



东兴证券
DONGXING SECURITIES

经纪业务份额稳居第一，大资管业务稳健发展

——华泰证券（601688）三季度财报点评

2015年11月01日

强烈推荐/维持

华泰证券

财报点评

齐瑞娟

分析师

执业证书编号：S1480515080001

qirj@dxzq.net.cn 010-66554089

事件：

公司2015年前三季度实现营业收入198.82亿元，同比增长177%，归属上市公司股东净利润86.39亿元，同比增长226.66%，每股收益1.38元，同比增长193.62%。公司第三季度实现营业收入52.38亿，同比增长84%，环比下降46%，第三季度归属上市公司股东净利润19.65亿，同比增长40%，环比下降58%。前十大股东中，证金持股约3%，汇金持股约1.4%。公司业绩符合预期。

公司分季度财务指标

| 指标 | 2014Q1 | 2014Q2 | 2014Q3 | 2014Q4 | 2015Q1 | 2015Q2 | 2015Q3 |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元） | 21406.49 | 21790.82 | 28441.72 | 48821.54 | 49086.91 | 97355.61 | 52380.18 |
| 增长率（%） | 22.40% | 1.80% | 30.52% | 71.65% | 0.54% | 98.33% | -46.20% |
| 营业利润率（%） | 47.31 | 45.47 | 48.81 | 48.49 | 54.89 | 60.16 | 57.84 |
| 净利润（百万元） | 7806.18 | 6983.00 | 11528.76 | 18415.04 | 20153.54 | 46594.68 | 19645.30 |
| 增长率（%） | 119.10% | -10.55% | 65.10% | 59.73% | 9.44% | 131.20% | -57.84% |
| 每股盈利（季度，元） | 0.14 | 0.13 | 0.20 | 0.33 | 0.36 | 0.65 | 0.27 |
| 资产负债率（%） | 65.06 | 66.68 | 77.35 | 84.6 | 88.01 | 86.6 | 83.62 |
| 净资产收益率（%） | 2.16 | 4.11 | 7.16 | 11.65 | 4.90 | 11.28 | 14.58 |
| 总资产收益率（%） | 0.77 | 1.43 | 1.98 | 2.45 | 0.66 | 1.58 | 2.33 |

观点：

- **经纪业务稳居市场第一，市占率再创新高。**公司前三季度代理买卖证券业务收入同比增长256%，第三季度环比下降35%。公司三季度股基交易量市场份额从二季度末8.33%上升至8.53%，巩固了行业第一的位置，比第二名中信证券高出近2个百分点。综合佣金率先触底，从二季度末的0.029%下行至三季度末0.027%，具有非常高的安全边际。
- **并购出色依旧，投行整体偏于平淡。**公司前三季度投行业务收入同比增长24%，第三季度环比下降35%。第三季度IPO暂停，公司参与定增业务表现平淡，前三季度股权融资规模仍然位居上市券商第四。并购业务是公司大投行体系的最好名片，2015年前三季度公司并购数量稳居市场第一。
- **资管业务稳健发展，主动资管能力继续加强，**公司前三季度资管业务收入同比增长27%，第三季度环比上升4.5%。公司大资管战略推动公司向综合性财富管理机构发展，是公司重要的核心竞争力之一，主动资管能力不断加强。公司前三季度资管业务总规模5595亿，较二季度末增长6%，仍然位列全行业第三，其中主动管理业务规模1498亿，较二季度末增长7%，位列全行业第五。

- **两融份额有所降低，股权质押经营稳健。**公司前三季度利息收入同比增长 137%，第三季度环比下降 47%。公司两融余额从二季度末 1144 亿下降至 486 亿，降幅 58%，市场份额从二季度末 5.59% 下降至三季度末 5.36%，未能和经纪业务市场份额同步扩大。公司第三季度股权质押新增规模 161 亿，环比下降 18%，与其他上市券商相比降幅较小，说明公司股权质押业务经营比较稳健。
- **三季度市场波动巨大，自营拖累明显。**公司前三季度自营业务收入同比增长 164%，第三季度环比下降 62%。公司三季报自营规模较半年报增长 24%，年化投资收益率 7%，较中报披露的 12.8% 跌幅将近一半，主要受三季度市场大幅调整、响应救市号召自营规模扩大影响。

结论：

我们看好公司的发展前景。1) 经纪业务占有率稳居行业第一位是公司最大的核心竞争力，综合佣金率率先触底，坚实的客户基础和市场影响力为公司其他业务发展打下坚实基础，公司投顾理财和财富管理、融资融券、资产管理和衍生品业务等都会充分享受协同效应。2) 公司大资管战略稳步推进，主动资产能力不断增强，南方基金和华泰柏瑞基金有望贡献协同效应。3) 公司特色并购业务已经形成品牌，经济转型和混改的大背景为公司并购业务发展带来历史性机遇。我们预计公司 2015 年、2016 年、2017 年 EPS 为 1.38 元、1.23 元、1.22 元，对应 PE 为 12.81X、14.42X、14.50X。

公司盈利预测表

| 资产负债表 | 单位:百万元 | | | | | 利润表 | 单位:百万元 | | | | |
|----------|--------|---------|---------|-----------|--------|-----------|--------|-------|---------|---------|---------|
| | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E | | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
| 货币资金 | 26,394 | 89,864. | 410,81 | 392,276.7 | 462,16 | 营业收入 | 7,166. | 12,06 | 22,191. | 19,711. | 19,608. |
| 结算备付金 | 8,371. | 18,217. | 69,360. | 57,120.00 | 62,424 | 手续费及佣金净收入 | 4,825. | 6,477 | 13,918. | 9,383.9 | 7,059.6 |
| 交易性金融资产 | 20,290 | 55,999. | 55,999. | 57,679.96 | 59,121 | 其中:代理买卖证券 | 3,815. | 4,995 | 13,056. | 8,064.0 | 5,140.8 |
| 买入返售金融资产 | 4,735. | 20,710. | 26,923. | 40,384.55 | 72,692 | 证券承销业务净收入 | 577.55 | 1,180 | 551.55 | 686.02 | 948.32 |
| 存出保证金 | 4,735. | 20,710. | 2,891.8 | 2,924.70 | 4,041. | 受托客户资产管理业 | 314.35 | 196.5 | 140.00 | 518.48 | 883.65 |
| 可供出售金融资产 | 6,233. | 9,276.1 | 8,812.3 | 9,076.71 | 13,881 | 利息净收入 | 1,325. | 2,384 | 2,027.8 | 1,985.2 | 2,560.4 |
| 长期股权投资 | 3,856. | 1,874.4 | 2,499.1 | 2,874.03 | 3,305. | 投资净收益 | 1,546. | 1,821 | | | |
| 固定资产 | 2,298. | 3,303.6 | 2,424.3 | 3,151.71 | 4,097. | 其中:对联营企业和 | 219.17 | 284.9 | | | |
| 无形资产 | 381.94 | 401.21 | 449.79 | 500.99 | 575.33 | 公允价值变动净收益 | -564.3 | 1,142 | | | |
| 商誉 | 51.34 | 51.34 | 51.34 | 51.34 | 51.34 | 自营业务净收入 | 763.47 | 2,678 | 5,357.6 | 7,554.1 | 9,203.7 |
| 递延所得税资产 | 373.69 | 178.88 | 203.29 | 208.52 | 264.23 | 营业支出 | 4,250. | 6,212 | 9,220.7 | 8,190.2 | 8,147.1 |
| 其他资产 | 399.87 | 305.54 | 762.35 | 781.94 | 990.85 | 营业税金及附加 | 429.37 | 660.1 | 1,398.0 | 1,241.8 | 1,235.3 |
| 资产合计 | 98,248 | 272,22 | 581,18 | 567,031.2 | 683,61 | 管理费用 | 3,818. | 5,288 | 7,767.1 | 6,899.1 | 6,862.8 |
| 卖出回购金融资产 | 8,941. | 49,668. | 64,568. | 90,396.18 | 135,59 | 其他业务成本 | 27.08 | 246.7 | 55.48 | 49.28 | 49.02 |
| 代理买卖证券款 | 26,373 | 60,398. | 204,00 | 168,000.0 | 183,60 | 营业利润 | 2,915. | 5,849 | 12,971. | 11,521. | 11,460. |
| 应付职工薪酬 | 1,092. | 1,740.6 | 4,942.5 | 4,390.16 | 4,367. | 加:营业外收入 | 42.55 | 85.12 | 48.82 | 43.37 | 43.14 |
| 应交税费 | 1,005. | 1,429.9 | 3,954.0 | 3,512.13 | 3,493. | 减:营业外支出 | 21.16 | 19.83 | 13.32 | 11.83 | 11.76 |
| 其他负债 | 4,831. | 52,103. | 227,01 | 217,880.5 | 267,59 | 利润总额 | 2,937. | 5,914 | 13,006. | 11,553. | 11,492. |
| 负债合计 | 61,923 | 230,28 | 504,48 | 484,179.0 | 594,64 | 减:所得税 | 668.36 | 1,375 | 3,121.6 | 2,772.7 | 2,758.1 |
| 股本 | 5,600. | 5,600.0 | 7,162.7 | 7,162.77 | 7,162. | 净利润 | 2,268. | 4,539 | 9,885.1 | 8,780.3 | 8,734.1 |
| 资本公积金 | 17,167 | 17,221. | 46,000. | 46,000.00 | 46,000 | 归属于母公司净利润 | 2,211. | 4,486 | 9,885.1 | 8,780.3 | 8,734.1 |
| 盈余公积金 | 1,302. | 1,692.8 | 2,681.3 | 3,559.39 | 4,432. | 每股收益 | | | | | |
| 未分配利润 | 8,847. | 10,319. | 14,273. | 17,785.35 | 21,279 | 基本每股收益(元) | 0.39 | 0.80 | 1.38 | 1.23 | 1.22 |
| 一般风险准备 | 2,817. | 4,611.6 | 6,588.6 | 8,344.69 | 10,091 | | | | | | |
| 归属于母公司权 | 35,698 | 41,298. | 76,705. | 82,852.21 | 88,966 | | | | | | |
| 所有者权益合计 | 36,325 | 41,944. | 76,705. | 82,852.21 | 88,966 | | | | | | |
| 负债及股东权益合 | 98,248 | 272,22 | 581,18 | 567,031.2 | 683,61 | | | | | | |

资料来源:东兴证券研究所

分析师简介

齐瑞娟

北京大学经济学学士，纽约州立大学金融经济学硕士，曾于 2010 年至 2015 年在博时基金管理公司工作，历任养老金业务部专户业务助理、专户业务经理、专户业务总监。2015 年加盟东兴证券研究所，从事非银金融行业研究。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。