	总承销				首发 IPO			定向增发		
	家数	金额(万元)	排名	占比 (%)	家数	金额(万元)	承、保费 (万元)	家数	金额(万元)	承、保费 (万元)
中信证券	52	9,426,754.16	1	9.94	10	1,209,463.31	49,287.50	42	8,217,290.84	69,783.93
国泰君安	48	7,328,453.03	2	7.73	4	272,342.50	15,291.76	44	7,056,110.53	57,639.79
广发证券	50	5,138,686.40	3	5.42	14	461,634.81	43,739.39	36	4,677,051.59	23,235.60
中信建投	49	5,012,852.09	4	5.29	5	286,560.96	17,700.80	43	4,567,400.58	34,146.50
招商证券	42	4,751,530.30	5	5.01	13	497,198.28	42,651.69	29	4,254,332.02	31,912.93
华泰联合	44	4,037,077.74	6	4.26	10	1,165,149.32	43,279.20	34	2,871,928.42	21,462.67
国信证券	44	3,715,238.01	7	3.92	22	1,025,595.68	62,623.83	22	2,689,642.33	14,960.00
西南证券	37	3,555,146.47	8	3.75	6	764,941.70	22,818.28	31	2,790,204.77	26,409.54
海通证券	34	3,347,476.23	9	3.53	9	299,976.72	26,317.83	24	2,989,205.13	23,155.25
中德证券	16	2,909,376.21	10	3.07	5	147,073.76	13,600.60	11	2,762,302.45	21,975.09
瑞银证券	9	2,873,304.83	11	3.03	4	1,410,071.50	30,743.00	5	1,463,233.33	500.00
中国国际 金融	18	2,840,580.53	12	3.00	8	445,916.60	41,422.00	10	2,394,663.93	14,526.86
国金证券	30	2,766,662.97	13	2.92	10	446,523.43	39,792.88	19	1,707,252.49	6,812.50
平安证券	14	2,331,825.09	14	2.46	12	1,198,491.76	49,754.69	2	1,133,333.33	1,955.00
兴业证券	24	1,990,664.96	15	2.10	5	229,607.26	13,894.36	19	1,761,057.70	18,690.42
安信证券	20	1,804,299.93	16	1.90	5	205,128.75	17,600.00	15	1,599,171.18	16,157.90
申万宏源	20	1,723,766.56	17	1.82	6	232,205.37	14,270.75	14	1,491,561.19	12,191.11
中投证券	11	1,586,168.45	18	1.67	5	244,749.51	17,831.00	5	1,242,085.24	13,000.00
东海证券	15	1,516,261.32	19	1.60	2	34,496.40	3,700.00	13	1,481,764.92	15,026.84
光大证券	11	1,439,112.84	20	1.52	7	1,298,750.84	41,887.91	4	140,362.00	1,000.00

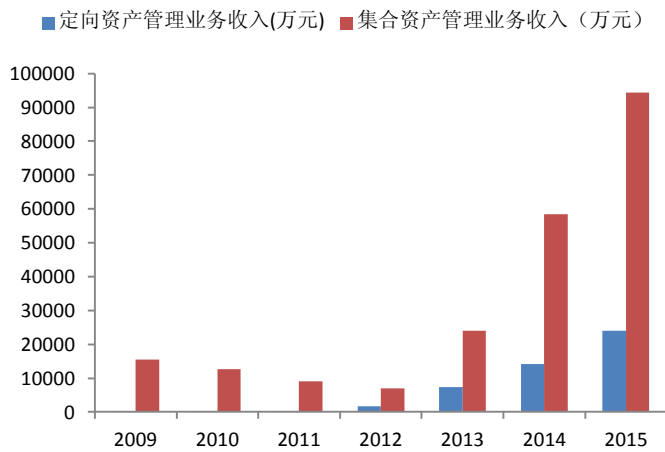
资料来源: wind、华安证券研究所

3.3 资管业务: 规模高增长, 资产证券化实现突破

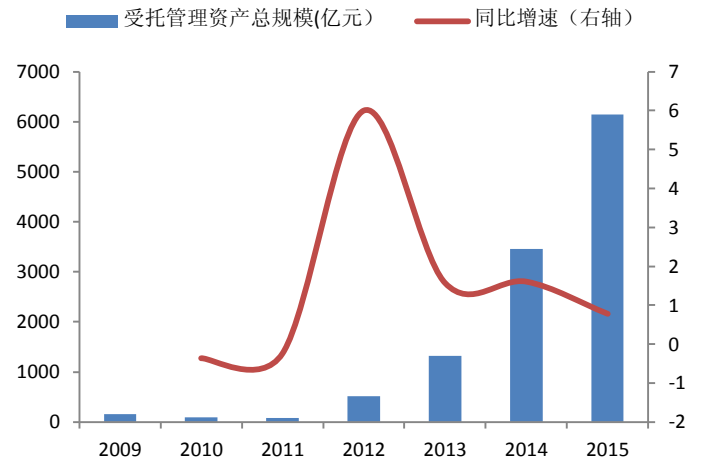
资管新规发布后, 资产管理业务的深度与广度不断提升, 券商资管与银行、基金、信托等机构的合作不断深化, 多元化竞争格局日渐形成。在制度创新和监管放松的重要契机下, 券商资管迅猛发展, 业务规模及业务收入均显著提升。2015 年券商资管业务规模达 11.89 万亿元, 同比增长 49.56%。

华泰证券于 2014 年 7 月设立华泰资管子公司, 注册资本为 3 亿元。目前, 115 家券商中已有 17 家券商成立资管子公司。华泰资管以全业务链战略方针为指导, 以多样化的金融产品满足客户多元化的投融资需求, 实现客户价值的深度变现。凭借总公司庞大的客户资源和互联网经纪业务强大的导流作用, 华泰资管业务规模及业务收入高速增长, 2015 年华泰资管主动管理业务规模行业排名第五, 资产管理业务总规模行业排名第三。集合资产管理计划中, “天天发” 规模不断提升, 日均保有规模创历史新高, 创新综合型理财业务“天天财” 上线, 2015 年合计管理集合资管计划 59 只, 管理规模 1,013.21 亿元。

基金公司资产管理业务方面, 公司持有南方基金 45% 的股权和华泰柏瑞的 49% 的股权。2015 年, 南方基金实现净利润 8.31 亿元, 华泰柏瑞基金 1.64 亿元。

图表 28 华泰证券资管业务收入


资料来源: wind、华安证券研究所

图表 29 华泰证券托管资产规模及同比


资料来源: wind、华安证券研究所

图表 30 券商资管业务收入 TOP20

序号	券商	资管业务收入(亿元)			资管业务利润(亿元)			业务利润(%)	
		2015	2014	同比(%)	2015	2014	同比(%)	2015	2014
1	中信证券	77.24	61.11	26.39	39.11	31.73	23.26	50.63	51.91
2	广发证券	58.26	20.66	182.03	31.58	12.16	159.82	54.21	58.85
3	海通证券	35.15	18.37	91.4	17.59	11.28	55.97	50.03	61.4
4	兴业证券	25.12	11.18	124.74	13.72	6.59	108.37	54.63	58.92
5	国泰君安	23.82	13.14	81.18	13.3	3.26	308.13	55.86	24.8
6	光大证券	22.31	4.25	141.91	14.64	1.98	639.67	65.6	47
7	东方证券	21.91	3.05	383.04	11.5	0.18	6340.88	52.49	5.86
8	华泰证券	21.66	12.98	66.85	16.4	10.71	53.15	75.71	82.48
9	招商证券	11.74	3.77	41.11	5.56	3.02	83.88	47.31	80.18
10	安信证券	7.32	3.23	126.72	2.97	0.18	1507.42	40.6	5.73
11	西南证券	7.13	1.1	545.61	6.42	0.25	2502.38	90.09	22.35
12	浙商证券	6.32	3	110.35	2.29	1.19	91.79	36.19	39.69
13	国信证券	6.17	2.88	113.86	3.97	1.5	164	64.4	52.17
14	东兴证券	5.38	2.49	116.16	2.21	1.36	62.43	41.09	54.69
15	第一创业	4.88	3.47	40.65	2.83	1.56	81.76	58	44.88
16	中国银河	4.66	1.9	145.27	0.81	0.39	108.1	17.36	20.46
17	东吴证券	4.3	1.86	130.96	1.24	0.1	1165.6	28.9	5.27
18	国金证券	4.28	1.76	143.11	1.45	0.76	90	33.83	43.29
19	长江证券	3.27	1.6	104.46	2.32	0.74	212.85	70.75	46.24
20	山西证券	3.06	0.94	227.5	2.17	0.6	264.07	70.89	63.77

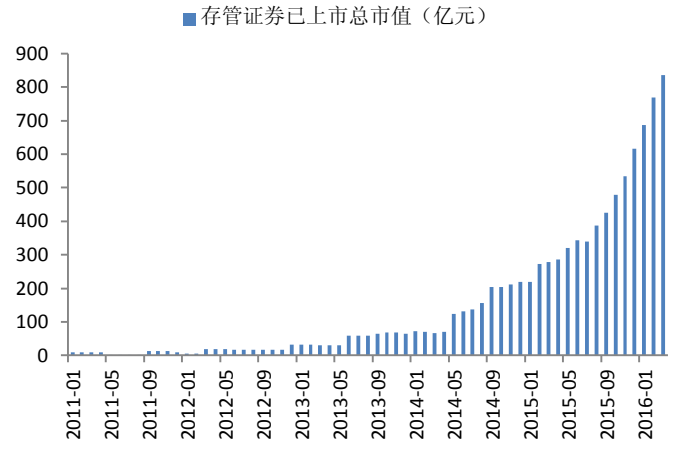
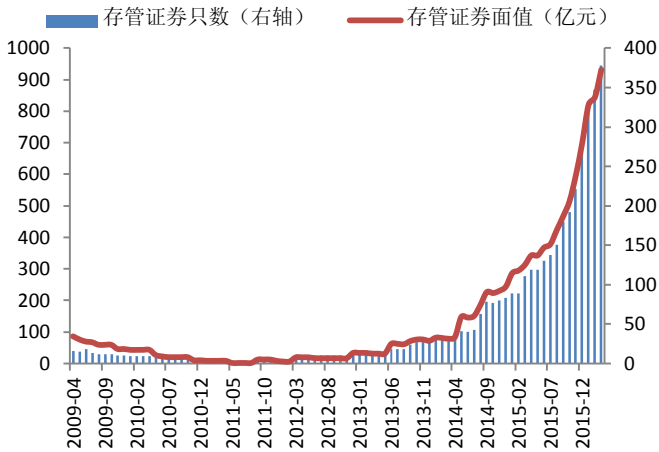
资料来源: wind、华安证券研究所

券商资管的资产证券化业务发展空间巨大。资产证券化业务的兴起将有效拓宽券商的收入来源, 实现券商业务的多元化。2015年, 我国共发行 1386 只资产证券化产品, 总金额 5930.39 亿元, 同比增长 79%。

华泰资管积极拓展资产证券化业务，2015 年连续推出 10 个项目，多个项目具有行业开创性。华泰携手国君发布两融资产 ABS，是国内首单以券商两融业务为基础资产的资产证券化业务；2015 年 10 月挂牌深交所的京东白条资产证券化项目，是资本市场首个基于互联网消费金融资产的资产证券化项目。

图表 31 资产证券化存管只数及存管面值

图表 32 资产证券化存管证券已上市流通市值及总市值



资料来源: wind、华安证券研究所

资料来源: wind、华安证券研究所

4 投资建议

我们认为证券行业处于加速变革期，政策的调整和互联网券商的搅局，券商佣金率有进一步降低的可能。华泰证券的业内最低佣金率以及“互联网+”的策略，有望将这种负面影响降至最低。公司的大投行、大资管业务表现出强劲的增长力，业绩提升确定性强。给予增持评级。

5 风险提示

市场出现大幅下跌，日均交易量不达预期。

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。