

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: 16.9 元

2017 年 04 月 27 日

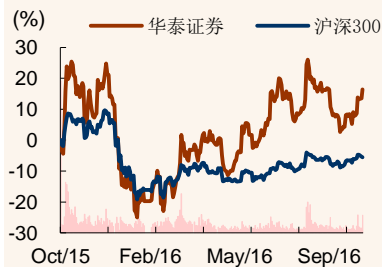
经纪业务霸主，资管崛起猛如虎

基础数据

上证综指	3152
总股本(万股)	716277
已上市流通股(万股)	544372
总市值(亿元)	1211
流通市值(亿元)	920
每股净资产(MRQ)	12.1
ROE(TTM)	7.3
资产负债率	77.0%
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	-0	-13	-2
相对表现	1	-16	-10



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 2017 年一季报: 营业收入 37.84 亿, 同比增 11.65%; 归母净利润 13.3 亿, 同比增 6.71%; 摊薄后 ROE1.56%, EPS 为 0.1857 元。
- 资管自营双轮驱动业绩正增长, 收入结构持续改善。17Q1 归母净利润 13.3 亿元, 同比增长 6.71%。经纪业务收入 10.59 亿, 同比降 29%; 投行业务收入 3.91 亿, 同比降 21%。虽经纪、投行双双下滑, 但因资管崛起猛如虎, 同时自营投资收益大幅改善, 双轮驱动净利润实现正增长。资管业务收入 5.70 亿, 同比暴增 8.6 倍, 自营业务实现投资净收益 8.95 亿, 同比大增 84%。信用业务收入 6.74 亿, 同比增 3%。公司收入结构优化, 经纪业务贡献营收 28%, 同比降 16 个百分点, 资管业务贡献营收 15%, 同比增 13 个百分点。
- 经纪业务龙头霸主, 持续深化向财富管理转型。17Q1 实现收入 10.59 亿, 同比降 29%, 收入占比 28%, 同比降 16 个百分点。17Q1 市占率 7.81%, 同比下降 0.5 个百分点, 但霸主地位无人撼动; 佣金率 2.39%, 同比降 8%。互联网经纪业务为公司标签, 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, 三驾马车并驾齐驱业务收入, 驱使公司继续领跑行业。
- 资管业务崛起猛如虎, 护航 17 年业绩。2016 年是公司资管爆发元年, 凭借 10.4 亿收入成功跻身行业第一梯队。17 年延续 16 年猛增之势, 仅一季度实现收入 5.70 亿, 同比猛增 8.6 倍, 贡献营收 15%, 明显高于行业平均, 且首次超过投行业务收入, 为一季度净利润正增长的最大驱动因素。未来公司将进一步提升主动管理能力, 加大业务创新力度, 资管崛起势不可挡, 为 17 年业绩保驾护航。
- 自营业务大幅改善, 信用业务稳中前行。自营业务一季度大放异彩, 投资净收入 8.95 亿, 同比增 84%, 公司自营股债杠杆皆处于行业较低水平, 稳健的风格使面临不确定的市场环境下表现可圈可点。信用业务收入 6.74 亿, 同比增 3%, 两融余额 526.76 亿, 行业第三, 依托庞大的经纪业务客户群, 未来表现不必担忧。
- 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) 资管业务势如破竹, 收购 AssetMark 提升公司资管业务实力, 加速布局国际化业务; (3) 信用、自营可圈可点, 收入结构持续改善。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 15%, 对应 17 年 18.8XPE、1.6XPB。风险提示: 交易量大幅下滑

P/B	2014	2015	2016	2017E	2018E
营业收入(百万元)	12062	26262	16917	18808	20961
同比增长	68%	118%	-36%	11%	11%
营业利润(百万元)	5850	14270	8398	10227	11515
同比增长	101%	144%	-41%	22%	13%
净利润(百万元)	4486	10697	6271	7460	8400
同比增长	103%	138%	-41%	19%	13%
每股收益(元)	0.8	1.49	0.88	1.04	1.17
PE	21.1	11.3	19.3	16.2	14.4
PB	2.29	1.50	1.43	1.44	1.31

表 1：华泰证券利润简表

百万元	2014	2015	2016	2017E	2018E
一、营业收入	12,062	26,262	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：经纪业务佣金净收入	4,996	12,641	5,429	5,666	6,140
投行业务佣金净收入	1,180	1,551	2,097	2,299	2,349
资产管理业务佣金净收入	197	138	1,040	1,036	1,227
利息净收入	2,385	4,081	3,484	4,073	5,086
投资净收益	1,821	7,893	4,770	5,247	5,771
其中：对联营合营公司投资收益	285	420	454	529	582
公允价值变动净收益	1,142	-716	-340	-374	-411
汇兑净收益	3	370	-14	-8	-8
其他业务收入	234	108	169	15	15
二、营业支出	6,213	11,992	8,519	8,581	9,446
营业税金及附加	660	1,723	451	501	558
业务及管理费	5,288	10,122	8,013	8,080	8,888
资产减值损失	18	73	-37	-10	-10
其他业务成本	247	74	93	10	10
三、营业利润	5,850	14,270	8,398	10,227	11,515
加：营业外收入	85	86	213	12	12
减：营业外支出	20	92	18	16	16
四：利润总额	5,915	14,264	8,593	10,223	11,511
减：所得税费用	1,375	3,466	2,074	2,467	2,778
五、净利润	4,540	10,798	6,519	7,756	8,733
归属母公司所有者的净利润	4,486	10,697	6,271	7,460	8,400
少数股东损益	54	101	249	296	333

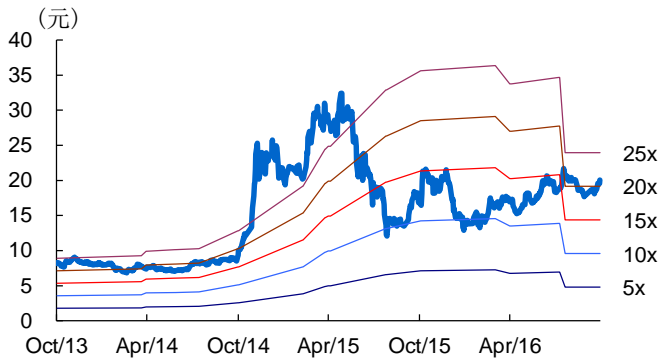
资料来源：wind，招商证券

表 2：华泰证券资产负债简表

百万元	2014	2015	2016	2017E	2018E
货币资金	89865	135134	113667	113767	113867
其中：客户资金存款	53863	98427	68437	68437	68437
结算备付金	18217	36069	27360	27360	27360
其中：客户备付金	17673	33517	26132	26132	26132
融出资金	64637	67432	56605	53887	64664
交易性金融资产	56000	131238	83107	83107	83107
衍生金融资产	21	335	107	107	107
买入返售金融资产	20710	25635	46331	50964	56061
应收款项	363	622	991	1201	1202
应收利息	1752	3282	4154	4154	4154
存出保证金	4483	6009	8159	8159	8159
可供出售金融资产	9276	38119	43737	43737	43737
长期股权投资	1874	2674	3377	3377	3377
固定资产	3304	3379	3567	3567	3567
无形资产	401	425	5509	5509	5509
商誉	51	51	2091	2091	2091
递延所得税资产	179	213	556	556	556
投资性房地产	674	1302	1130	1130	1130
其他资产	306	614	916	47573	40000
资产总计	272226	452615	401450	450252	458654
短期借款		688	460	460	460
拆入资金	1500	3000	6650	6650	6650
交易性金融负债	9	21428	27920	27920	27920
卖出回购金融资产款	49668	33192	19463	19463	19463
代理买卖证券款	60399	128367	92729	92729	92729
代理承销证券款	41	85	1	1	1
应付职工薪酬	1741	2808	2517	2517	2517
应交税费	1430	2701	881	881	881
应付款项	4194	7435	6828	6828	6828
应付利息	1025	2692	2155	2155	2155
应付债券	21345	72372	75848	55001	55002
递延所得税负债	601	352	2562	2562	2562
其他负债	52104	88498	70277	70277	70277
负债合计	230282	371086	315790	365777	365778
股本	5600	7163	7163	7163	7163
资本公积	17221	45838	45838	46584	47424
其他综合收益	1854	3264	4147		
盈余公积	1693	2607	3071	3623	4244
一般风险准备	4612	6681	7944	9446	11137
未分配利润	10319	15232	16195	17274	22521
归属于母公司所有者权益	41299	80785	84357	84089	92489
少数股东权益	646	744	1303	386	387
所有者权益合计	41944	81529	85660	84475	92876
负债和股东权益总计	272226	452615	401450	450252	458654

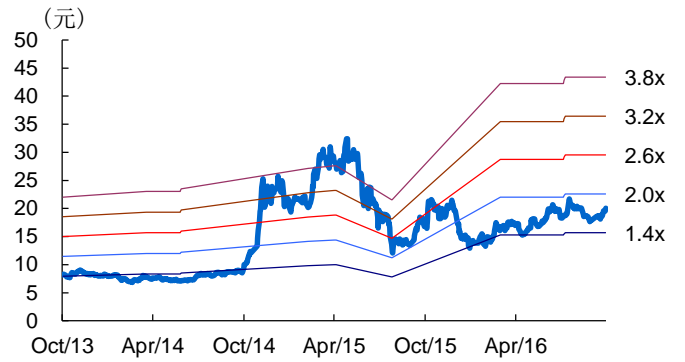
资料来源：wind，招商证券

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

敬请阅读末页的重要说明

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）。

王立备，从事保险精算工作近四年，对保险行业具有深刻的理解，南开大学精算学硕士，大连理工大学工程力学学士。

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。