

谨慎推荐（维持）
华泰证券（601688）深度报告

风险评级：一般风险

强势业务嫁接领先战略，致胜未来

2017年02月16日

投资要点：
邓茂

SAC 执业证书编号：

S0340512070001

电话：0769-22119270

研究助理：

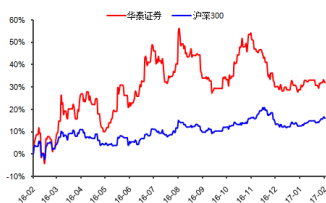
彭著华：S0340115070088

电话：0769-22110925

邮箱：pengzhuhua@dgzq.com.cn

主要数据 2017年02月15日

收盘价(元)	18.31
总市值(亿元)	1,311.50
总股本(亿股)	71.63
流通股本(亿股)	54.44
ROE(TTM)	8.36%
12月最高价(元)	21.70
12月最低价(元)	12.83

股价走势


资料来源：东莞证券研究所，Wind

- **经纪业务、并购重组业务的领导地位奠定公司发展重要基础。**公司经纪业务市场份额在2014年至2016年均保持了行业龙头的地位。公司经纪业务强势为公司带来庞大的客户基数，为资管、两融等业务发展提供了良好基础。公司的并购重组数量和市场份额长期保持第一位。并购重组业务的强势为公司获得了较多客户基础，公司依靠该基础大力推广了股、债、并购到资本介入一揽子的服务产品。
- **互联网+全业务链战略决胜未来。**公司通过互联网金融建立的优势获得了较好的产品竞争力（APP累计下载量和日均活跃量位于行业第一）和庞大的客户群（经纪业务市场份额第一），未来有望通过提供多种增值服务来实现收入的提高。公司通过积极建立以CRM等为核心的集中化后台和跨部门的利益分配机制积极践行全业务链战略，目前公司多个业务线条已经开始嫁接公司的全业务链资源。公司全业务链构建带来的业务优势和客户共享优势将持续推动公司业务的发展。
- **迈入第一梯队，彰显业务竞争优势及发展势头。**随着公司多项业务的强势发展，公司在业内的地位也呈现出稳步上升的势头，以2016年前三季度的业绩来看，公司主要指标营业收入与净利润排名均进入行业前5名，正式迈入行业第一梯队。行业地位的逐步提升体现出公司近年来业务强劲的竞争优势和发展势头。
- **公司估值合理，具备投资价值。**公司目前的PE为19倍左右，PB为1.6倍左右，从历史的估值水平来看属于合理区间具有一定的投资价值。
- **综上所述，我们给予华泰证券“谨慎推荐”评级，但是需要谨防系统性风险。**

主要财务指标预测表

单位（百万元）	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入(百万)	12,062	26,262	16,153	17,416
YOY (%)	68.31%	117.72%	-38.49%	7.82%
归母公司净利润(百万)	4,486	10,697	6,197	6,846
YOY (%)	53.75%	160.94%	-62.49%	7.82%
ROE (%)	10.86%	13.24%	7.54%	7.93%
每股收益(元)	0.80	1.65	0.87	0.96

资料来源：东莞证券研究所，Wind

目 录

1.公司概况.....	3
2.主要业务发展强劲，行业地位稳步上升.....	4
2.1 经纪业务龙头地位巩固.....	4
2.2 大投行业务综合竞争优势逐步构建.....	5
2.3 资管业务规模及市场份额稳步增加.....	7
2.4 信用业务发展平稳.....	8
2.5 迈进行业第一梯队.....	8
3.“互联网”战法助推价值增长.....	9
4.互联网金融+业务链体系建设决胜未来.....	10
5.财富管理转型积极，有望分享发展红利.....	10
6.投资机会与风险识别.....	12
7.投资策略.....	13
7.1 公司估值较低，股价有较好支撑.....	13
7.2 投资策略.....	14
7.3 盈利预测.....	14

插图目录

图 1：公司股权结构情况（以 2016 年三季报数据为准）.....	3
图 2：公司业务结构情况（以 2016 年三季报数据为准）.....	4
图 3：公司佣金率下滑较快.....	5
图 4：公司经纪业务市场份额提升.....	5
图 5：公司并购重组业务长期以来保持领先地位.....	5
图 6：公司股权承销规模 and 市场份额稳步提升.....	6
图 7：公司债券承销规模 and 市场份额逐渐提升.....	6
图 8：华泰紫金投资资产规模快速增长.....	7
图 9：公司资管业务规模及市场份额稳步提升.....	7
图 10：公司两融业务规模及市场份额情况.....	8
图 11：公司股票质押业务规模情况.....	8
图 12：公司营业收入排名、净利润排名稳步提升.....	9
图 13：工业企业利润同比增速下滑明显.....	11
图 14：五大国有行不良贷款率近年逐步上升.....	11
图 15：债券违约数量、金额呈现增长态势.....	11
图 16：从 PE 角度看，公司估值处于历史较低位置.....	13
图 17：从 PB 角度看，公司估值处于合理区间.....	14

表格目录

表 1：公司细分业务收入预测.....	14
表 2：公司利润表预测.....	15

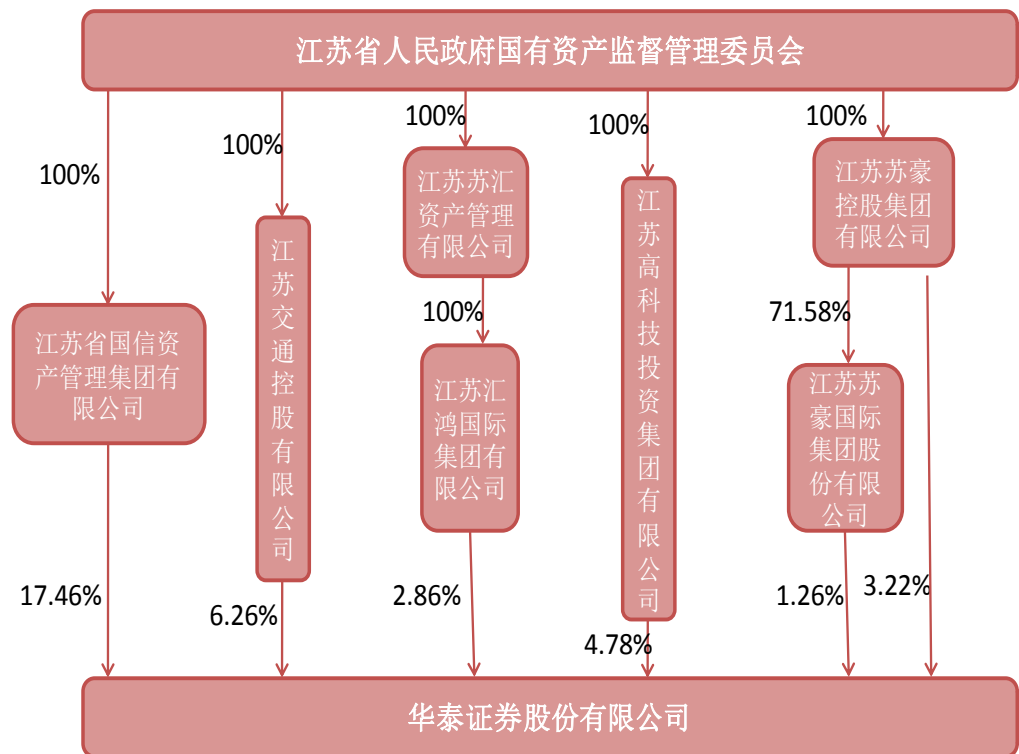
1. 公司概况

华泰证券前身为江苏省证券公司，成立于 1991 年，1999 年更名华泰证券有限责任公司。公司目前拥有 250 家左右营业部，业务网络遍布全国。公司目前拥有华泰金融控股（香港）、华泰紫金投资、华泰创新投资、华泰证券（上海）资产管理 4 家全资子公司，拥有华泰联合证券、华泰期货、江苏股权交易中心、南方基金、华泰柏瑞基金 5 家控股子公司。2010 年公司登陆上海证券交易所。

目前公司总股本约为 71.63 亿股，流通股本为 54.44 亿股。截止 2016 年 9 月 30 日，公司总资产 3878.48 亿元，净资产为 821.84 亿元。2016 年前三季度营业收入为 122.16 亿元，归属上市公司股东净利润为 48.10 亿元。近年来公司业务发展迅速，已经进入行业的第一梯队，2015 年，公司总资产、净资产、营收、净利润分别排名为 5、4、9、9。2016 年前三季度，公司业绩排名更进一步，进入行前 5 名。

公司的实际控制人为江苏省国资委。江苏省国资委通过江苏省国信资产管理集团有限公司、江苏交通控股有限公司、江苏高科技投资集团有限公司、江苏苏豪控股集团有限公司等控制公司 35% 以上的股权。

图 1：公司股权结构情况（以 2016 年三季报数据为准）

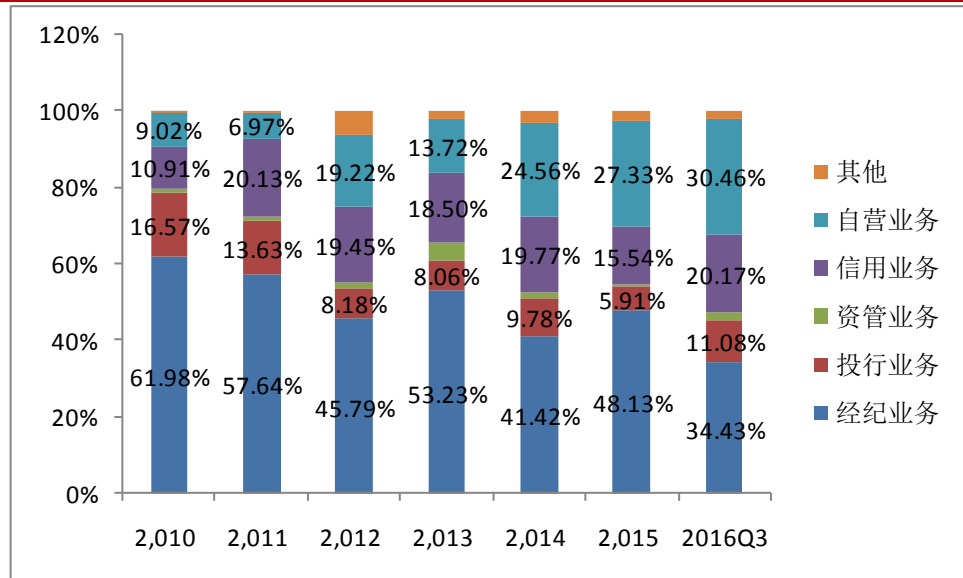


数据来源：公司公告，东莞证券研究所

证券行业近年来佣金率快速下滑，经纪业务收入的重要性也逐步下降。公司处于证券行业之中，且在大力推动互联网经纪业务，公司的佣金率下滑更为明显，因此，公司经纪业务收入占比近年来逐步缩小。另外，在直接融资大发展的环境中，行业整体的投

行业务得到了迅速的发展，公司投行业务收入占比也逐步提升。另外，两融业务和股票质押业务近年来的发展使得利息净收入在营收中的比重逐步提升。整体来看，公司跟随了行业整体的发展，业务结构逐步得到优化。公司经纪业务占比由 2010 年的 60% 以上降低至 2016 年前三季度的 34% 左右，信用业务占比、自营业务占比、投行业务占比都得到了明显提升。

图 2：公司业务结构情况（以 2016 年三季报数据为准）



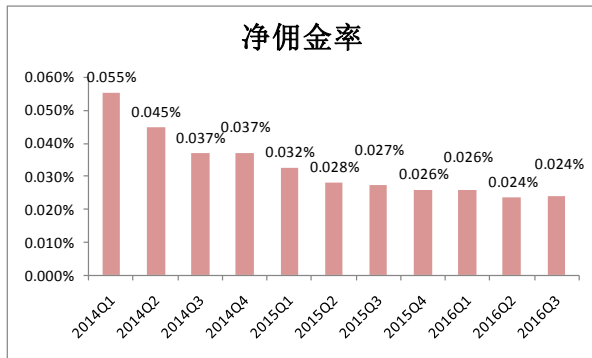
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

2.主要业务发展强劲，行业地位稳步上升

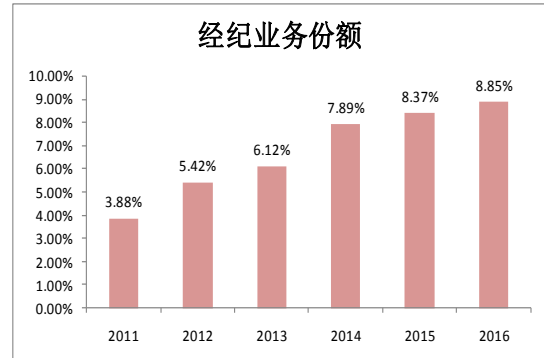
2.1 经纪业务龙头地位巩固

公司经纪业务市场份额近几年呈现出持续上升的态势，并成为经纪业务龙头。公司近年来通过扩张营业网点、大力推动互联网金融、积极降低佣金率等举措扩大了公司的经纪业务市场份额，并持续巩固了公司经纪业务的龙头地位。公司通过在近年来逐步扩张营业部数量，2009 年营业部数量为 124 家，截止 2015 年底，公司营业部数量达到 245 家，公司营业网点分布广泛，布局全国，业务网络优势位居行业前列，目前已经形覆盖广泛且较为完善的业务网络体系。公司积极利用“低价策略”，大力推进互联网金融，极大地促进了经纪业务的发展。公司一直以来高度重视互联网金融。2014 年，公司先利用互联网的营销方式，通过最低的佣金率+优秀线上平台（自建）推广的方式来打开突破口，再与网易、和讯网强强联合、平台引流。2013 年公司的净佣金率为 0.065%，到 2014 年第四季度降至 0.037%，到 2016 年三季度进一步降至 0.024%。公司积极打造的“涨乐通”也取得了较大的成功，公司的涨乐财富通用户体验较好，产品服务齐全，创新功能多，在新浪联合易观智库开展的《2014 手机证券报告》测评中，涨乐财富通从 20 家参评券商手机 APP 中脱颖而出夺得第一。截止 2016 年上半年，公司的涨乐财富通 APP 累计下载量达到 1516.49 万，2016 年上半年日均活跃用户数 183.18 万，下载量和活跃用户数均位居行业第一。通过积极推动上述举措，公司的经纪业务份额也逐步上升，

公司股基交易份额由 2013 年的 3.88% 提升至 2016 年的 8.85%，公司经纪业务市场份额在 2014 年至 2016 年均保持了行业龙头的地位。此外，公司在经纪业务规模逐步上升的同时，经纪业务人员规模并没有上升，所带来的管理费用也没有明显上升，这主要源于公司互联网金融的积极推进和后台业务集中管理的推进。

图 3：公司佣金率下滑较快


数据来源：WIND，东莞证券研究所

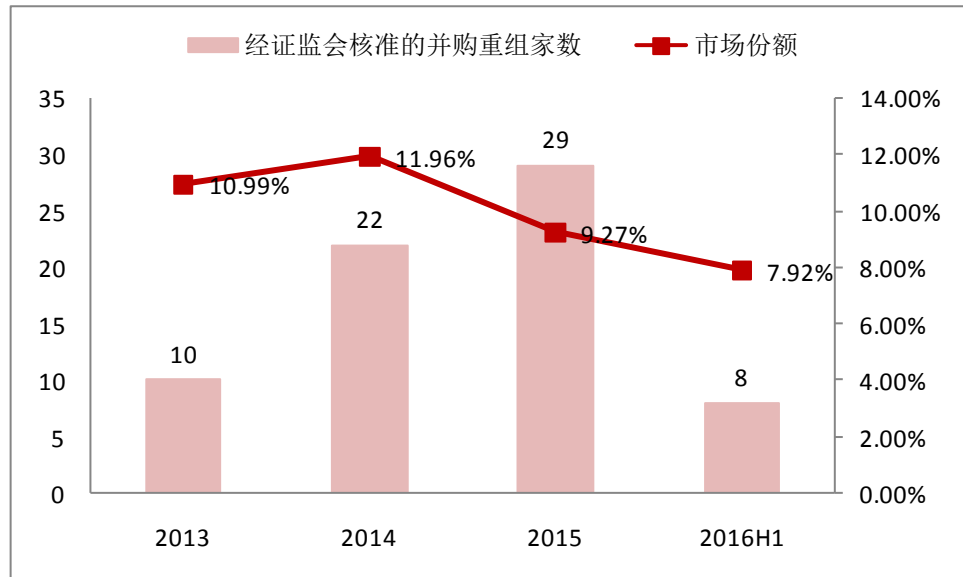
图 4：公司经纪业务市场份额提升


数据来源：WIND，东莞证券研究所

2.2 大投行业务综合竞争优势逐步构建

并购重组业务长期居于行业领先地位。公司子公司华泰联合证券并购业务在行业内长期处于领先地位，公司通过证监会核准的上市公司并购重组案例数量连续六年均排名行业第一。公司承做了大量的并购重组项目，积累了良好的口碑和广泛的合作伙伴及其他业界资源。并购重组业务客户黏性高，能够带动再融资、IPO、可转债等业务的发展，另外还可以带动并购基金等投资业务的介入。2011 年底华泰和华泰联合投行业务整合工作完成。华泰联合也确定了面向未来的转型方向和差异化的竞争策略，一是打造并购业务的品牌；二是抓住行业转型的机会，重点布局新兴行业；三是打通业务链，提升客户对股、债、并购到资本介入一揽子的服务能力；此外公司也将组织形式调整为前中后台专业分工协作，同时将组织结构扁平化，因此聚集了大批优秀的人才。此外，公司强调创新，鼓励创新的文化和机制。公司近年来在并购领域也取得了很多的创新成果。公司在蓝色光标并购博杰广告的案例中，创新性地向交易一方提供了 2.3 亿元的过桥贷款。这使得券商在并购业务中的服务方式发生了根本改变：由原来提供单一的中介咨询服务，到向交易对方提供并购融资扫清交易障碍，未来还有可能作为并购的直接参与者（券商下属的并购基金业务）创造并购交易机会。公司所创立的蓝色光标、掌趣科技等经典案例也巩固提升了公司在并购市场的品牌和影响力。

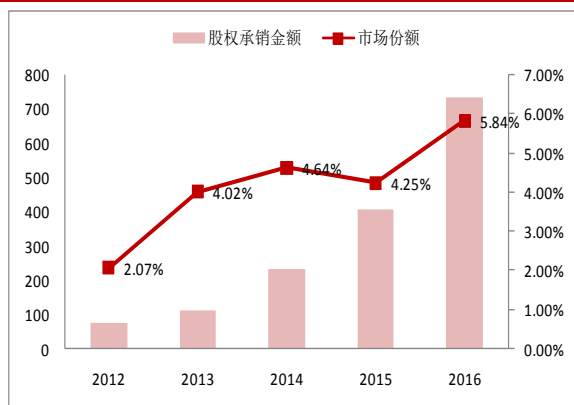
图 5：公司并购重组业务长期以来保持领先地位



数据来源：公司官网，东莞证券研究所

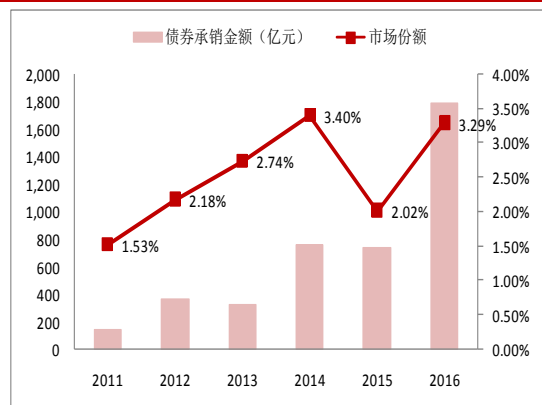
依靠并购重组竞争优势积极打造大投行产业链。公司在几年前就注重打通投行产业链，提升对客户从股、债、并购到资本介入一揽子的服务能力。公司依靠并购业务的客户群及较高的客户黏性积极推动再融资、IPO、债券承销、并购基金等为代表的投融资业务的发展，积极为客户打造全生命周期一揽子的规划和服务。为配合公司全产业链体系的打造，公司积极推进“专业化分工+体系化协同”大投行平台作战模式，并强化了公司“客户经理+产品专家+行业专家”的人力资源目标导向。并购业务积累的客户基础、适应的人力资源打造、大投行平台作战模式的建立三大因素推动公司大投行业务的发展。公司近几年在股权承销业务和债券承销业务的规模和市场份额均有持续增长的良好表现。

图 6：公司股权承销规模和市场份额稳步提升



数据来源：WIND，东莞证券研究所

图 7：公司债券承销规模和市场份额逐渐提升

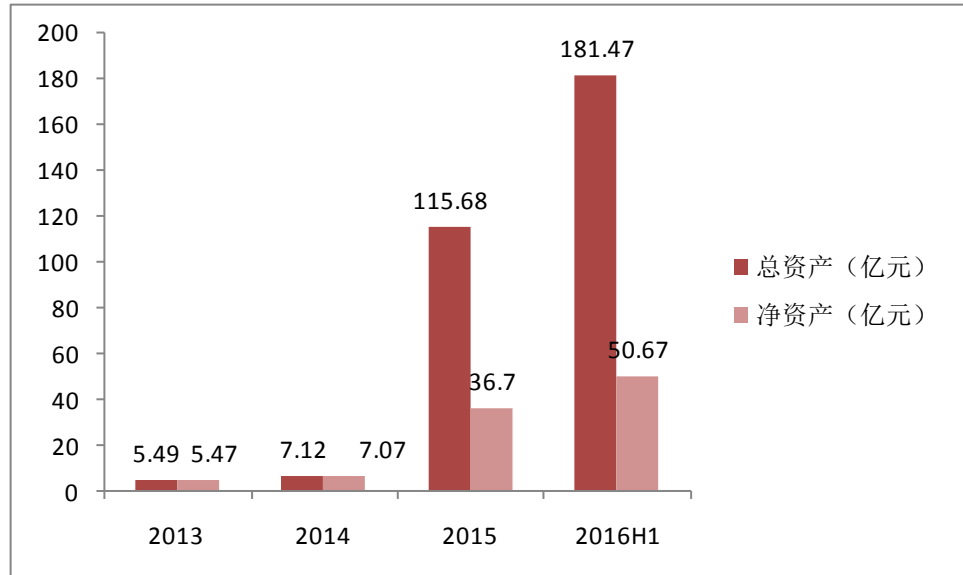


数据来源：WIND，东莞证券研究所

公司积极推动打造“投资+投行”核心优势，未来直投业务有望实现快速发展。公司积极搭建并完成了大直投体系平台的搭建，形成直投资基金、并购基金、行业基金为一体的直投平台，并逐步加强了与大投行体系的对接。公司目前的直投平台主要是华泰紫金投资。截止 2016 年上半年末，紫金投资注册资本为 40.5 亿元，总资产 181.47 亿元，净资产为 50.67 亿元，公司共设立 14 支基金，包括股权基金、并购基金、产业基金等。

2015 年紫金投资直投基金管理规模达到 171 亿元，在行业排名第 2，仅次于金石投资有限公司。未来随着 IPO 核发快速推进，公司所投项目有望加速释放业绩，实现业务收入的快速增长。

图 8：华泰紫金投资资产规模快速增长

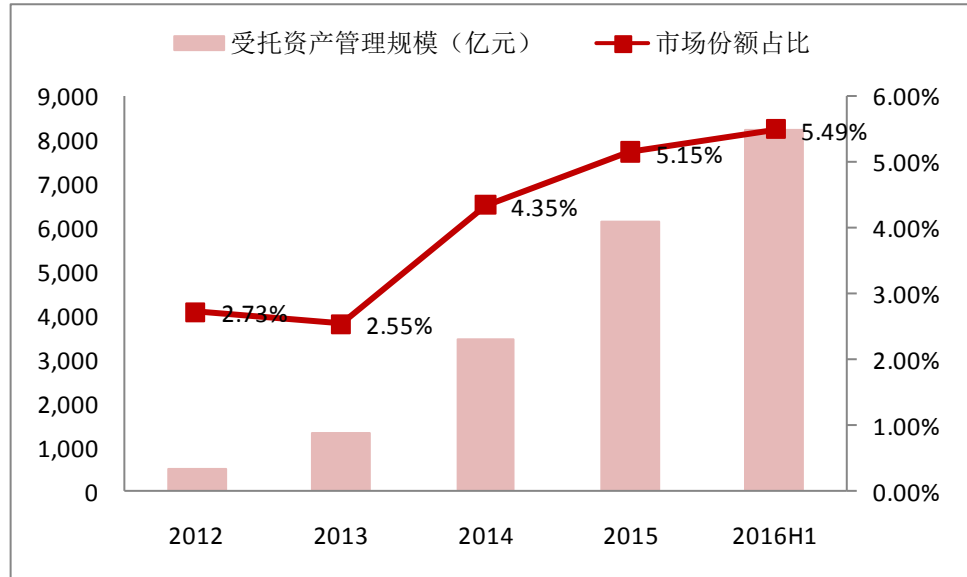


数据来源：公司公告，东莞证券研究所

2.3 资管业务规模及市场份额稳步增加

公司资管业务主要由华泰证券资产管理有限公司具体开展。公司的庞大的经纪客户规模、快速的产品研发能力以及较好的创新能力推动了公司资管业务规模的不断壮大以及市场份额的稳步提升。公司近年来经纪业务市场份额逐步提升带来了庞大的经纪业务客户规模，公司在移动端也进行了较好的布局，目前公司涨乐财富通 APP 下载量过千万，活跃数量也稳坐券商类 APP 头把交椅，庞大的客户规模带来巨大的沉淀客户资金，为公司资管业务规模的增长奠定了坚实的基础。公司积极适应市场形势，推进以市场需求为导向的创新型产品的研究与开发。目前，公司集合资管产品已涵盖固收、权益、融资、跨境、另类投资等多个品种和领域。公司在资管领域创新能力突出，以资产证券化为例，公司推出的京东白条资产证券化项目、扬州保障房资产证券化项目、中联水泥资产证券化项目都开创了行业先河。在上述因素的推动之下，公司资管规模 and 市场份额呈现出了喜人的发展势头，公司受托资产管理规模由 2012 年的 516.2 亿元增长至 2016 年上半年末的 8240.82 亿元，市场份额由 2012 年的 2.73% 增长至 2016 年上半年的 5.49%。展望未来，在大资管行业快速发展的大背景下，公司庞大的经纪客户群、良好的研发能力、较强的创新能力及证券全业务链的打造将推动公司资管业务的持续高速发展。

图 9：公司资管业务规模及市场份额稳步提升



数据来源：WIND，东莞证券研究所

2.4 信用业务发展平稳

2010年，公司获得两融业务试点资格。自两融业务开展后，两融业务规模不断发展壮大，公司的两融业务规模也呈现出不断壮大的发展势头。公司依赖庞大的经纪客户规模大力推广两融业务，两融业务规模近几年取得了快速的发展，公司的两融规模由2011年的26.40亿元增长至2016年上半年末的500.91亿元，市场份额也稳定在5%以上。公司的两融业务市场份额并没有跟随经纪业务市场份额快速增长。我们认为这主要源于公司通过互联网开拓的大量经纪客户资产规模有限，难以带动两融业务规模的增长。2013年，公司获得股票质押业务资格，公司的股票质押业务也随着行业整体质押业务的快速发展实现了快速增长。公司股票质押业务规模从2014年的227.08亿增长至2016年上半年末的416.79亿元。

图 10：公司两融业务规模及市场份额情况

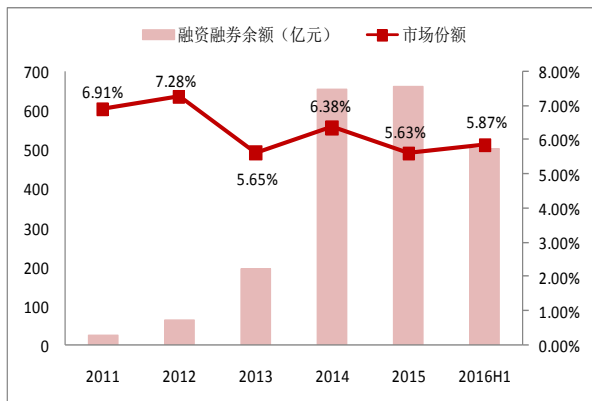
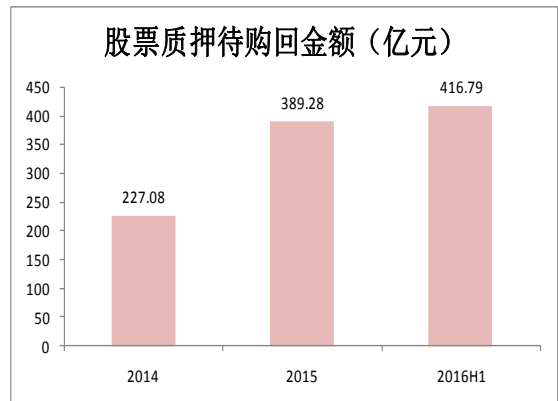


图 11：公司股票质押业务规模情况



数据来源：公司公告，WIND，东莞证券研究所

数据来源：公司公告，WIND，东莞证券研究所

2.5 迈进行业第一梯队

随着公司多项业务的强势发展，公司在业内的地位也呈现出稳步上升的势头，以2016年前三季度的业绩来看，公司主要经营指标营业收入与净利润排名均进入行业前5

名，正式迈进行业第一梯队。2007-2011 的四年期间，公司主要经营指标在 9 名上下徘徊，2012-2014 的 3 年期间，公司主要经营指标在 7 名上下徘徊。2016 年前三季度，公司营业收入和净利润在业内排名均处于第 5 名，创近年来新高。行业地位的逐步提升体现出公司近年来业务发展的竞争力和成果。

图 12：公司营业收入排名、净利润排名稳步提升



数据来源：中国证券业协会，WIND，东莞证券研究所

3. “互联网”战法助推价值增长

公司长期以来采用的“互联网”战法实现了公司业务的不断发展，我们认为这种策略将有助于公司业务的长期发展。证券公司主要是为客户提供投融资服务。客户尤其是粘性较好的客户是公司的核心资产。同样的对于互联网企业来讲，粘性较好的客户也是其核心资产。互联网企业的做法往往是首先通过爆款产品或应用吸引客户，然后通过打造极致的客户体验提升客户粘性，最后通过多种服务实现业绩上的提升。我们通过分析华泰证券业务发展情况也能发现明显的“互联网”战法迹象。以公司最为引人注目的并购重组业务和经纪业务为例。在并购重组业务还没有大规模铺开的时候，公司率先布局满足上市公司资本助力业务发展的需求，通过业务的领先积累了客户和品牌，并形成了较强的客户粘性，公司也通过不断地创新来提升在并购重组方面的服务能力，并进一步加强客户粘性。在形成一定的客户规模和客户粘性的基础上，公司大力推动其他业务的跟进发展，例如股债承销及直投等投融资业务来实现业绩的提升。经纪业务方面，公司率先大幅降低佣金率，并最早提出“万三”，在业内及对潜在客户中产生了重大的影响，公司通过大幅降佣和互联网引流实现客户规模的快速增长，另一方面，公司也通过着力打造涨乐财富通 APP 来提升用户体验从而提升客户粘性，在此基础上，公司通过 APP 推广的其他业务也取得了良好的发展，公司的“天天发”等资管业务通过庞大的有粘性的客户取得快速的发展，这种庞大客户基础上的增值服务收入未来仍然值得期待，同时

由于大量 APP 客户属于年龄稍小的人群，未来随着财富的积累，这部分客户的沉淀资金有望实现稳步的增长，公司包括资管、信用的多项业务未来仍有持续增长的潜力。公司长期以来着力打造全业务链体系运作，以客户为中心，加强内部协作，能够为客户提供全面的综合金融服务。这种全业务链体系的建设充分挖掘了客户的价值，同时通过全面服务业提升客户的黏性。

4. 互联网金融+业务链体系建设决胜未来

公司管理层一直高度重视、坚持互联网战略，目前已经取得初步成功，未来有望进一步推动公司整体业务的发展。公司的互联网发展路径为先利用互联网的营销方式，通过最低的佣金率+优秀线上平台（自建）推广的方式来打开突破口，再与网易、和讯网强强联合、平台引流，最后通过 CRM 系统和大数据技术深度挖掘客户价值，提高客户粘性。公司的互联网金融平台“涨乐财富通”取得较大的成功，已经初步建立了公司在互联网金融的领先优势。公司 2014 年 4 月推出了“涨乐财富通”2.0 版本，2015 年 11 月推出了 3.0 版本。相比于业内其他手机 APP，涨乐财富通的优势明显，一是产品多，背靠强大的华泰紫金服务体系，提供证券、基金、债券、信托、理财产品、小额投融资理财、创新产品及资讯产品的产品商城。二是做了较多创新功能，推出了打新神器、借钱神器，港股通、全方位账户分析功能，依托大数据平台，能对账户进行诊断指导。三是客户体验好。华泰重金聘请互联网体验公司参与设计，任何操作只间隔三步。其他也有诸如速度快，互动多的优势。2014 年，在新浪联合易观智库开展的《2014 手机证券报告》测评中，涨乐财富通从 20 家参评券商手机 APP 中脱颖而出夺得第一。在积极的推广下，公司的客户端在客户方面反响强烈，公司的 APP 下载量和日均活跃量长期位于券商 APP 第一，截止 2016 年上半年，“涨乐财富通”累计下载量达到 1516.49 万，2016 年上半年日均活跃数达到 183.18 万。公司通过互联网金融建立的优势获得较好的产品竞争力和庞大的客户群，未来有望通过提供多种增值服务来实现收入的提高。此外公司持续发展互联网金融，未来有望进一步提升产品用户体验和扩大用户规模从而为公司业务的发展带来更多的潜力。

其次，公司在 2012 年开始推动全业务链体系建设，目前已取得初步成效。公司近年来着重建立以客户为中心的全业务链体系。公司拥有经纪业务、投行业务、资管业务等多项业务，同时也拥有经纪客户、投行客户、资管客户等多种客户。随着客户金融需求的多样化，传统的线条管理难以满足客户的多样化需求。全业务链通过共享客户来更好地满足客户的多样化需求，同时也能实现收入的增长。公司的全业务链战略致力于以客户需求为导向，把跨部门、跨模块的关联业务链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、一揽子服务的统一服务体系。公司通过建立以 CRM 等为核心的集中化后台和跨部门的利益分配机制积极践行全业务链战略，目前公司多个业务线条已经开始嫁接公司的全业务链资源，例如经纪业务和资管业务。在全业务链的基础上，公司的经纪业务、资管业务、投行业务均取得了超越行业整体的发展速度。公司全业务链构建带来的业务优势和客户共享优势将持续推动公司业务的发展。

5. 财富管理转型积极，有望分享发展红利

财富管理潜在需求空间广阔，“资产荒”成为常态，理财需求有望持续爆发，有利于券商进行财富管理转型。根据中国家庭金融调查与研究中心发布 2016 年《中国家庭金融资产配置风险报告》，近几年我国家庭户均资产增长明显，由 2011 年户均 66.3 万元增长目前的 103.4 万元，其中我国投资性房产占比较高，达到 70% 以上，远远高于美国，美

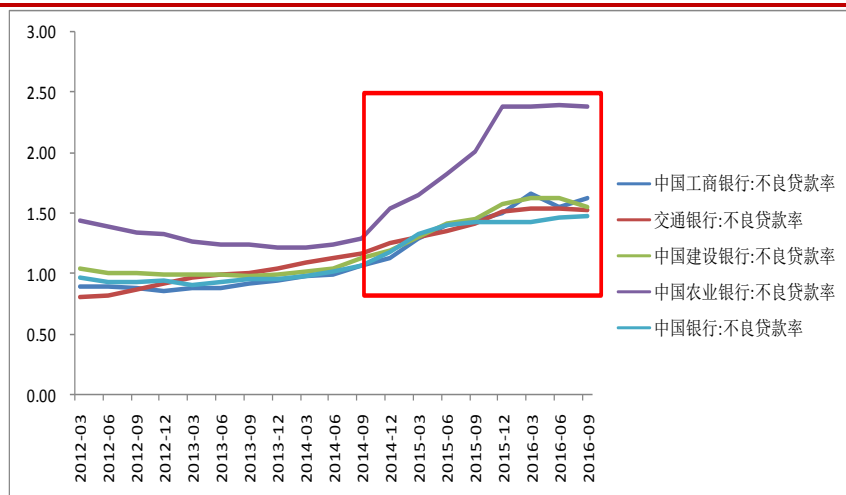
国投资性房产占比没有超过 20%。相应地，我国家庭在金融资产占比较低，2015 年仅为 12.4%，这与美国、法国、英国等其他国家相比，配置比例较低。在金融资产中，存款在占比达到 45.8%，远高于欧盟的 34.4%和美国的 13.6%。从我国家庭资产增长情况以及我国资产配置的结构情况来看，未来我国家庭的金融资产配置有待进一步完善和升级，这其中将蕴含着大量财富管理需求。我国经济增长进入“新常态”，潜在经济增长率下降使得资产回报率降低，典型体现是我国的工业企业利润总额同比增速从 2011 年开始下滑明显，实业投资难以找到高收益率项目。另外，资产的风险暴露常态化，典型体现是五大国有银行的不良贷款率近年来呈现出较快的增长态势，短期内难以扭转，债券的违约数量和违约金额近三年也呈现出了较为快速的增长态势，资产风险的持续暴露使得机构和居民迫切需要对于专业机构的资管产品和财富管理业务。

图 13：工业企业利润同比增速下滑明显



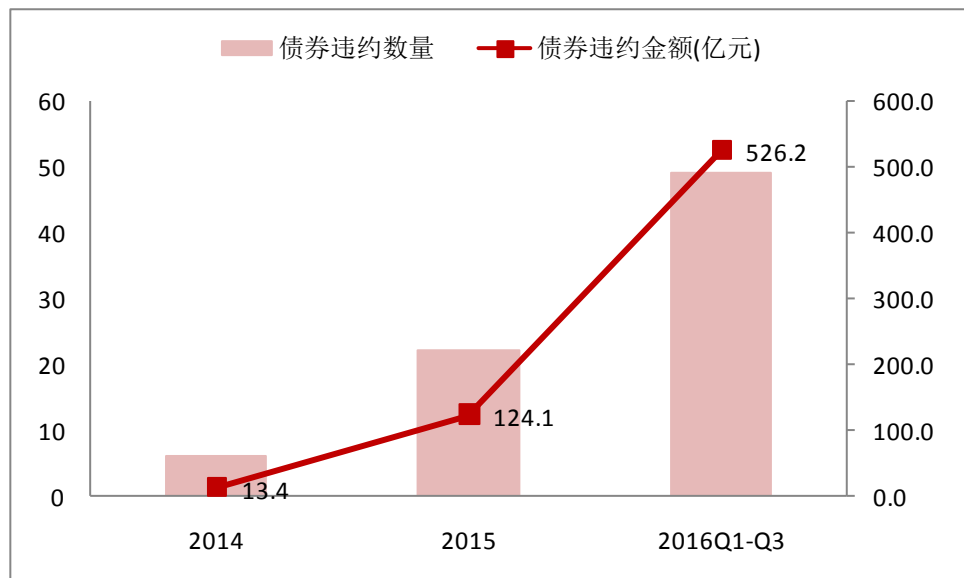
资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 14：五大国有行不良贷款率近年逐步上升



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 15：债券违约数量、金额呈现增长态势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

庞大的经纪客户规模以及长期转型积累为公司转型财富管理带来坚实基础。公司通过积极推动互联网金融业务发展和大幅度降佣策略实现了经纪业务份额的快速增长，目前已经连续几年保持了经纪业务份额的龙头地位。此外公司为推动财富管理转型业务积极布局。公司通过积极建设 CRM 系统与收购 Assetmark 大力推进财富管理转型，有望取得突破。公司拥有较强的技术基因。公司从 2007 年开始一直致力于构建 CRM 系统。该系统是公司财富管理转型的核心支撑之一，实质是公司发展全产业链的基础数据库。公司通过整理碎片化的客户资料，进而整理归纳出不同客户的交易偏好、风险偏好和潜在需求，为客户提供精确的客户诊断和投资建议，实现“以客户为中心”提供一站式综合金融服务。另外，华泰还通过对海量数据的实时分析和后台分析，挖掘客户的交易行为、交易心理、交易数据等，实现精准营销、差异化风控，提升客户体验和粘性。公司未来仍将按照丰富产品、完善服务体系逐步推进财富管理转型。另一方面，公司 2016 年 10 月末通过支付交易对价 7.68 亿美元完成了 Assetmark 的收购。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 的投资管理能力、投资组合专长及先进理念将有助于推进公司的财富管理转型。

6.投资机会与风险识别

投资机会：对证券行业来讲，券商整体的估值较低，具有一定的防御性。券商股一般会跟随大盘，而目前大盘的趋势性机会并不明显，所以目前需要谨慎把握阶段性机会。从近期来看，券商一季度业绩同比大幅增长的确定性较好，有利于降低行业整体的 PE（TTM），为股价提供良好支撑。从长期来讲，券商仍然将受益于资本市场规模的扩张，在较长时间内的成长性较为确定。近几年来，公司的经纪业务和并购重组业务一直处于领先地位，经纪业务和并购重组业务积累庞大的个人客户与机构客户，这是公司发展多种业务的重要基础。公司依靠这种客户基础大力发展了资管业务、信用业务及大投行业务，并取得了积极效果。公司近年来坚定贯彻互联网战略及全业务链战略，经纪业务、

投行业务、资管业务等主要业务均取得了显著的发展，公司的业绩也呈现出较为强劲的发展。公司业绩发展的强劲也使公司的行业地位稳步提升，以 2016 年前三季度业绩为例，公司已经进入行业第一梯队。公司长期践行互联网战略和全业务链战略，并取得了初步成功。公司通过互联网金融建立的优势获得了较好的产品竞争力（APP 累计下载量和日均活跃量位于行业第一）和庞大的客户群（经纪业务市场份额第一），未来有望通过提供多种增值服务来实现收入的提高。公司通过积极建立以 CRM 等为核心的集中化后台和跨部门的利益分配机制积极践行全业务链战略，目前公司多个业务线条已经开始嫁接公司的全业务链资源。公司全业务链构建带来的业务优势和客户共享优势将持续推动公司业务的发展。此外，公司在财富管理转型也走在行业前列，Assetmark 收购的完成使得公司财富管理转型更进一步。总体来看，公司是一家发展路径清晰，竞争优势明显，前景可期的公司。

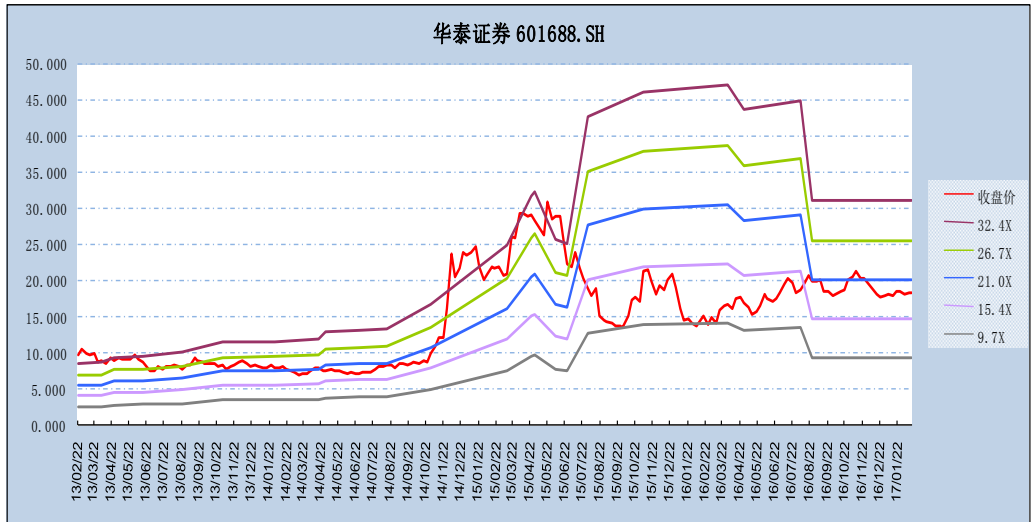
投资风险：证券行业属于高贝塔行业，需要紧密关注市场系统风险。此外，公司收购的 Assetmark 耗资 7.68 亿美元，目前业务管理及整合的效果还没有显现，未来需要进一步观察此次收购给公司带来的实质影响。另一方面，公司“涨乐财富通”的月度活跃量增长遭遇瓶颈，2015 年日均活跃量为 180.12 万，2016 年上半年为 183.18 万，几乎持平。另外，公司经纪业务份额最大，且客户数量规模庞大，但融资融券市场份额却没有入经纪业务一般强势，其经纪客户资产规模或许相较于行业水平稍低，这对公司包括资管业务、两融业务等业务的进一步发展形成制约。

7. 投资策略

7.1 公司估值合理，具备投资价值

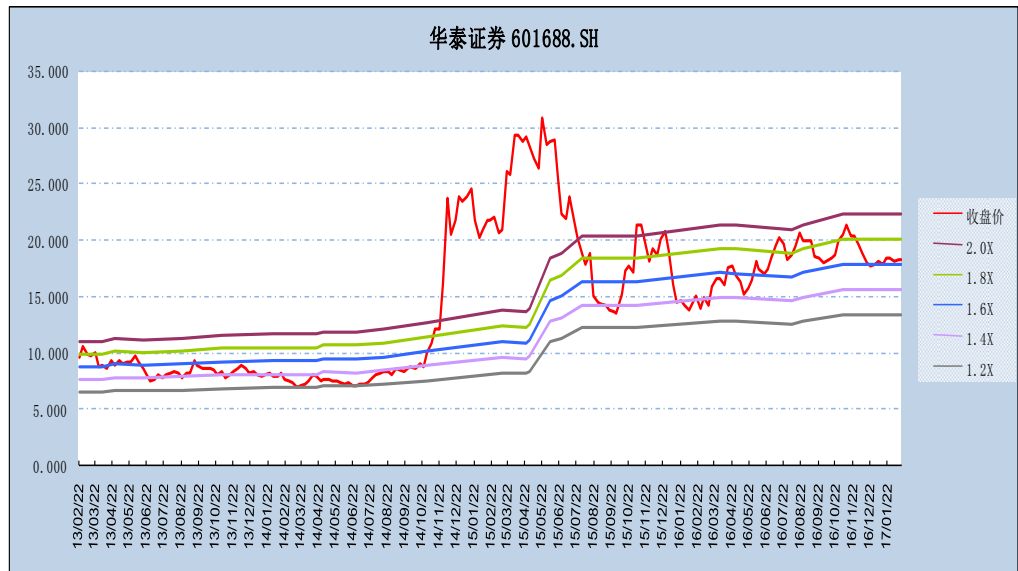
公司的 PE (ttm) 一般在 10 倍到 50 倍之间波动，运行区间主要位于 16-26 倍之间，在近几年的股价高点均达到过 50 倍 PE，公司目前的 PE 为 19 倍左右，从公司 PE 的历史轨道来看，目前的估值仍然处于偏低区间。公司近 5 年的 PB 在 1.2-2.0 之间波动，大多数时候运行区间位于 1.4-1.8 倍，目前公司的 PB 仅为 1.6 倍左右，从公司股价的运行来看，处于运行区间的中轨，从 PB 的角度来看，公司的估值处于合理位置。基于此，我们认为公司的估值较为合理，具有一定的投资价值。

图 16：从 PE 角度看，公司估值处于历史较低位置



数据来源：WIND，东莞证券研究所

图 17：从 PB 角度看，公司估值处于合理区间



数据来源：WIND，东莞证券研究所

7.2 投资策略

从相对收益的角度来看，未来一段时间内券商股相对于大盘会有一些的相对收益。对行业给予“谨慎推荐”评级。公司近年来以经纪业务、并购重组业务为代表的主要业务发展强势，公司的业绩也呈现出较快的增长势头，公司目前业绩排名已经迈进第一梯队。此外，公司长期践行互联网战略和全业务链战略为公司的长期发展提供发展动力。公司在布局财富管理的转型也走在行业前列，收购 Assetmark 完成，后续的发展值得期待。

7.3 盈利预测

表 1：公司细分业务收入预测

业务收入简表：

科目(百万元)	2013	2014	2015	2016E	2017E
手续费及佣金净收入	4825.07	6477.28	14524.82	7611.54	7854.63
其中：代理买卖证券业务净收入	3815.33	4995.73	12641.29	5047.76	4845.85
证券承销业务净收入	577.55	1180.36	1551.11	1826.73	2192.07
受托客户资产管理业务净收入	314.35	196.56	138.21	329.22	388.48
利息净收入	1325.75	2384.81	4081.49	3326.24	3658.86
投资净收益	1546.99	1821.40	7893.31	4935.13	5428.65
公允价值变动净收益	-564.34	1142.32	-716.03	87.24	171.17
汇兑净收益	-7.33	2.74	370.03	-66.84	101.98
其他业务收入	40.40	233.75	108.33	259.64	200.57
营业收入合计	7166.54	12062.30	26261.94	16152.95	17415.86

表 2：公司利润表预测

利润表：

科目(百万元)	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
一、营业收入	7166.54	12062.30	26261.94	16152.95	17415.86
二、营业支出	4250.84	6212.78	11991.87	7880.98	8338.45
营业税金及附加	429.37	660.14	1722.54	646.12	696.63
管理费用	3818.48	5288.20	10121.58	7188.06	7488.82
资产减值损失	-24.08	17.69	73.26	-64.61	8.78
其他业务成本	27.08	246.75	74.48	111.40	144.21
三、营业利润	2915.69	5849.52	14270.07	8271.97	9077.41
加：营业外收入	42.55	85.12	85.86	131.73	100.90
减：营业外支出	21.16	19.83	92.43	21.31	20.82
四、利润总额	2937.09	5914.82	14263.50	8382.39	9157.50
减：所得税	668.36	1375.03	3465.59	1998.65	2197.80
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
五、净利润	2268.73	4539.79	10797.91	6383.74	6959.70
减：少数股东损益	57.02	53.51	101.04	186.91	113.82
归属于母公司所有者的净利润	2211.71	4486.28	10696.87	6196.83	6845.88
加：其他综合收益	144.63	1474.94	1435.07	236.89	1048.96
六、综合收益总额	2413.35	6014.73	12232.97	6433.72	7894.84
减：归属于少数股东的综合收益总额	56.60	53.71	125.88	193.01	129.53
归属于母公司普通股股东综合收益总额	2356.75	5961.01	12107.10	6240.71	7765.32
七、每股收益：					
(一) 基本每股收益(元)	0.39	0.80	1.65	0.87	0.96
(二) 稀释每股收益(元)	0.39	0.80	1.65	0.87	0.96

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国综合性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn