

日期: 2015年09月01日

行业: 资本市场服务



虞婕雯  
021-53519888-1950  
yujiewen@shzq.com  
执业证书编号: S0870515070001

# 受益互联网战略 经纪业务保持领先地位

## 基本数据 (2015Q2)

报告日股价 (元)	12.41
12mth A 股价格区间 (元)	8.31-33.29
总股本 (百万股)	7,162.77
无限售 A 股/总股本	76%
流通市值 (亿元)	675.57
每股净资产 (元)	10.76
PBR (X)	1.15
DPS (Y2014, 元)	10 派 5.00

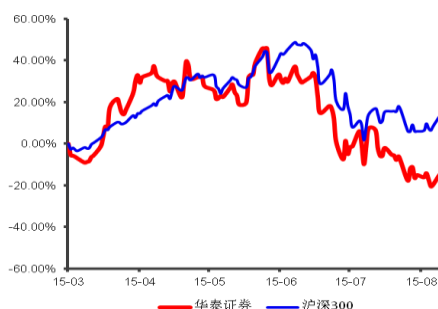
## 主要股东 (2015Q2)

香港中央结算(代理人)有限公司	23.94%
江苏省国信资产管理集团有限公司	17.46%
江苏交通控股有限公司	5.57%

## 收入结构 (2015H1)

经纪及财富管理业务	70.5%
投资银行业务	4.9%
资产管理业务	6.0%
投资及交易业务	18.0%
海外业务及其他	0.6%

## 最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: YJW15-C101

首次报告日期: 2015年09月01日

相关报告:

## 公司事件

公司近期发布了中期业绩发布会, 我们参加出席, 就公司相关情况进行了解。

公司2015年中报业绩: 营业收入146.5亿元, 同比增长235.17%, 归属母公司股东净利润66.75亿元, 同比增长339.82%, 基本每股收益1.145元。公司总资产达到5801.61亿元, 公司净资产达到777.51亿元, 平均净资产回报率15.33%。

## 公司亮点

### H 股上市 进一步夯实资本实力

上半年公司完成 H 股上市, 融资 387 亿港元, 补充公司资本金, 进一步夯实了资本实力, 有利于公司各项业务发展, 进一步提升公司的核心竞争力。

### 受益互联网战略 大经纪业务持续市场份额第一

受益上半年火爆的市场行情, 公司继续深耕互联网平台-涨乐财富通, 以客户需求为导向, 加快财富管理体系建设, 扩大了客户基础, 增强了客户粘性。华泰的股基交易量较同期增长678%, 市场份额占全市场8.32%, 巩固市场第一排名的地位。

### 大投行与大资管两大体系齐头并进

公司并购业务保持行业龙头地位, 股权融资排名上升至第四, IPO 承销金额大幅增长; 公司资产管理业务利用大经纪业务平台做差异化竞争, 规模快速增长, 主动管理能力凸显。

### 投资与交易强调安全边际 坚持去方向化策略

公司强调安全边际, 通过对冲控制风险、杠杆提升收益、金融创新获取超额收益。在证券投资上始终执行“去方向化”策略。我们认为在下半年行情波动较大, 公司的“去方向化”策略将受益明显。

## 投资建议

我们预计 2015-2016 年归母公司的净利润将实现年递增 94.21% 和 31.87%, 相应每股收益为 1.36 元和 1.60 元。以 8 月 31 日收盘价 14.59 元计算, 对应 PE 分别为 10.73 倍和 9.12 倍。证券行业 15 年 PE 中值为 16 倍。公司目前的估值低于行业平均水平。2015 年, 公司业务全面发展, 我们看好公司基于互联网+战略的大经纪业务平台, 不断扩大客户基础, 公司龙头地位进一步加强, 大投行及大资管的两大体系齐头并进。给予“未来六个月, 谨慎增持”评级。

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2014A	2015E	2016E
营业收入	12,062.30	20,682.38	27,272.34
年长率	68.31%	71.46%	31.86%
归属于母公司的净利润	4,486.28	8,712.85	11,490.06
年增长率	102.84%	94.21%	31.87%
每股收益 (元)	0.80	1.36	1.60
PER (X)	18.56	10.96	9.27

## 一、公司 2015 年中报业绩

### 1.1 公司 2015 年中报业绩

公司发布了 2015 年中报业绩，营业收入 146.5 亿元，同比增长 235.17%，归属母公司股东净利润 66.75 亿元，同比增长 339.82%，基本每股收益 1.145 元。公司总资产达到 5801.61 亿元，公司净资产达到 777.51 亿元，平均净资产回报率 15.33%。

2015 年上半年，公司还顺利完成了 H 股的挂牌，募集资金港币 387.48 亿元，以及短期融资券加债券融资，发行额总值人民币 486 亿元，补充公司资本金，有利于公司各项业务发展，进一步提升公司的核心竞争力。

### 1.2 公司各项业务情况

2015 年上半年，整个资本市场表现强劲，整体处于量价齐升的阶段，从 1 月上证指数的一路向上不断冲击高点，股票成交量也随着指数的上涨不断创下新高，沪深 A 股市场累计股票成交金额 1,383,945.43 亿元，日均股票成交金额 11,629.79 亿元，均较 2014 年同期大幅上涨 543.39%，融资融券余额更是不断提升，同时，A 股 IPO 进程明显提速，再融资需求上升，包括首发募集资金、增发募集资金、配股募集资金在内的实际募集资金 6,624.80 亿元，较 2014 年同期大幅上涨 105.99%。

公司现有业务收入分为经纪及财富管理业务、投资银行业务、资产管理业务、投资及交易业务和海外业务及其他。而经纪及财富管理业务包含了经纪业务和资本中介利息收入。从公司的收入结构来看，得益于上半年火爆的资本市场，公司的经纪及财富管理业务和投资交易业务增长较大。经纪及财富管理业务同期增长了 281.4%，投资及交易业务同期增长 268.1%。其中经纪及财富管理业务营业收入占比较 2014 年同期上升 8.56 个百分点，其中资本中介利息收入的占比提升迅猛，较 2014 同期增加了 9.7 个百分点。投资及交易业务收入占比 2014 年同期上升 1.7 个百分点，资产管理和投资银行业务由于增长小于经纪和投资交易业务，收入占比较 2014 年同期分别下降 6.8 和 5.2 个百分点。

图 1 2014H1 华泰证券收入结构

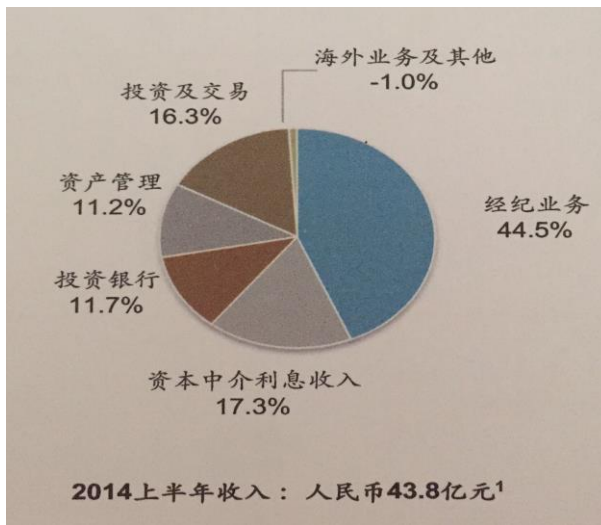
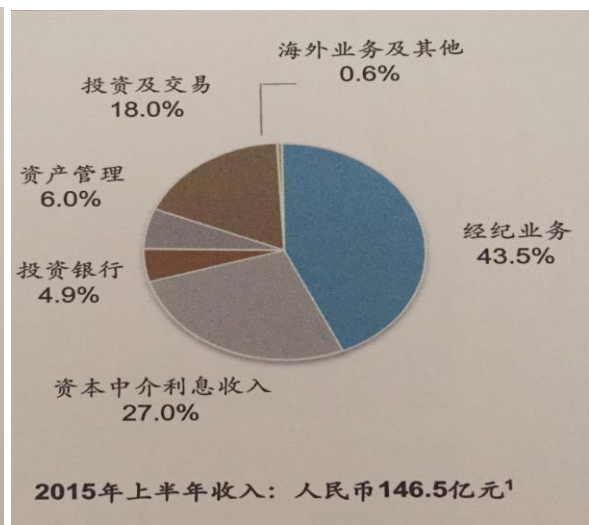


图 2 2015H1 华泰证券收入结构；



数据来源：华泰证券业绩发布会资料 上海证券研究所

数据来源：华泰证券业绩发布会资料、上海证券研究所

### 1.2.1 经纪及财富管理业务

随着 2015 年上半年“一人多户”的政策放开，证券公司之间的竞争变得更加白热化，佣金率的下滑不可避免，只有对客户提供了真正所需的财富增值服务，才能有效吸引并留住客户，否则对于证券公司来说，将失去更多有需求的客户，留下了“僵尸户”，这也将无法给证券公司带来效益。

公司紧紧围绕全业务链战略，在大经纪财富管理平台，以客户需求为导向，加快财富管理体系建设，依托互联网及移动互联网技术打造内容丰富的多层次、多渠道客户服务体系，满足客户多元化理财服务需求。通过不断优化客户结构，促进专业投资者、机构客户、个人高净值客户、零售客户四类客户的服务，深度挖掘客户投融资需求，满足客户多元化理财服务需求。

华泰证券是最早触网的证券公司，以及最早打响低佣金的公司。公司以客户为中心，公司继续大力推进互联网证券业务的创新，自去年推出了新一代的移动理财服务终端--“涨乐财富通”，公司持续完善优化移动互联网平台业务功能及用户体验，目的打造的是最强账户体系。

涨乐财富通完全免费，通过与网易进行战略合作形成对公司的引流。华泰从用户体验为出发点，充分考虑了投资者的全方位投资需求，使涨乐财富通集合了行情、交易、理财产品、咨询、业务办理、专家咨询等一站式服务。用户可以通过涨乐财富通快速开户成为华泰用户，通过涨乐财富通进行行情的查看，快速的交易，业务的办理、专家的咨询、信息咨询等，涨乐财富通还提供各种创新业

务从基于 IPO 行情的火爆推出的打新神器-泰融 e 到柜台市场产品,全面丰富的产品从公司的资管产品到代销的基金,从专家咨询业务到研究报告的开放,涨乐财富通还能显示账户资产分析。真正做到了用户提升了用户体验,增强了用户的粘性,扩大了客户基础。

2015 年上半年,“涨乐财富通”下载量 536.7 万次,日均活跃客户数 94.2 万人次,“涨乐财富通”移动终端客户开户数 165.8 万人次,占公司全部开户数的 89.1%;公司 59.5%的交易客户通过“涨乐财富通”进行交易。

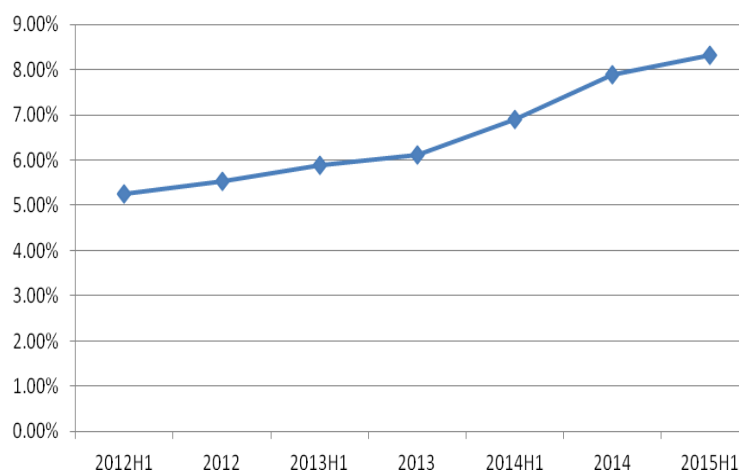
图 3 华泰证券近年来股基市场份额



数据来源:华泰证券业绩发布会资料、上海证券研究所

基于公司的互联网战略成功,其成效显著,华泰证券的股基市场份额自 2014 年起明显快速上升,从市场排名第二名上升至第一名,之后始终保持行业股基市场份额领头地位。最新 2015 年中报,华泰的股基交易量较同期增长 678%,市场份额占全市场的 8.32%,巩固市场第一排名的地位,高于市场排名第二的中信证券 2.01 个百分点。今年上半年,公司依旧保持低佣金的策略,平均佣金率 0.293%,较去年 2014 年佣金率 0.4%下降了,公司的佣金率也低于行业平均佣金率水平 0.55%。

图 4 华泰证券近年来股基市场份额

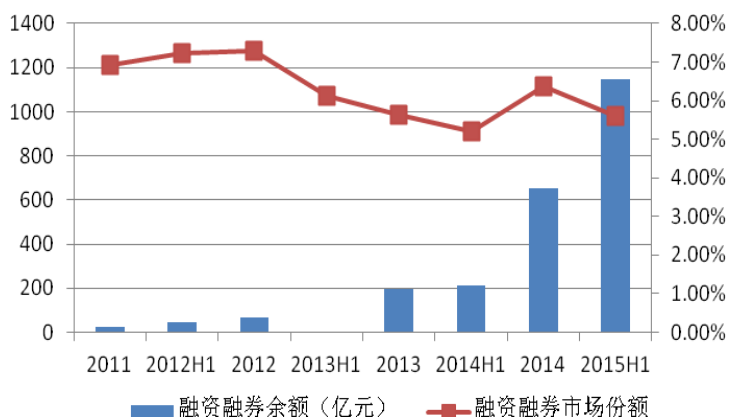


数据来源：公司年报 上海证券研究所

资本中介利息收入是公司增长最大的一块业务，2015 年半年报收入 39.56 亿元，较上年同期增长 421.90%。

随着上半年 A 股市场火爆的行情，客户的加杠杆意愿提升，整个市场的融资融券余额也在不断的创出新高，并达到了 2.27 万亿的高点。截止 6 月 30 日，华泰证券融资融券业务余额 1,145.11 亿元，市场份额为 5.59%，维持担保比率为 296.45%，仍然远高于预警线，从券商两融监管规定其规模整体不超过净资本的 4 倍来看，公司融资融券规模还有较大提升空间。

图 5 华泰证券近年来融资融券余额及市场份额



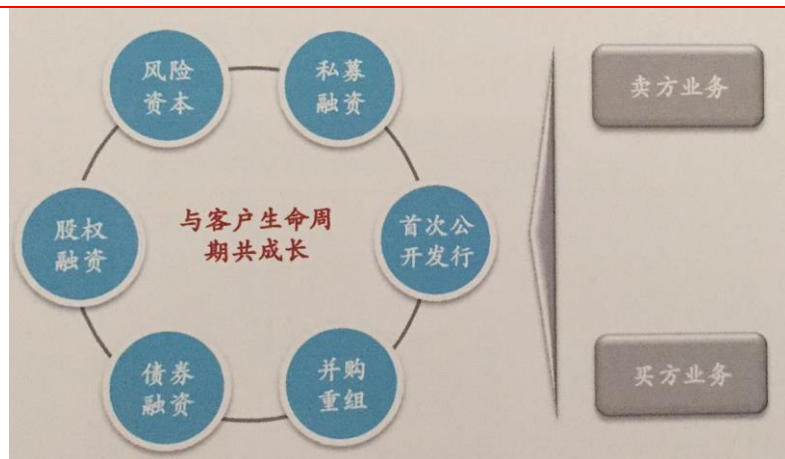
备注：2013H1 融资融券余额数据缺少

数据来源：公司年报 上海证券研究所

### 1.2.2 投资银行

公司依托构建的全业务链体系，整合大投行业务，不断优化“专业化分工+体系化协同”模式，跟踪覆盖公司全生命周期，通过产业重组进行资本介入，为不同发展阶段的客户提供定制化的投资银行服务，公司上半年成功使得公司的投资银行业务业绩实现了增长，投资银行的品牌效应进一步强化。

图 6 华泰证券投行业务覆盖客户生命成长周期



数据来源：华泰证券业绩发布会资料、上海证券研究所

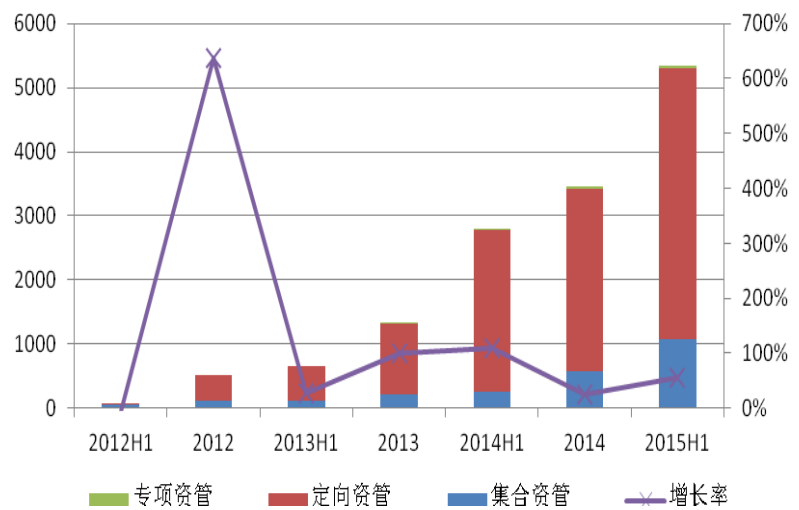
今年上半年，华泰证券完成的中国境内并购交易数量排名第一。股权融资承销金额较 2014 年同期增长 77.8%，排名上升至第 4 名，其中受益于 IPO 核发提速，公司 IPO 承销金额较 2014 年同期增长 696.8%，排名从第 8 名上升至第 5 名。

### 1.2.3 资产管理

公司以华泰特色，打造国内一流的资管机构为目标，确立以固定收益业务为基础，以权益类产品重塑为重心，以融资类业务为整合平台的发展策略，实现产品线的纵深发展，形成差异化竞争，依托涨乐财富通的庞大客户基础，加大重点新型互联网产品的开发和推广力度。公司成功推出了券商里集合产品规模第一的“天天发”；首只投资股票质押回购产品-投融宝；以及与其他银行开发的类投融宝产品：质押宝 1 号、浦华 1 号等。

公司 2015 年上半年，资管规模与业务收入均刷新历史记录。公司总资管规模 5342 亿元，行业排名第三，其中集合资产管理计划 44 只，规模 1,080.11 亿元；定向资产管理计划 372 只，规模 4,221.22 亿元；专项资产管理计划 3 只，规模 40.60 亿元。华泰资管公司主动管理业务规模 1,394 亿元，行业排名第五。

图 7 华泰证券今年来资管产品规模 (单位: 亿元)



数据来源: 公司年报 上海证券研究所

### 1.2.4 投资与交易

公司在投资与交易业务上, 强调安全边际, 以“低风险、大规模和绝对收益”为基本原则, 通过对冲控制风险、通过杠杆提升收益、通过金融创新获取超额收益。在证券投资上始终执行“去方向化”策略。

在权益证券投资上, 采用对冲、量化、套利、高频等风控方式, 获取低风险稳定收益; 在固定收益投资商, 加大 IRS 对冲力度, 有效锁定资金成本, 降低市场风险; 同时, 积极开展量化对冲投资业务、大力推进场外衍生品业务创新, 投资及交易业务收益率大幅提升。公司在 2015 年上半年, 公司密切注意市场情况, 调整资产配置, 在权益类比重较往年加大, 因此公司的证券投资与交易的盈利显著提升, 较 2014 年同期增长了 268.1%。我们认为在下半年行情波动较大, 公司的“去方向化”策略将受益明显。

图 8 华泰证券投资及交易业务增长情况



数据来源：华泰证券业绩发布会资料、上海证券研究所

### 三、盈利预测

我们预计 2015-2016 年归母公司的净利润将实现年递增 94.21%和 31.87%，相应每股收益为 1.36 元和 1.60 元。以 8 月 31 日收盘价 14.59 元计算，对应 PE 分别为 10.73 倍和 9.12 倍。证券行业 15 年 PE 中值为 16 倍。公司目前的估值低于行业平均水平。2015 年，公司业务全面发展，我们看好公司基于互联网+战略的大经纪业务平台，不断扩大客户基础，公司龙头地位进一步加强，大投行及大资管的两大体系齐头并进。给予“未来六个月，谨慎增持”评级。

### 四、风险提示

- 1) 下半年二级市场大幅波动；
- 2) 行业红利政策不及预期。

## 五、附表

附表 1 盈利预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2014A	2015E	2016E
<b>一、营业总收入</b>	<b>12,062.30</b>	<b>20,682.38</b>	<b>27,272.34</b>
手续费及佣金净收入	6,477.28	11,525.67	14,921.41
其中: 代理买卖证券业务净收入	4,995.73	9,991.45	12,988.89
证券承销业务净收入	1,180.36	1,239.38	1,549.22
受托客户资产管理业务净收入	196.56	294.84	383.30
利息净收入	2,384.81	4,769.62	7,154.43
投资净收益	1,821.40	4,007.09	4,808.51
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	284.99	0.00	0.00
公允价值变动净收益	1,142.32	0.00	0.00
汇兑净收益	2.74	300.00	300.00
其他业务收入	233.75	80.00	88.00
<b>二、营业支出</b>	<b>6,212.78</b>	<b>9,385.38</b>	<b>12,374.43</b>
营业税金及附加	660.14	1,034.12	1,363.62
管理费用	5,288.20	8,272.95	10,908.94
资产减值损失	17.69	20.68	27.27
其他业务成本	246.75	57.63	74.61
<b>三、营业利润</b>	<b>5,849.52</b>	<b>11,297.00</b>	<b>14,897.91</b>
加: 营业外收入	85.12	103.41	136.36
减: 营业外支出	19.83	28.16	37.12
<b>四、利润总额</b>	<b>5,914.82</b>	<b>11,372.25</b>	<b>14,997.15</b>
减: 所得税	1,375.03	2,615.62	3,449.34
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00
<b>五、净利润</b>	<b>4,539.79</b>	<b>8,756.64</b>	<b>11,547.80</b>
减: 少数股东损益	53.51	43.78	57.74
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>4,486.28</b>	<b>8,712.85</b>	<b>11,490.06</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>0.80</b>	<b>1.36</b>	<b>1.60</b>
<b>PE</b>	<b>18.56</b>	<b>10.96</b>	<b>9.27</b>

数据来源: Wind、上海证券研究所

## 分析师承诺

分析师 虞婕雯

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及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，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。