

谨慎推荐（维持）
华泰证券（601688）深度报告

风险评级：中风险

业务强势铸就行业地位，清晰战略引领发展趋势

2018年05月11日

投资要点：
彭著华

SAC 执业证书编号：

S0340517080001

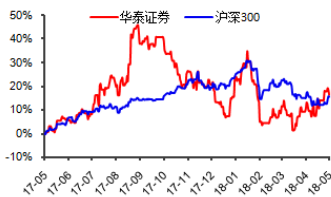
电话：0769-22110925

邮箱：

pengzhuhua@dgzq.com.cn

主要数据 2018年05月10日

收盘价(元)	19.15
总市值(亿元)	1,371.67
总股本(亿股)	7,162.77
流通股本(亿股)	5,443.72
ROE(TTM)	11.08%
12月最高价(元)	23.43
12月最低价(元)	15.81

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2017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 and 市场份额长期保持领先。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。
- **金融科技+全业务链+客户驱动战略决胜未来。**公司目前在互联网金融取得一定成就，APP的下载量和月活持续领先行业。公司从资金、人力、机制持续加大金融科技的投入，并取得良好效果。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快速发展。公司重新架构了零售及财富管理 and 机构客户服务两大业务体系，形成了客户驱动的组织架构和运作机制，有利于竞争力的提升。
- **迈入第一梯队，彰显业务竞争优势及行业地位。**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、2017年的业绩来看，公司主要指标营业收入与净利润排名均进入行业前5名，稳居行业第一梯队。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。
- **公司估值处于较低位置。**公司目前PE为14倍左右，PB为1.5倍左右，从历史的估值水平来看属于中低区间，具有一定的投资价值。
- **市场有一定预期空间。**在资本市场双向开放的背景下，公司作为海外布局较为领先的公司有望更多地分享大背景下带来的机会。此外，CDR的推出也使得公司有望赢得新的业务机会。

主要财务指标预测表

单位(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E
营业收入(百万)	16,917	21,109	20,842	22,662
YOY (%)	-35.58%	24.78%	-1.26%	8.73%
归母公司净利润(百万)	6,271	9,277	8,551	9,588
YOY (%)	-41.38%	47.94%	-7.83%	12.14%
ROE (%)	7.61%	10.80%	9.11%	9.43%
每股收益(元)	0.88	1.30	1.19	1.34

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	8
2.4 信用业务发展平稳.....	8
2.5 迈进行业第一梯队.....	9
3.金融科技+业务链体系+客户驱动建设决胜未来.....	9
4.财富管理转型领先，有望分享发展红利.....	11
5.有望分享更多 CDR 业务机会	12
6.投资策略	13
6.1 公司估值合理，具备投资价值	13
6.2 投资策略	14
6.3 盈利预测	15

插图目录

图 1：公司股权结构情况（以 2017 年年报数据为准）	3
图 2：公司业务结构情况	4
图 3：公司佣金率下滑势头渐稳	5
图 4：公司经纪业务市场份额提升	5
图 5：公司经纪业务人员规模保持平稳	5
图 6：公司并购重组业务长期以来保持领先地位.....	6
图 7：公司股权承销规模 and 市场份额稳步提升.....	7
图 8：公司债券承销规模 and 市场份额逐渐提升.....	7
图 9：公司投行人员规模情况	7
图 10：公司资管业务规模及市场份额稳步提升	8
图 11：公司两融业务规模及市场份额情况.....	9
图 12：公司股票质押业务规模情况	9
图 13：公司营业收入排名、净利润排名稳步提升.....	9
图 14：公司两融业务规模及市场份额情况.....	10
图 15：公司股票质押业务规模情况	10
图 16：公司营业收入排名、净利润排名稳步提升.....	10
图 17：从 PE 角度看，公司估值处于合理区间	13
图 18：从 PB 角度看，公司估值处于历史较低位置.....	13

表格目录

表 1：公司细分业务收入预测	15
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 240 家以上营业部，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 2018 年 3 月 31 日，公司总资产 3997.62 亿元，净资产为 901.84 亿元。2017 年营业收入为 211.09 亿元，归属上市公司股东净利润为 92.77 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，公司总资产、净资产、营收、净利润排名分别为 5、4、5、4。2017 年公司的营业收入、净利润分别排名行业第 5、第 3。

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 33% 以上的股权。

图 1：公司股权结构情况（以 2017 年年报数据为准）

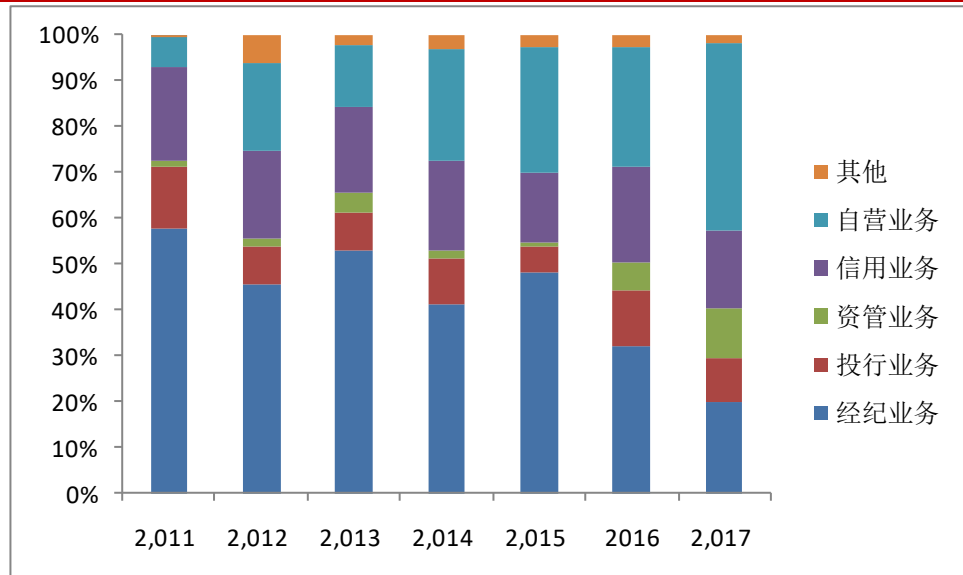


数据来源：公司公告，东莞证券研究所

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 2017 年的 20% 左右，自营业务占比、资管业务占比都得到了明显提升；信用业务和投行业务在业务结构中业占据了重要的地位。公司整体的业务结构较为均衡。

图 2：公司业务结构情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

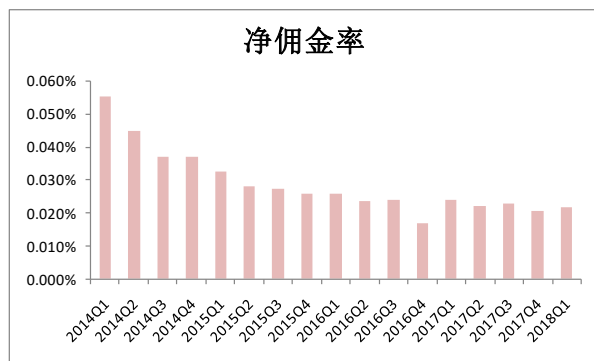
2.主要业务发展强劲，行业地位稳步上升

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 2017 年底，公司营业部数量达到 242 家，分公司 29 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，目前已经形覆盖面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 2017 年，公司“涨乐财富通”累计下载量达到 3742.45 万台。公司近 3 年的平均月活数分别为 296.54 万，532.43 万，583.96 万，公司的月活数长期位于证券公司类 APP 第一名。通过积极推动上述举措，

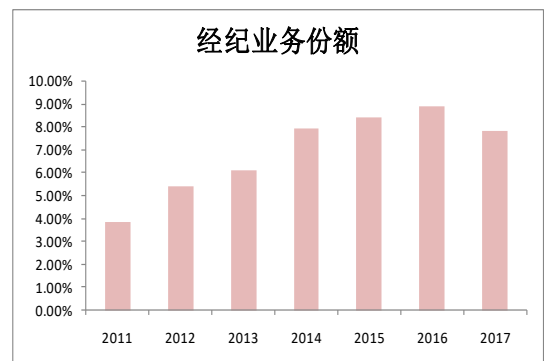
公司的经纪业务份额也逐步上升，公司股基交易份额由 2013 年的 3.88% 提升至 2016 年的 8.85%，公司经纪业务市场份额在 2014 年至 2016 年均保持了行业龙头的地位，2017 年经纪业务市场份额达到 7.83%，仍旧保持行业龙头地位。此外，公司在经纪业务规模逐步上升的同时，经纪业务人员规模并没有上升，公司的经纪业务人员近几年在 4600-4900 人之间波动，所带来的管理费用也没有明显上升，这主要源于公司互联网金融的积极推进和后台业务集中管理的推进。

图 3：公司佣金率下滑势头渐稳



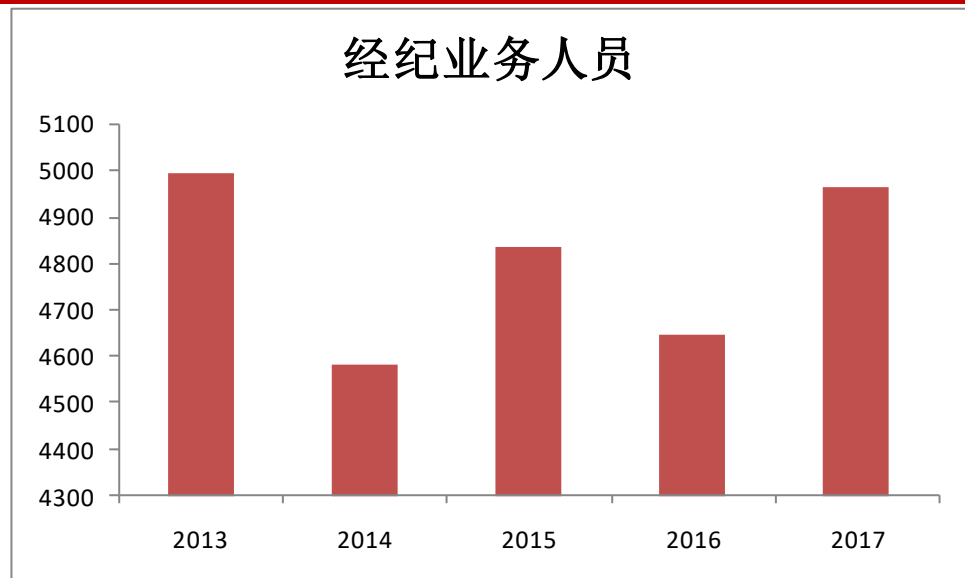
数据来源：WIND，东莞证券研究所

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

图 5：公司经纪业务人员规模保持平稳



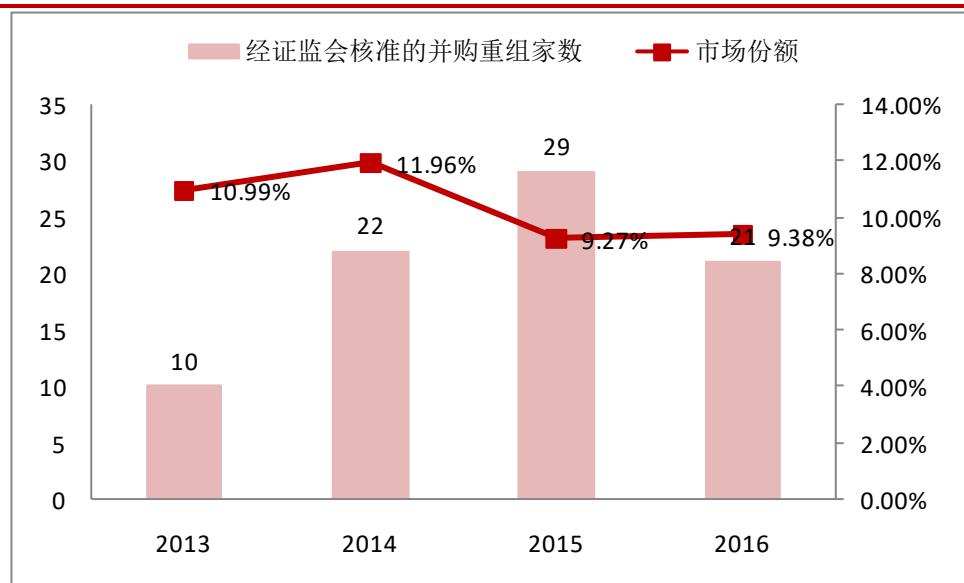
数据来源：公司官网，东莞证券研究所

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 年底华泰证券和华泰联合证券大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。公司所主导的蓝色光标、掌趣科技、分众传媒回归、美年大健康合并慈铭体检并借壳上市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。2017 年，公司主导完成 360 重组上市项目，这使得公司在并购重组业务领域的品牌和影响力进一步巩固和提升。

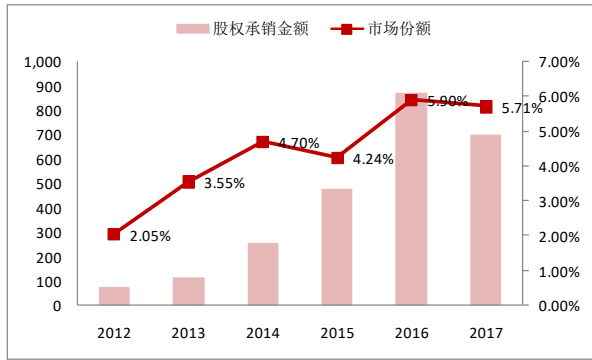
图 6：公司并购重组业务长期以来保持领先地位



数据来源：公司官网，东莞证券研究所

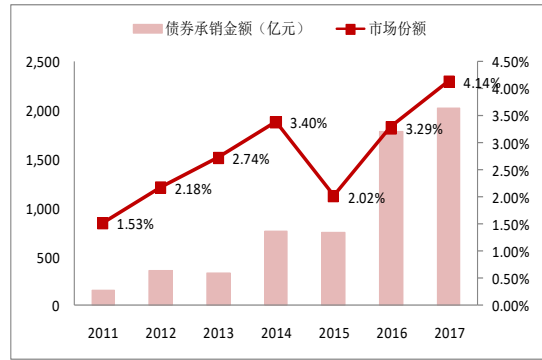
依靠并购重组竞争优势积极打造大投行产业链。公司在几年前就注重打通投行产业链，提升对客户从股、债、并购到资本介入一揽子的服务能力。公司依靠并购业务的客户群及较高的客户黏性积极推动再融资、IPO、债券承销、并购基金等为代表的投融资业务的发展，积极为客户打造全生命周期一揽子的规划和服务。为配合公司全产业链体系的打造，公司积极推进“专业化分工+体系化协同”大投行平台作战模式，并强化了公司“客户经理+产品专家+行业专家”的人力资源目标导向。并购业务积累的客户基础、适应的人力资源打造、大投行平台作战模式的建立三大因素推动公司大投行业务的发展。公司近几年在股权承销业务和债券承销业务的规模 and 市场份额均有持续增长的良好表现。公司近几年投行人员规模变化较小，仅从 2012 年的 411 人增长至 2017 年的 530 人，增长 29% 左右，但是公司股权和债券承销的市场份额增长 2 倍以上，这也意味着公司在激励机制搭建和业务架构搭建方面取得了较好的成果，未来公司的投行业务市场份额仍然有望进一步增长。

图 7：公司股权承销规模和市场份额稳步提升



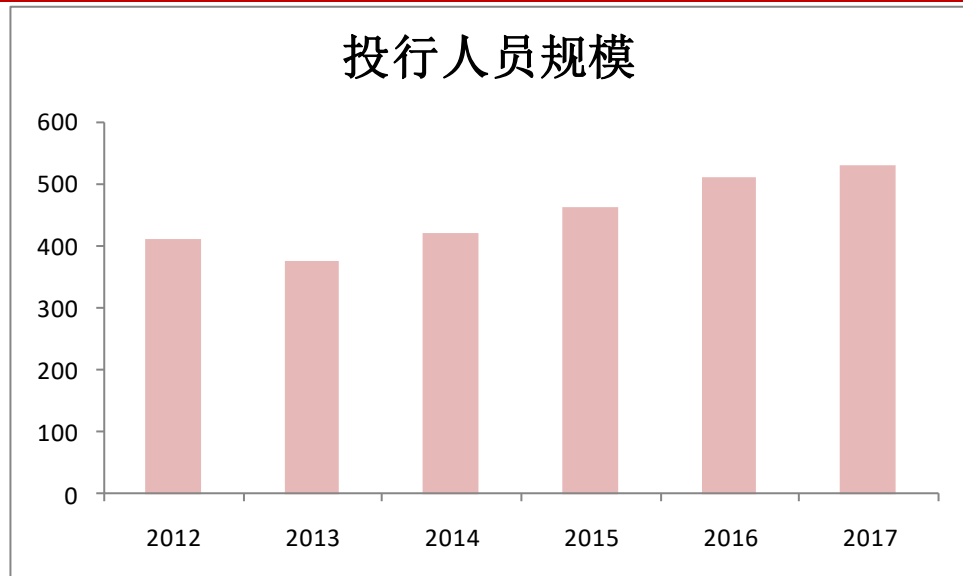
数据来源：WIND，东莞证券研究所

图 8：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

图 9：公司投行人员规模情况



数据来源：公司官网，东莞证券研究所

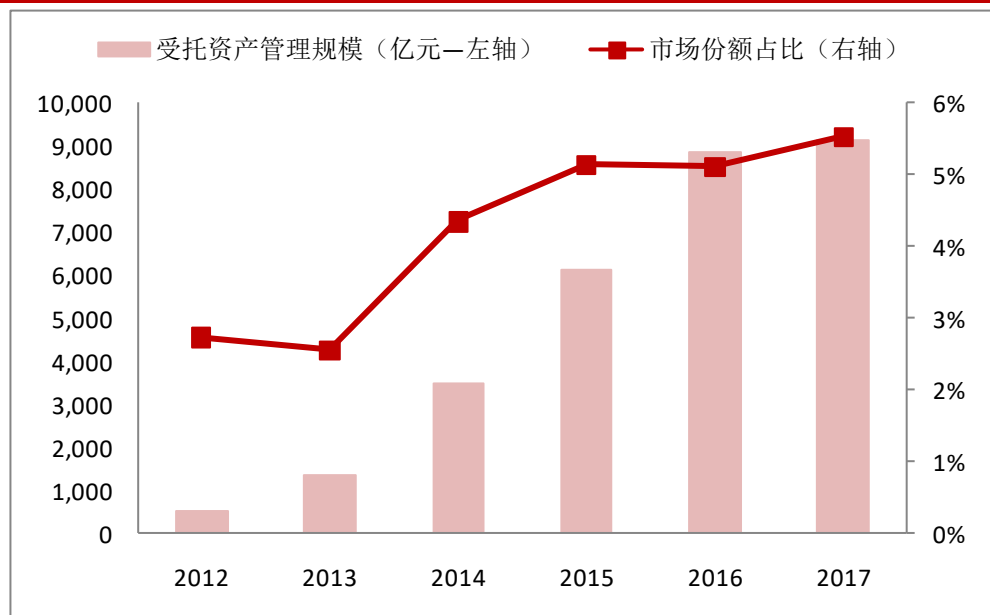
公司积极推动调整组织架构，力促专业化能力提升。公司的子公司华泰联合证券 2017 年在原综合管理部基础上成立了“战略运营部”，力求按照一流投行的标准，建立体系完备、协作高效的组织架构，建立符合业务发展需求的统一支持服务体系，进一步提升公司的整体运营管理能力，并通过一系列的机制和平台，推动公司业务开拓从结果管理到过程管理的转变，强化整体战略共识和战术执行，提高对客户的服务能力和专业服务水平。

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 2017 年末，紫金投资注册资本为 60 亿元，总资产 89.55 亿元，净资产为 63.45 亿元，公司共设立 17 支基金，包括股权基金、并购基金、产业基金等。2015 年紫金投资直投资基金管理规模达到 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 常态化核发，公司所投项目有望逐步释放业绩，实现业务收入的快速增长。2017 年华泰紫金投资实现净利润 7.34 亿元，同比增长 91.15%。

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 下载量超过三千万，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，公司资管规模和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 2017 年年末的 9125.31 亿元，市场份额由 2012 年的 2.73% 增长至 2017 年的 5.53%。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继续推动公司资管业务的持续高速发展。

图 10：公司资管业务规模及市场份额稳步提升



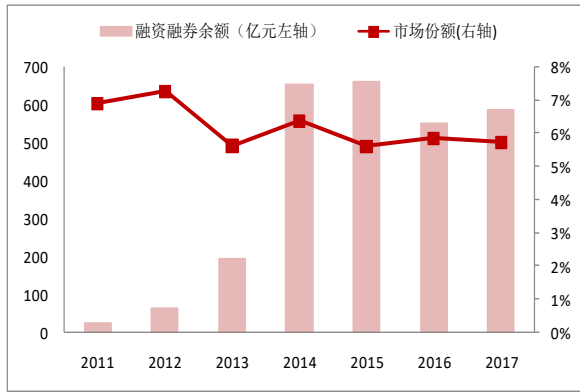
数据来源：WIND，东莞证券研究所

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 2017 年年末的 588.13 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同步增长。2013

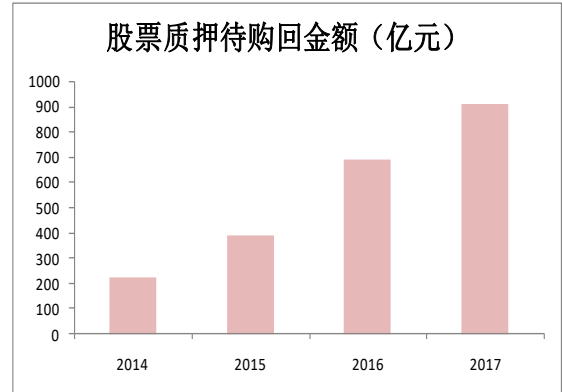
年，公司获得股票质押业务资格，公司的股票质押业务也随着行业整体质押业务的快速发展实现了快速增长。公司股票质押业务规模从 2014 年的 227.08 亿增长至 2017 年末的 908.75 亿元。

图 11：公司两融业务规模及市场份额情况



数据来源：公司公告，WIND，东莞证券研究所

图 12：公司股票质押业务规模情况

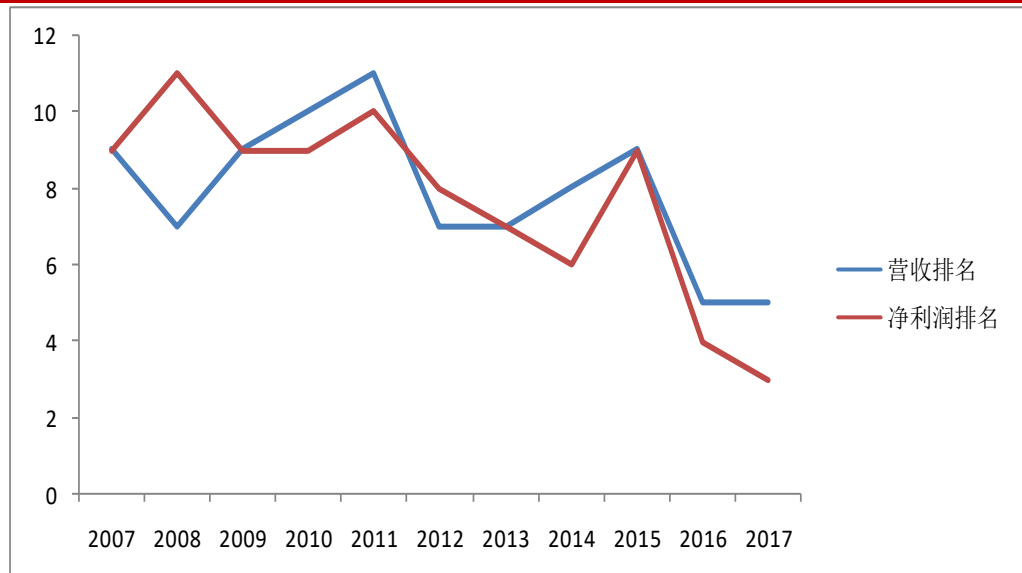


数据来源：公司公告，WIND，东莞证券研究所

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。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。2017 年，公司营业收入和净利润在业内排名均处于前 5 名，分别为第 5 名和第 3 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 13：公司营业收入排名、净利润排名稳步提升



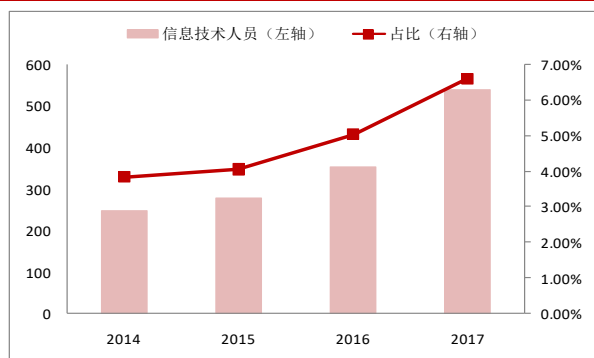
数据来源：中国证券业协会，WIND，东莞证券研究所

3.金融科技+业务链体系+客户驱动建设决胜未来

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，公司目前持

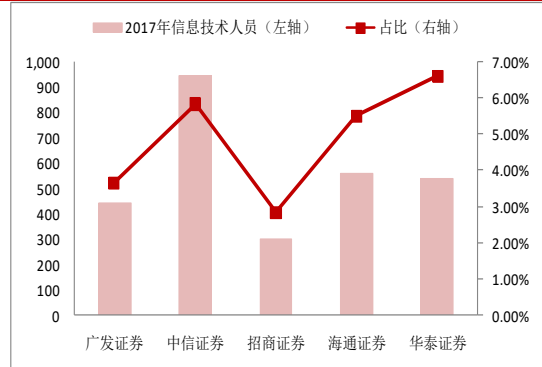
续加大对金融科技的投入，保持处于领先地位。公司的互联网发展路径为先利用互联网的营销方式，通过最低的佣金率+优秀线上平台（自建）推广的方式来打开突破口，再与网易、和讯网强强联合、平台引流，最后通过 CRM 系统和大数据技术深度挖掘客户价值，提高客户粘性。公司的互联网金融平台“涨乐财富通”取得较大的成功，已经初步建立了公司在互联网金融的领先优势。2014 年，在新浪联合易观智库开展的《2014 手机证券报告》测评中，涨乐财富通从 20 家参评券商手机 APP 中脱颖而出夺得第一。通过持续的更新和升级，公司涨乐财富通的用户体验始终在业内处于领先地位。在积极的推广下，公司的客户端在客户方面反响强烈，公司的 APP 下载量和日均活跃量长期位于券商 APP 第一，截止 2017 年，“涨乐财富通”累计下载量达到 3742.45 万，2017 年日均活跃数达到 583.96 万，公司的月度活跃用户数连续三年位居券商 App 榜首。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。公司目前的董事长周易毕业于计算机通信专业，且在江苏移动通信、江苏贝尔等公司有丰富的技术工作经历，公司多年来也持续饱和投入信息技术，致力于打造基于自主研发的金融科技核心竞争力。公司近年来在信息技术方面的人员投入持续增加，公司整体的信息技术人员规模由 2014 年的 247 人增长至 2017 年的 538 人，公司信息技术人员的占比由 3.85% 增长至 6.61%，这一比例高于其他几家大型综合券商。公司为持续贯彻科技金融战略，在研发投入力度上逐步增加，公司的研发投入从 2014 年的 1.26 亿元迅速增长到 2017 年的 4.13 亿元，在营收的占比也由 2014 年的 1.04% 提升至 1.96%。公司在近年的发展过程中，信息技术才能够后台支撑走向业务发展、客户服务驱动引擎，公司具备较为良好的科技基因。2017 年公司正式组建了“数字化创新实验室”，通过健全的创新激励机制和充足的资金投入激发和培养全员创新氛围，带动产品和技术双重创新动力的释放，促进华泰证券在业内更快、更高效地落地创新产品和服务，抢占市场先机。公司对技术创新及前沿科技的提前布局有利于公司科技金融战略的长期持续发展。公司本身具有技术基因，且在科技方面持续加大投入，并逐步打造创新机制，我们看好公司在科技金融领域保持持续的领先优势。

图 14：公司两融业务规模及市场份额情况



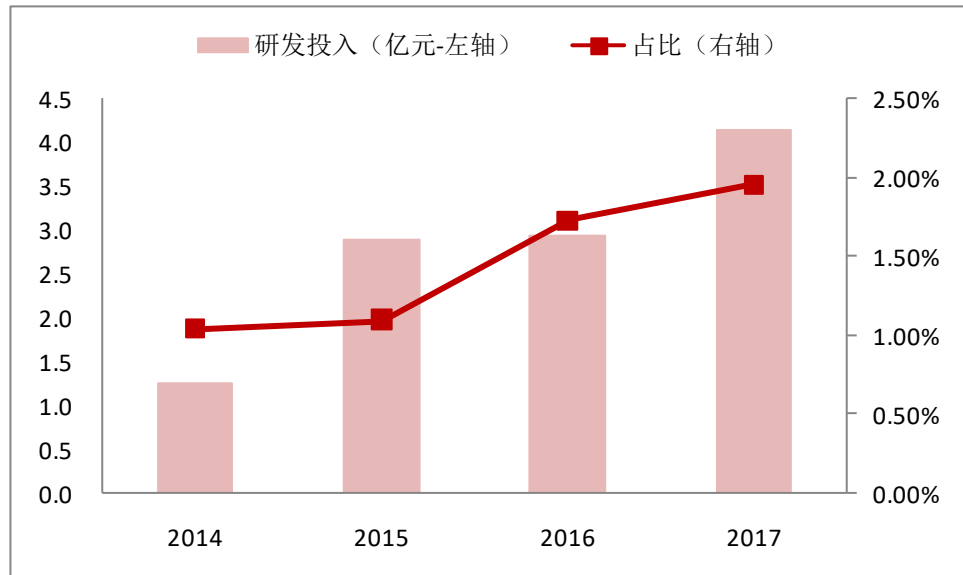
数据来源：公司公告，WIND，东莞证券研究所

图 15：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

图 16：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

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。

最后，公司重新架构了零售及财富管理和机构客户服务两大业务体系，形成了客户驱动的组织架构和运作机制。在零售及财富管理业务方面，公司在 2017 年对组织架构进行调整，进一步确立以客户为中心的理念和与之对应的组织架构，并已在多个领域取得一定突破，试点也收到成效，积累了经验为转型奠定较好基础。目前，公司已经形成了以客户为中心的组织架构，并使得客户获取和客户服务协调。公司也重新架构了机构客户服务体系，形成了客户驱动的组织架构和运行机制。公司以机构销售为纽带，整合投资交易、研究、PB 等各领域业务资源，建立一体化、集团化的机构客户服务体系。

4.财富管理转型领先，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，资管新规正式出台，理财需求有望持续爆发，有利于券商进行财富管理转型。首先，随着我国经济的不断发展和人民收入的不断提升，我国个人的财富规模不断提升。根据波士顿咨询的数据，我国个人财富规模在过去十年实现了约 20% 的年化增长，预计未来 5 年增速将趋于稳健，到 2021 年将达到 220 万亿元。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实体经济回报率降低，目前 M2 仍然处于高位，房地产调控严格，金融资产尤其是全球资产配置成为重点，这也给财富管理行业带来了较好的发展机遇。最后，资管新规正式发布，将要打破刚兑，同时实现净值管理，这也使给整个资管行业带来了机会。

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，这为公司积极转型财富管理奠定了较为广泛的客户基础。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。另外，公司通过优化投顾综合服务平台和持续提升投资顾问专业服务水平，积极打造公司财富管理专业能力。

收购 Assetmark，打造更好技术平台，助推财富管理转型。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。AssetMark 主要通过帮助投资顾问提供服务，主要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等服务，帮助投资顾问提升工作效率，使其可以专注于建立财务顾问服务及关系。这将有助于公司由积极转型财富管理。其次，Assetmark 可以帮助公司更好地提升海外资产配置能力，有助于公司更为有力地推进财富管理转型。

5.有望分享更多 CDR 业务机会

为增强金融服务实体经济能力，扩大资本市场对外开放，证监会日前发布了《存托凭证发行与交易管理办法》。CDR 主要给券商带来三块主要收入：承销保荐收入、托管费用、交易费用。目前试点企业主要是在境外上市的大型红筹企业，且市值不低于 2000 亿元，符合标准的海外企业市值接近 8 万亿元，涵盖腾讯控股、阿里巴巴、百度、京东等知名互联网企业。其中 CDR 带来的最大增量收入是承销与保荐费收入，如果按照 5% 左右的融资量和 3% 左右的费率，其收入可达到 120 亿元。况且在试点企业过渡期结束

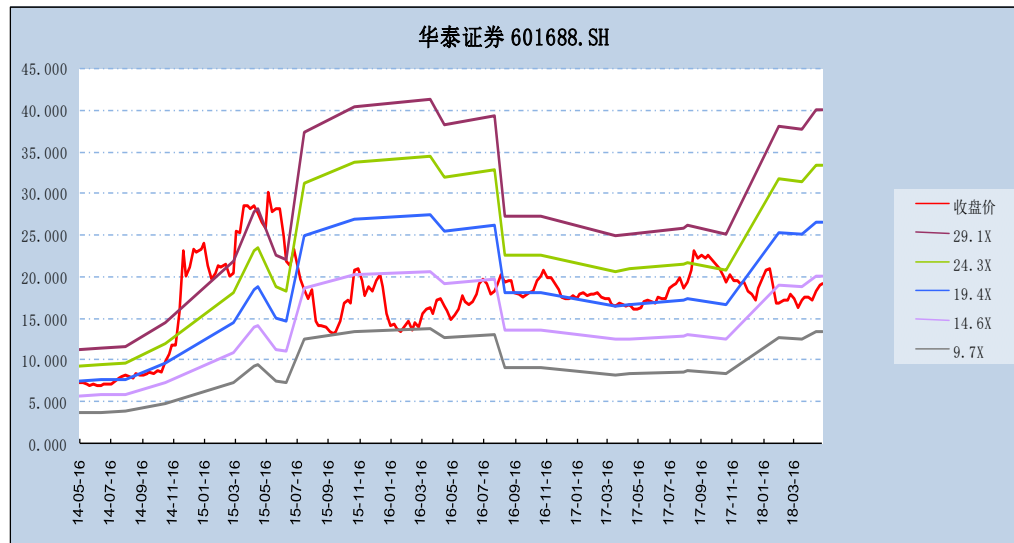
后，其他海外独角兽企业也可跟随开展 CDR，给券商带来长期的业务机会。华泰联合证券在中概股回归方面具备较为丰富的项目经历，而且公司在投行业务的整体实力较强，有望更多地分享 CDR 带来的业务机会。公司目前已经完成了分众传媒回归 A 股市场、360 回归 A 股市场等经典项目，此方面的项目经验使得公司在竞争 CDR 的承销保荐业务具备有一定的优势。我们看好公司更多地分享到 CDR 带来的业务红利。

6. 投资策略

6.1 公司估值合理，具备投资价值

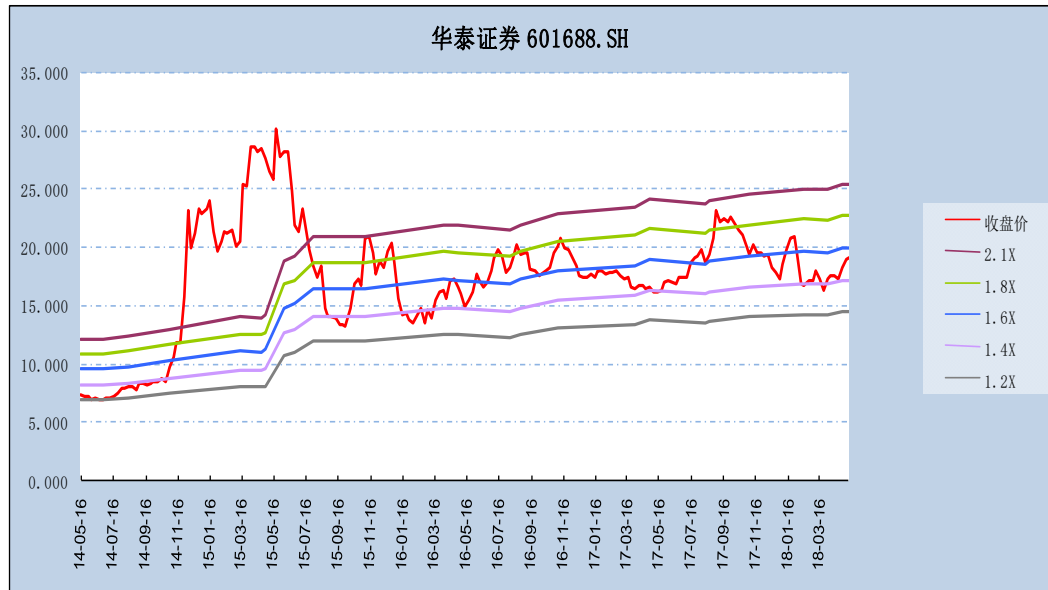
公司的 PE (ttm) 一般在 10 倍到 40 倍之间波动，运行区间主要位于 15-25 倍之间，在近几年的股价高点均达到过 50 倍 PE，公司目前的 PE (TTM) 为 14 倍左右，从公司 PE 的历史轨道来看，目前的估值仍然处于偏低区间，即使扣除公司去年的非经常损益，公司的 PE 仅为 17 倍左右，处于历史的中低区间。公司近 5 年的 PB 在 1.2-2.0 之间波动，大多数时候运行区间位于 1.4-1.8 倍，目前公司的 PB 仅为 1.5 倍左右，从公司股价的运行来看，处于运行区间的中低区间，从 PB 的角度来看，公司的估值处于较低位置。基于此，我们认为公司具有一定的投资价值。

图 17：从 PE 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

图 18：从 PB 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

6.2 投资策略

证券行业整体的业绩今年不容乐观，且市场整体难以走出明显的趋势性行情，所以证券指数也难以出现整体性行情，但是目前行业的估值已经达到历史底部区间，下跌空间较为有限，我们对行业给予“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，公司目前业绩已经稳居行业第一梯队。此外，公司长期践行金融科技战略、全业务链战略、客户驱动战略，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。2017 年，Assetmark 平台管理的总资产规模达到 424 亿美元，同比增长 31%，服务终端账户达到 196000 个，同比增长 21%；超过 900 名投资顾问与 Assetmark 签订合作协议，创历史新高，在资本市场双向开放的背景下，公司作为海外布局较为领先公司有望更多地分享大背景下带来的机会。此外，CDR 的推出也使得公司有望赢得新的业务机会。公司今年一季度实现营业收入 42.9 亿元，同比增长 13.35%，实现净利润 19.03 亿元，同比增长 43.07%，业绩明显超预期。

6.3 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)	2015	2016	2017	2018E	2019E
手续费及佣金净收入	14524.82	8848.25	8682.16	9198.36	9750.98
其中：代理买卖证券业务净收入	12641.29	5428.78	4210.03	4294.23	4508.94
证券承销业务净收入	1551.11	2097.05	2038.51	2201.59	2311.67
受托客户资产管理业务净收入	138.21	1040.34	2305.84	2536.42	2739.33
利息净收入	4081.49	3484.46	3599.82	3347.84	3850.01
投资净收益	7893.31	4769.81	8909.14	8285.50	9114.05
公允价值变动净收益	-716.03	-339.70	-341.60	-302.76	-328.02
汇兑净收益	370.03	-14.43	-38.04	68.80	5.45
其他业务收入	108.33	168.63	222.44	244.68	269.15
营业收入合计	26261.94	16917.02	21108.53	20842.42	22661.61

表 2：公司利润表预测

利润表：					
科目(百万元)	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
一、营业收入	26261.94	16917.02	21108.53	20842.42	22661.61
二、营业支出	11991.87	8519.07	10260.27	10149.85	10987.25
营业税金及附加	1722.54	450.61	152.41	208.42	226.62
管理费用	10121.58	8012.56	9749.97	9754.25	10560.31
资产减值损失	73.26	-36.75	259.03	98.51	106.93
其他业务成本	74.48	92.65	98.86	88.66	93.39
三、营业利润	14270.07	8397.95	10848.27	10692.57	11674.36
加：营业外收入	85.86	213.44	760.09	3.98	325.84
减：营业外支出	92.43	17.97	23.72	1.21	6.79
四、利润总额	14263.50	8593.43	11584.64	10695.34	11993.41
减：所得税	3465.59	2073.94	2176.79	2032.11	2278.75
五、净利润	10797.91	6519.49	9407.86	8663.23	9714.66
减：少数股东损益	101.04	248.88	131.34	112.62	126.29
归属于母公司所有者的净利润	10696.87	6270.61	9276.52	8550.60	9588.37
六、综合收益总额	12232.97	7584.97	6690.48	8182.38	8915.00
减：归属于少数股东的综合收益总额	125.88	431.06	113.48	245.47	308.43
归属于母公司普通股股东综合收益总额	12107.10	7153.92	6577.00	7936.91	8606.57
七、每股收益：					
(一) 基本每股收益(元)	1.65	0.88	1.30	1.19	1.34
(二) 稀释每股收益(元)	1.65	0.88	1.30	1.19	1.34

数据来源：公司公告，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

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±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±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
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

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