

2016年07月19日

廖晨凯

C0069@capital.com.tw

目标价(元) 23.0

公司基本资讯

产业别	非银金融
A 股价(2016/7/19)	20.3
上证综指(2016/7/19)	3036.60
股价 12 个月高/低	23.50/11.95
总发行股数(百万)	7162.77
A 股数(百万)	5443.72
A 市值(亿元)	1454.04
主要股东	香港中央结算(代理人)有限公司 (18.22%)
每股净值(元)	11.28
股价/账面净值	1.80
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	7.29 15.21 -9.17

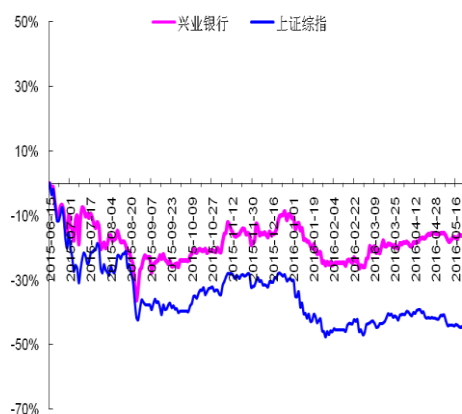
产品组合

证券经纪业务	68.48%
证券投资业务	7.07%
资产管理业务	8.25%
投资与交易业务	13.88%
海外业务及其他	2.32%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	5.82%
一般法人	49.76%
券商	0.02%
其他	6.99%

股价相对大盘走势



华泰证券(601688.SH/6886.HK) Buy 买入 (首次)

经纪之王，转型进行时

结论与建议：

华泰证券以经纪业务为特色，利用其大客户体量优势，正积极向财富管理角色转型。

证券行业波动大，目前向财富管理方向发展和拥抱互联网的需求强烈。公司2016年1Q实现营收33.89亿，YOY降30.95%，净利润12.46亿元，YOY降38.15%，主要源于15年资本市场火爆造成基期高，而未来更多依赖公司积极向财富管理转型及金融创新，公司未来利润可持续强，转型亮点多，维持“买入”评级。

■ **强大的经纪业务为公司财富管理转型提供保障：** 经纪业务历来为华泰证券的特色，从过去几年的市场资料来看，公司经纪业务均高于行业水准，以“股票+基金”交易量来衡量的市占率持续提升，并在2013年超越申万宏源，位居行业第一；在主营业务构成中，经纪业务也占据绝对比重。在过度竞争的经纪业务市场中华泰证券能够脱颖而出，一方面源于公司推行的低佣金战略，另一方面源于公司积极拥抱互联网。强大的经纪业务奠定了公司大体量的客户，并为公司积极向财富管理方向转型提供了保障，公司近期收购美国 TAMP 行业 AssetMark 公司，布局智慧投顾，为公司财富管理又一城。

■ **投行业务树立“并购”招牌，大投行业务格局已现：** 华泰证券并购业务高速增长，近五年并购金额 CAGR 达到了 122.63%，并购数量 CAGR 达到了 61.68%，均高于市场水准，市占率已由 2011 年的 0.16% 提升至 2015 年的 8.76%，并位列行业第一；公司其他投行业务也很出色，IPO、增发均位列行业前十；另外，公司控股 52% 股权的江苏股权交易中心为华泰证券今后的投行业务（包括 IPO、挂牌新三板）提供巨大的企业资源储备。

■ **资管收入贡献不断提高，回归主动管理是大趋势：** 伴随资管行业的不断成长，公司资管业务也得到不断发展，近两年，公司资管业务收入贡献已达到 10% 左右，资管总规模位列行业第三，在公募基金方面，华泰证券参股 45% 股权的南方基金和参股 49% 股权的华泰柏瑞基金表现优秀。随着监管层对券商资管行业的约束，公司积极回归主动管理，截止 2015 年年底，华泰证券主动资管规模已录得行业第五。

■ **盈利预测与投资建议：** 受益于资本市场的火爆，华泰证券 2015 年净利润增速 138.44%，营收增长 117.72%，未来我们看好公司经纪业务实力及转型能力，预计公司 2016、2017 年盈利增速分别为 -25.74%、7.17%，净利润分别为 79/85 亿元，对应 EPS 为 1.11 元和 1.19 元，公司目前股价对应 2016、2017 年动态 PE 为 18.31 倍、17.08 倍，PB 为 1.60 倍、1.46 倍，处于同业中较低水准，建议“买入”。

..... 接续下页

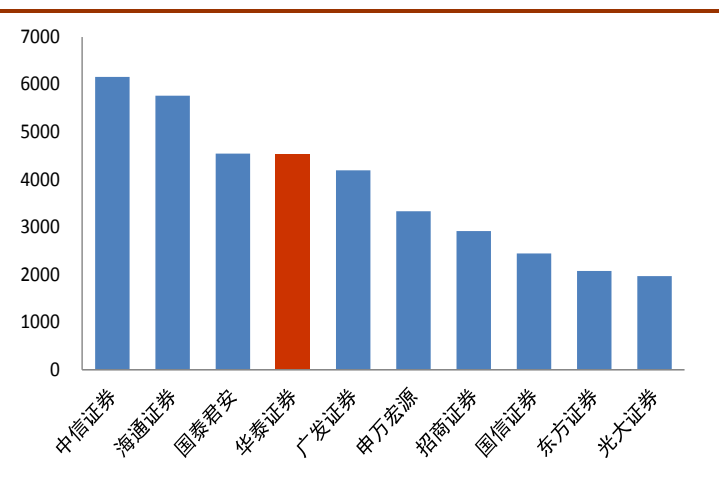
年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015	2016E	2017E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	2,212	4,486	10,697	7,943	8,513
同比增减	%	36.90%	102.84%	138.44%	-25.74%	7.17%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.39	0.80	1.57	1.11	1.19
同比增减	%	36.90%	102.84%	96.22%	-29.45%	7.17%
市盈率(P/E)	X	51.40	25.34	13.59	18.31	17.08
股利 (DPS)	RMB 元	0.15	0.50	0.50	0.55	0.60
股息率 (Yield)	%	0.74%	2.46%	2.46%	2.71%	2.96%

数次外延式并购成就一线综合性券商

华泰证券成立于1991年，于2010年2月在上交所上市，于2015年在港交所上市，实际控制人为江苏省国资委。

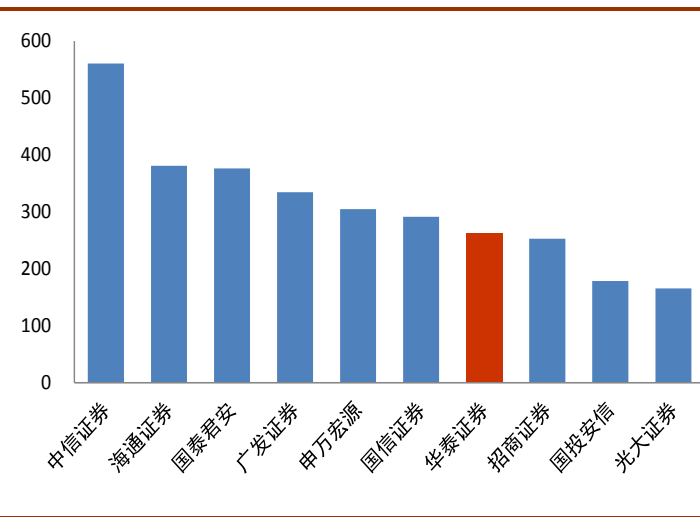
公司前身为江苏证券有限责任公司，于2005年受证监会委托托管亚洲证券，2006年出资控股联合证券（现“华泰联合证券”），2007年收购信泰证券，在屡次并购中，华泰证券的总资产规模、营收和净利都有了明显提升。截止到2015年12月31日，根据wind券商行业资料排名，华泰证券总资产在A股上市券商中排名第4，营收排名第7，净利排名第8。

图1、2015年华泰证券在A股上市券商中总资产排名第4（亿元）



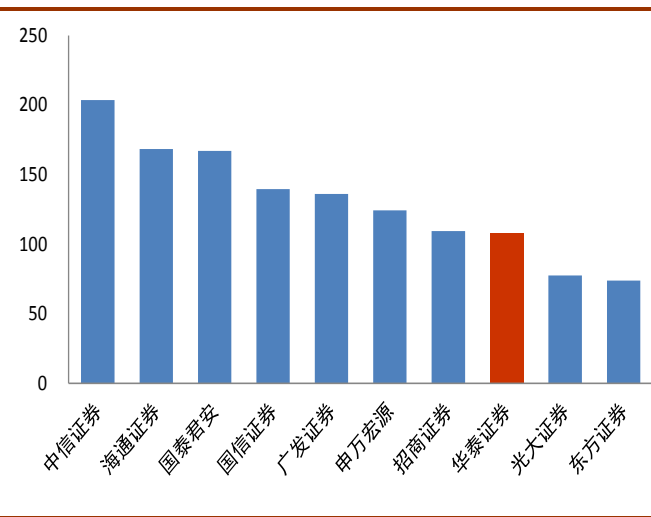
资料来源: Wind, 群益证券上海研究部

图2: 2015年华泰证券在A股上市券商中营收排名第7（亿元）



资料来源: Wind, 群益证券上海研究部

图3、华泰证券在A股上市券商中净利排名第8（亿元）



资料来源: Wind, 群益证券上海研究部

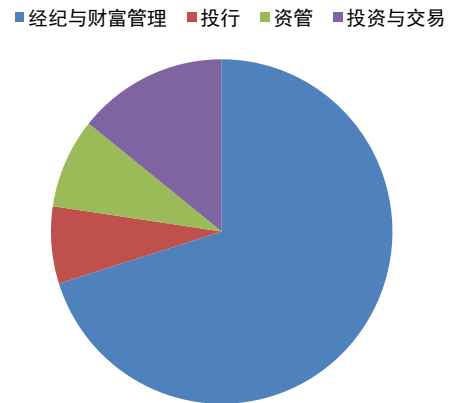
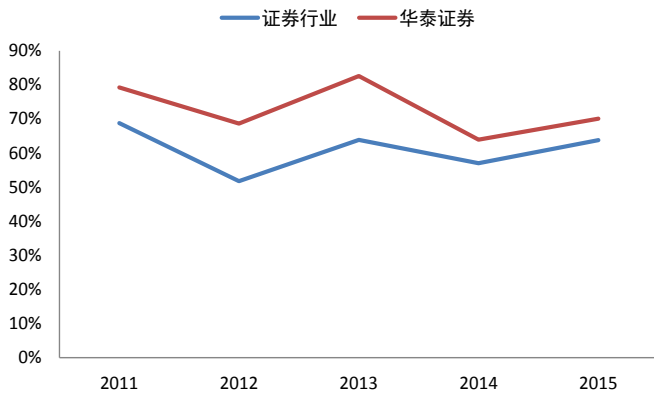
华泰证券业务覆盖经纪及财富管理、投行（99.72%控股华泰联合）、资管（100%控股华泰资管、华泰紫金，45%参股南方基金，49%参股华泰柏瑞基金）、投资与交易、海外（100%控股华泰金控），同时还持有华泰创新投资、华泰期货分别100%、60%股份，综合金融集团格局日渐明显。

互联网和低佣金战略助飞经纪业务，大客户体量铺路财富管理

经纪业务为华泰证券的特色和优势，从过去几年资料可以看出，华泰证券经纪与财富管理业务收入占比一直高于行业水准，2015年，华泰证券经纪与财富管理业务收入占比为70%，远高于投行、资管、投资和交易。

图 4：华泰证券经纪与财富管理业务占比高于行业（%）

图 5：2015 年华泰证券主要业务占比（%）



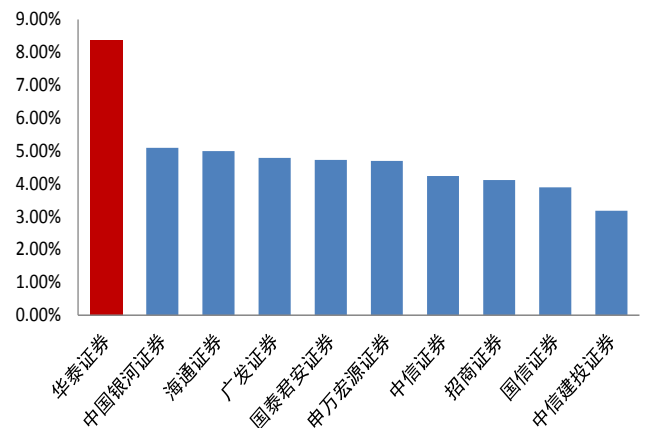
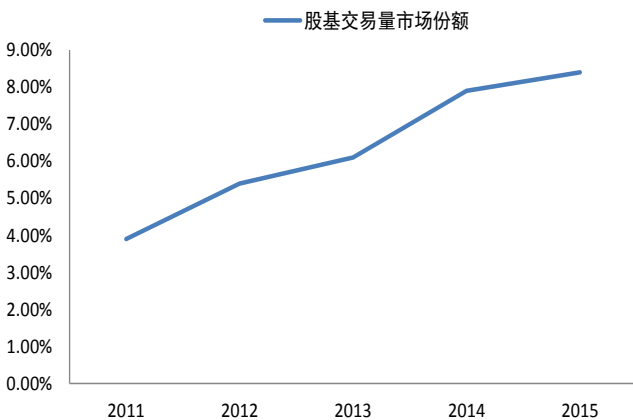
资料来源：Wind，群益证券上海研究部

资料来源：Wind，群益证券上海研究部

由于对经纪业务的重视和投入，华泰证券股基交易量市场份额逐年提升，2013年超过申万宏源，位居市场第一，并至今保持股基交易量第一的市场地位。

图 6：2011-2015 年华泰证券股基交易量市场份额（%）

图 7：2015 年华泰证券股基交易量位居行业首位（%）



资料来源：Wind，群益证券上海研究部

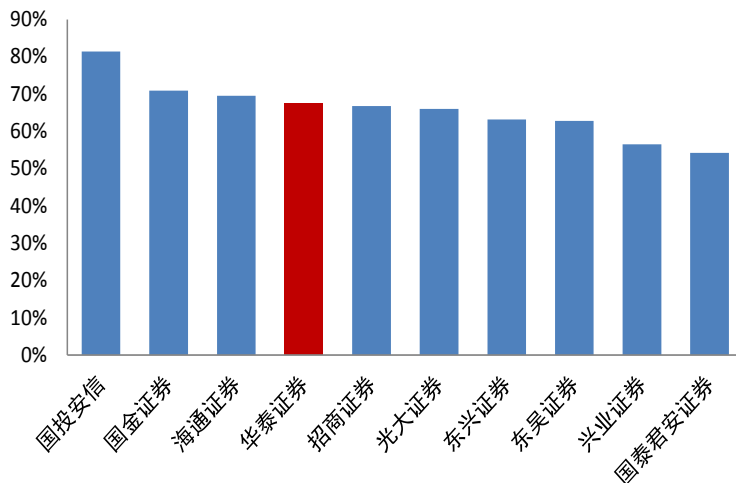
资料来源：Wind，群益证券上海研究部

公司高份额的市场占有率得益于公司持续推行的低佣金和互联网战略。在佣金战略方面，华泰证券目前证券交易佣金属于行业最低，综合佣金率为 0.28%。

尽管采取如此低的佣金率吸引客户，公司自身经纪业务毛利率却表现不俗，2015 华泰证券经纪业务毛利率录得 67.42%，YOY 增长 10.11 个百分点。在股基成交前三十的证券公司中，我们对年报已披露经纪业务毛利率指标的公司进行统计，华

泰证券排行第四，仅次于国投安信、国金证券和海通证券。

图 8、华泰证券经纪业务毛利率排名第四 (%)



资料来源: Wind, 群益证券上海研究部

另一方面，公司积极推行互联网战略，早在 2014 年，公司就推行轻型营业部，降低成本，同年 4 月，公司与网易开启战略合作，通过网易向其开放核心广告资源，增加证券开户功能或入口，引导用户开户。公司移动终端“涨乐财富通”用户活跃数显著提升，2015 年，日均活跃使用者数 180.12 万，客户开户数 238.82 万，占全部开户数的 89.97%，其中 72.91% 的交易客户通过“涨乐财富通”进行交易。

通过低佣金和互联网战略，公司经纪业务稳居龙头，获客量持续增加，大客户体量无疑为华泰证券宝贵的资源。在经纪业务不断发展的基础上，华泰证券积极向财富管理转型，通过紫金服务理财体系，不断将大客户体量资源向财富管理端转化，值得注意的是，2016 年 4 月，华泰证券通过全资子公司 Huatai International Finance 以约 8 亿美元的购买价格对美国全资托管服务 (TAMP) 行业排名第三的公司 AssetMark 进行收购，布局智慧投顾，进一步提高公司将存量客户转化为财富管理资产的能力。

图 4、收购标的 AssetMark 基本资讯与财务资讯

基本信息	<p>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。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。</p> <p>通过提供全套式服务</p> <p>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。</p>
财务信息 (2015 年)	<p>总资产: 3.8 亿美元 ↕</p> <p>总负债: 2.4 亿美元 ↕</p> <p>净资产: 1.4 亿美元 ↕</p> <p>收入净额: 1.6 亿美元 ↕</p> <p>税后利润净额: 985.3 万美元 ↕</p>

资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

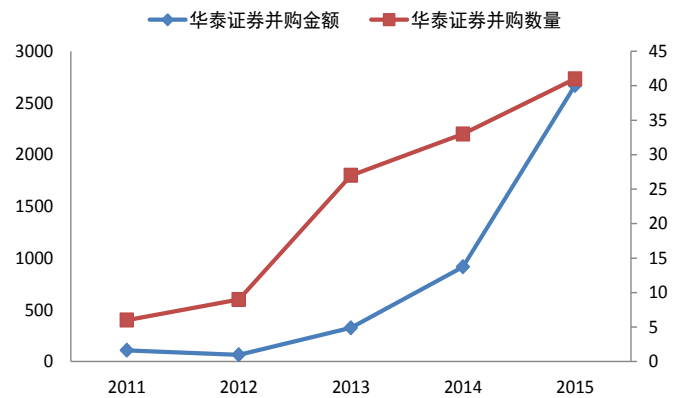
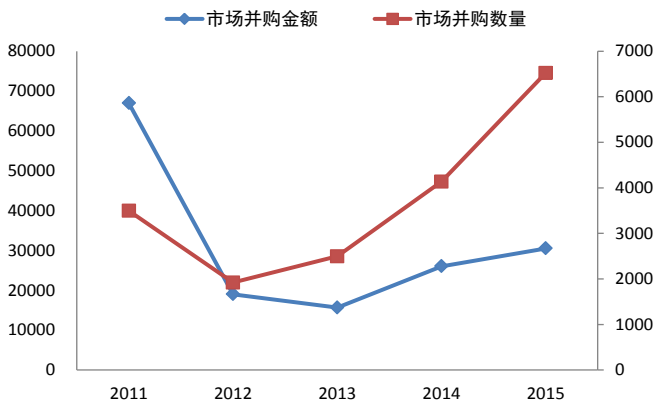
并购成绩优异，大投行业务稳妥布局

投行业务历来为华泰证券的业务重心，现已全权移交给子公司华泰联合证券来运营，历年优异的并购成绩为华泰证券在并购市场中树立了招牌。

随着中国资本市场的蓬勃发展，市场并购金额近几年正稳步提升，并购数量也在不断增长，CAGR 录得 16.9%。华泰证券并购金额飞速提升，2011 年，并购金额为 108.65 亿，到 2015 年，已达到 2669.64 亿，CAGR 为 122.63%，远高于行业水准（从并购行业资料来看，15 年并购市场金额还未达到 11 年的峰值），而并购数量也迅速提升，五年 CAGR 录得 61.68%。优秀的并购业绩在历年并购金额和并购数量的增长情况上看也十分突出，2012 年华泰证券并购数量 YOY 录得 200%，增长两倍，并购金额 YOY 录得 397%，增长四倍，而其他年份增长也较快，整体来看均高于市场水准。

图 9、2011-2015 年市场并购金额（亿元）与数量（起）

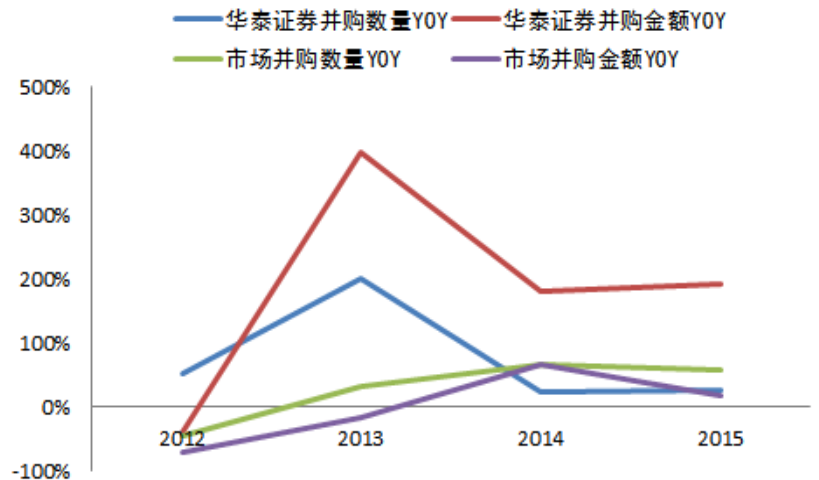
图 10、2011-2015 年华泰证券并购金额（亿元）与数量（起）



资料来源：Wind，群益证券上海研究部

资料来源：Wind，群益证券上海研究部

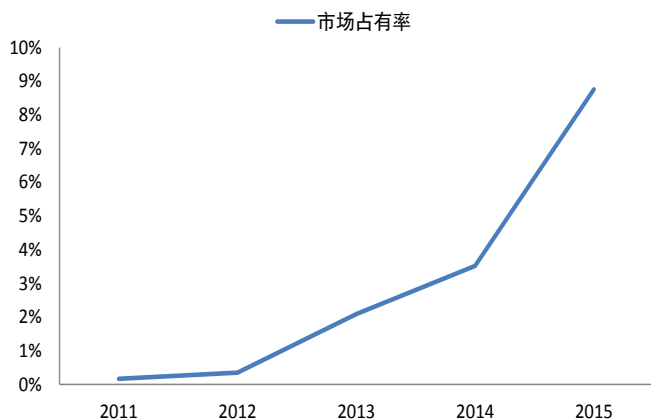
图 11：华泰证券并购数量、金额增长情况与并购市场比较（%）



资料来源：Wind，群益证券上海研究部

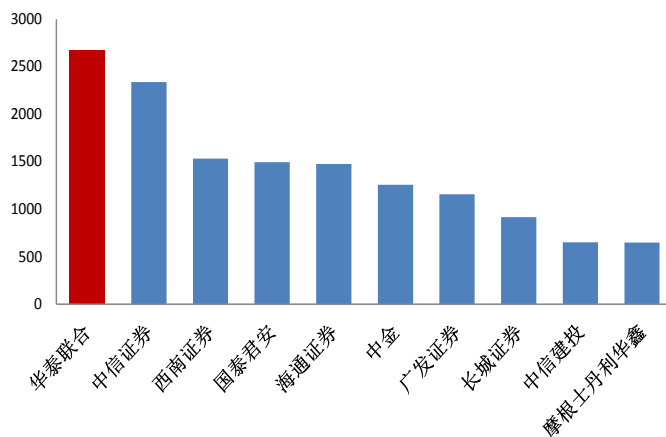
华泰证券在并购市场中迅速成长，市场占有率也不断攀高，根据我们测算，华泰证券市占率从2011年的0.16%提升至2015年8.76%，增长了5395倍，2015年已位列行业第一。

图 12、华泰证券 2011-2015 年市场占有率不断提升



资料来源: Wind, 群益证券上海研究部

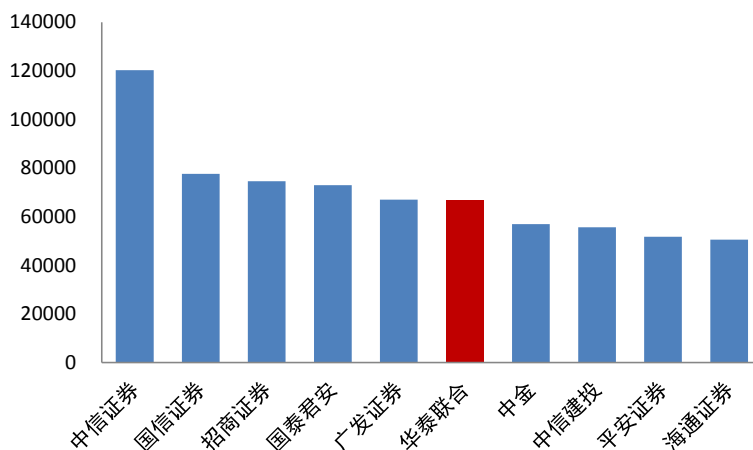
图 13、2015 年华泰证券并购金额已位列行业第一（亿元）



资料来源: Wind, 群益证券上海研究部

并购业务是华泰证券强有力的竞争力，在整体投行业务方面，华泰证券在行业中也是可圈可点，根据公司年报披露的保荐费用，承销及保荐费用总收入录得 6.67 亿，位居行业第六，其中首发占比 64.8%，录得 4.32 亿，位居行业第五，增发占比 32.2%，录得 2.15 亿，位居行业第九。

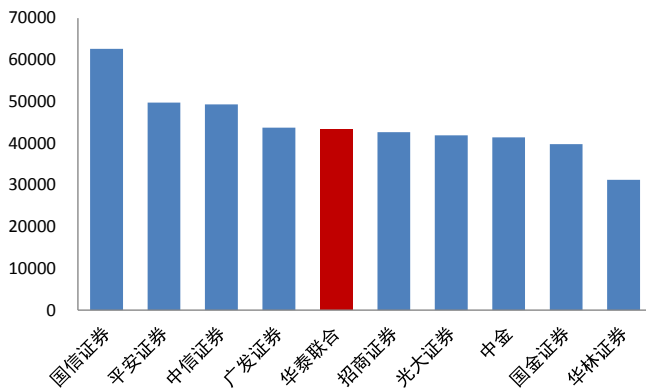
图 14：华泰证券承销与保荐费用收入位居行业第六（万元）



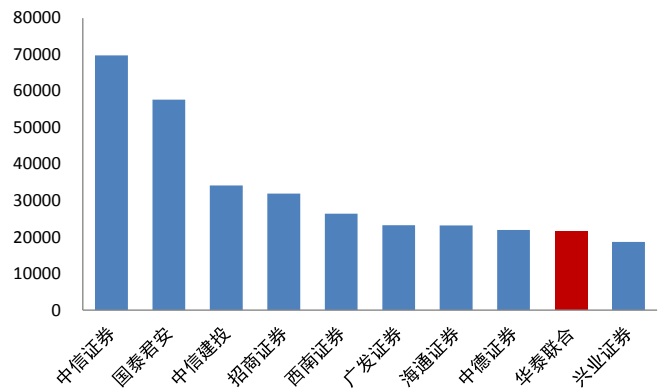
资料来源: Wind, 群益证券上海研究部

图 15、华泰证券 IPO 费用收入位居行业第五（万元）

图 16、华泰证券增发费用收入位居行业第九（万元）



资料来源: Wind, 群益证券上海研究部



资料来源: Wind, 群益证券上海研究部

另外, 我们注意到华泰证券控股 52%江苏股权交易中心为企业提供挂牌展示、股权托管和交易以及各类融资等业务的活动, 根据条件进入价值板和成长板, 江苏股权交易中心目前已有 664 家挂牌企业, 为华泰证券今后的投行业务 (包括 IPO、挂牌新三板) 提供巨大的企业资源储备。

图 17: 华泰证券承销与保荐费用收入位居行业第六 (万元)

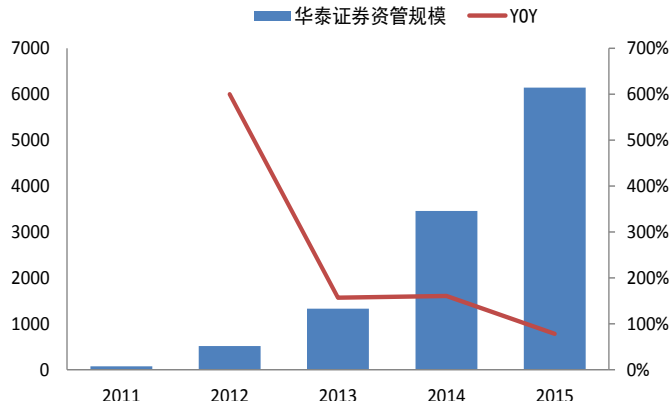
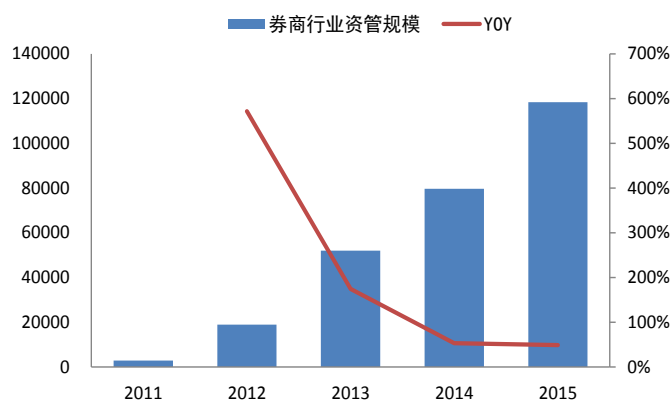


资料来源: 江苏股权交易中心官网, 群益证券上海研究部

资管规模飞速增长, 迎接主动管理是必然趋势

伴随着券商资管行业的崛起, 华泰证券资管业务也跨入了高速增长期, 资管规模从 2011 年的 73.75 亿增长到 2015 年的 6143.86 亿, 5 年 CAGR 达到了 202.11% (高于行业平均值 155.58%), 尤其是 2012 年, 增长了 6 倍, 不断增长的资管规模为公司收入提供了保证, 近两年资管收入贡献已达到 10% 左右。

图 18: 券商行业 2011-2015 年资管规模 (亿元) 及增长情况 (%) 图 19: 公司 2011-2015 年资管规模 (亿元) 及增长情况 (%)

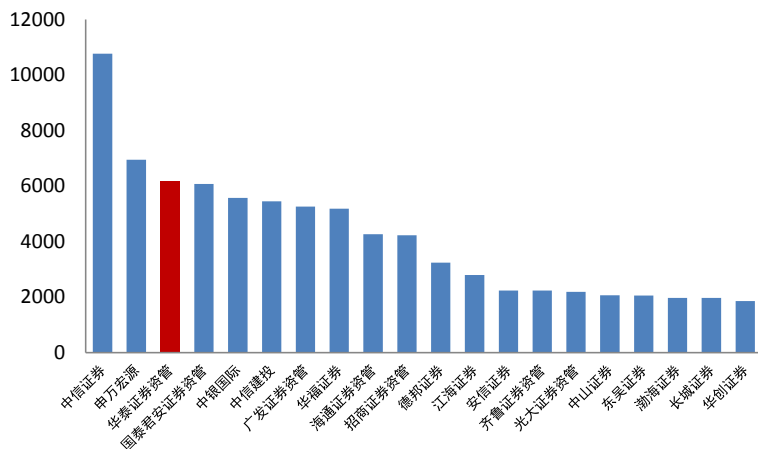


资料来源: Wind, 群益证券上海研究部

资料来源: Wind, 群益证券上海研究部

受益于资管高增速, 截止 2015 年年末, 根据中国证券投资基金业协会披露的资料, 公司资产管理总规模已达到 6163 亿, 位列行业第三。

图 20: 2015 年公司资管总规模已位元列行业第三

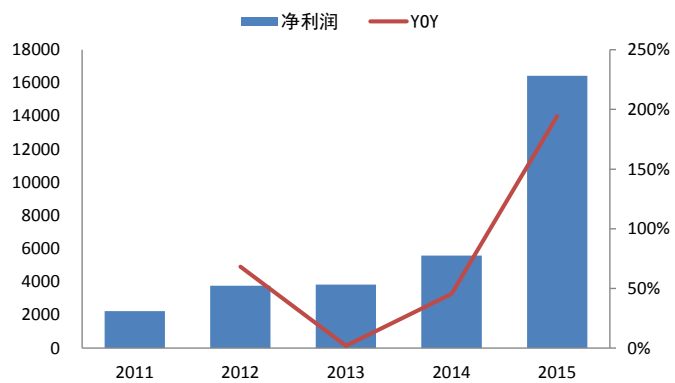
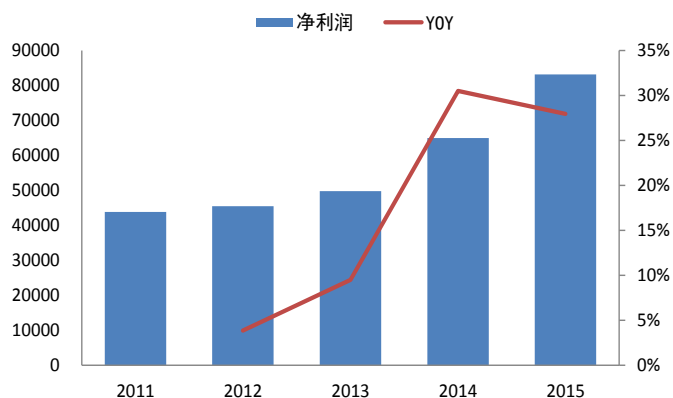


资料来源: 中国证券投资基金业协会, 群益证券上海研究部

在公募基金方面, 公司也有不错的表现, 2015 年参股基金公司南方基金近利润录得 8.31 亿, YOY 增长 28%, 测算五年 CAGR 为 17.37%; 公司旗下另一家基金公司华泰柏瑞基金业绩成长迅速, 尤其是在 2015 年, 净利 YOY 增长 194%, 测算五年 CAGR 为 64.65%。根据中国证券投资基金业协会披露的资料, 公募基金资管规模前二十名中, 南方基金以 3342 亿元的资管规模位列第六, 华泰柏瑞基金以 1269 亿元的资管规模位列第十九。

图 21: 2011-2015 年南方基金净利润 (万元) 及增长情况 (%)

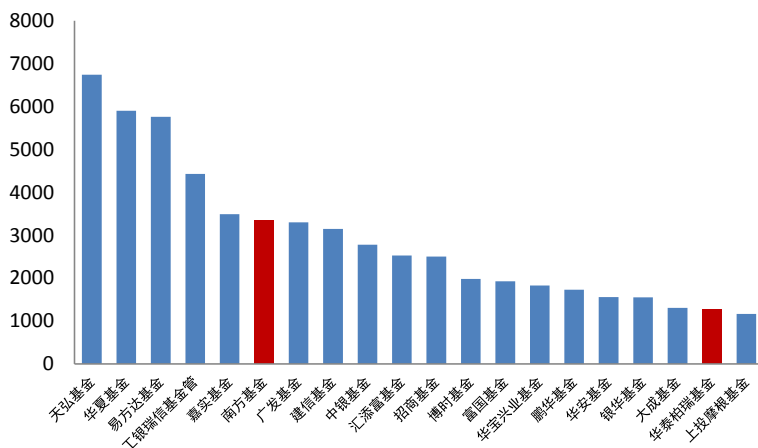
图 22: 2011-2015 年华泰柏瑞基金净利润 (万元) 及增长情况 (%)



资料来源: Wind, 群益证券上海研究部

资料来源: Wind, 群益证券上海研究部

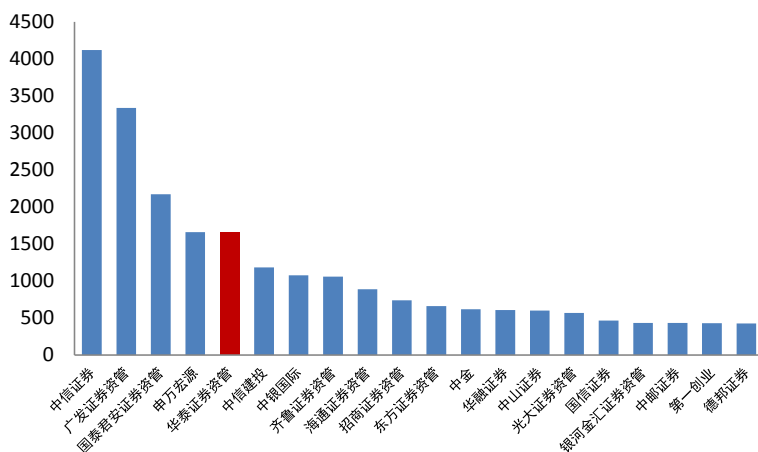
图 23: 基金管理公司公募基金管理规模前 20 名 (亿元)



资料来源: 中国证券投资基金业协会, 群益证券上海研究部

2014 年 5 月份, 一行三会出台《关于规范金融机构同业业务的通知》(127 号文), 将非标业务风险降到最低, 通道业务的监管套利空间被收紧。券商回归主动管理势在必行, 借鉴美国嘉信理财模式, 提供优质资产管理服务。华泰证券积极布局主动资管业务, 根据中国证券投资基金业协会公布的数据, 2015 年主动资产管理规模行业排名第五。

图 24: 2015 年华泰证券主动资管规模行业排名第五 (亿元)



资料来源: 中国证券投资基金业协会, 群益证券上海研究部

盈利预测

基本假设: 我们判断未来两年华泰证券的经纪业务整体延续高市占率, 而积极向财富管理方向转型将有较大的成果, 同时随着中国经济转型, 并购市场在未来两年内将会有更大的需求, 为公司投行业务带来更多的收入。

我们的基本假设资料如下 (单位: 百万元):

	2015	2016E	2017E
经纪与财富管理	17985	17085	18794
投行	1857	1764	1940
营收	26262	19838	21006
YOY	117.72%	-24.46%	5.88%
净利润	10697	7943	8513
YOY	138.44%	-25.74%	7.17%

在此基础上, 我们预计公司 2016、2017 年盈利增速分别为 -25.74%、7.17%, 净利润分别为 79/85 亿元, 对应 EPS 为 1.11 元和 1.19 元, 公司目前 PB 为 1.78, 低于行业水平, 而公司目前股价对应 2016、2017 年动态 PE 为 18.31 倍、17.08 倍, PB 为 1.60 倍、1.46 倍, 处于较低水准, 维持“买入”的投资评级。

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

- 强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)
- 中性 Neutral (10% > ER > -10%)
- 卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并损益表

百万元	2013	2014	2015	2016E	2017E
营业收入	7,167	12,062	26,262	19,838	21,006
手续费及佣金净收入	4,825	6,477	14,525	11,392	12,110
代理买卖证券净收入	3,815	4,996	12,641	4,206	3,276
承销净收入	578	1,180	1,551	1,960	2,034
资产管理净收入	314	197	138	5,160	6,800
利息净收入	1,659	2,385	4,081	2,731	2,813
投资收益	2,010	1,821	7,893	5,089	6,000
营业支出	5,379	6,213	11,992	9,151	10,262
管理费用	3,818	5,288	10,122	8,051	9,128
资产减值损失	-24	18	73	173	240
营业利润	2,916	5,850	14,270	10,687	11,461
所得税	914	1,375	3,466	2,672	2,864
净利润	2,212	4,486	10,697	7,943	8,513

附二：合并资产负债表

百万元	2013	2014	2015	2016E	2017E
货币资金	26,395	89,865	135,134	148,647	163,512
结算备付金	8,372	18,217	36,069	39,676	43,643
交易性金融资产	20,291	56,000	131,238	144,362	158,798
可供出售金融资产	6,233	9,276	38,119	41,931	46,124
长期投资净额	3,857	1,874	2,674	2,941	3,235
固定资产合计	2,299	3,304	3,379	3,717	4,089
无形资产及其他资产合计	30,803	93,690	106,002	116,602	128,263
资产总计	98,248	272,226	452,615	497,876	547,664
代理买卖证券款	26,374	70,228	128,367	141,204	155,325
负债合计	61,923	230,282	371,086	408,194	449,014
股东权益合计	36,325	41,944	81,529	89,682	98,650
负债及股东权益总计	98,248	272,226	452,615	497,876	547,664

附三：合并现金流量表

百万元	2013	2014	2015	2016E	2017E
经营活动产生的现金流量净额	-20,841	30,403	14,820	15,561	16,339
投资活动产生的现金流量净额	-757	2,325	-21,122	-22,178	-23,287
筹资活动产生的现金流量净额	17,080	26,460	53,833	56,525	59,351
现金及现金等价物净增加额	-4,542	59,187	47,950	50,348	52,865

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。