

自营收入大幅提升，投行资管逆市增长

——华泰证券 (601688.SH) 2019 年三季度报点评

公司简介

◆**事件**：2019 年前三季度华泰证券实现营业收入 177.49 亿元，同比增长 41.78%，实现净利润 64.41 亿元，同比增长 43.77%。公司加权平均 ROE 相较年末增加 0.95 ppts 至 5.83%。

◆**经纪业务稳步发展**。受三季度股基交易额活跃影响，第三季度，公司经纪业务手续费同比增长 25% 至 9.75 亿，略落后于市场股基交易增速(+40%)。前三季度公司经纪业务累计同比增长 21.9% 至 32.17 亿，占总收入之比为 18%。据公司中报测算，公司佣金率为 0.019%，低于市场平均佣金率 (0.03%)，公司佣金率下行空间窄，金融科技实力强劲，并购 AssetMark 助力公司财富管理转型。我们看好科技助力公司财富管理转型发展潜力。

◆**自营贡献收入弹性**。受益于三季度股债同比回暖影响，第三季度，公司自营净收入同比大增 86% 至 25.21 亿。前三季度自营收入大涨 104% 至 59.52 亿。投资收益率为 2.98%，相较于去年全年上涨 0.48 ppts。预计公司将继续调整资产配置比例，贡献业绩弹性。

◆**科创板助力投行业绩释放**。随着三季度科创板业绩释放，公司投行业务手续费同比增加 33% 至 5.96 亿，前三季度投行业务手续费同比降幅收窄至 4.4% (中期降幅为 25%)。报告期内公司主承销 IPO 家数为 5 家，其中 4 家为科创板项目。根据 Wind 显示，公司仍有 10 家项目处在审核阶段，预计未来科创板业绩将进一步助力投行业绩释放。

◆**资管业务逆势增长**。三季度公司资管业务继续保持逆势增长，收入同比增长 19% 至 7.88 亿。公司主动管理能力和产品创设能力则持续增强，资管新规下通道业务收缩公司作为龙头券商有望持续占据优势地位。

◆**三地上市，GDR 解禁所致负面影响已出清**。此前公司作为首家三地“上市”的券商，受 GDR 解禁、两地估值水平差异影响，公司在 GDR 首日股价大跌 7%，现两地价差差距已经收窄至 1% 以内，GDR 占比低于 50%，公司融券数量从 8,780 万股降低至 1,720 万股，负面影响已经出清。我们认为，A 股对外开放趋势加快，公司领先国际化将助力公司抢占先机。

◆**维持“增持”评级，目标价 24.48 元**。公司前三季度业绩好于此前预期，我们上调此前预测，预计 2019-2021 年公司收入分别为 209、232、262 亿，净利润为 79、87、99 亿。公司作为行业龙头，当前估值水平仅为 1.4x 2019 年 PB，距离龙头券商中信证券仍有一定溢价空间，给予公司 1.8x 2019 年 PB，维持目标价 24.48 元，维持“增持”评级。

◆**风险提示**：市场大幅波动；自营业务收入增速放缓

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	21,109	16,108	20,917	23,151	26,207
营业收入增长率	25%	-24%	30%	11%	13%
净利润 (百万元)	9,277	5,033	7,881	8,749	9,878
净利润增长率	48%	-46%	57%	11%	13%
EPS (元)	1.30	0.61	0.96	1.06	1.20
ROAE (加权)	11%	5%	7%	8%	8%
P/E	13	28	18	16	14
P/B	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 10 月 30 日

增持 (维持)

当前价/目标价：17.32/24.48 元

分析师

赵湘怀 (执业证书编号：S0930518120003)
021-22169718
zhaoxh@ebsec.com

市场数据

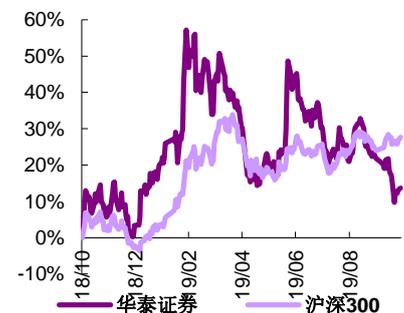
总股本(亿股)：90.77

总市值(亿元)：1,616.85

一年最低/最高(元)：15.31-26.13

近 3 月换手率 (%)：95.4

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-11.5	-9.4	0.3
绝对	-9.3	-13.4	8.7

资料来源：Wind

相关研报

2018 年报点评：财富转型加快，自营反转可期

2019-03-22

损益表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	21,109	16,108	20,917	23,151	26,207
手续费及佣金净收入	8,682	8,062	9,558	10,707	11,960
利息净收入	3,600	3,015	3,434	3,561	4,325
投资净收益	8,909	2,411	7,111	8,356	9,185
公允价值变动收益	-342	1,798	-64	-365	-278
汇兑收益	-38	31	87	16	24
其他业务收入	222	609	791	876	991
营业支出	10,260	9,633	11,042	12,221	13,853
营业税金及附加	152	140	181	201	227
管理费用	9,750	8,167	10,606	11,738	13,288
资产减值损失	259	-	74	74	102
其他业务成本	99	458	181	208	236
营业利润	10,848	6,475	9,875	10,930	12,354
加: 营业外收入	760	3	266	311	335
减: 营业外支出	24	30	41	28	31
利润总额	11,585	6,449	10,100	11,212	12,658
减: 所得税费用	2,177	1,288	2,018	2,240	2,529
净利润	9,408	5,161	8,082	8,972	10,129
减: 少数股东损益	131	128	201	223	252
归母公司所有者的净利润	9,277	5,033	7,881	8,749	9,878

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	381,483	368,666	492,323	536,891	583,504
客户资金存款	49,872	42,902	59,847	65,831	69,123
自有货币资金	27,026	28,201	32,431	35,674	37,458
客户备付金	15,431	16,045	18,518	20,370	21,388
自有结算备付金	1,147	3,023	1,377	1,515	1,590
融出资金	59,991	46,189	79,272	83,235	91,559
交易性金融资产	84,550	122,244	146,693	161,362	177,498
衍生金融资产	392	1,934	2,031	2,132	2,239
买入返售金融资产	61,805	43,557	108,978	119,876	131,863
其他资产合计	81,267	64,571	43,177	46,896	50,785
总负债	292,893	263,916	379,270	415,490	452,856
应付短期融资款	26,656	21,124	22,180	23,289	24,454
交易性金融负债	14,381	5,200	21,773	23,852	25,997
衍生金融负债	1,642	776	1,611	1,765	1,924
卖出回购金融资产款	24,922	40,095	44,105	48,515	53,366
代理买卖证券款	67,336	59,492	71,391	78,530	82,456
应付职工薪酬	2,669	2	4,493	4,923	5,365
应付债券	77,198	62,891	66,035	69,337	72,804
其他负债合计	78,089	74,336	147,682	165,279	186,489
所有者权益	88,590	104,750	113,053	121,401	130,648
股本	7,163	8,252	8,252	8,252	8,252
少数股东权益	1,254	1,356	1,464	1,572	1,691
归母公司所有者权益合计	87,336	103,394	111,590	119,830	128,957

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
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。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 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, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼