

阿里 35 亿入股，财富管理升级

买入 (维持)

2018 年 08 月 04 日

证券分析师 胡翔

执业证号: S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

研究助理 马祥云

021-60199793

maxy@dwzq.com.cn

事件: 公司完成非公开发行 A 股 10.89 亿股, 发行价格 13.05 元/股, 募资总额 142.08 亿元, 阿里巴巴、苏宁易购、安信证券等 6 名投资者参与认购, 锁定期 12 个月, 发行后公司总股本升至 82.52 亿股。

投资要点

■ **142 亿豪华定增落地补强各线业务, 阿里斥资 35 亿入股 3.25%:** 证券行业严监管环境下, 资本金规模是核心竞争力, 公司募资 142.08 亿元显著提升资本实力 (根据证券业协会排名, 公司 2017 年净资产 626.78 亿元, 位居行业第五), 后续拟扩大资本中介业务、固定收益投资、加码 IT 投入等。本次定增引入阿里巴巴, 考虑互联网巨头在金融科技领域优势显著, 并参考此前腾讯战略入股中金公司, 我们期待未来公司依托金融科技提升对零售财富管理客户的服务效率。此外, 考虑此前证监会发布《证券公司股权管理规定 (征求意见稿)》明确收紧券商股权监管, 我们判断未来互联网巨头将聚焦于通过技术服务切入金融领域, 积极与传统金融机构合作。

■ **财富管理始终是战略主线, 客户资源+金融科技+海外布局形成闭环:** 公司以财富管理为核心的战略布局领先同业: 1) 成功先发互联网证券, 经纪业务市占率大幅领先 (2018Q1 达到 7.7%), 庞大的客户资源成为公司稳固的核心优势 (2017 年末拥有超过 1200 万客户、超过 2.7 万亿客户资产), 并已开始深化客户分层, 未来一旦产品端或服务模式进一步取得突破, 业绩爆发力值得期待; 2) 塑造金融科技核心竞争力, “涨乐财富通” 领衔券商 APP, 月活跃用户数达 604 万人, 大力发展智能投顾等; 3) 海外资管平台 AssetMark 强势扩张, 2017 年末 AUM 增长 31% 至 424 亿美元, 全年与超过 900 名独立投资顾问新签订合作协议 (史上最好成绩)。

■ **以投行为核心的机构业务实力强劲, 股权投资收益驱动业绩逆势增长:** 公司投行业务具备传统优势, 2017 年并购重组交易金额位居行业第一, 后续若能发挥全业务链优势, 带动股权及固定收益类融资业务提升, 未来投行将成为显著增长点, 并通过整合机构销售、交易、研究、PB 等业务建立一体化机构服务体系 (近期获批场外期权一级交易商资格)。此外, 公司今年业绩逆势增长 (一季度增长 43.07%) 主要源于 2017 年末变更江苏银行股权投资会计处理 (持股 5.54%), 按权益法核算后, 标的净利润将按比例计入公司当期投资收益 (2017 年前三季度并未计量此项投资收益)。

■ **盈利预测与投资评级:** 券商格局变迁, 集中度提升与强者更强趋势鲜明, 目前龙头券商加速打造核心竞争优势 (中信场外期权带动业绩增长弹性, 中金收购中投+联手腾讯打造券商财富管理旗舰)。本次增资并引入优质股东后, 我们长期看好公司以财富管理为核心的战略前景, 考虑当前估值处于历史低位 (约 1.09 倍 2018PB), 积极维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 1) 市场成交额持续下滑影响经纪业务; 2) 股市波动冲击自营投资收益; 3) 金融严监管抑制行业创新。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.43
一年最低/最高价	13.78/23.78
市净率(倍)	1.16
流通 A 股市值(百万元)	78,553

基础数据

每股净资产(元)	12.42
资产负债率(%)	77.44
总股本(百万股)	8,252
流通 A 股(百万股)	5,444

相关研究

1、《华泰证券: 2017 年年报点评-聚焦财富管理, AssetMark 强势扩张》2018-03-29

2、《华泰证券: 2017 年中报点评-净利润逆市增长, 收入结构持续改善》2017-08-13

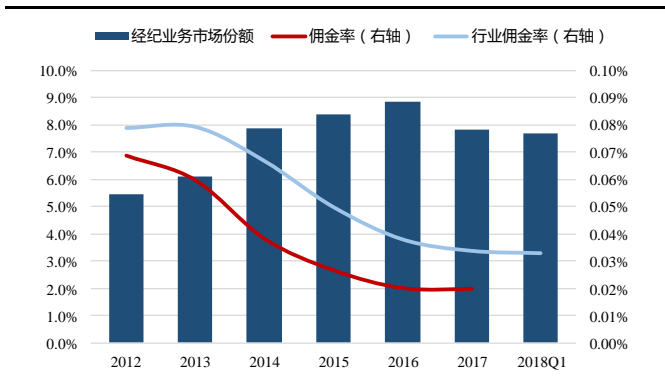
3、《华泰证券: 260 亿定增, 助力公司三大转型》2017-06-12

图 1：华泰证券定增前后十大股东对比

定增前		定增后	
股东名称	持股比例	股东名称	持股比例
香港中央结算（代理人）有限公司	23.95%	香港中央结算（代理人）有限公司	20.79%
江苏省国信资产管理集团有限公司	17.46%	江苏省国信资产管理集团有限公司	15.18%
江苏交通控股有限公司	6.28%	江苏交通控股有限公司	5.44%
中国证券金融股份有限公司	4.88%	中国证券金融股份有限公司	4.24%
江苏高科技投资集团有限公司	4.78%	江苏高科技投资集团有限公司	4.15%
江苏省苏豪控股集团有限公司	2.27%	阿里巴巴（中国）网络技术有限公司	3.25%
江苏汇鸿国际集团股份有限公司	2.12%	苏宁易购集团股份有限公司	3.16%
江苏宏图高科技股份有限公司	1.72%	安信证券-招商银行-安信证券定增宝 1 号集合资产管理计划	3.00%
中央汇金资产管理有限责任公司	1.37%	江苏省苏豪控股集团有限公司	1.97%
金城集团有限公司	1.19%	中国国有企业结构调整基金股份有限公司	1.86%

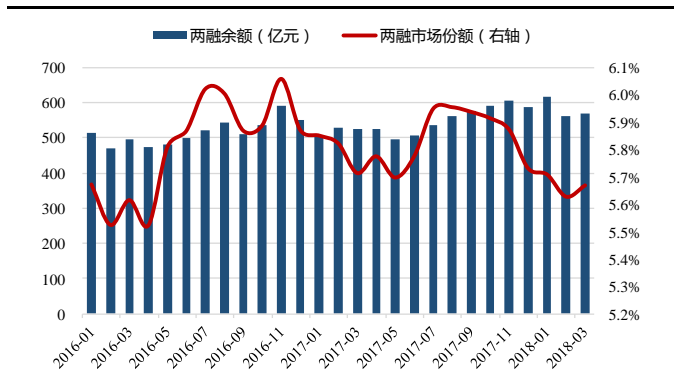
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：2012~2018Q1 公司经纪业务市场份额及佣金率



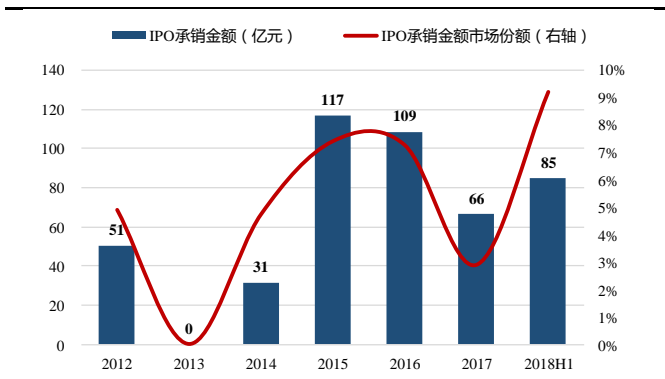
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：2016~2018/03 公司两融余额及市场份额



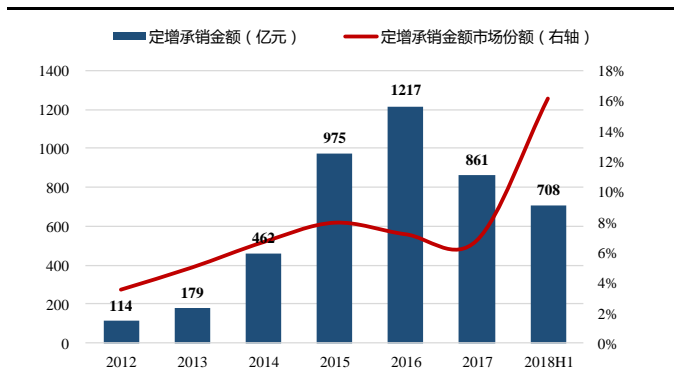
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：2012~2018H1 公司 IPO 承销额及市场份额



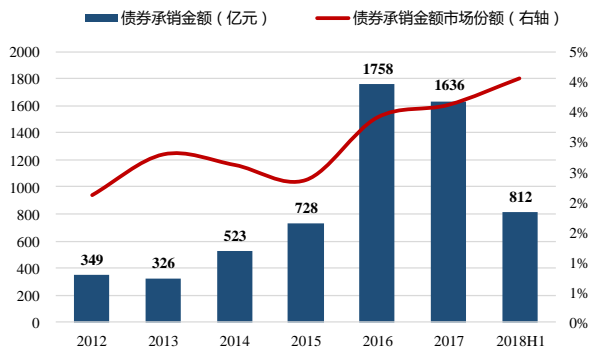
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5：2012~2018H1 公司定增承销额及市场份额



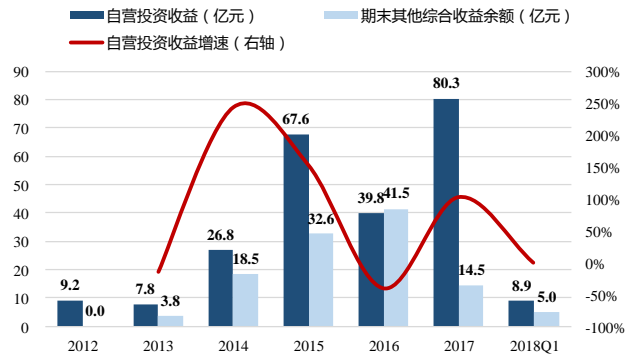
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：2012~2018H1 公司债券承销额及市场份额



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 7：2012~2018Q1 公司自营投资收益及账面浮盈



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 8：华泰证券盈利预测（调整）

单位：百万元	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	26,262	16,917	21,109	21,385	23,211	25,783
手续费及佣金净收入	14,525	8,848	8,682	9,271	9,999	10,762
经纪业务手续费净收入	12,641	5,429	4,210	4,265	4,567	4,655
投行业务手续费净收入	1,551	2,097	2,039	2,413	2,639	3,002
资产管理业务手续费净收入	191	1,040	2,306	2,434	2,595	2,867
利息净收入	4,081	3,484	3,600	3,737	4,318	5,012
投资收益	7,893	4,770	8,909	7,855	8,265	9,308
公允价值变动损益	-716	-340	-342	169	262	320
营业支出	11,992	8,519	10,260	10,251	10,815	11,747
归属于母公司股东净利润	10,697	6,271	9,277	8,635	9,616	10,874
归属于母公司股东净资产	80,785	84,357	87,336	109,003	116,200	124,606
营业收入增速	117.72%	-35.58%	24.78%	1.31%	8.54%	11.08%
归属于母公司股东净利润增速	138.44%	-41.38%	47.94%	-6.92%	11.36%	13.08%
归属于母公司股东净资产增速	95.61%	4.42%	3.53%	24.81%	6.60%	7.23%
ROE	17.52%	7.59%	10.81%	8.80%	8.54%	9.03%
EPS	1.30	0.76	1.12	1.05	1.17	1.32
BVPS	9.79	10.22	10.58	13.21	14.08	15.10
P/E (A)	11.13	18.99	12.84	13.79	12.38	10.95
P/B (A)	1.47	1.41	1.36	1.09	1.02	0.96
P/E (H)	7.25	12.37	8.36	8.98	8.06	7.13
P/B (H)	0.96	0.92	0.89	0.71	0.67	0.62

数据来源：Wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来6个月内,行业指数相对强于大盘5%以上;

中性:预期未来6个月内,行业指数相对大盘-5%与5%;

减持:预期未来6个月内,行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码:215021

传真:(0512)62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

