



2016-08-22

公司点评报告

买入/维持

华泰证券(601688)

目标价: 24.42

昨收盘: 20.72

非银金融 证券 II

## 华泰证券(601688): 经纪业务龙头地位得以强化, 厚积薄发

**事件:** 近日, 华泰证券公布半年报, 今年上半年公司实现营业收入 73.56 亿元, 同比下降 49.77%; 实现归属于上市公司股东的净利润 28.41 亿元, 同比下降 57.43%。稀释每股收益 0.40 元/股, 同比下降 65.35%。

### 点评:

**归母净利润下滑 57%, 除投行业务同比正增长外其余主要业务均有下滑。** 投行业务净手续费收入 8.35 亿, 同比增长 36.20%; 经纪业务净手续费收入下滑 59.46%, 资管业务净收入同比下滑 64.30%, 利息净收入同比下滑 44.11%, 投资净收益同比下滑 52.09%, 公允价值变动净收益同比下滑 29.71%。上半年营业收入 73.56 亿元, 同比下降 50%。营收同比降幅较一季度末有所扩大, 一季度同比-31%, 环比业绩压力加速释放, 主要受去年二季度的高基数效应, 此外, 受二级市场萎靡, 成交量大幅下滑, 两融余额持续下滑, 以及上证综指下调 17% 等因素影响, 经纪业务、自营业务均受到较大的冲击。三季度, 营收数据有望改善, 一是基数效应, 二是市场回暖, 上证综指站上 3000 点, 各项业务均有带动。此外, 投行、资管业务行业性的机会仍然存在。综合而言, 三季度数据有望边际改善。

**经纪业务市场竞争力进一步扩大, 财富管理转型有序进行。** 上半年股票交易额为 10 万亿元, 市场份额由去年同期的 7.18%, 上升至 7.96%。公司公募基金分仓交易量人民币 2,501.67 亿元, 公募基金分仓交易量市场份额为 4.91%, 较 2015 年度增长 0.61%。

**投资及交易业务二季度环比大幅改善, 新三板做市业务规模翻倍。** 上半年, 华泰证券投资与交易业务实现收入 15.85 亿元, 较去年同期 33.34 亿元缩水近一半, 主要受一季度影响, 一季度收入仅为 4.87, 二季度达到近 11 亿。

**投资建议: 预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为: 0.90、1.22、1.02, 基于公司在经纪业务、并购上独特的竞争优势以及投行、资管业务的行业领先地位, 给予公司“买入”评级, 六个月目标价: 24.42 元。**

**风险提示:** 政策性风险; 市场波动风险; 业务发展不及预期风险。

### 主要财务指标

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	26,262	17,729	21,008	18,804
净利润(百万元)	10,697	6,478	8,721	7,333
摊薄每股收益(元)	1.49	0.90	1.22	1.02

资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

### 股票数据

总股本/流通(百万股)	7,163/7,163
总市值/流通(百万元)	148,413/148,413
12 个月最高/最低(元)	22.17/12.41

《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》—2016/07/20

《华泰证券(601688): 调研纪要》—2016/06/23

《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

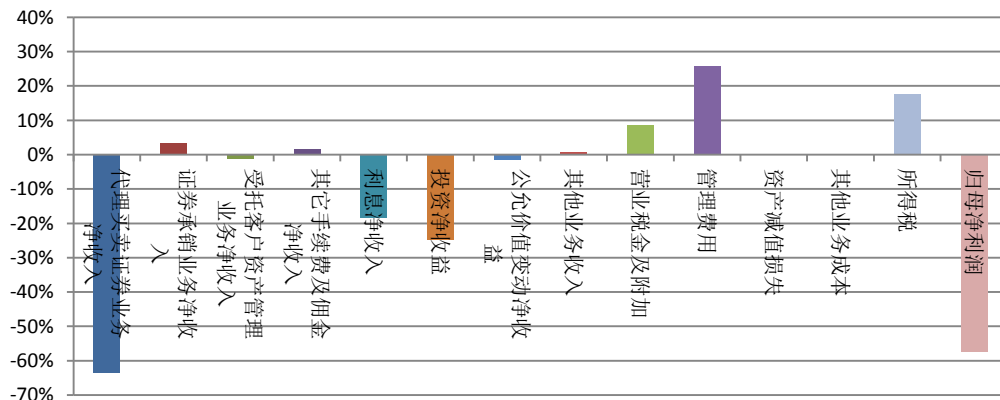
归母净利润下滑 57%，除投行业务同比正增长外其余主要业务均有下滑。投行业务净手续费收入 8.35 亿，同比增长 36.20%；经纪业务手续费净收入下滑 59.46%，资管业务净收入同比下滑 64.30%，利息净收入同比下滑 44.11%，投资净收益同比下滑 52.09%，公允价值变动净收益同比下滑 29.71%。

图表 1: 归母净利润增速归因分析

单位: 亿元	2015/6/30	2016/6/30	同比增长率	增长额	增长率贡献度
归母净利润	66.75	28.41	-57.43%	-38.34	
代理买卖证券业务净收入	71.28	28.90	-59.46%	-42.39	-63.51%
证券承销业务净收入	6.13	8.35	36.20%	2.22	3.32%
受托客户资产管理业务净收入	1.30	0.47	-64.30%	-0.84	-1.26%
利息净收入	27.69	15.48	-44.11%	-12.21	-18.30%
投资净收益	31.80	15.23	-52.09%	-16.56	-24.82%
公允价值变动净收益	3.51	2.47	-29.71%	-1.04	-1.56%
其他业务收入	0.42	0.83	96.68%	0.41	0.61%
营业支出	58.34	35.47	-39.20%	-22.87	34.26%
营业税金及附加	9.21	3.44	-62.69%	-5.78	8.65%
管理费用	48.78	31.64	-35.14%	-17.14	25.68%
资产减值损失	-0.02	-0.05	122.92%	-0.03	0.04%
其他业务成本	0.36	0.44	21.77%	0.08	-0.12%
营业利润	88.10	38.09	-56.77%	-50.02	-74.93%
利润总额	88.34	38.78	-56.10%	-49.56	-74.25%
所得税	21.15	9.34	-55.82%	-11.81	17.69%
净利润	67.19	29.44	-56.19%	-37.75	-56.56%
归属于母公司所有者的净利润	66.75	28.41	-57.43%	-38.34	-57.43%

资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

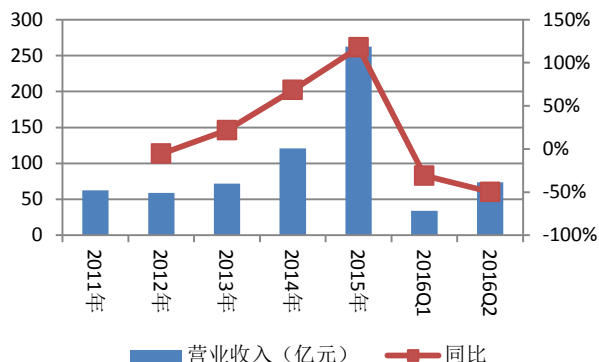
图表 2: 归母净利润增长率贡献度



资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

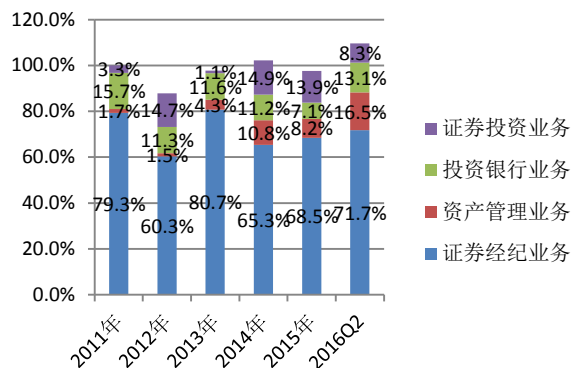
上半年营业收入 73.56 亿元, 同比下降 50%。营收同比降幅较较一季度末有所扩大, 一季度同比-31%, 环比业绩压力加速释放, 主要受去年二季度的高基数效应, 此外, 受二级市场萎靡, 成交量大幅下滑, 两融余额持续下滑, 以及上证综指下调 17% 等因素影响, 经纪业务、自营业务均受到较大的冲击。三季度, 营收数据有望改善, 一是基数效应, 二是市场回暖, 上证综指站上 3000 点, 各项业务均有带动。此外, 投行、资管业务行业性的机会仍然存在。综合而言, 三季度数据有望边际改善。

图表 3: 华泰证券近六年营业收入



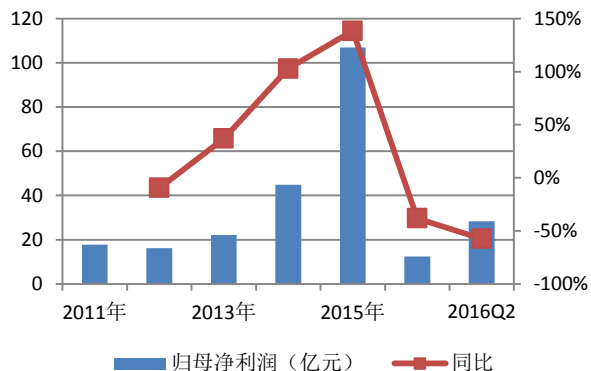
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 4: 华泰证券营业收入结构



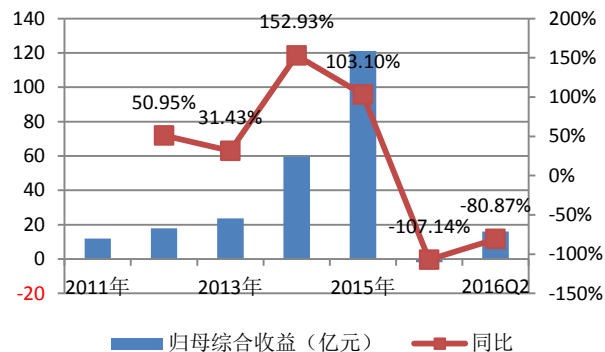
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 5: 华泰证券近六年归母净利润及增速



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

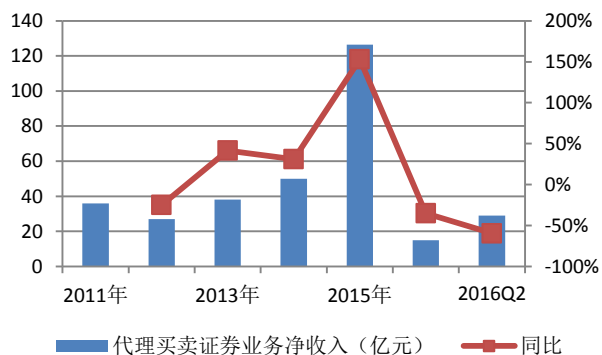
图表 6: 华泰证券近六年归母综合收益



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

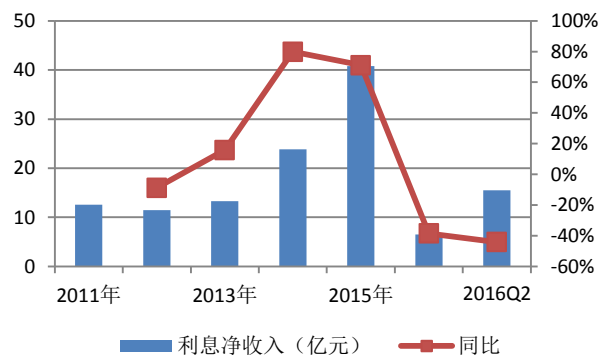
经纪业务市场竞争力进一步扩大，财富管理转型有序进行。经纪及财富管理业务主要包括证券与期货经纪、金融产品销售、机构销售与研究、资本中介业务等。两市股基交易量人民币 138.76 万亿元，较上年同期人民币 294.73 万亿元减少 52.92%。华泰证券证券经纪业务坚定互联网发展战略，坚持做大客户基础和客户资产规模，持续提升市场份额。2016 年 1-6 月，公司经纪业务市场份额（股基市场份额）8.45%，位居行业第一；截至 6 月末，公司融资融券余额市场份额 5.87%，排名上升为行业第二。上半年股票交易额为 10 万亿元，市场份额由去年同期的 7.18%，上升至 7.96%。公司公募基金分仓交易量人民币 2,501.67 亿元，公募基金分仓交易量市场份额为 4.91%，较 2015 年度增长 0.61%。公司股票期权经纪业务开展情况稳中有升，总成交量 367.56 万张，市场份额为 9.67%。上半年“涨乐财富通”移动终端客户开户数 55.5 万，占公司全部开户数的 92.39%；公司 78.27% 的交易客户通过“涨乐财富通”进行交易。市场份额的扩大一方面来自于互联网经纪业务的市场渗透，另一方面来自于价格优势，以行业较低水平的综合佣金率形成的市场口碑。后续潜力在于：一是基于互联网服务方式的经纪业务边际成本低、市场渗透的空间很大；二是基于经纪业务的客户基础是培养财富管理业务的沃土，在未来居民资产配置多元化的时代有先发优势。

图表 7：华泰证券代理买卖证券业务净收入



资料来源：WIND，太平洋证券整理

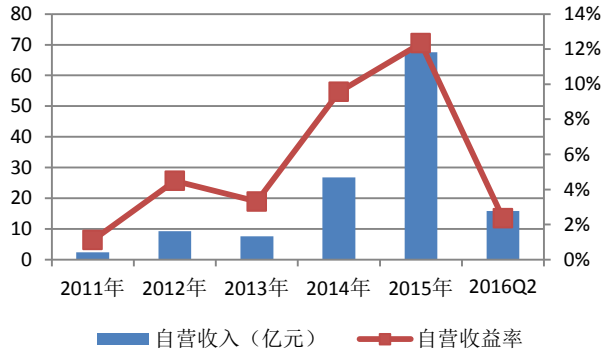
图表 8：华泰证券利息净收入



资料来源：WIND，太平洋证券整理

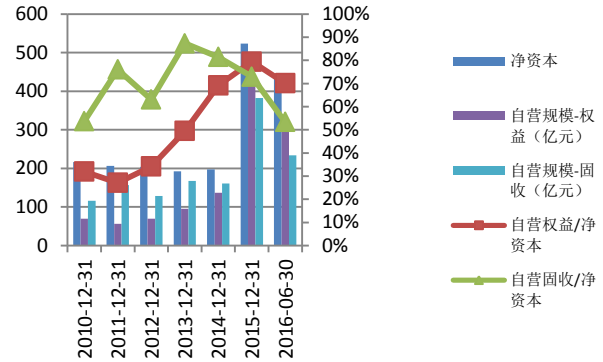
投资及交易业务二季度环比大幅改善，新三板做市业务规模翻倍。上半年，华泰证券投资与交易业务实现收入 15.85 亿元，较去年同期 33.34 亿元缩水近一半，主要受一季度影响，一季度收入仅为 4.87，二季度达到近 11 亿。其中，权益类规模/净资产达到 70%，较年初下降了 9 个百分点，较 2014 年末提升了 1 个百分点。固收类规模/净资产为 53%，较年初下降了 20 个百分点。公司积极开展全国中小企业股份转让系统做市业务，做市总市值达到 5.67 亿，较年初增加了 3.19 亿元。

图表 9: 华泰证券自营收入及同比增长



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

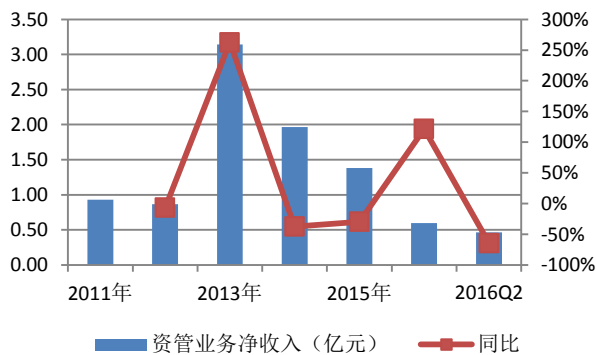
图表 10: 华泰证券自营规模



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

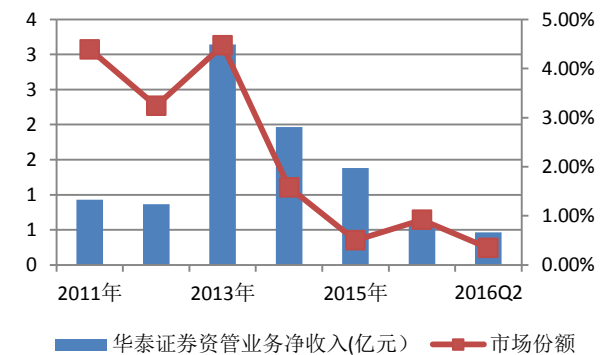
资管业务规模保持快速增长, 行业地位日益显著。截至报告期末, 华泰资管公司主动管理业务规模人民币 2,096 亿元, 行业排名第四, 资产管理业务总规模行业排名第二。根据 Wind 资讯统计数据, 报告期内, 华泰资管公司新增资产证券化产品规模及发行数量分别位居行业第三及第二。上半年, 集合类资管规模较年初增长 15%, 累计 1167 亿元; 定向类资管规模 6844 亿元, 较年初增长 15%; 专项类资管 230 亿, 较年初增长 73%。规模仍然处于快速扩张阶段, 年内预计仍将持续。

图表 11: 华泰证券证券资管业务净收入及同比增长



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 12: 华泰证券资管业务净收入市场份额

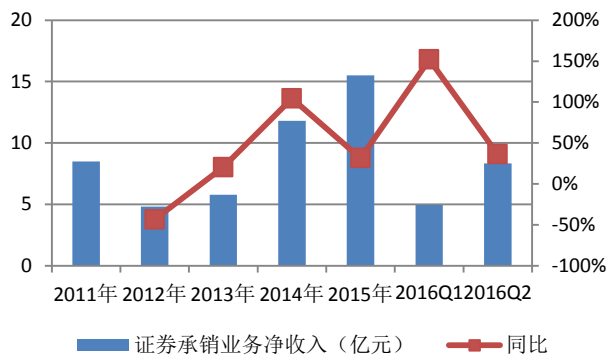


资料来源: WIND, 太平洋证券整理

“专业化分工+体系化协同”的大投行业务模式持续推进, 整体运行效率不断提升。IPO 发行节奏放缓、再融资市场持续活跃, 股权融资规模稳步增长; 随着债券配套制度和市场基础设施建设的持续完善, 债券市场持续扩容, 债券发行量显著增长; 在供给侧结构性改革、国企改革及并购重组市场化改革深入推进的背景下, 并购重组市场呈现持续活跃态势。根据 Wind 资讯统计数据, 公

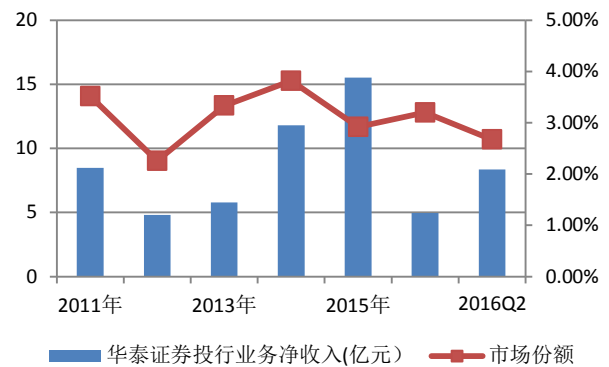
司主导的并购重组交易数量行业排名第一, 上半年实现并购重组、财务顾问业务净收入 2.36 亿元; 报告期内公司股权承销业务主承销金额行业排名第三, 合并股权主承销金额人民币 393.28 亿元, 合并股权主承销收入人民币 3.40 亿元; 合并债券主承销金额人民币 544.22 亿元, 合并债券主承销收入人民币 2.55 亿元。投行业务方面, 公司充分发挥并购重组业务的品牌效应和辐射作用, 进一步巩固市场优势地位, 加大聚焦客户和行业的力度, 精心打造明星项目, 持续提供优质服务并带动其他业务发展。

图表 13: 华泰证券投行业务净收入及同比增长



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 14: 华泰证券投行业务收入市场份额



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

**投资建议:** 预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为: 0.90、1.22、1.02, 基于公司在经纪业务、并购上独特的竞争优势以及投行、资管业务的行业领先地位, 给予公司“买入”评级, 六个月目标价: 24.42 元。

**风险提示:** 政策性风险; 市场波动风险; 转型不及预期风险。

附表: 华泰证券证券估值表 20160822

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	134,436	156,856	121,135	营业收入	12,062	26,262	17,729	21,008	18,804
结算备付金	18,217	36,069	19,320	29,456	22,643	手续费及佣金净收入	6,477	14,525	8,539	11,340	9,790
拆出资金	0	0	0	0	0	其中: 经纪业务净收入	4,996	12,641	6,190	8,253	6,705
融出资金	64,637	67,432	43,716	58,289	38,859	承销业务净收入	1,180	1,551	2,023	2,671	2,626
交易性金融资产	56,000	131,238	118,417	103,235	79,207	资管业务净收入	197	138	215	277	341
衍生金融资产	21	335	1,188	1,035	794	利息净收入	2,385	4,081	5,238	5,104	4,703
买入返售金融资产	20,710	25,635	33,740	29,991	22,493	投资净收益	2,964	7,177	3,783	4,364	4,088
应收款项	363	622	2,536	2,211	1,696	公允价值变动净收益	1,142	-716	-20	-39	-39
应收利息	1,752	3,282	5,891	5,136	3,940	其它	234	108	97	113	118
存出保证金	4,483	6,009	5,164	6,759	5,121	营业支出	6,213	11,992	9,210	9,454	9,124
可供出售金融资产	9,276	38,119	50,544	44,064	33,808	营业税金及附加	660	1,723	970	1,264	1,080
持有至到期投资	5	5	6	6	4	管理费用	5,288	10,122	8,161	8,097	7,952
长期股权投资	1,874	2,674	2,955	2,955	2,955	资产减值损失	18	73	12	16	11
固定资产	3,304	3,379	3,229	3,144	3,126	其他业务成本	247	74	67	77	81
无形资产	401	425	435	445	456	营业利润	5,850	14,270	8,518	11,554	9,680
商誉	51	51	51	51	51	其他非经营损益	65	-7	46	24	35
递延所得税资产	179	213	672	586	449	利润总额	5,915	14,263	8,564	11,578	9,715
投资性房地产	674	1,302	1,302	1,302	1,302	所得税	1,375	3,466	2,017	2,770	2,306
其他资产	414	692	1,309	1,151	901	净利润	4,540	10,798	6,547	8,808	7,409
资产总计	272,226	452,615	424,912	446,670	338,942	少数股东损益	-54	-101	-69	-88	-76
短期借款	0	688	923	818	502	归母股东净利润	4,486	10,697	6,478	8,721	7,333
应付短期融资款	24,787	1,053	212	188	116	<b>主要财务比率</b>					
拆入资金	1,500	3,000	1,821	1,615	992		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
交易性金融负债	9	21,428	32,835	29,121	17,884	<b>成长能力</b>					
衍生金融负债	731	2,460	848	752	462	营业收入增长率	68.31%	117.72%	-32.49%	18.50%	-10.49%
卖出回购金融资产款	49,668	33,192	26,782	23,753	14,587	净利润增长率	102.84%	138.44%	-39.44%	34.62%	-15.91%
代理买卖证券款	70,228	128,367	79,788	121,837	94,328	<b>盈利能力</b>					
应付职工薪酬	1,741	2,808	2,475	2,351	2,360	营业利润率	48.49%	54.34%	48.05%	55.00%	51.48%
应交税费	1,430	2,701	1,998	2,241	2,059	净利润率	37.19%	40.73%	36.54%	41.51%	39.00%
应付款项	4,194	7,435	5,592	6,287	5,779	<b>回报率分析</b>					
应付利息	1,025	2,692	2,854	3,074	2,697	总资产收益率	2.42%	2.95%	1.48%	2.00%	1.87%
长期借款	139	485	516	458	281	净资产收益率	11.65%	17.52%	7.89%	10.06%	7.90%
递延所得税负债	601	352	188	167	102	<b>每股指标</b>					
其他负债	52,841	91,893	119,643	106,112	65,166	EPS-摊薄(元)	0.63	1.49	0.90	1.22	1.02
负债合计	230,282	371,086	340,772	355,800	242,337	每股净资产(元)	7.37	11.28	11.63	12.56	13.35
股本	5,600	7,163	7,163	7,163	7,163	每股股利(元)	0.50	0.50	0.24	0.32	0.27
资本公积金	17,221	45,838	45,838	45,838	45,838	<b>估值分析</b>					
归母权益合计	41,299	80,785	83,327	89,969	95,628	市盈率	33.08	13.87	22.91	17.02	20.24
所有者权益合计	41,944	81,529	84,140	90,870	96,605	市净率	2.81	1.84	1.78	1.65	1.55
负债及股东权益总计	272,226	452,615	424,912	446,670	338,942	股息收益率	2.41%	2.41%	1.14%	1.54%	1.29%

资料来源: WIND, 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。