



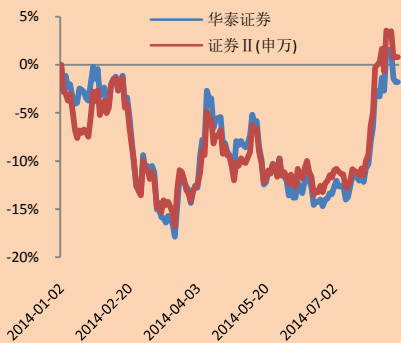
华泰证券 (601688.SH)

投资评级：增持

报告日期：2014-08-11

当前价格 (元)：8.52

股价走势：



华安证券金融小组
0551-65161837

转型表现突出 高速发展可期

事件：

公司发布 2014 年半年报,公司实现营业收入 43.20 亿元,同比增长 18.81%;实现归属于母公司股东的净利润 14.79 亿元,同比增长 14.78%。基本每股收益 0.2641 元,符合预期。

主要观点：

□ 经纪业务收入占比大幅下滑,市场占有率升至第一,利好两融

经纪业务收入 12.97 亿元,较去年同期减少 13.49%,占总收入比例大幅下滑 11.22%。主要原因是由于公司二季度后与网易合作开展互联网金融业务,网上开户佣金率低至万三,导致二季度佣金费率下滑一个基点至万四点五,同期,公司经纪业务成本降速不敌收入降速,造成收入营业利润率降低 12.63%。但是,公司经纪业务联网的转型模式使得其市占率由 Q1 的 6.51% 上升至 Q2 的 7.39%,上半年占有份额 6.91%,位列行业第一。市场的拓宽利好公司创新业务的发展,同期,公司两融业务同比增长 4.28 亿元,增幅达 57.63%,占总收入比 27.08%,增幅为 6.67%。

□ IPO 重启投行业务发力,并购重组业务市场领先

受益于两次 IPO 重启和债市扩容,公司上半年投行营业收入 5.82 亿元,同比增加 29.87%,但由于 IPO 项目时间成本问题,投行业务营业支出高企,业务利润率同比减少 14.48%。同期子公司完成 9 次上市公司并购重组项目,项目数位居行业首位,市场领先优势进一步巩固,结合目前并购重组有利政策与国企改革的政策风向,预计未来并购市场的扩张将进一步利好公司投行业务收入。

□ 证投“创收益”转型,资管业务发展迅速

上半年,公司证投业务实现营业收入 7.02 亿元,同比增长 67.97%,利润率达 90.95%,维持高位。主要原因是公司数量化投资业务与固定收益类证投业务取得良好投资回报。同期收益不佳的权益类证投业务开始由单方向投资“等收益”向非方向性投资“创收益”转型。

资管业务延续前期的高速发展态势,实现营业收入 3.09 亿元,同比增长 125.26%,营业利润率达 89.19%。其中,集合资产管理业务净收入同比上涨 156.57%,定向资产管理业务净收入同比增加 56.48%。

盈利预测与投资评级：

公司向财富管理转型的态势明显,投行、证投、资管、研究以及创新业务均保持强力发展的态势。虽然目前公司处于转型的“阵痛期”,但随着公司互联网金融发展的深入、成本的降低,以及市场的大幅扩张,公司雄厚的经纪业务实力和市场基础的优势将进一步显现,长期看好公司发展潜力。同时,下半年宏观环境转暖,业绩有望提升,而券商行业亦进入政策利好密集的时期,我们预计公司 14/15/16 年 EPS 为 0.48/0.56/0.71,对应 PE17.82/15.08/12.06,目前 PE19.86,处于行业估值底部,给予“增持”评级。

风险提示：

宏观经济下行,互联网金融的发展低于预期。

附录：财务报表预测
资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
银行存款	26395	42550	36787	28897
其中：客户存款	21,386	22,102	23,362	24,767
公司存款	5,009	20,451	13,425	4,129
结算备付金	8,372	8,650	9,145	9,659
其中：客户备付金	7,744	8,002	8,460	8,935
公司备付金	627	648	685	724
投资资产	26,529	32,356	39,409	47,790
其中：交易性资产	20,291	24,747	30,141	36,552
可供出售资产	6,233	7,603	9,260	11,229
持有至到期资产	5	6	7	9
存出保证金	3,529	3,647	3,856	4,072
买入返售资产	4,736	6,305	9,142	12,799
长期股权投资	3,857	4,704	5,729	6,948
固定资产（含在建工程）	2,299	2,528	2,781	3,059
资产总计	98,248	103,047	109,340	115,953
交易性金融负债	0	0	0	0
代买卖证券款	26,374	27,251	28,810	30,430
应付职工薪酬	1,093	1,345	1,689	1,921
负债总计	61,923	65,000	69,151	73,392
股本	5,600	5,600	5,600	5,600
资本公积	17,167	17,167	17,167	17,167
一般风险准备	1,454	1,726	2,068	2,457
交易风险准备	1,364	1,636	1,978	2,367
盈余公积	1,303	1,575	1,917	2,306
未分配利润	8,847	9,647	10,678	11,691
少数股东权益	627	695	781	879
股东权益合计	36,325	38,047	40,190	42,551
负债和股东权益总计	98,248	103,046	109,339	115,858

利润表

单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	7,167	8,248	9,452	10,918
手续费及佣金净收入	4,825	4,740	4,904	5,083
其中：经纪收入	3,815	3,745	3,761	3,774
证券承销收入	578	495	586	614
资产管理收入	314	394	490	597
利息净收入	1,326	1,781	2,365	3,057
投资收益	1,547	1,407	1,714	2,079
公允价值变动	(564)	(209)	(254)	(309)
营业支出	4,251	4,166	4,263	4,830
营业税金及附加	429	465	526	597
业务及管理费用	3,818	3,747	3,800	4,316
营业利润	2,916	3,594	4,518	5,142
利润总额	2,937	3,615	4,539	5,164
所得税	668	823	1,033	1,175
少数股东损益	57	70	88	100
归属于母公司股东的净利润	2,212	2,678	3,164	3,957
估值（元）	2013	2014E	2015E	2016E
EPS	0.39	0.48	0.56	0.71
PE	21.58	17.82	15.08	12.06
PB	1.3	1.3	1.3	1.2
每股净资产	6.37	6.74	7.08	7.58
净资产收益率	4.79%	6.33%	7.32%	7.98%
总资产收益率	1.96%	2.49%	2.62%	2.73%
ROE	6.17	7.14	7.73	8.25
ROA	2.31	2.64	2.78	3.41
经纪业务收入占比	53.2%	45.4%	39.8%	34.6%
投行业务收入占比	8.1%	6%	6.2%	5.6%
自营业务收入占比	21.6%	17.06%	18.13%	19.04%

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 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。