

审慎推荐-A (维持)

华泰证券 601688.SH

目标估值: 19.5-19.5 元

当前股价: 16.81 元

2017年03月31日

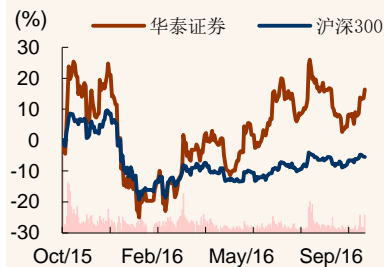
互联网券商龙头优势逐步扩散, 投行、资管崛起

基础数据

| | |
|------------|-----------|
| 上证综指 | 3210 |
| 总股本(万股) | 716277 |
| 已上市流通股(万股) | 544372 |
| 总市值(亿元) | 1204 |
| 流通市值(亿元) | 915 |
| 每股净资产(MRQ) | 11.8 |
| ROE(TTM) | 7.4 |
| 资产负债率 | % |
| 主要股东 | 江苏省国信资产管理 |
| 主要股东持股比例 | 17.46% |

股价表现

| | | | |
|------|----|-----|-----|
| % | 1m | 6m | 12m |
| 绝对表现 | -8 | -7 | 5 |
| 相对表现 | -7 | -12 | -2 |



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《华泰证券(601688)——总体业绩崭露头角, 经纪业务首遭困境》2016-10-29
- 2、《华泰证券(601688)——中报业绩可圈可点, 期待互金发展开花结果》2016-08-20
- 3、《华泰证券(601688)——经纪业务平价战略结合大数据表现好于预期》2015-11-01

郑积沙

zhengjisha@cmschina.com.cn
S1090516020001

马鲲鹏

makunpeng@cmschina.com.cn
S1090516030003

- 公司发布 2016 年报: 营业收入 169 亿, 同比降 36%; 归母净利润 62.7 亿, 同比降 41%; 摊薄后 ROE 7.5%, EPS 为 0.88 元。
- 经纪业务龙头霸主, 继续深化向财富管理转型。互联网经纪业务作为公司标签, 16 年实现收入 54.29 亿, 同比降 57%, 收入占比 32%, 仍是公司最大收入支撑点。“涨乐财付通”继续攻城掠地, 市占率 8.85%, 连续 3 年蝉联榜首, 较 15 年增加 0.5 个百分点, 遥遥领先其余竞争对手; 佣金率 2.25%, 同比降 21%。在价格战的背后公司迅速推动线下网点功能转换、深入对接 AssetMark 管理和服务体系, 加快财富管理布局, 深挖客户潜在价值, 三驾马车并驾增厚业务收入, 清晰、完善的战略驱使公司继续领跑行业。
- 大投行一体化运营, 并购保持领跑地位。投行继续转型创新, 客户粘性持续增强, 全年收入 20.97 亿, 同比增 35%。股权承销额 794 亿, 行业第三; 债券承销额呈现爆发式增长, 同比增 170%至 1716 亿, 行业第七; 并购重组数量行业第一, 金额行业第三, 继续保持领跑姿势。公司 IPO 项目储备 18 个, 未来将极大受益 IPO 加速、债市扩容、国企改革等利好, 投行业绩无忧。
- 信用业务表现不俗, 自营有望独善其身。信用业务逆市上扬, 全年收入 34.84 亿, 同比增 15%, 其中两融余额 551.43 亿, 行业第二, 股质押规模 690 亿, 行业第三, 依托庞大的经纪业务客户群, 业务未来表现毋庸置疑。自营收入 39.76 亿, 同比下降 41%, 远好于行业平均, 公司自营股债杠杆皆处于行业较低水平, 稳健的风格将有望在不确定的市场环境独善其身。
- 资管小宇宙爆发跻身行业第一方阵, 未来发展空间十足。公司加大业务创新力度, 业绩增速一鸣惊人, 全年收入 10.4 亿, 同比暴增 447%。资产管理规模 8833 亿, 同比大增 44%, 其中集合资管 1295 亿, 同比增 28%, 但占比仅 15%, 提升空间巨大。未来将通过提升主动管理能力, 保持目前发展势头。
- 稳步推进国际化发展战略, 加快本土资源和国际市场对接。公司完成美国 AssetMark 公司收购事宜, 国际化布局正加速。未来通过跨境并购实现投行业务突破, 通过境内外财富管理平台抓住居民全球化资产配置需求。

我们维持对公司审慎推荐的评级。基于: (1) 经纪业务持续引领行业; (2) 投行极大受益 IPO 加速、债市扩容、国企改革; (3) 收购 AssetMark 提升公司资管业务实力和 IT 系统, 加速布局国际化业务。通过分部估值法测算公司 17 总市值 1400 亿, 目标价 19.5 元, 上升空间 16%, 对应 17 年 18.7XPE、1.7XPB。
风险提示: 交易量大幅下滑

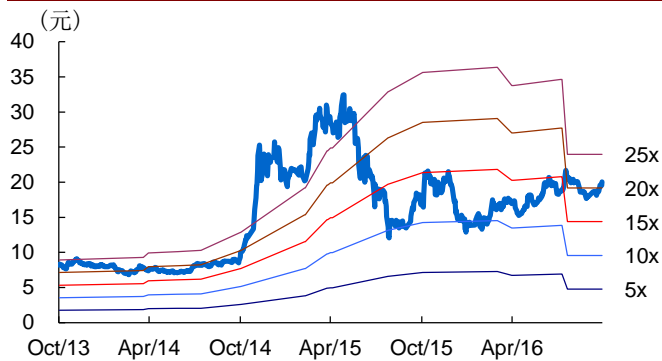
| P | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 12062 | 26262 | 15160 | 18765 | 21940 |
| 同比增长 | 81% | 92% | -45% | 13% | 12% |
| 营业利润(百万元) | 5850 | 14270 | 8337 | 11122 | 13449 |
| 同比增长 | 92% | 110% | -52% | 23% | 20% |
| 净利润(百万元) | 4486 | 10697 | 6249 | 8338 | 10083 |
| 同比增长 | 116% | 75% | -51% | 23% | 20% |
| 每股收益(元) | 0.8 | 1.49 | 0.87 | 1.16 | 1.41 |
| PE | 25 | 13 | 23 | 17 | 14 |
| PB | 2.72 | 1.78 | 1.71 | 1.56 | 1.4 |

表 1: 盈利预测简表

| 单位: 百万元 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E |
|-----------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 12062 | 26262 | 16,917 | 18,808 | 20,961 |
| 手续费及佣金净收入 | 6,477 | 14,525 | 8,848 | 9,855 | 10,508 |
| 其中: 代理买卖证券业务净收入 | 4,996 | 12,641 | 5,429 | 5,666 | 6,140 |
| 证券承销业务净收入 | 1,180 | 1,551 | 2,097 | 2,299 | 2,349 |
| 受托客户资产管理业务净收入 | 197 | 138 | 1,040 | 1,036 | 1,227 |
| 利息净收入 | 2,385 | 4,081 | 3,484 | 4,073 | 5,086 |
| 总投资收益 | 2,964 | 7,177 | 4,430 | 4,873 | 5,360 |
| 营业支出 | 5,288 | 10,122 | 8,519 | 8,581 | 9,446 |
| 营业利润 | 5850 | 14270 | 8,398 | 10,227 | 11,515 |
| 净利润 | 4486 | 10697 | 6,271 | 7,460 | 8,400 |
| 每股收益 | 0.8 | 1.49 | 0.88 | 1.04 | 1.17 |

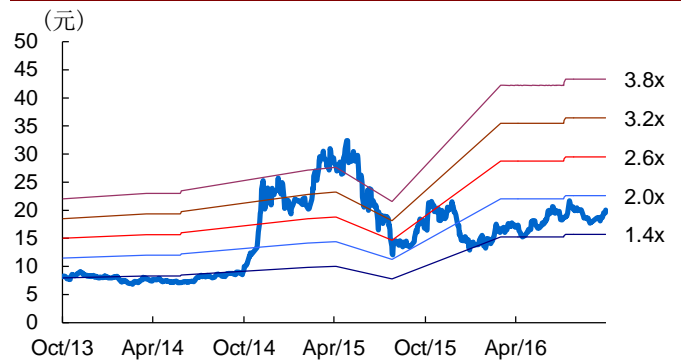
资料来源: wind、招商证券

图 1: 华泰证券历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 华泰证券历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

郑积沙，美国纽约大学克朗数学研究所硕士。曾就职于招商财富投资管理部。2015 年加入招商证券，从事非银行金融行业研究。2015 年获得金牛奖第五名（团队），2016 年获得新财富、金牛奖、IAMAC 等评选第二名（团队）。

马鲲鹏，金融行业首席分析师，对大金融行业全局性策略研究和银行业研究有深刻认识和丰富经验，英国杜伦大学金融与投资学硕士，西南财经大学保险学学士。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。