



东兴证券
DONGXING SECURITIES

经纪投行优势稳固，收购 AssetMark即将收官

——华泰证券（601688）2016年三季度报点评

2016年11月01日

强烈推荐/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2016年前三季度实现营业收入122.16亿，同比下降38.56%，归属于母公司股东的净利润48.10亿，同比下降44.32%。公司第三季度实现营业收入48.60亿，同比下降7.21%，环比增长22.53%，归属于母公司股东的净利润19.69亿，同比增长0.22%，环比增长23.46%。截至2016年9月底，公司资产总额3878.48亿，较年初下降14.31%，归属于母公司股东权益821.84亿，较年初上升1.73%。公司业绩符合预期。

公司分季度财务指标

指标	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3
营业收入（百万元）	4908.69	9735.56	5238.02	6379.67	3389.45	3966.32	4860.25
增长率（%）	126.98%	341.19%	86.35%	30.67%	-30.95%	-59.26%	-7.21%
毛利率（%）	54.89%	62.82%	51.35%	43.42%	49.42%	53.79%	54.31%
营业利润率（%）	54.89%	62.82%	51.35%	43.42%	49.42%	53.79%	54.31%
净利润（百万元）	2034.81	4683.76	1985.29	2094.05	1299.16	1644.39	2010.37
增长率（%）	151.20%	547.81%	73.25%	12.53%	-36.15%	-64.89%	01.26%
每股盈利（季度，元）	0.36	0.65	0.27	0.29	0.17	0.22	0.27
总资产收益率（%）	0.59%	0.81%	0.42%	0.46%	0.31%	0.41%	0.52%

观点：

- **经纪业务领头羊地位持续巩固，佣金率企稳。**前三季度公司实现代理买卖证券业务净收入42.06亿，同比下降58.32%；第三季度同比下降55.56%，环比下降5.27%。截至三季度末公司股基市场份额8.33%，领先第2名中信证券2.6个百分点，继续保持其领头羊优势；公司综合佣金率万二点四，与年中水平基本持平，仍然全市场最低水平。
- **投行业务同比环比均实现大幅增长，并购重组交易数量保持行业第1。**前三季度公司实现投行业务净收入13.53亿，同比增长53.05%；第三季度同比增长91.2%，环比增长53.21%。公司持续推进“专业化分工+体系化协同”的大投行业务模式，充分发挥并购重组业务的品牌效应和辐射作用，持续提供优质服务并带动其他业务发展，加大资本中介力度，充分发挥公司资本、并购基金和产业基金的效能，促进创新业务发展。前三季度公司完成完成股权承销金额550亿元，行业排名第2；债权融资方面，完成52只公司债和4只企业债；并购重组业务方面，公司主导的并购重组交易数量继续保持行业排名第1。
- **资管业务增速强劲，信用业务市场份额实现跨越式增长。**前三季度公司实现资产管理业务净收入2.53

亿，较年初增长 83.23%。报告内公司出资 16 亿元将华泰资管公司注册资本由 10 亿增至 26 亿，公司资管业务行业竞争力将大大提高。信用业务方面，公司持续加强逆周期风险调节，不断升级产品内涵、加强业务创新。前三季度公司实现利息净收入 24.64 亿，同比下降 32.88%；第三季度同比增长 1.56%，环比增长 2.35%。截至报告期末母公司两融余额 511.62 亿，市场份额 5.87%，较去年同期提高了 0.48 个百分点，位居行业第 2，实现跨越式增长；股票质押市值 585.7 亿元，位列行业第 4。

- **自营业务亮眼，同比数据大幅改善。**前三季度公司实现自营业务收入 34.34 亿，同比下降 17.20%；第三季度同比增长 127.16%，环比增长 68.44%。在控制方向性交易规模的前提下，公司继续大力发展非方向性投资业务，推进 FICC 业务战略布局，积极开展场内量化投资交易业务转型，大力推进场外衍生品业务，实现业务协同发展。
- **收购 AseetMark，财富管理再下一城。**公司拟通过全资子公司华泰金控（香港）收购美国金融科技公司 AssetMark 的全部股份，华泰金控（香港）港币 78 亿增资已获证监会证券基金机构监管部的无异议批准函，正式交割即将完成。本次收购对华泰有重要战略价值，AssetMark 在投资管理和投顾领域的专长和理念与华泰财富管理转型战略意图相一致。收购 AssetMark，华泰在财富管理战略转型中走出领先一步，从量变到质变。

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二，主动管理规模位居全行业第四，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) 7.8 亿美元收购美国金融科技巨头 AssetMark，具备在财富管理转型率先突围的潜质；5) 公司是大券商中估值最低标的、弹性最大的标的之一，具有很强的防御性和反弹弹性。

我们预测公司 2016、2017、2018 年营业收入为 163 亿、205 亿、253 亿，净利润为 67 亿、84 亿、104 亿，对应 EPS 分别为 0.94 元、1.17 元、1.45 元，对应 BVPS 分别为 11.59 元、12.53 元、13.83 元。最新 PB 为 1.73X、1.60X、1.45X，目标价为 23 元，维持“强烈推荐”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				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	89865	13513	124440	128832	153720	营业收入	12062	2626	16342	20474	25257
结算备付金	18217	36069	22399	23190	27670	手续费及佣金净收	6477	1452	8577	8989	10673
交易性金融资产	56000	13123	85070	87631	91136	其中: 代理买卖证	4996	1264	6222	5926	6149
买入返售金融资产	20710	25635	30761	36914	44296	证券承销业务净收	1180	1551	1941	2492	3552
存出保证金	4483	6009	7466	7730	9223	受托客户资产管理	197	138	329	480	865
可供出售金融资产	9276	38119	41126	42336	50803	利息净收入	2385	4081	3538	5639	6906
长期股权投资	1874	2674	3342	4178	5222	投资净收益	1821	7893			
固定资产	3304	3379	3717	4089	4497	其中: 对联营企业	285	420			
无形资产	401	425	430	430	430	公允价值变动净收	1142	(716)			
商誉	51	51	51	51	51	自营业务净收入	2679	6757	3736	5130	6922
递延所得税资产	179	213	194	207	233	营业支出	6213	1199	7400	9271	11437
其他资产			66460	21933	24814	营业税金及附加	660	1723	981	1228	1515
资产合计	272226	45261	385458	357519	412097	管理费用	5288	1012	6373	7985	9850
卖出回购金融资产	49668	33192	18256	19168	20127	其他业务成本	247	74	46	57	71
代理买卖证券款	60399	12836	80886	83741	99918	营业利润	5850	1427	8942	11203	13821
应付职工薪酬	1741	2808	2346	2520	3109	加: 营业外收入	85	86	54	68	83
应交税费	1430	2701	1341	1680	2072	减: 营业外支出	20	92	57	72	88
其他负债	52104	88498	199609	160663	187839	利润总额	5915	1426	8939	11199	13816
负债合计	230282	37108	302438	267772	313064	减: 所得税	1375	3466	2235	2800	3454
股本	5600	7163	7163	7163	7163	净利润	4540	1079	6704	8399	10362
资本公积金	17221	45838	46644	47491	49523	归属于母公司净利	4486	1069	6704	8399	10362
盈余公积金	1693	2607	3278	4118	5154	每股净资产 (元)	7.37	11.28	11.59	12.53	13.83
未分配利润	10319	15232	17914	21273	25418	基本每股收益 (元)	0.80	1.49	0.94	1.17	1.45
一般风险准备	4612	6681	8022	9702	11774						
归属于母公司权	41299	80785	83020	89747	99032						
所有者权益合计	41944	81529	83020	89747	99032						
负债及股东权益	272226	45261	385458	357519	412097						

资料来源: wind, 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。