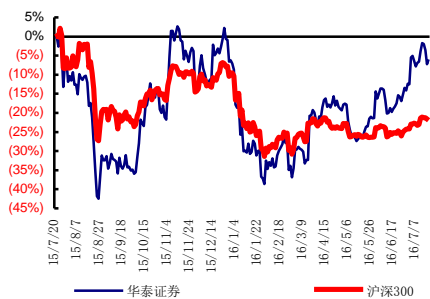


非银金融 证券 II

## 华泰证券(601688): 新催化剂进一步释放金融协同效应, 二度看好公司发展前景

### ■ 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)	145,404/145,404
12个月最高/最低(元)	22.17/12.41

### 相关研究报告:

《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》--2016/05/23

### 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

## 报告摘要

自我们推荐今年5月23日深度报告推荐华泰证券以来, 华泰证券价值修复明显, 针对当下徘徊行情, 我们重新梳理华泰证券投资逻辑如下:

**逻辑一: 市场回暖, 证券行业迎来估值修复机会。**从长周期来看, 我国证券行业仍处于快速发展的阶段, 社会融资体系仍处于由间接融资向直接融资转变的阶段, 证券行业发展的空间还很大, 2012年以来, 行业加速发展。本轮券商股修复行情从10倍PE以下开始, 即便在2008年超大大股灾的末期(2008年10月底至11月初), 证券行业的PE仍在12倍以上。券商股行情已经非常可观, 山西证券修复涨幅高达70%, 表明修复模式开启, 这种从大底部起来的修复具有较大空间。

**逻辑二: 六月份业绩大幅边际改善, 为行业性估值修复提供坚实基础。**六月份券商业绩普遍大幅修复, 大券商普遍营收增速在50%以上, 翻倍的也不少, 中小型特色券商净利润翻倍的也有六七家, 业绩边际改善为行业性估值修复提供坚实基础。

**逻辑三: 公司经营层面具有较强的差异化竞争优势, 全业绩链战略有望进一步提升行业地位。**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。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, 这种发展思路可能进一步提升市场份额。

**催化剂: 江苏银行IPO拟于8月2日上市,**华泰证券持股江苏银行6.4亿股, 初始投资金额为13亿元, 按6.27元/股的发行价计算, 华泰证券所持股份价值约为40亿元, 不考虑次新股二级市场表现, 增值约27亿元。

投资建议: 给予华泰证券“买入”评级, 六个月目标价: 24元/股。预计2016-2018年EPS分别为0.94元、1.50元、1.20元。

### ■ 盈利预测和财务指标:

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	26,262	20,526	31,782	29,990
(+/-%)	118%	-22%	55%	-6%
净利润(百万元)	10,697	6,704	10,751	8,605
(+/-%)	138%	-37%	60%	-20%
摊薄每股收益(元)	1.49	0.94	1.50	1.20
市盈率(PE)	13.59	21.69	13.53	16.90

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 一、华泰证券投资逻辑梳理

### 逻辑一：市场回暖，证券行业迎来估值修复机会

从长周期来看，我国证券行业仍处于快速发展的阶段，社会融资体系仍处于由间接融资向直接融资倾斜的阶段，证券行业发展的空间还很大，2012年以来，行业加速发展。本轮券商股修复行情从10倍PE以下开始，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，券商股行情已经非常可观，山西证券修复涨幅高达70%，表明修复模式开启，这种从大底部起来的修复具有较大空间。

从年度周期来看，证券行业估值的修复有待延续：一方面，市场企稳，回到3000点，金融股贝塔属性较高，可能随市场整体进一步修复；第二，救市满一年，市场企稳，作为救市重仓的金融股目前仍处于较低的价格，安全边际高；第三，参与救市带来的系统性风险已经随着股市修复逐步转变成大机遇，我们在《证券行业2016年二季度投资策略：风险释放满周年，布局价值修复》明确指出“券商参与救市实质性影响：18家上市券商通过证金救市资金规模约为1557亿元，而它们2015年的总利润为1551亿元，也就是说通过证金救市的效果等同于将2015年的利润拿出来全部持仓蓝筹股ETF。”；第四是“龙头股”已经崛起，行业性修复预期空间在扩大，金融股领域的工商银行龙头，券商股的山西证券龙头，龙头不倒，行业修复不停。

图1：上市券商通过证金救市资金规模（亿元）

	救市参与金额估计值（亿元）	2015年7月末净资产（亿元）	比例
中信证券	211.09	1055.45	20%
广发证券	138.5	693.19	20%
招商证券	92.87	464.35	20%
光大证券	58.57	292.84	20%
东方证券	64.61	323.05	20%
西南证券	36	181.30	20%
东兴证券	25.3	126.51	20%
国金证券	31.47	157.33	20%
海通证券	194.60	972.85	20%
申万宏源	85.55	427.71	20%
国泰君安	170.16	850.69	20%
国信证券	89.05	445.16	20%
华泰证券	156.69	783.35	20%
国投安信	41.60	207.98	20%
方正证券	66.68	333.37	20%
长江证券	31.39	156.93	20%
兴业证券	31.97	159.85	20%
东吴证券	30.60	152.97	20%

资料来源：WIND，太平洋证券

**逻辑二: 六月份业绩大幅边际改善, 为行业性估值修复提供坚实基础**

六月份券商业绩普遍大幅修复, 大券商普遍营收增速在 50% 以上, 翻倍的也不少, 中小型特色券商净利润翻倍的也有六七家, 业绩边际改善为行业性估值修复提供坚实基础。

图 2: 上市券商 2016 年 6 月单月业绩及环比增长率

序号		营收 (亿元)	净利润 (亿元)	净资产 (亿元)	环比-营收	环比-净利润
1	中信证券	28.05	13.00	1174	63%	64%
2	海通证券	15.25	8.94	998	121%	153%
3	国泰君安	20.89	11.01	953	58%	59%
4	国信证券	12.38	5.77	446	46%	54%
5	华泰证券	14.43	6.81	799	83%	98%
6	申万宏源	17.23	10.85	481	171%	480%
7	广发证券	14.80	7.32	702	7%	24%
8	招商证券	10.19	4.06	476	65%	22%
9	东方证券	6.90	3.69	333	146%	70%
10	第一创业	1.83	0.83	94	4%	1%
11	西部证券	3.53	1.88	119	52%	98%
12	光大证券	10.61	6.10	389	139%	187%
13	国投安信	4.98	1.90	204	5%	1%
14	东兴证券	4.50	2.34	131	138%	210%
15	方正证券	7.19	3.44	432	-42%	-65%
16	兴业证券	4.95	1.63	300	20%	-3%
17	长江证券	5.84	3.00	159	83%	156%
18	山西证券	1.49	0.36	129	11%	-23%
19	西南证券	5.62	3.00	182	33%	129%
20	国金证券	2.58	0.85	165	-7%	3%
21	东吴证券	3.12	1.48	187	95%	184%
22	国元证券	2.45	1.06	188	61%	175%
23	国海证券	2.11	0.78	131	-4%	-11%
24	东北证券	4.07	1.33	149	76%	13%
25	太平洋	2.46	1.31	114	285%	-927%

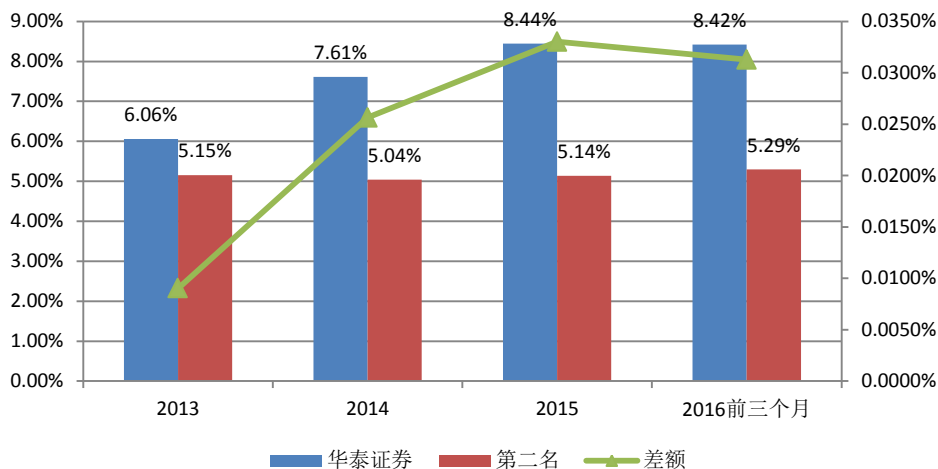
资料来源: WIND, 太平洋证券; 按市值排序

由于证券行业受股票二级市场的表现影响较大, 本次业绩修复一方面获益于股指修复背景下市场机构性行情拉动自营业绩、股票成交量大幅反弹以及两融余额触底修复, 另一方面因为定增市场的持续火爆、资管业务的快速增长。券商业绩月度出现大幅波动属正常现象, 但在当下具有重要的信号意义。因为, 今年以来, 券商业绩大幅下滑, 累计业绩同比降幅几乎均在 50% 以上, 降幅 70% 以上的也不再少数, 这个情况市场有所预期, 因此券商股今年以来普遍大跌。在股价深度回调之后, 业绩风险充分释放, 本次业绩修复, 对估值修复具有重要的支撑。

**逻辑三: 公司经营层面具有较强的差异化竞争优势, 全业绩链战略有望进一步提升行业地位**

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。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 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 3: 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

**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。

## 二、江苏银行上市，新催化剂有望加速价值修复

在这个证券行业业绩寒冷的夏天，华泰证券却不乏大催化剂：

**催化剂一：收购美国的资产管理平台，涉足 fintech，探索职能投顾。**收购的标的是美国的 AssetMark 公司（全称：AssetMark Financial Holdings, Inc.），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），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。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。AssetMark 与华泰的协同效应具有重要的战略价值：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业务。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 4：AssetMark 运营模式



资料来源：AssetMark 官网，太平洋证券研究院

**催化剂二：持股江苏银行 6.4 亿股，不考虑后续二级市场表现，增值约 27 亿元**

华泰证券持股江苏银行 6.4 亿股，占江苏银行发行前总股本的 6.16%，是其第三大股东，也是持有江苏银行股份最多的上市公司。华泰证券对江苏银行初始投资金额为 13 亿元，按 6.27 元/股的发行价计算，华泰证券所持股份价值约为 40 亿元，增值约 27 亿元。7 月 19 日上午，发行人

江苏银行股票首次公开发行 (Initial Public Offering, IPO) 网上路演, 本次发行价格为 6.27 元/股, 本次发行 11.5 亿股, 预计募集资金总额约为 72.38 亿元, 扣除预计发行费用后, 预计募集资金净额为 71.29 亿元, 全部用于充实本行资本金。发行成功后, 江苏银行总股本将达到 115 亿股。网上和网下申购时间为 2016 年 7 月 20 日, 初步确定 8 月 2 日正式上市。

江苏银行的上市具有重要的市场意义, 继 2007 年南京银行、宁波银行、北京银行上市后, 城商行的上市之路一直处于停滞状态, 就连 2008 年递交上市材料的上海银行目前仍未能成功 IPO, 九年的等待, 突破之日, 对银行业、对江苏银行以及江苏银行的持股者都具有重要的意义。众所周知, 在以资本充足率为核心的监管体系下, 资本是制约银行发展的核心因素之一, 这也是为什么城商行争先恐后力争上市的原因。尤其是在不良资产问题比较严峻的形势下, 补充资本的能力尤为重要。江苏银行的上市, 对银行股同样具有带动催化效应, 对于江苏银行二级市场的表现也值得期待。

华泰证券作为一家江苏公司, 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)。在综合经营的大趋势下, 华泰证券与江苏银行的金融协同性对于华泰证券的发展具有非常积极的影响, 随着江苏银行的上市, 江苏银行的业务有望再上一个台阶, 华泰证券近水楼台先得月, 在客户共享、业务对接、综合金融服务方面受益。

图 5: 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

### 三、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。

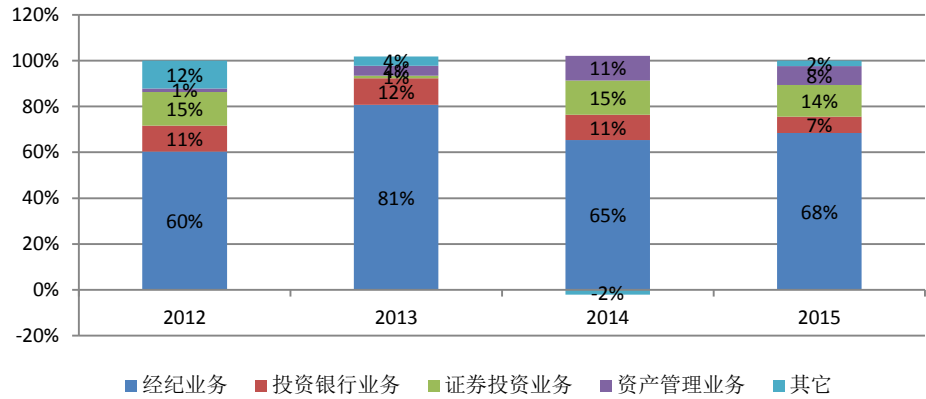
给予“买入”投资评级。基于华泰证券在经纪业务、并购业务的龙头地位、各细分业务良好的发展势头，以及充足的资本、稳健的运营、差异化战略、全业绩链战略，我们看好公司未来的成长能力。6 个月目标价 24 元，对应 2016 年预期 EPS（0.94 元）的 PE 为 25 倍。

### 四、风险提示

政策性风险；周期性导致的盈利能力风险；国际市场波动导致的系统性风险。

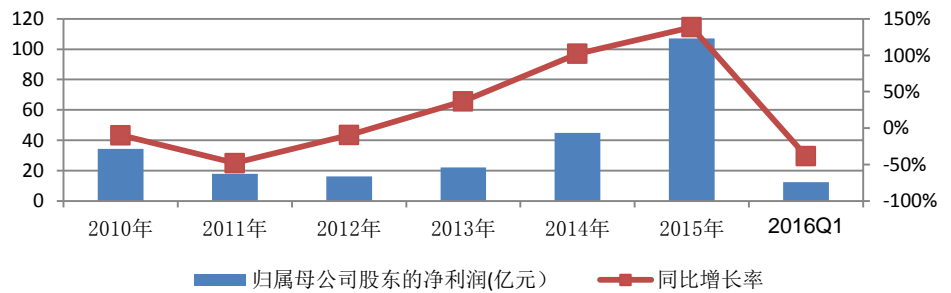
附表: 华泰证券基本业务情况

图 6: 华泰证券收入构成



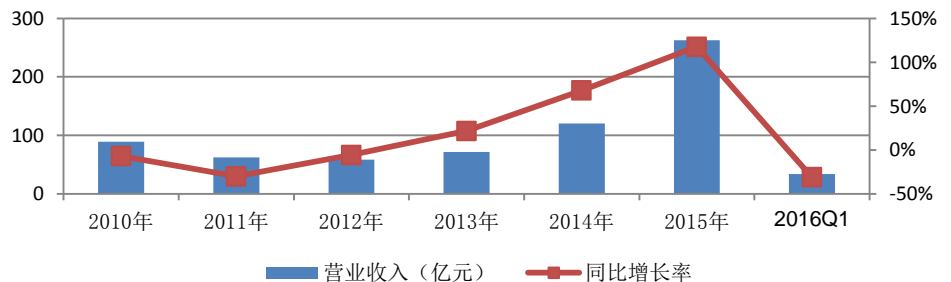
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图 7: 华泰证券归母净利润 (亿元) 及同比增长率



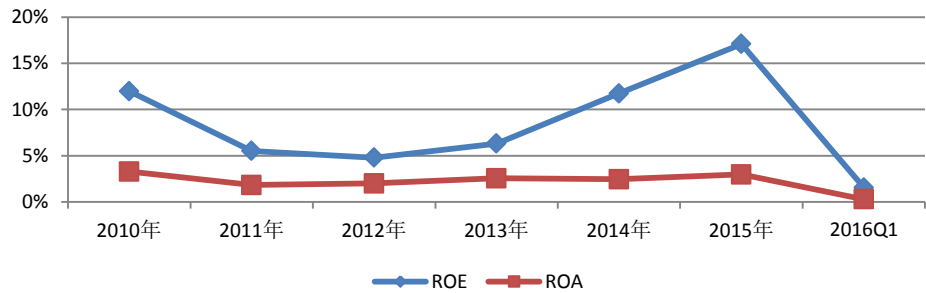
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图 8: 华泰证券营业收入 (亿元) 及同比增长率



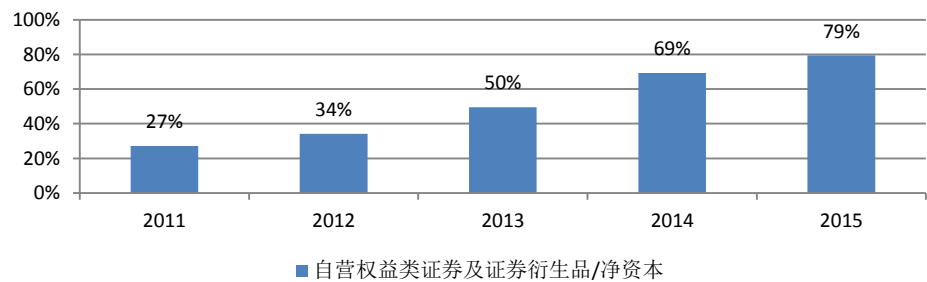
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图 9: 华泰证券 ROE (加权) 与 ROA



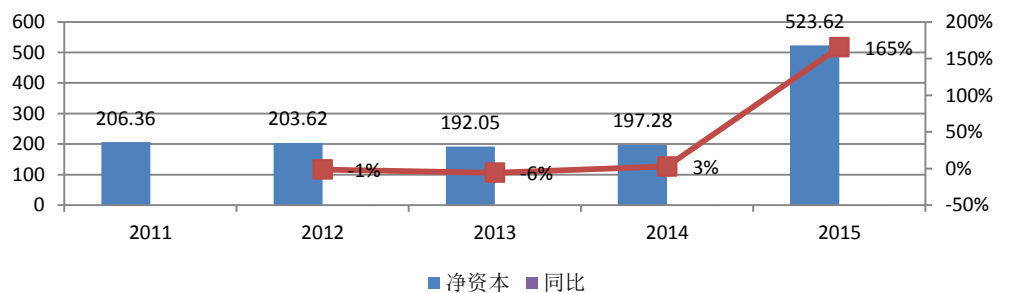
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图 10: 华泰证券 2011-2015 自营权益类证券及证券衍生品/净资本



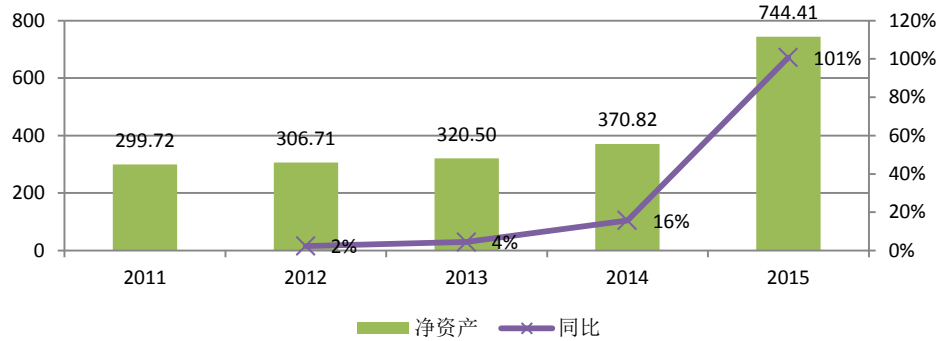
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图 11: 华泰证券净资本 (亿元) 及同比增长率



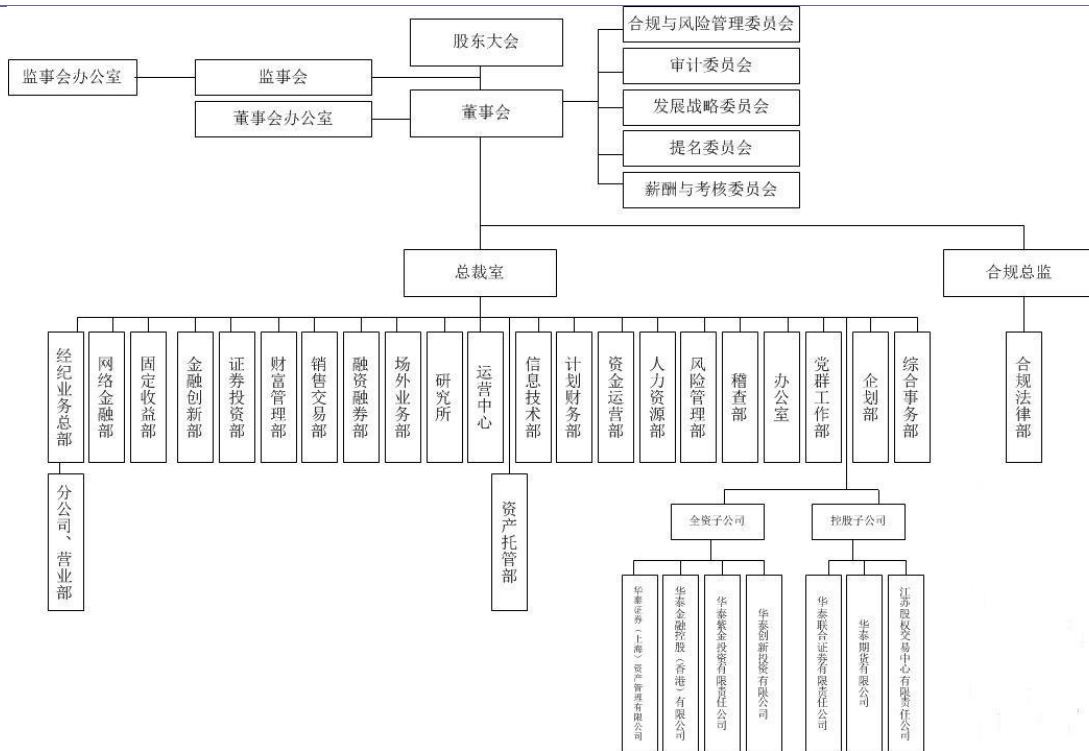
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图 12: 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

图 13: 华泰证券组织架构



资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

**图表 14: 华泰证券财务预测表 20160719**

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
应收款项	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	<b>主要财务比率</b>					
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	<b>成长能力</b>					
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	<b>盈利能力</b>					
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	<b>回报率分析</b>					
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	<b>每股指标</b>					
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
<b>负债合计</b>	<b>230,282</b>	<b>371,086</b>	<b>231,275</b>	<b>308,276</b>	<b>232,826</b>	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	0.50	0.45	0.49	0.61
资本公积金	17,221	45,838	45,838	45,838	45,838	<b>估值分析</b>					
<b>归母权益合计</b>	<b>41,299</b>	<b>80,785</b>	<b>84,287</b>	<b>91,523</b>	<b>95,771</b>	市盈率	25.34	13.59	21.69	13.53	16.90
<b>所有者权益合计</b>	<b>41,944</b>	<b>81,529</b>	<b>85,157</b>	<b>92,595</b>	<b>97,004</b>	市净率	2.75	1.80	1.73	1.59	1.52
<b>负债及股东权益总计</b>	<b>272,226</b>	<b>452,615</b>	<b>316,432</b>	<b>400,871</b>	<b>329,830</b>	股息收益率	2.46%	2.46%	2.20%	2.42%	3.00%

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。