

沪港通股票

## 华泰证券

### 积极快速扩张，最受益于市场成交放量

#### 业务快速扩张，最受益于 A 股市场成交放量

公司多年来坚持“信息技术先行”，先进的 IT 系统成为公司网上开户、手机开户的优势所在。2014 年公司依托手机 APP“涨乐财富通”全面推进互联网战略。快速扩张下，公司经纪份额和集合资管规模跃居行业首位，两融余额跃居第二位。考虑到公司利润主要由经纪业务贡献（2014 年占比 77%），且客户结构以散户为主，我们认为公司最为受益于 A 股市场成交放量。

#### 资产负债表快速扩张，融资类业务仍有提升空间

2014 年 11 月公司董事会通过三年融资规划，融资规模合计超过 1000 亿元。资产负债表的快速扩张有望为公司融资类业务快速发展提供资金支持。我们看重公司经纪业务丰厚的客户积累，考虑到公司两融份额显著低于经纪份额，我们认为公司融资类业务仍有提升空间。此外，2014 年公司在上海自贸区注册华泰瑞新（上海）并完成并购基金、股权基金、产业基金等募集设立。我们期待公司综合服务能力和集团化运作能力进一步提升。

#### 基于行业假设调整，上调公司 2015-17 年盈利预测

我们预计 1) 2015 年市场环境显著好于原先预期，2) 公司各主要业务及资产负债表均快速扩张中，因此上调 2015-17 年 EPS 预测至 1.41/2.04/2.29 元，上调幅度分别 35%、53%和 52%。

#### 估值：上调目标价至 37.43 元，维持“买入”评级

基于分部估值法，我们将目标价由 27.62 元上调至 37.43 元，上调幅度 36%，对应 2015E P/E 26.6x、2015E P/B 4.49x。考虑到公司正处于快速扩张阶段、业绩增速较快，且业务结构以经纪业务为主、客户结构以散户为主，最为受益于 A 股市场成交放量，维持“买入”评级。

### Equities

中国

多样化金融服务

12 个月评级 **买入**  
保持不变

12 个月目标价 **Rmb37.43**  
之前: Rmb27.62

股价 **Rmb30.60**

路透代码: 601688.SS 彭博代码 601688 CH

#### 交易数据和主要指标

52 周股价波动范围	Rmb31.87-7.40
市值	Rmb171 十亿/US\$27.6 十亿
已发行股本	5,600 百万 (ORDA)
流通股比例	38%
日均成交量(千股)	177,981
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb4,465.8
普通股股东权益 (12/15E)	Rmb46.7 十亿
市净率 (12/15E)	3.7x
一级资本充足率	-

#### 每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测	
12/15E	1.05	1.41	34.74	0.94
12/16E	1.33	2.04	53.45	1.11
12/17E	1.50	2.29	52.43	1.21

崔晓雁

分析师

S1460513100002

xiaoyan.cui@ubssecurities.com

+86-213-866 8871

潘洪文

分析师

S1460513090002

hongwen.pan@ubssecurities.com

+86-213-866 8845

重要数据 (Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
营业收入	5,883	7,182	12,062	19,857	28,045	30,372	33,363	37,126
税前利润	2,123	2,947	5,915	10,430	15,012	16,865	18,859	20,986
净利润 (本地 GAAP)	1,616	2,219	4,486	7,894	11,399	12,807	14,322	15,938
净利润 (UBS)	1,616	2,219	4,486	7,894	11,399	12,807	14,322	15,938
一级资本充足率%	-	-	-	-	-	-	-	-
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.29	0.40	0.80	1.41	2.04	2.29	2.56	2.84
盈利能力和估值	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
股东权益回报率(UBS)	4.8	6.3	11.6	17.9	22.2	21.0	20.1	20.6
股价/拨备前营业利润(稀释后)	24.5	18.0	9.2	16.4	11.4	10.2	9.1	8.2
市净率	1.5	1.5	1.4	3.7	3.1	2.6	2.2	1.9
市净率(UBS)	1.5	1.5	1.4	3.7	3.1	2.6	2.2	1.9
市盈率 (UBS, 稀释后)	32.5	23.7	12.5	21.7	15.0	13.4	12.0	10.8
净股息收益率(%)	1.6	1.6	5.0	1.4	2.1	2.3	2.5	2.8

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：根据该年度的平均股价得出。(E)：根据 2015 年 04 月 10 日 22 时 43 分的股价(Rmb30.60)得出；

# 投资主题

## 华泰证券

### 投资理由

华泰证券前身为 1991 年成立江苏省证券公司，公司通过收购亚洲证券、信泰证券、联合证券快速成为一家全国性、国内领先的大型证券公司。

公司传统业务具备明显竞争优势，经纪业务通过低价策略和快速转型市场份额重回第一，收入占比快速下降、转型成效初现；公司投行业务进步明显，并购业务优势突出、顾问收入位居行业第二；资管业务优势明显，集合资管规模行业第二、收入占比高。公司创新业务布局全面，资产负债表快速扩张，有望最为受益于 A 股市场成交放量，维持“买入”评级。

### 乐观情景

假设股市好转、交易量持续活跃，在 2015-17 年日均交易额分别为 9000 亿元/9356 亿元/9661 亿元以及综合投资收益率分别为 10.5%/10.0%/9.8% 的乐观假设下，我们预期公司 2015-17 年 EPS 分别为 2.02 元/2.31/3.00 元，每股估值为 49.05 元。

### 悲观情景

假设股市持续低迷，在 2015-17 年日均交易额分别为 6000 亿元/6238 亿元/6441 亿元以及综合投资收益率分别为 4.5%/4.0%/3.8% 的悲观假设下，我们预期公司 2015-17 年 EPS 分别为 0.82 元/1.07/1.38 元，每股估值为 34.43 元。

### 近期催化剂

面对竞争加剧市场环境，华泰证券采取低佣金策略、积极向互联网转型，若 2015 年公司经纪份额增长超预期，则为公司股价正面催化剂；

公司低价策略获取较多客户，若价格敏感型的客户被其他更低佣金率券商吸引走，导致公司市场份额下降，对公司股价是负面催化剂；

2014 年公司第四、第五、第六大股东减持，若 2015 年公司股东进一步减持，则公司股价存在一定下行风险。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb37.43

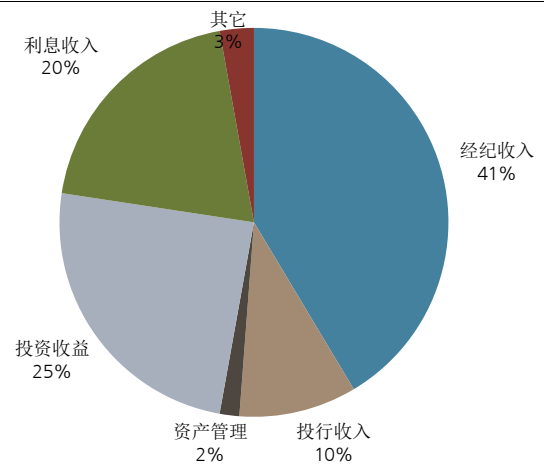
### 公司简介

华泰证券前身为成立于 1991 年 4 月 9 日的江苏省证券公司，2010 年 2 月上海证券交易所上市。公司总部设在南京，经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券承销与保荐、证券自营、证券资产管理、代办非上市股份公司股份转让、与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问、融资融券、证券投资基金代销和为期货公司提供中间介绍业务等。

### 行业展望

中国证券行业的盈利模式正处于快速变化中，盈利模式由传统的“通道服务”为主的模式逐渐演变为“杠杆+资产负债表业务”模式。我们预计新的盈利模式下行业杠杆率将逐步提升，从而推动行业 ROE 持续增长。目前，一方面行业发展的空间已经全面打开；另一方面行业竞争日趋激烈，行业竞争格局可能根本性改变。我们认为随着业务范围扩大和净资本管制的进一步放松，证券行业创新正迎来一轮新的快速发展，短期看好资本中介业务的快速成长。

### 华泰证券收入构成 (2014)



来源: 公司公告

### 华泰证券简要损益表 (亿元)

损益表	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	71.8	120.6	198.6	280.4	303.7
营业支出	42.6	62.1	94.3	130.3	135.1
所得税	6.7	13.8	24.2	34.9	39.2
净利润	22.8	45.4	80.1	115.2	129.4
归属母公司净利润	22.2	44.9	78.9	114.0	128.1

来源: 公司公告, 瑞银证券估算

## 盈利预测调整概要

基于行业核心假设大幅上调以及公司各主要业务及资产负债表均快速扩张中，我们将公司 2015-17 年 EPS 预测由 1.05/1.33/1.50 元上调至 1.41/2.04/2.29 元，上调幅度分别 35%、53%和 52%。

图表 23: 盈利预测调整概要

	2015E	2016E	2017E
<b>净利润（百万元）</b>			
调整后	7,894	11,399	12,807
调整前	5,859	7,428	8,402
调整%	34.7%	53.5%	52.4%
<b>营业收入（百万元）</b>			
调整后	19,857	28,045	30,372
调整前	15,891	19,905	22,509
调整%	25.0%	40.9%	34.9%
<b>总资产金额（百万元）</b>			
调整后	418,383	520,599	611,416
调整前	291,025	354,218	409,163
调整%	44%	47%	49%
<b>融资融券余额（亿元）</b>			
调整后	1,587.5	1,919.4	2,259.2
调整前	892.5	1,070.7	1,241.3
调整%	77.9%	79.3%	82.0%

来源: 瑞银证券估算

## 估值调整概要：上调目标价

基于分部估值法，我们将目标价由 27.62 元上调至 37.43 元，上调幅度 36%，对应 2015E P/E 26.6x、2015E P/B 4.49x。估值调整主要包括：

- **传统业务：**考虑到 A 股市场交易量持续超我们原先预期（日均成交额最高突破 14000 亿元）同时公司经纪份额快速提升，因此我们上调了公司经纪业务收入预测，并上调传统业务估值倍数由 17x 上调到 20x（与中信一致）。我们估算公司传统业务价值由 490 亿元提升至 791 亿元。
- **资本中介业务：**股市显著回暖下，考虑到整个行业融资融券、股权质押等信用业务规模增长大幅超出市场预期（截至 2015 年 3 月末融资融券余额超 1.5 万亿元），且公司不断加大创新推广力度，融资融券业务增速不断超预期，我们大幅上调融资融券业务规模假设。同时我们上调公司资本中介业务 P/E 倍数，由 38x 上调至 40x（与中信一致）。我们估算公司资本中介业务价值由 783 亿元提升至 993 亿元。
- **资本投资业务：**考虑到公司资产规模快速扩张，投资规模有所增加以及市场活跃环境可能持续，我们上调公司投资收益假设，我们维持估值倍数

12x, 略低于中信、海通 13x。我们估算公司资本投资业务价值由 101 亿元提升至 111 亿元。

图表 24: 华泰证券分部估值比较表 (亿元)

	调整前	调整后	调整%	备注
<b>传统业务</b>				
净收入	88	119	36%	市场成交显著放大, 上调经纪收入假设
净利润	29	40	37%	
P/E 倍数	17	20	18%	
业务价值	490	791	61%	
<b>资本中介业务</b>				
净收入	49	59	19%	上调融资融券、股权质押业务规模假设, 公司资本中介业务收入预测增加
净利润	21	25	20%	
P/E 倍数	38	40	5%	
业务价值	783	993	27%	
<b>资本投资业务</b>				
净投资收益	27	29	7%	考虑资产快速扩张、投资规模增加及市场持续活跃, 上调投资收益预测
净利润	8	9	11%	
P/E 倍数	12	12	0%	
业务价值	101	111	11%	
<b>子公司</b>				
南方基金	61	77	26%	
华泰柏瑞	17	19	16%	
华泰紫金投资	11	14	20%	
华泰长城期货	28	33	19%	
华泰金融控股 (香港)	9	11	22%	
华泰创新投资	11	11	2%	
江苏股权交易中心	3	3	3%	
子公司价值小计	174	201	16%	
估值	1,547	2,096	36%	
目标价 (元)	27.62	37.43	36%	

来源: 瑞银证券估算

## 投资建议: 维持“买入”评级

基于分部估值法, 我们将目标价由 27.62 元上调至 37.43 元, 上调幅度 36%, 对应 2015E P/E 26.6x、2015E P/B 4.49x。考虑到公司正处于快速扩张阶段、业绩增速较快, 且业务结构以经纪业务为主、客户结构以散户为主, 最为受益于 A 股市场成交放量, 维持“买入”评级。

## 华泰证券 (601688.SS)

损益表(Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
净利息收入	1,144	1,503	2,751	1,738	-36.8	7,282	319.0	6,843	7,511	8,543
非利息收入总额	4,739	5,679	9,311	18,119	94.6	20,763	14.6	23,529	25,852	28,582
<b>总盈利</b>	<b>5,883</b>	<b>7,182</b>	<b>12,062</b>	<b>19,857</b>	<b>64.6</b>	<b>28,045</b>	<b>41.2</b>	<b>30,372</b>	<b>33,363</b>	<b>37,126</b>
现金支出总额	(3,540)	(4,090)	(5,799)	(9,272)	-59.9	(12,874)	-38.8	(13,344)	(14,336)	(15,966)
<b>折旧前营业利润</b>	<b>2,343</b>	<b>3,092</b>	<b>6,264</b>	<b>10,584</b>	<b>69.0</b>	<b>15,170</b>	<b>43.3</b>	<b>17,028</b>	<b>19,028</b>	<b>21,160</b>
折旧和摊销(除商誉)	(200)	(163)	(150)	(154)	-3.0	(159)	-3.0	(163)	(168)	(173)
<b>拨备前营业利润</b>	<b>2,143</b>	<b>2,929</b>	<b>6,114</b>	<b>10,430</b>	<b>70.6</b>	<b>15,012</b>	<b>43.9</b>	<b>16,865</b>	<b>18,859</b>	<b>20,986</b>
总拨备	4	24	(18)	0	-	0	-	0	0	0
<b>拨备后营业利润</b>	<b>2,147</b>	<b>2,953</b>	<b>6,096</b>	<b>10,430</b>	<b>71.1</b>	<b>15,012</b>	<b>43.9</b>	<b>16,865</b>	<b>18,859</b>	<b>20,986</b>
来自联营及合资公司的利润(税前)	(233)	(225)	(466)	(470)	-0.7	(586)	-24.7	(675)	(745)	(819)
其他税前项目	209	219	285	470	64.9	586	24.7	675	745	819
<b>税前利润(UBS)</b>	<b>2,123</b>	<b>2,947</b>	<b>5,915</b>	<b>10,430</b>	<b>76.3</b>	<b>15,012</b>	<b>43.9</b>	<b>16,865</b>	<b>18,859</b>	<b>20,986</b>
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
<b>税前利润</b>	<b>2,123</b>	<b>2,947</b>	<b>5,915</b>	<b>10,430</b>	<b>76.3</b>	<b>15,012</b>	<b>43.9</b>	<b>16,865</b>	<b>18,859</b>	<b>20,986</b>
税项	(462)	(671)	(1,375)	(2,425)	-76.3	(3,490)	-43.9	(3,921)	(4,384)	(4,879)
<b>税后利润</b>	<b>1,661</b>	<b>2,276</b>	<b>4,540</b>	<b>8,005</b>	<b>76.3</b>	<b>11,522</b>	<b>43.9</b>	<b>12,944</b>	<b>14,475</b>	<b>16,108</b>
股息(优先)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
优先股股息	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
少数股东权益	(45)	(57)	(54)	(111)	-107.3	(123)	-10.6	(137)	(153)	(169)
<b>净利润(本地 GAAP)</b>	<b>1,616</b>	<b>2,219</b>	<b>4,486</b>	<b>7,894</b>	<b>76.0</b>	<b>11,399</b>	<b>44.4</b>	<b>12,807</b>	<b>14,322</b>	<b>15,938</b>
<b>净利润(不计优先股股息)</b>	<b>1,616</b>	<b>2,219</b>	<b>4,486</b>	<b>7,894</b>	<b>76.0</b>	<b>11,399</b>	<b>44.4</b>	<b>12,807</b>	<b>14,322</b>	<b>15,938</b>
<b>净利润(UBS)</b>	<b>1,616</b>	<b>2,219</b>	<b>4,486</b>	<b>7,894</b>	<b>76.0</b>	<b>11,399</b>	<b>44.4</b>	<b>12,807</b>	<b>14,322</b>	<b>15,938</b>
<b>每股(Rmb)</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15E</b>	<b>%</b>	<b>12/16E</b>	<b>%</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>12/19E</b>
每股收益(本地 GAAP, 基本)	0.29	0.40	0.80	1.41	76.0	2.04	44.4	2.29	2.56	2.84
每股收益(UBS 稀释后)	0.29	0.40	0.80	1.41	76.0	2.04	44.4	2.29	2.56	2.84
拨备前营业利润(稀释后)	0.38	0.52	1.09	1.86	70.6	2.68	43.9	3.01	3.37	3.74
每股股息净值	0.15	0.15	0.50	0.44	-12.0	0.63	43.2	0.69	0.77	0.86
每股账面价值	6.10	6.46	7.37	8.34	13.1	10.02	20.2	11.75	13.70	15.86
每股账面价值(UBS)	6.10	6.46	7.37	8.34	13.1	10.02	20.2	11.75	13.70	15.86
<b>资产负债表(Rmb 百万)</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15E</b>	<b>%</b>	<b>12/16E</b>	<b>%</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>12/19E</b>
银行资产(年底)	79,271	116,214	272,226	418,383	53.7	520,599	24.4	611,416	712,803	820,736
银行资产(平均)	82,507	97,742	194,220	345,304	77.8	469,491	36.0	566,008	662,110	766,769
总资产(年底)	79,271	116,214	272,226	418,383	53.7	520,599	24.4	611,416	712,803	820,736
风险加权资产(RWA)(年底)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
风险加权资产(RWA)(平均)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
客户贷款	6,514	20,619	80,001	170,229	112.8	206,856	21.5	244,849	288,139	337,427
客户贷款(平均)	4,577	13,567	50,310	125,115	148.7	188,542	50.7	225,853	266,494	312,783
生息资产(平均)	35,671	62,334	115,665	160,432	38.7	218,966	36.5	264,164	312,099	359,566
客户存款	33,310	29,130	71,536	82,267	15.0	88,848	8.0	95,956	105,552	116,107
普通股权益(年底)	34,182	36,174	41,299	46,701	13.1	56,123	20.2	65,813	76,749	88,925
普通股权益(平均)	33,705	35,178	38,736	44,000	13.6	51,412	16.8	60,968	71,281	77,369
股东资金总额(股权、优先股及少数股权)(年底)	34,638	36,801	41,944	47,458	13.1	57,002	20.1	66,829	76,749	88,925
股东资金总额(股权、优先股及少数股权)(平均)	34,126	35,719	39,373	44,701	13.5	52,230	16.8	61,915	71,789	77,877
有形资产净值	34,638	36,801	41,944	47,458	13.1	57,002	20.1	66,829	76,749	88,925
<b>Balance sheet structure (%)</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15E</b>	<b>%</b>	<b>12/16E</b>	<b>%</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>12/19E</b>
贷款/银行资产(年底)	8.2	17.7	29.4	40.7	38.4	39.7	-2.3	40.0	40.4	41.1
存款/银行资产(年底)	42.0	25.1	26.3	19.7	-25.2	17.1	-13.2	15.7	14.8	14.1
存贷比	19.6	70.8	111.8	206.9	85.0	232.8	12.5	255.2	273.0	290.6
股东资金总额/银行资产(年底)	43.7	31.7	15.4	11.3	-26.4	10.9	-3.5	10.9	10.8	10.8

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

## 华泰证券 (601688.SS)

	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
<b>资本充足率 (Rmb 百万)</b>								
一级资本	0	0	0	0	0	0	0	0
总资本	0	0	0	0	0	0	0	0
风险加权资产 (RWA) (年底)	0	0	0	0	0	0	0	0
核心资本(一级资本)充足率%	-	-	-	-	-	-	-	-
一级资本充足率%	-	-	-	-	-	-	-	-
总资本充足率%	-	-	-	-	-	-	-	-
有形权益	34,182	36,174	41,299	46,701	56,123	65,813	76,749	88,925
权益对资产比率%	43.1	31.1	15.2	11.2	10.8	10.8	10.8	10.8
有形权益对有形资产比率%	43.1	31.1	15.2	11.2	10.8	10.8	10.8	10.8
<b>资产质量 (Rmb 百万)</b>								
不良资产	0	0	0	0	0	0	0	0
风险准备金总额	0	0	0	0	0	0	0	0
不良贷款率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
拨备覆盖率	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
拨备: 平均贷款余额	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
不良资产净值与股东资金比率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>盈利能力</b>								
净息差(平均资产)	1.39	1.54	1.42	0.50	1.55	1.21	1.13	1.11
拨备与营业利润率	(0.2)	(0.8)	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股东权益回报率(UBS 盈利)	4.8	6.3	11.6	17.9	22.2	21.0	20.1	20.6
经调整的资产收益率	4.8	6.3	11.6	17.9	22.2	21.0	20.1	19.2
风险加权资产收益率(UBS 经调整)	-	-	-	-	-	-	-	-
资产收益率	2.01	2.33	2.34	2.32	2.45	2.29	2.19	2.10
<b>生产率</b>								
成本收入比	63.6	59.2	49.3	47.5	46.5	44.5	43.5	43.5
成本与平均资产比率	4.53	4.35	3.06	2.73	2.78	2.39	2.19	2.10
薪酬费用比	41.9	44.5	38.8	27.7	21.5	20.1	18.8	17.6
<b>增长率(%)</b>								
营业收入	-5.6	22.1	68.0	64.6	41.2	8.3	9.8	11.3
拨备前营业利润	-11.9	36.6	108.7	70.6	43.9	12.3	11.8	11.3
净利润(UBS)	-9.5	37.4	102.1	76.0	44.4	12.4	11.8	11.3
每股股息净值	0.0	0.0	233.3	-12.0	43.2	9.5	11.6	11.7
总资产(年底)	-7.5	46.6	134.2	53.7	24.4	17.4	16.6	15.1
客户贷款	146.7	216.5	288.0	112.8	21.5	18.4	17.7	17.1
客户存款	-15.8	-12.5	145.6	15.0	8.0	8.0	10.0	10.0
<b>Value (x)</b>								
市值/收入	8.9	7.3	4.6	8.6	6.1	5.6	5.1	4.6
市值/存款	1.6	1.8	0.8	2.1	1.9	1.8	1.6	1.5
股价/拨备前营业利润(稀释后)	24.5	18.0	9.2	16.4	11.4	10.2	9.1	8.2
市盈率(本地 GAAP, 基本)	32.5	23.7	12.5	21.7	15.0	13.4	12.0	10.8
市盈率(UBS, 稀释后)	32.5	23.7	12.5	21.7	15.0	13.4	12.0	10.8
净股息收益率(%)	1.6	1.6	5.0	1.4	2.1	2.3	2.5	2.8
市净率	1.5	1.5	1.4	3.7	3.1	2.6	2.2	1.9
市净率(UBS)	1.5	1.5	1.4	3.7	3.1	2.6	2.2	1.9

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。