



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

2016-05-23

公司调研报告

买入/调高

华泰证券(601688)

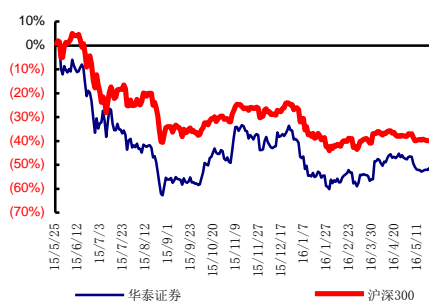
目标价: 19.65

昨收盘: 16.24

非银金融 证券 II

华泰证券(601688): 差异化深耕财富管理, 全业绩链战略深度演绎领先优势

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股) 7,163/7,163
总市值/流通(百万元) 116,323/116,323
12个月最高/最低(元) 33.29/12.41

相关研究报告:

《华泰证券(601688): 调研纪要》
--2016/04/04

《华泰证券(601688)调研纪要: 经纪王者+并购先锋》--2016/02/25

证券分析师: 张学

电话: 010-88321528

E-MAIL: zhangx@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190511030001

联系人: 孙立金

电话: 010-88321730

E-MAIL: sunlj@tpyzq.com

事件: 近期, 我们对华泰证券进行了调研, 就公司收购美国 AssetMark 公司、日常经营情况等事项进行了详细的交流。我们认为华泰证券在行业最大的利润来源业务——大经纪业务(50%)上的优势将会加速强化, 成为真正具有差异化核心竞争力的大型券商。

华泰证券有差异化竞争的基因, 有望引领经纪业务二次转型。从传统的经纪业务来看, 华泰证券通过“互联网+低佣金”策略引领券商经纪业务, 市场份额不断提升, 从 2013 年的 6.06% 提升至 2015 年的 8.44%, 一直排名行业第一。互联网只是差异化的第一步, 这种差异在过去的 1-2 年内被迅速填平。然而真正的差异化则是基于批量化的可定制投资策略体系、及服务场景。AssetMark 则是华泰经纪业务二次差异化的一个重要支撑点, 有助于巩固并进一步增强华泰证券的经纪业务市场竞争力, 并有望引领“市场份额”向“存量价值”的行业新航标。

实施全业务链战略, 以客户需求为导向的顶层设计顺应行业大势。随着证券行业的演化, 各业务单兵作战的时代已经结束, 各业务间资源协同是当下释放券商潜力的一个核心课题, 行业内纷纷探索破解之法。通过调研我们了解到, 华泰证券近年来在促进各业务间的协同方面做了深入的研究和尝试, 并取得了一些重要的进展。全业务链战略的落地需要两大支撑: 一是技术支撑。全业务链重要的就是共享客户, CRM(客户关系管理)系统是华泰证券全面转型的核心支撑之一。二是分配制度。通过建立跨部门的业绩分成机制, 调动各部门的积极性, 则为全业务链战略的落地提供了内部动力。

给予“买入”投资评级。基于华泰证券在经纪业务、并购业务的龙头地位、各细分业务良好的发展势头, 以及充足的资本、稳健的运营、差异化战略、全业绩链战略, 我们看好公司未来的成长能力。6 个月目标价 19.65 元, 对应 2016 年预期 EPS(0.94 元)的 PE 为 21 倍。

风险提示: 人民币贬值、国际资本市场波动, 可能加剧国内股票市场波动; 近期资本市场波动较大, 短期内可能影响券商股估值。

■ 主要财务指标

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	26,262	20,526	31,782	29,990
净利润(百万元)	10,697	6,704	10,751	8,605
摊薄每股收益(元)	1.49	0.94	1.50	1.20

资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

目录：

一、收购 ASSETMARK，战略意义重大	4
二、基于系统重要性的子业务研判	8
三、三大因素助力华泰证券新腾飞	13
（一）资本大幅补充，彰显大发展意志，也为大发展提供了充足的潜力	13
（二）稳健的经营风格，在浮华的市场环境中收获引领未来的筹码	15
（三）实施全业务链战略，以客户需求为导向的顶层设计顺应行业大势	16
四、华泰证券的背景简介——金控体系齐全	16
五、选择这个时点推荐华泰证券的理由：	18
六、盈利预测与估值	19
七、风险提示	19

图表目录:

图表 1: ASSETMARK 运营模式	5
图表 2: ASSETMARK 创新历程	5
图表 3: 华泰与 ASSETMARK 结合的展望一	6
图表 4: 证券行业营业收入结构	7
图表 5: A 股股票日均交易量 (2016 年数据截至 4 月 1 日)	7
图表 6: 经纪业务成交额市场份额 (股票、权证、基金)	8
图表 7: 华泰证券收入构成	8
图表 8: 华泰证券资管体系	10
图表 9: 华泰证券 (上海) 资产管理公司业务规模	10
图表 10: 证券行业资管业务规模 (亿元)	11
图表 11: 上市券商自营权益类证券及证券衍生品/净资本	12
图表 12: 华泰证券 2011-2015 自营权益类证券及证券衍生品/净资本	13
图表 13: 证券行业总资产规模 (亿元)	14
图表 14: 华泰证券净资本 (亿元) 及同比增长率	14
图表 15: 华泰证券净资产 (亿元) 及同比增长率	15
图表 16: 华泰证券前十大股东及持股比例	17
图表 17: 华泰证券净资产 (亿元) 及同比增长率	17
图表 18: 华泰证券财务预测表	20

一、收购 AssetMark, 战略意义重大

近日, 华泰证券公告, 公司通过子公司拟收购美国 AssetMark 公司(全称: AssetMark Financial Holdings, Inc.), 管理层希望通过收购拓展投资管理服务能力的机会, 建立世界水平技术解决方案的潜力。

(一) AssetMark 简介

AssetMark 成立于 1996 年, 总部位于美国加利福尼亚州康科德市, 是一家独立的全方位服务统包资产管理项目平台 (TAMP), 为美国的财务顾问企业提供投资和咨询方面的解决方案。AssetMark 主要提供的服务, 包括获得资产管理产品、第三方和自有托管服务和投资策略师产品。通过提供全套式服务, AssetMark 使得其客户可以专注于建立财务顾问服务及关系。截至 2016 年 3 月 31 日, AssetMark 平台上的资产总额约为 285 亿美元。根据 Trust Advisor 于 2015 年发布的行业报告, 以估算的市场份额计算, AssetMark 是美国 TAMP 行业的第三大业内企业。

简单地从 AssetMark 自身的交易价格 (7.8 亿美元) 而言, 这个价格是个市场价, 且直接的利润贡献相对于华泰证券的大盘子而言, 影响不大。我们认为: **AssetMark 与华泰的协同效应具有重要的战略价值。**

AssetMark 作为美国 TAMP 行业的三巨头之一, 具有比较成熟的互联网金融服务模式。美国 TAMP 行业市场集中度比较高, 前三名约占 50% 的市场份额, 第一名的资产管理规模约 490 亿美元, AssetMark 排名第三, 规模为 285 亿美元。经过 20 年的探索, 这个规模, 足以证明 AssetMark 在 TAMP 行业中的竞争力是靠谱的。

(二) AssetMark 的价值所在

AssetMark 的盈利模式是: 赚托管费和资产管理费。核心商业逻辑是: 通过互联网平台等资源为第三方投资顾问 (Advisors) 提供全方位的服务, 便于投资顾问服务于投资者。

从这个模式中, 我们可以看出, 在资产管理行业, AssetMark 是平台类的公司, 因为它主要通过吸引投顾进驻, 进而撬动资管规模。

图表 1: AssetMark 运营模式

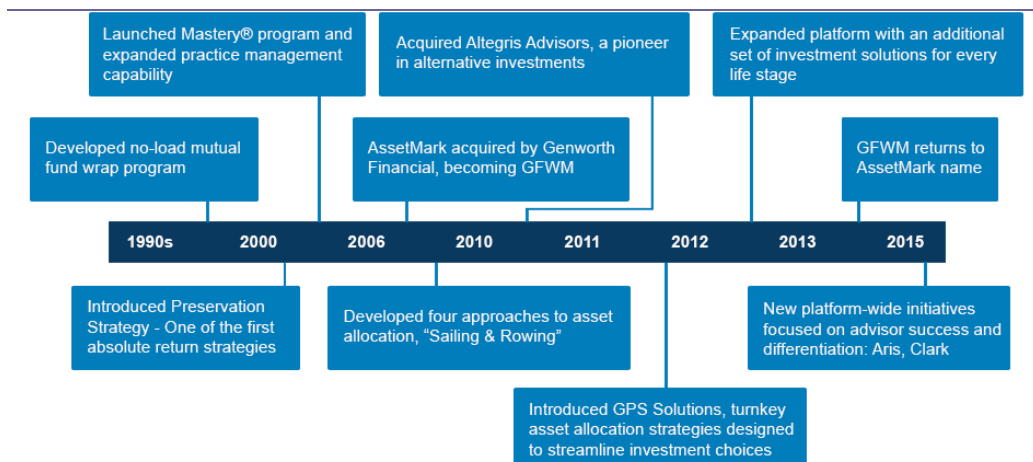


资料来源: AssetMark 官网, 太平洋证券研究院

第二个关键的问题是, 这个平台, 如何能聚集投顾呢? 除了便利的互联网平台以及辅助性的服务, 关键性的因素是: 成熟的投资组合方案。AssetMark 是由投资顾问背景出身的专业人士创建的, 保留有专业投顾的基因, 可以说, AssetMark 是一家专业动态开发投资组合方案的公司, 并且组合策略在不断的完善, 不断的丰富, 早在本世纪初就退出了系列的绝对收益策略、大类资产配置策略。这些成熟的投资组合方案, 可以供投顾直接使用, 或根据客户的需求自行搭建, AssetMark 提供搭建工具, 如组合风险收益分析、优化等。

AssetMark 覆盖的投资者数量约为 9 万户, 户均资产约为 33 万美元, 折合人民币约 220 万元。说明客户层次整体比较高, 属于中高级别的客户, 吸引并留住这样一批客户, 恰恰是财富管理功底比较深厚的一种最好的证明。

图表 2: AssetMark 创新历程

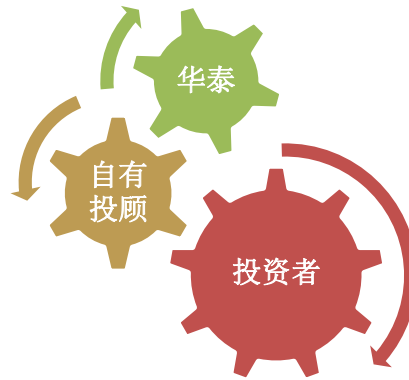


资料来源: AssetMark 官网, 太平洋证券研究院

(三) 华泰与 AssetMark 结合的展望

华泰最直接受益的一个方向是, 现有 1000 万客户的综合财富管理服务。这是一座巨大的金库, 托管资产规模约 3 万亿元。通过借鉴 AssetMark 的平台体系和投资组合搭建体系, 用于内部管理。这个价值释放出来, 可能再创一次经纪业务行业内革命性记录。(第一次记录是提升行业集中度, 在短短的两年之内市场份额提升约 2.4 个百分点, 提升的空间比行业内经纪业务新秀——国金证券的总市场份额 1.29% 要高, 接近于申万宏源、安信证券的市场份额)。

图表 3: 华泰与 AssetMark 结合的展望一



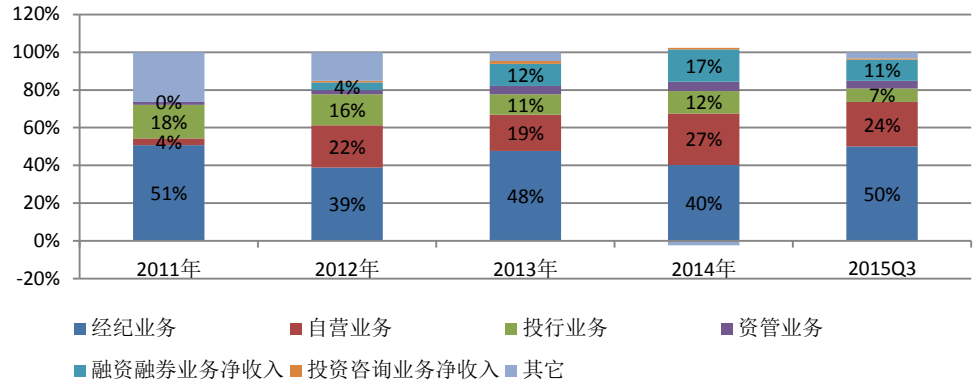
资料来源: 太平洋证券研究院

第二个受益方向是, AssetMark 在美国的运作模式复制到国内来, 华泰通过引流第三方投顾, 进一步扩大市场份额。

第三个受益方向是, 华泰财富管理的国际化, 充分利用两边的平台, 为客户财富管理提供更加丰富的跨境服务, 以及在境外更好地发挥财富管理与其它业务的协同效应。

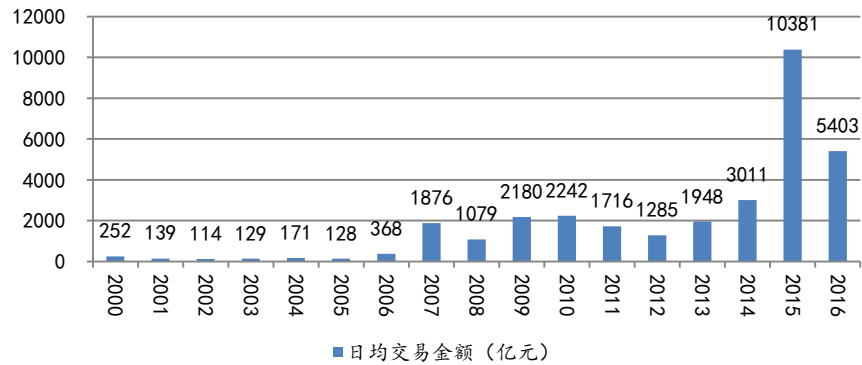
经纪业务仍然是券商的核心业务, 过去经纪业务的发展取决于市场交易总量和行业内市场份额的竞争。互联网+低佣金策略引领过去三年券商经纪业务的发展; 而由经纪业务演化出来的财富管理业务将不再局限于交易量的份额竞争, 更多的机会来自于个人财富在银行、基金、信托与券商之间的流动, 新的市场规模已经打开, 基于经纪业务的财富管理业务将缔造传统经纪业务第二春。

图表 4: 证券行业营业收入结构



资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

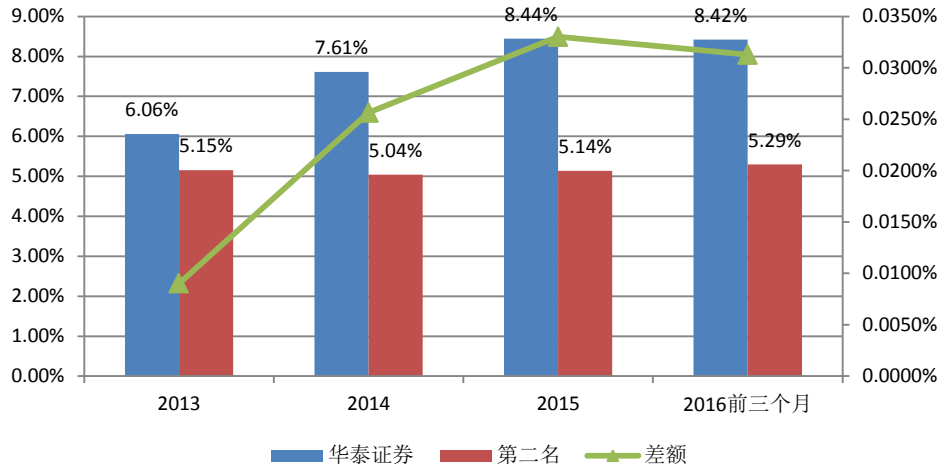
图表 5: A 股股票日均交易量 (2016 年数据截至 4 月 1 日)



资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

从传统的经纪业务来看, 华泰证券通过“互联网+低佣金”策略引领券商经纪业务, 市场份额不断提升, 从 2013 年的 6.06% 提升至 2015 年的 8.44%, 一直排名行业第一。证券行业的经纪业务呈现出市场份额集中的势头, 一个迹象是龙头华泰的市场份额一直在增加, 另一个迹象是市场份额排名第二的券商由银河证券变身为中信证券, 且市场份额也有所提升。主要原因在于: 零售、分散的经纪业务在互联网技术的支持下, 尤其是移动互联网的支持下, 具备了规模、数量集中的技术可行性, 而随着这种技术的改进, 券商经纪业务从同质化走向差异化, 从依托网点走向依托互联网只是差异化的第一步, 这种差异在过去的 1-2 年内被迅速填平。然而真正的差异化则是基于批量化的可定制投资策略体系、以及服务场景。AssetMark 则是华泰经纪业务二次差异化的一个重要支撑点, 有助于巩固并进一步增强华泰证券的经纪业务市场竞争力, 并有望引领“市场份额”向“存量价值”的行业新航标。

图表 6: 经纪业务成交额市场份额 (股票、权证、基金)



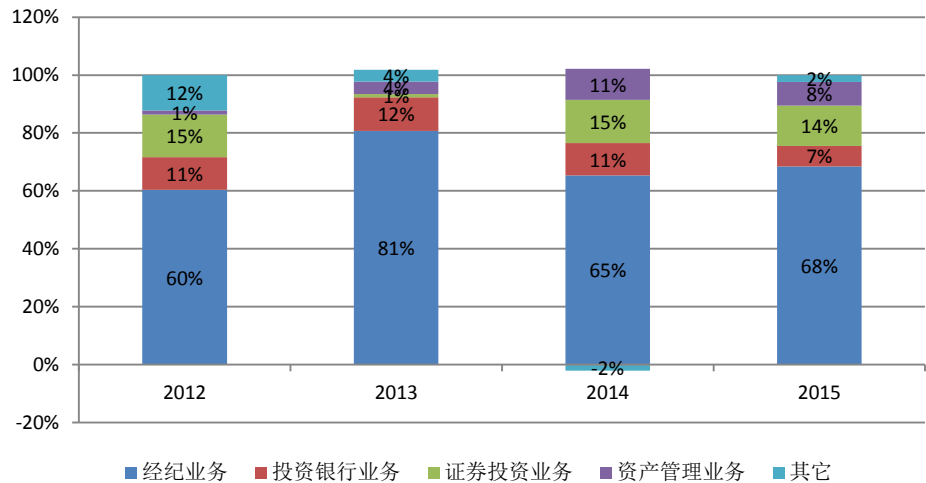
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

二、基于系统重要性的子业务研判

华泰证券的营业收入主要有四部分: 经纪业务、自营、资管、投行业务, 贡献度分别为: 68%、14%、8%、7%。除经济业务外, 各业务的重要性排序分别为: 经纪>自营>资管>投行。

投行业务、资管业务分别通过子公司运作, 在券商中这两部分业务均通过子公司运作的非常少, 通过子公司运作, 可以更加充分地发挥激励机制的作用, 业务发展动力更加充足, 适合于即将进入或初步进入爆发期的业务。

图表 7: 华泰证券收入构成



资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

(一) 投行业务发力并购、定增, 立足于行业专家, 准确把握行业趋势

华泰证券投行业务通过华泰联合证券开展。

受近年来 IPO 发行节奏影响, 投行业务主要有两大重要机会: 一是定增, IPO 融资渠道受阻, 银行受资产质量压力影响放贷偏谨慎, 对过剩产能行业严格把控, 定向增发成为一个可能的突破口, 近三年屡创新高; 二是经济低迷倒逼经济转型带来的并购黄金期。华泰证券把握行业风向的能力特别强, 在并购、定增细分领域内尽显龙头或准龙头气质。

并购重组业务方面, 根据 Wind 与 Mergermarket 等资讯机构统计, 2015 年, 公司主导的并购重组交易案例数量在内地及香港地区均排名第一。按照中国证监会核准的并购交易数量计, 公司并购业务自 2012 年起连续 3 年排名行业第一。

今年以来, 华泰联合证券权益类主承销金额合计 534 亿元, 行业排名第 2 (第一为中信证券, 678 亿; 第三为广发证券 490 亿元)。这个金额, 对于华泰联合证券而言, 完全是定增业务。中信、广发除了定增还分别有 16 亿元、15 亿元的 IPO 金额。从过去三年的情况来看, 华泰联合权益类承销保荐收入总计约 10 亿元, 位于第一阵营 10 亿元俱乐部 (第一为国信, 约为 15 亿元)。

这种龙头气质并非空穴来风, 而是有着周密的布局 and 深厚的基本功: 面对行业变局, 公司主动调整与优化业务布局, 持续推进“专业化分工+体系化协同”的大投行业务模式, 不断强化“客户经理+产品专家+行业专家”的人力资源目标导向, 通过全业务链服务体系, 巩固提升关键行业的客户积累和业内口碑。

在投行业务的成功一方面归结于对行业趋势的准确把握, 重点突破; 另一方面归结于“行业专家”的专业精神。这种专业精神, 对于今后的注册制环境具有重要的意义, 因此, 我们看好华泰证券的投行实力以及在未来更加给力的表现。

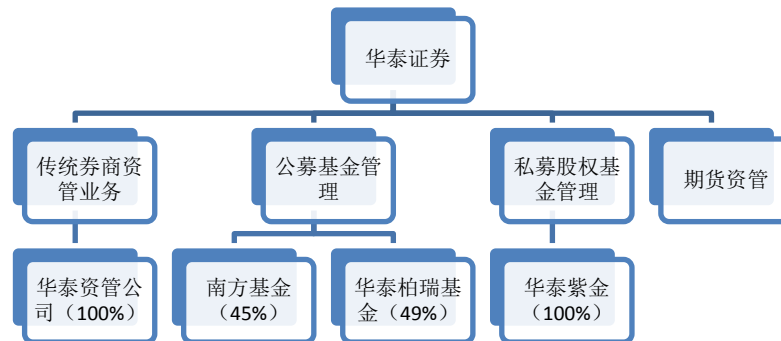
(二) 资管业务体系完善, 传统券商资管业务连续两年翻倍

在证券公司资产管理业务领域, 华泰资管公司以全业务链战略方针为指导, 深入引导与创造客户需求, 以多样化的金融产品满足客户多元化的投融资需求, 实现客户价值深度变现。以资产管理方和资产供给方的双重角色, 持续提升主动管理能力和产品创设能力, 不断锻造核心竞争力。

华泰证券的资管体系布局全面、结构清晰, 已经具备了行业领先水平的实力。华泰证券的大资管体系包含四个部分: 传统券商资管、公募基金管理、私募股权基金管理、期货资管。这个体系具有两个特点: 一是突出大资管体系, 覆盖全面; 二是通过全资子公司或参股子公司的形势运

作, 保留内部协同性的同时, 充分市场化, 利用市场机制抓住机遇迅速发展壮大。华泰证券资管体系具体结构如下:

图表 8: 华泰证券资管体系



资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

传统券商资管业务, 华泰证券专门成立了华泰证券 (上海) 资产管理公司, 以子公司形势运作, 最大程度范围内释放资管业务潜力。

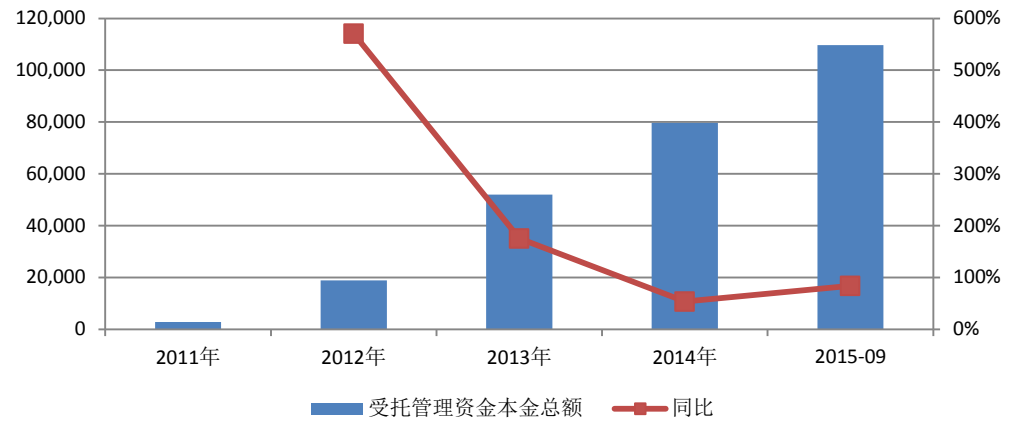
根据中国证券投资者基金业协会公布的证券期货经营机构资产管理业务统计数据, 截至 2015 年末, 华泰资管公司主动管理业务规模 1,652 亿元, 行业排名第五, 资产管理业务总规模行业排名第三。从过去三年的业务发展情况来看, 集合型资管规模从 2013 年的 218 亿, 增长至 2015 年的 1013 亿元, 连续两年增长率在 1 倍以上。

图表 9: 华泰证券 (上海) 资产管理公司业务规模

	2015		2014		2013	
	受托规模 (亿元)	净收入 (万元)	受托规模 (亿元)	净收入 (万元)	受托规模 (亿元)	净收入 (万元)
集合资管	1,013	94,372	578	58,457	218	24,029
定向资管	4,997	24,067	2,845	14,240	1,108	7,405
专项资管	133	1,274	32	41	1	-

资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 10: 证券行业资管业务规模 (亿元)



资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

公募基金管理, 也是华泰证券的强项所在。参股南方基金 45% 的股权、华泰柏瑞基金 49% 的股权, 两家基金公司均是我国基金行业上知名的基金公司, 两者管理的资产规模在行业内分别排名第七、第十九。截至 2015 年底, 南方基金公募业务管理基金数合计 85 只, 公募业务基金总规模合计人民币 3,342.00 亿元, 较 2014 年同期 2,021.76 亿元增长 65.30%; 非公募业务账户资产净值合计人民币 1,759.80 亿元, 较 2014 年同期 923.23 亿元增长 90.61%。2015 年, 南方基金获《中国证券报》“金牛基金管理公司”、《上海证券报》“第十二届中国‘金基金’TOP 公司奖”、《证券时报》“2014 年度十大明星基金公司奖”等。在华泰柏瑞资产管理业务领域, 截至 2015 年末, 华泰柏瑞公募业务管理基金数合计 35 只, 公募业务基金总规模合计人民币 1,299.23 亿元, 较 2014 年同期 600.75 亿元增长 116.27%; 非公募业务账户资产净值合计人民币 11.46 亿元, 较 2014 年同期 12.04 亿元减少 4.82%。2015 年, 华泰柏瑞获《中国证券报》“金牛基金管理公司”、《上海证券报》“第十二届中国‘金基金’TOP 公司奖”等。

私募股权基金管理业务方面, 通过全资子公司华泰紫金投资开展直接投资, 包括私募股权基金的投资与管理。华泰紫金投资合计设立直投基金 8 只, 规模区间为【10 亿, 71 亿】, 累计 163 亿元。2015 年, 华泰紫金投资及其设立的直投基金实施投资项目合计 21 个, 金额约 32 亿元。私募股权基金管理业务, 依托于华泰证券并购业务的优势, 特色化运作并购基金, 与并购业务协同共生发展。

期货资管方面, 截至 2015 年末, 存续期内资产管理计划合计 120 只, 资产管理总规模 729,035.10 万元, 同比增长 902.91%, 期货端权益规模 188,705.38 万元, 同比增长 454.86%。

基于公司完善的资管体系, 吻合“大资管”的未来趋势, 资管体系各模块的实力行业领先, 先发优势有望在未来变现更大的价值, 因此, 我们看好华泰证券资管业务的业绩前景。

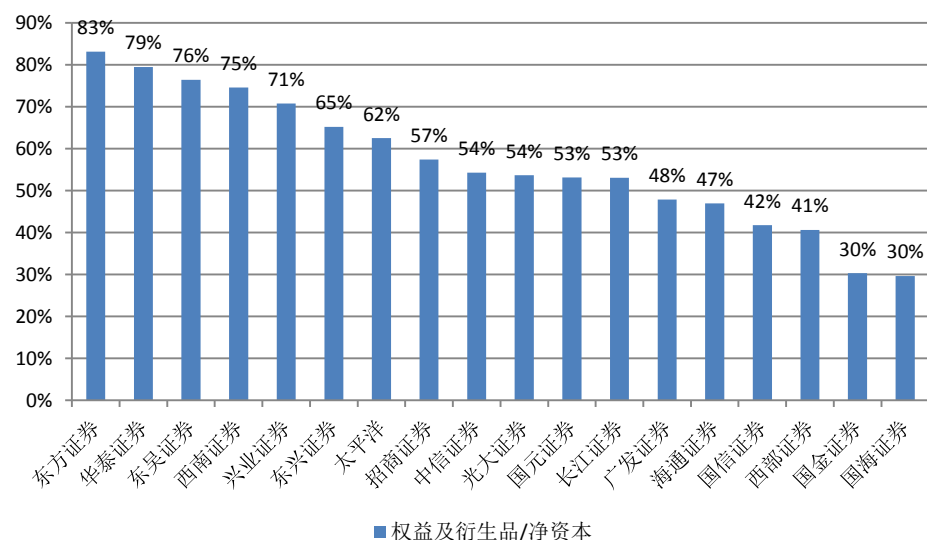
(三) 自营业务权益配置比例行业领先, 弹性大有望创造超预期业绩

第一重弹性来自于华泰证券自身的业务结构。来自华泰证券自身自营业务在券商收入贡献结构中占比仅次于经纪业务, 由于经纪业务今年交易量萎缩约 50%, 自营业务对整体业绩的影响随之放大。华泰证券经纪业务占比高达近 70%, 这种放大效应在个股——华泰证券上的表现将会进一步加大。

第二重弹性来自于华泰证券自营业务权益类配置比例高。在已公布年报的 18 家上市券商中, 华泰证券的自营权益类及衍生品/净资本比例高达 79%, 在 18 家上市券商中排名第 2, 这么高的权益类配置比例, 将会对业绩产生重要的影响。我们认为, 随着三波股灾的风险释放, 券商股的股价调整已经充分反映了自营在前三波股灾中的潜在损失, 随着股市的修复, 高仓位的自营业务会大幅修复券商的业绩, 二月份以来, 万得全 A 指数修复了 18%, 自营业绩可期, 具有超预期的潜力。

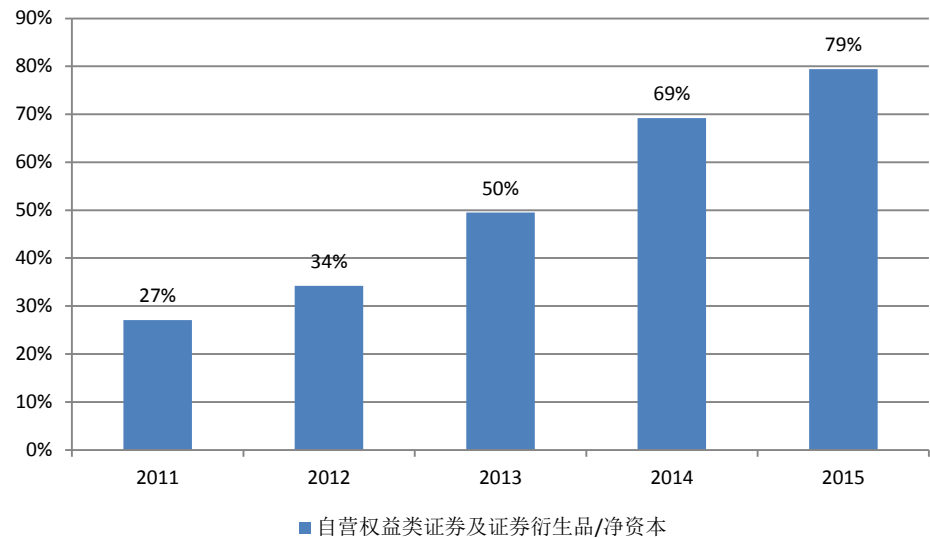
华泰证券一月份利润同比增幅在上市券商中仅位于国金、广发、国海、西部之后, 说明在“股灾 3.0”中华泰证券的自营业绩相对稳定, “高仓位”+“稳定性”, 配合救市的长期持有特点, 华泰证券自营业务会更加充分获益于股市修复带来的机会。

图表 11: 上市券商自营权益类证券及证券衍生品/净资本



资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 12: 华泰证券 2011-2015 自营权益类证券及证券衍生品/净资本



资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

三、三大因素助力华泰证券新腾飞

(一) 资本大幅补充, 彰显大发展意志, 也为大发展提供了充足的潜力

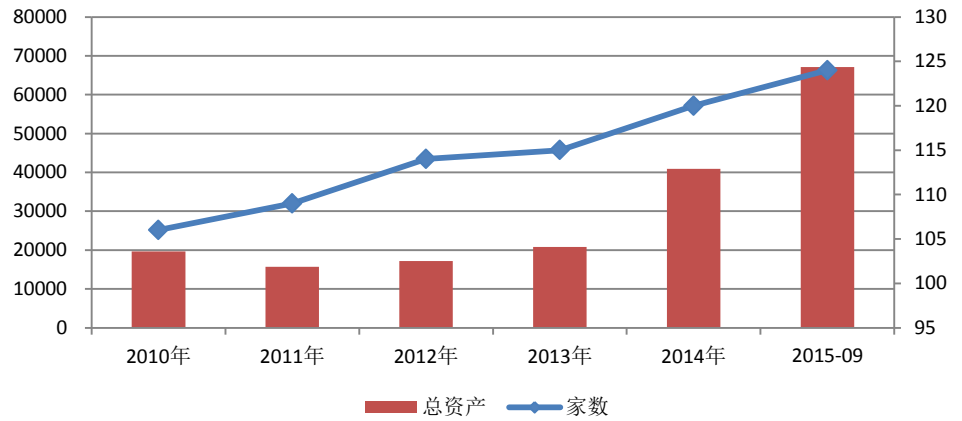
资本规模是决定券商竞争地位、盈利能力、抗风险能力与发展潜力的关键因素之一, 充裕的资本规模将是券商快速发展的基础, 主要原因是证券行业是严监管的行业, 业务发展必须满足以净资本为核心的监管指标, 净资本制约着业务规模, 业务规模往往制约着利润规模。

我国证券行业仍处于初级阶段, 证券发行端, 发行制度改革迫在眉睫, 间接融资仍然是主要的融资渠道。大力提升直接融资比例, 是“十三五”金融改革的核心内容之一, 证券行业的春天才刚刚开始。2010 年证券行业的总资产规模不到 2 万亿元, 截至 2015 年三季度已经接近 7 万亿元。规模扩张的趋势依旧, 而规模需要净资本的支撑, 面向未来, 华泰证券大力补充资本迎接新机遇。

2012-2014 年, 华泰证券净资产、净资本变动不大, 净资本增速为个位数, 分别为 1%、6%、3%, 而 2015 年则大增 165%, 从 197 亿增至 524 亿元。主要原因公司完成 A 股上市后的首次股权融资——公司 H 股在香港联交所挂牌上市并交易 (H 股占总股份的 24%左右)。同时, 公司完成三期共 360 亿元次级债券的发行工作。通过外部融资与内生增长, 公司净资本和净资产规模大幅提升, 公司资本结构进一步改善。公司资本实力迈上了一个新台阶, 为公司实施业务转型、加快业

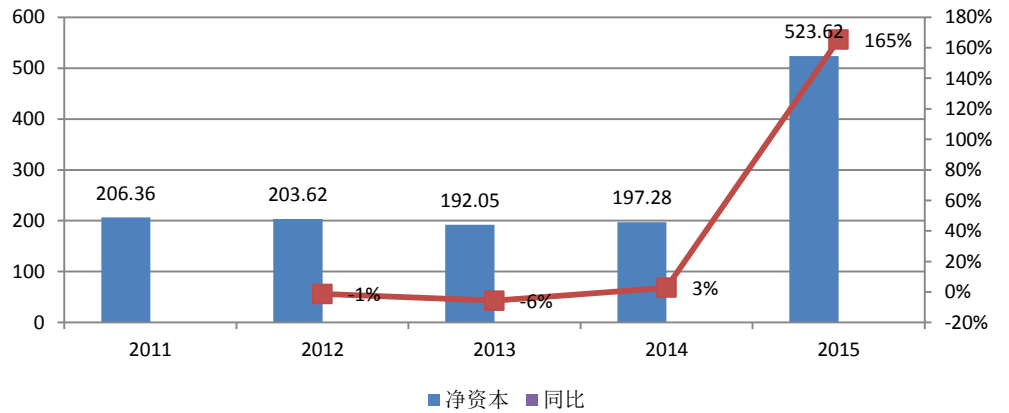
务创新提供了坚实的资本保障。

图表 13: 证券行业总资产规模 (亿元)



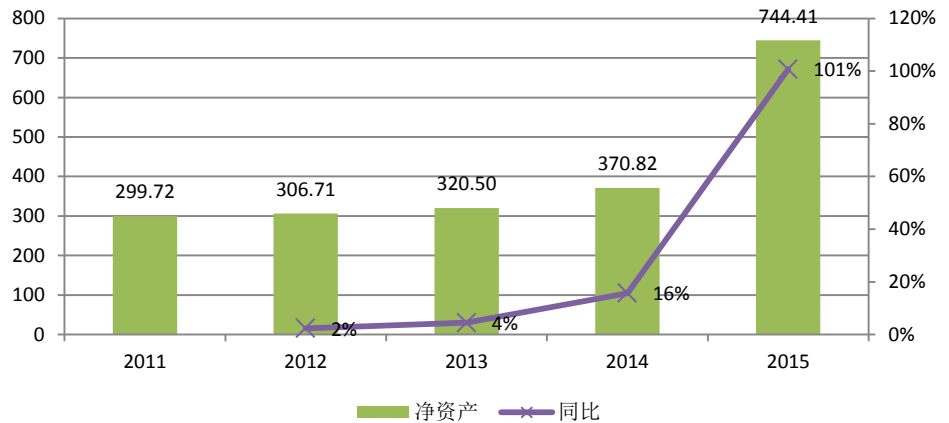
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 14: 华泰证券净资本 (亿元) 及同比增长率



资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 15: 华泰证券净资产 (亿元) 及同比增长率



资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

(二) 稳健的经营风格, 在浮华的市场环境中收获引领未来的筹码

2015 年的股灾给投资者上了重要的一课, 也给券商上了记忆深刻的一课, 合规经营的重要性令人刻骨铭心, 不少上市券商受到监管处分。从这个过程, 我们可以看出, 证券行业是一个高风险的行业, 除了合规之外, 稳健发展才能长治久安。

我们从以下四个方面, 可以看出华泰证券在业界“稳扎稳打”发展业务的风格:

一是在证券公司分类评价中被评为行业最高级别 A 类 AA 级。

二是经纪业务从相对强做到绝对强。由于经纪业务是券商的老本行业务, 也是贡献最大的业务, 同质化现象严重。但是华泰证券, 从 2013 年起在经纪业务这片贫瘠的土壤里挖掘了金子, 成为行业一段佳话, 并正在掀起一轮财富管理的新潮。

三是对高风险的自营业务依赖度较低。过去五年公司自营业务的依赖度从来不超过 15%, 且权益类投资业务控制方向性投资交易规模, 稳步加大非方向性投资业务占比。

四是公司在大投行领域内, 跻身于行业的并购龙头, 源于行业细分和长期跟踪, 具备行业专家的实力。并购的这种专业精神, 同时也带动了投行业务的整体发展, 能在近三年崛起的定增中占据第二的位置也是一种佐证。

基于稳健的风格, 以及专业的实力, 华泰证券在新兴业务方面如鱼得水, 两融行业前五, 资管行业前三。我们认为, 这种坚实的基本功, 将在创新业务异彩纷呈的未来竞争中大放异彩。

(三) 实施全业务链战略, 以客户需求为导向的顶层设计顺应行业大势

随着证券行业的演化, 各业务单兵作战的时代已经结束, 各业务间资源协同是当下释放券商潜力的一个核心课题, 行业内纷纷探索破解之法。通过调研我们了解到, 华泰证券近年来在促进各业务间的协同方面做了深入的研究和尝试, 并取得了一些重要的进展:

华泰证券正在构建的全业务链是以客户需求为导向, 把跨部门、跨模块的关联业务整合成一体化业务链条, 最终形成一个客户、一个账户、一系列产品、一揽子综合服务的统一服务体系。以投资银行业务为例, 华泰证券将加大向上游和下游的渗透力度, 力争在风险投资、股权投资、产业投资基金, 并购重组、财务顾问, 甚至在杠杆收购等领域做好准备并率先形成突破。

全业务链战略的落地需要两大支撑:

一是技术支撑。全业务链重要的就是共享客户, 原来券商经纪业务的客户就局限在经纪, 投行的客户是投行的客户, 资管是客户是客户, 这些部门和客户都是割裂的。但客户并非只有一种需求, 也许他不仅有 IPO 需求, 还有债券需求、交易需求、财富管理需求。CRM (客户关系管理) 系统是华泰证券全面转型的核心支撑之一, 这个系统用来收集客户信息, 所有包括经纪、资管、投行的客户资料都纳入这个数据库, 通过最基础的客户分析, 分析客户的交易偏好、潜在需求、为客户做诊断。

二是分配制度。通过建立跨部门的业绩分成机制, 调动各部门的积极性, 则为全业务链战略的落地提供了内部动力。

总体而言, 全业务链战略体现了“以客户需求为导向”的理念, 顺应行业趋势, 技术和激励机制为该战略的落地提供了可能性, 在未来的竞争中具有独特的优势。

四、华泰证券的背景简介——金控体系齐全

华泰证券的实际控制人是江苏省国资委, 公司于 1991 年 5 月成立。2010 年 2 月 26 日, 公司 A 股在上海证券交易所挂牌上市交易。2015 年 6 月 1 日, 公司 H 股在香港联合交易所有限公司挂牌上市交易。

在金融领域的布局比较全面, 旗下有基金、期货、区域性股权交易中心以及参股银行。其中南方基金 (45%)、华泰柏瑞基金 (49%)、华泰期货 (60%)、华泰金融控股 (香港) (100%)、江苏股权交易中心 (52%的股权)、江苏银行 (7.03%)。

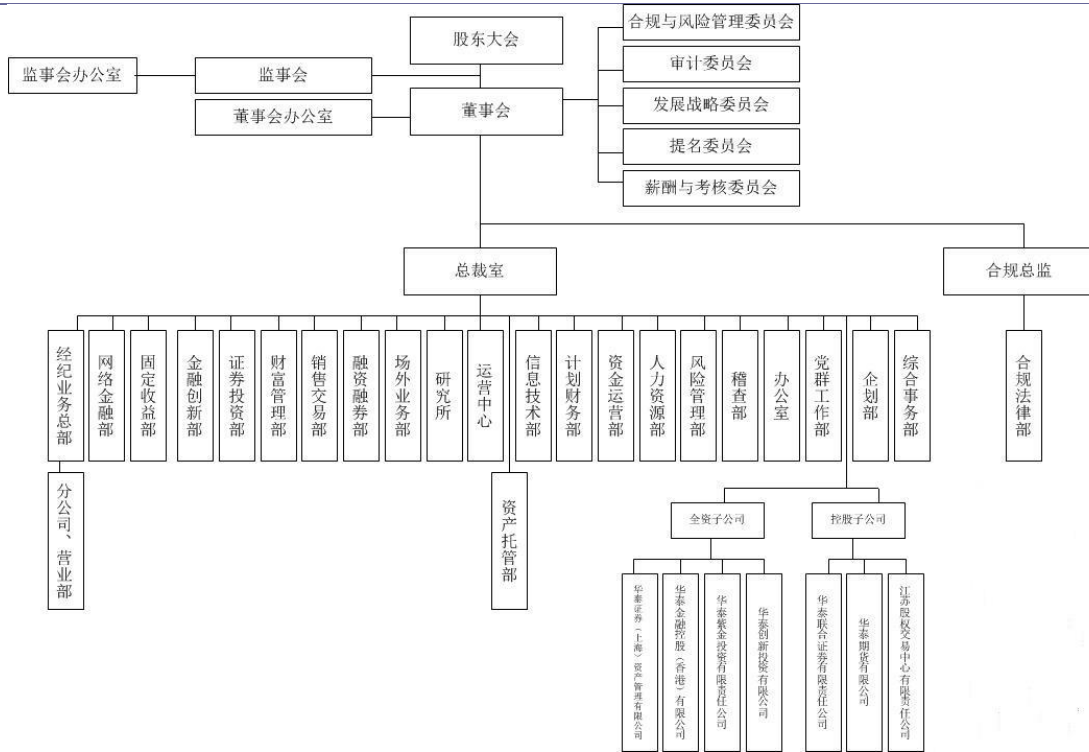
以国资委为背景的华泰证券, 金控体系齐全, 综合金融服务能力较强。

图表 16: 华泰证券前十大股东及持股比例

	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	香港中央结算(代理人)有限公司	1,715,284,460	23.95
2	江苏省国信资产管理集团有限公司	1,250,928,425	17.46
3	江苏交通控股有限公司	452,015,418	6.31
4	江苏高科技投资集团有限公司	342,028,006	4.78
5	江苏省苏豪控股集团有限公司	256,587,644	3.58
6	江苏汇鸿国际集团股份有限公司	242,847,296	3.39
7	中国证券金融股份有限公司	212,156,344	2.96
8	江苏宏图高科技股份有限公司	137,403,149	1.92
9	中央汇金资产管理有限责任公司	98,222,400	1.37
10	江苏苏豪国际集团股份有限公司	96,680,000	1.35
	合计	4,804,153,142	67.07

资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 17: 华泰证券净资产(亿元)及同比增长率



资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

五、选择这个时点推荐华泰证券的理由:

一是两大行业催化剂: 新三板分层、深港通。新三板分层进入倒计时, 4月18~22日开展仿真测试, 预计很快就能落地; 新三板作为中国特色的注册制改革实验田, 分层制度的推出意味着新三板与创业板的对接成功, 标志着股票发行制度的改革进入实质运作阶段, 预计5月份会落地。深港通的脚步越来越近, 香港财政司司长曾俊华、香港财经事务及库务局局长陈家强在出席“十三五规划与香港机遇”高峰论坛(4月18日)时先后表示, 深港通的筹备工作已准备就绪, 只待中央“拍板”便可尽快推出。预计在管理层批准“深港通”宣布之后, 香港和深圳两边市场仍需要三四个月的时间去准备, “深港通”才能正式开启。但中央“拍板”的时间随时可能到来。

二是经过三波股灾洗礼, 风险充分释放, 恐慌性因素无法左右价值。“股灾”以来, 股市受恐慌情绪主导, 导致市场异常波动。先后出现了三波大幅下跌。第一波是2015年6月13日至2015年7月8日, 不到一个月, 万得全A指数下跌约44%, 国家立即启动救市行动; 第二波是2015年8月18日至2015年8月25日, 不到半个月, 万得全A指数下跌约31%, 国家进一步加大救市力度, 迎来了市场四个月的修复; 第三波是2015年12月23日至2016年1月28日, 近一个月的时间, 万得全A指数下跌约32%, 截至目前市场已经修复了近三个月。可以说, 过去的十个月, 恐慌主导着市场的节奏, 国家意志对抗恐慌。恐慌作为一种情绪, 往往会导致价格扭曲, 恐慌对股市下跌的推动作用随着市场主体对恐慌的认知加深而逐渐减弱, 类似于微观经济学中的边际效用递减。关于情绪, 《左传·庄公十年》有“一鼓作气, 再而衰, 三而竭”的规律。关于恐慌, 我们认为, 无法一直左右资本市场的价值发现功能, 对价值的误导也会逐次减弱。抛开恐慌的制约, 当前, 申万证券行业市盈率(历史TTM_整体法, 剔除负值)在10倍左右, 最低达9.81, 10倍的行业PE发生过两次, 一次是2015年9月份, 这是第二次。这个水平的PE对于证券行业而言意味着什么呢? 回顾历史, 由于目前可能仍处于“大股灾”的周期范围内, 因此我们追溯到上一轮大股灾周期的前夕, 也就是2004年为起点。可以看出, 当前证券行业的PE几乎严格小于历年任何时间点的水平, 即便在2008年超大股灾的末期(2008年10月底至11月初), 证券行业的PE仍在12倍以上。华泰证券作为高弹性的标的, 经营风格稳健, 业务实力扎实, 价值值得关注。

三是事件驱动。收购事件、H股上市表明华泰在国际化的征途上开始了实质性的布局, 并且切入点很给力, 为公司的快速发展带开了新的空间, 国际舞台的空间要大得多; 收购AssetMark, 表明了华泰将在财富管理方面开展实质性突破的决心, 上千万的客户规模和近三万亿元的客户资产, 有望加速价值转换, 公司业绩有望超预期。

六、盈利预测与估值

基于行业发展情况以及公司自身业务发展情况, 预计华泰证券 2016-2018 年 EPS 分别为 0.94 元、1.50 元、1.20 元。

给予“买入”投资评级。基于华泰证券在经纪业务、并购业务的龙头地位、各细分业务良好的发展势头, 以及充足的资本、稳健的运营、差异化战略、全业绩链战略, 我们看好公司未来的成长能力。6 个月目标价 19.65 元, 对应 2016 年预期 EPS (0.94 元) 的 PE 为 21 倍。

七、风险提示

- 1、金融改革不及预期, 可能导致证券行业发展不及预期。
- 2、过去的一年股市波动剧烈, 短期内券商股的价值可能被扭曲。
- 3、国际资本市场波动, 可能加剧国内股票市场波动。
- 4、人民币汇率波动可能对市场造成较大的冲击, 可能影响券商估值。

图表 18: 华泰证券财务预测表

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	89,865	135,134	79,618	142,139	115,345	营业收入	12,062	26,262	20,526	31,782	29,990
结算备付金	18,217	36,069	19,266	31,361	17,225	手续费及佣金净收入	6,477	14,525	12,102	19,369	19,182
拆出资金	0	0	0	0	0	其中: 经纪业务净收入	4,996	12,641	8,092	12,986	11,757
融出资金	64,637	67,432	39,556	76,262	55,781	承销业务净收入	1,180	1,551	1,976	3,075	3,481
交易性金融资产	56,000	131,238	114,812	78,626	80,767	资管业务净收入	197	138	1,888	3,072	3,731
衍生金融资产	21	335	234	351	387	利息净收入	2,385	4,081	2,917	4,267	4,534
买入返售金融资产	20,710	25,635	15,037	28,991	21,205	投资净收益	1,821	7,893	5,410	8,034	6,155
应收账款	363	622	285	493	264	公允价值变动净收益	1,142	-716	0	0	0
应收利息	1,752	3,282	2,487	2,744	2,325	其它	236	478	97	113	118
存出保证金	4,483	6,009	2,907	7,402	3,643	营业支出	6,213	11,992	11,702	17,629	18,672
可供出售金融资产	9,276	38,119	33,348	22,837	23,459	营业税金及附加	660	1,723	1,158	1,793	1,691
持有至到期投资	5	5	5	0	0	管理费用	5,288	10,122	10,414	15,589	16,728
长期股权投资	1,874	2,674	2,941	3,529	3,706	资产减值损失	18	73	-7	0	3
固定资产	3,304	3,379	2,771	2,682	2,596	其他业务成本	247	74	138	248	249
无形资产	401	425	429	451	464	营业利润	5,850	14,270	8,824	14,154	11,319
商誉	51	51	51	51	51	其他非经营损益	65	-7	46	71	67
递延所得税资产	179	213	219	250	306	利润总额	5,915	14,263	8,870	14,225	11,386
投资性房地产	674	1,302	1,906	1,878	1,526	所得税	1,375	3,466	2,040	3,272	2,619
其他资产	414	692	558	821	779	净利润	4,540	10,798	6,830	10,953	8,767
资产总计	272,226	452,615	316,432	400,871	329,830	少数股东损益	54	101	126	202	162
短期借款	0	688	404	778	569	归母股东净利润	4,486	10,697	6,704	10,751	8,605
应付短期融资款	24,787	1,053	791	1,525	1,116	主要财务比率					
拆入资金	1,500	3,000	1,339	2,987	2,180		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
交易性金融负债	9	21,428	12,933	14,409	18,238	成长能力					
衍生金融负债	731	2,460	1,172	1,757	1,933	营业收入增长率	68.31%	117.72%	-21.84%	54.84%	-5.64%
卖出回购金融资产款	49,668	33,192	19,108	47,364	26,945	净利润增长率	102.84%	138.44%	-37.33%	60.37%	-19.96%
代理买卖证券款	70,228	128,367	68,390	109,653	63,353	盈利能力					
应付职工薪酬	1,741	2,808	3,419	4,616	5,924	营业利润率	48.49%	54.34%	42.99%	44.53%	37.74%
应交税费	1,430	2,701	2,730	3,550	4,442	净利率	37.19%	40.73%	32.66%	33.83%	28.69%
应付款项	4,194	7,435	4,105	9,535	0	回报率分析					
应付利息	1,025	2,692	2,329	1,944	2,090	总资产收益率	2.42%	2.95%	1.74%	3.00%	2.36%
长期借款	139	485	0	0	0	净资产收益率	11.65%	17.52%	8.12%	12.23%	9.19%
递延所得税负债	601	352	352	352	352	每股指标					
其他负债	52,841	91,893	70,067	70,360	60,719	EPS-摊薄 (元)	0.80	1.49	0.94	1.50	1.20
负债合计	230,282	371,086	231,275	308,276	232,826	每股净资产 (元)	7.37	11.28	11.77	12.78	13.37
股本	5,600	7,163	7,163	7,163	7,163	每股股利 (元)	0.50	0.00	0.45	0.49	0.61
资本公积金	17,221	45,838	45,838	45,838	45,838	估值分析					
归母权益合计	41,299	80,785	84,287	91,523	95,771	市盈率	20.27	10.87	17.35	10.82	13.52
所有者权益合计	41,944	81,529	85,157	92,595	97,004	市净率	2.20	1.44	1.38	1.27	1.21
负债及股东权益总计	272,226	452,615	316,432	400,871	329,830	股息收益率	3.08%	0.00%	2.75%	3.02%	3.75%

资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

投资评级说明

1、行业评级

看好: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报介于市场整体水平 -5% 与 5% 之间;

看淡: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报低于市场整体水平 5% 以下。

2、公司评级

买入: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅在 15% 以上;

增持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间;

持有: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间;

卖出: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅低于 -15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。