

## 资本增厚 + 国际布局，财富管理新龙头

——华泰证券（601688）深度报告

买入（维持）

日期：2018年10月19日

	2016年	2017年	2018E	2019E
营业收入(亿元)	169.17	211.09	218.48	233.32
增长比率(%)	-35.58	24.78	3.50	6.79
归母净利润(亿元)	62.71	92.77	96.52	102.84
增长比率(%)	-41.38	47.94	4.05	6.55
每股净资产(元)	10.22	10.58	13.06	13.98
市净率(倍)	1.36	1.32	1.07	1.00

### 公司概况：

华泰证券是深耕于江苏省的老牌大型券商，整体规模稳居行业前五，各项业务均有不俗实力，其中又以经纪和投行两项业务表现最为突出，形成了差异化竞争优势。近年来，公司在稳健发展的基础上，率先推进财富管理转型以及国际化布局，业务模式持续优化之下，取得了领跑行业的业绩增速。

### 投资要点：

- **互联网战投助力，线上引流发展可期：**2018年8月公司完成142亿定增，其中阿里巴巴和苏宁易购分别认购35亿元和34亿元，两家电商巨头将与公司形成战略合作关系。预计公司线上客户引流能力将获得明显提升，业务转型战略将加速推进。
- **财富管理转型塑造差异性，境外布局协同发展：**公司处于经纪业务中的龙头地位，保持股基交易市占率第一的同时重点推进财富管理转型，进一步打造差异化的业务模块。控股子公司AssetMark在美国市场保持快速发展，其投顾服务领域的技术和经验，将持续对公司转型发展形成重要的协同效应。
- **投行业务优势依旧，新经济驱动发展可期：**行业对外开放大格局下，监管层扶优限劣思路明确，公司作为大型券商受益监管资源倾斜。在扶持新经济的背景下，公司股权承销和并购重组业务有望进一步扩张规模。
- **率先登陆伦交所，A+H+G券商开启欧洲布局：**公司将成为“沪伦通”落地后第一家在伦交所发行GDR的A股上市公司。作为首家A+H+G券商，除了进一步打通境外融资渠道，公司还将借此开启欧洲业务布局，形成香港、北美、欧洲三地跨境联动，打开新的想象空间。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司2018-2020年的营业收入分别是218亿元、233亿元和245亿元，同比增长分别是3.50%、6.72%和5.13%；归母净利润分别为97亿元、103亿元和110亿元，同比增速为4.05%、6.55%和6.70%。当前股价（13.92元）对应的P/B分别为1.07、1.00和0.93倍，维持“买入”评级。
- **风险因素：**二级市场持续下行；行业资产质量整体下滑；财富管理转型不及预期

### 基础数据

行业	非银金融
公司网址	www.htsc.com
大股东/持股	香港中央结算（代理人）有限公司/23.94%
实际控制人	江苏省人民政府国有资产监督管理委员会
总股本（百万股）	8,251.50
流通A股（百万股）	5,443.72
收盘价（元）	13.92
总市值（亿元）	1,111.98
流通A股市值（亿元）	757.77

### 个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所  
数据截止日期：2018年10月18日

### 相关研究

万联证券研究所 20180831\_公司点评报告  
\_AAA\_华泰证券（601688）点评报告

### 分析师：缴文超

执业证书编号：S0270518030001  
电话：010-66060126  
邮箱：jiaowc@wlzq.com.cn

### 研究助理：喻刚

电话：010-66060126  
邮箱：yugang@wlzq.com.cn

### 研究助理：张译从

电话：010-66060126  
邮箱：zhangyc1@wlzq.com.cn

### 研究助理：孔文彬

电话：021-60883489  
邮箱：kongwb@wlzq.com.cn

## 目录

<b>1、背景概览：深耕江苏，互联网战投加持</b> .....	<b>4</b>
1.1 增资扩股 + 外延并购，规模快速崛起.....	4
1.2 江苏国资背景，区位优势较强.....	5
1.3 定增落地，引入互联网战略投资者.....	6
<b>2、综合实力：稳居前五，ROE 领先行业</b> .....	<b>8</b>
2.1 总量指标位列前五.....	8
2.2 低杠杆运作，ROE 领跑行业.....	9
<b>3、业务特色：财管龙头 + 并购领跑 + 国际布局</b> .....	<b>10</b>
3.1 业务结构：趋于均衡，经纪业务依赖度下降.....	10
3.2 经纪业务：全面转型，财富管理新龙头.....	11
3.2.1 过去：经纪龙头如何炼成.....	11
3.2.2 现在：交易型业务模式走到尽头.....	15
3.2.3 未来：由经纪龙头转向财富管理龙头.....	16
3.3 投行业务：承销业务发展稳健，并购重组大有可为.....	16
3.3.1 承销业务位居第一集团，股、债表现略有分化.....	16
3.3.2 并购重组业内第一，利润增厚空间巨大.....	18
3.4 国际业务：港、美、欧跨境布局三部曲.....	21
3.4.1 香港：华泰金控，国际业务起点.....	22
3.4.2 北美：AssetMark，北美 TAMP 行业领先者.....	22
3.4.3 欧洲：GDR 领跑，以伦敦为支点的欧洲战略.....	25
3.5 资管业务：主动管理领先，私募股权发展迅速.....	25
3.6 自营业务：场内外业务同步发展，长期股权增厚利润.....	28
<b>4、投资建议：转型布局塑造标的的差异性，新龙头地位稳固</b> .....	<b>29</b>
4.1 投资逻辑.....	29
4.2 盈利预测与估值.....	30
<b>5、风险提示</b> .....	<b>30</b>
图表 1：公司增资扩股历程.....	4
图表 2：公司外延并购历程.....	5
图表 3：公司股权结构（定增前）与子公司情况.....	5
图表 4：2017 年股基交易量 Top 10 地区（单位：亿元）.....	6
图表 5：2017 年江苏省内股基交易市占率（%）.....	6
图表 6：公司十大股东变动（定增前后）.....	7
图表 7：2018 年上半年券商净资本排名（亿元）.....	8
图表 8：券商“触网”模式图.....	8
图表 9：公司总量财务指标排名.....	8
图表 10：Top 5 券商总资产对比（亿元）.....	9
图表 11：Top 5 券商净资产对比（亿元）.....	9
图表 12：Top 5 券商营业收入对比（亿元）.....	9
图表 13：Top 5 券商净利润对比（亿元）.....	9
图表 14：Top 5 券商 ROE 对比.....	10

图表 15: 公司 ROE 和杠杆变化情况 .....	10
图表 16: 证券业轻资产业务收入占比和 ROE (%) .....	10
图表 17: 证券业杠杆倍数和 ROE (%) .....	10
图表 18: 公司各业务收入情况 (亿元) .....	11
图表 19: 公司收入结构 (%) .....	11
图表 20: 公司经纪业务情况 (%) .....	11
图表 21: 证券类 app 使用情况 .....	12
图表 22: 涨乐财富通年均月活数 (万) .....	13
图表 23: 涨乐财富通交易占比 (%) .....	13
图表 24: 公司研发投入情况 (亿元) .....	13
图表 25: 2017 年券商信息系统投入与薪酬 (万元) .....	13
图表 26: MATIC 3.0 交易终端产品升级情况 .....	14
图表 27: INSIGHT 行情分析系统基本情况 .....	14
图表 28: 公司营业部数量情况 (家) .....	14
图表 29: 2017 年券商营业部数量排名 (家) .....	14
图表 30: 2017 年券商营业部平均代理买卖证券收入排名 (万元) .....	15
图表 31: 中国个人可投资金融资产总量 (万亿元) .....	15
图表 32: 近年 IPO 审核情况 .....	17
图表 33: 公司 IPO 承销情况 (亿元) .....	17
图表 34: 2018 年上半年公司 IPO 项目 (含新经济领域项目) .....	17
图表 35: 公司定增承销情况 (亿元) .....	18
图表 36: 公司债券承销情况 (亿元) .....	18
图表 37: 公司近三年并购重组金额数量及排名: .....	18
图表 38: 2017 年独立财务顾问过会率 (%) .....	18
图表 39: 2017 年券商独立财务顾问交易金额 (亿元) .....	19
图表 40: 券商并购重组投资顾问业务收入 (万元) .....	20
图表 41: 公司财务顾问业务收入 (亿元) .....	20
图表 42: 国内并购市场交易情况 (亿元) .....	20
图表 43: 公司国际业务布局 .....	22
图表 44: AssetMark 发展历程 .....	23
图表 45: TAMP 账户分类 .....	24
图表 46: 公司资管规模情况 (亿元) .....	26
图表 47: 华泰证券资管业务结构 (%) .....	26
图表 48: 券商主动资管月均规模 (亿元) .....	26
图表 49: 私募股权募集资金规模 (亿元) .....	27
图表 50: 公募基金近年资管规模 (亿元) .....	27
图表 51: 公司自营资产情况 (亿元) .....	28
图表 52: 公司投资收益情况 (亿元) .....	28
图表 53: 公司自营盘情况 (%) .....	28

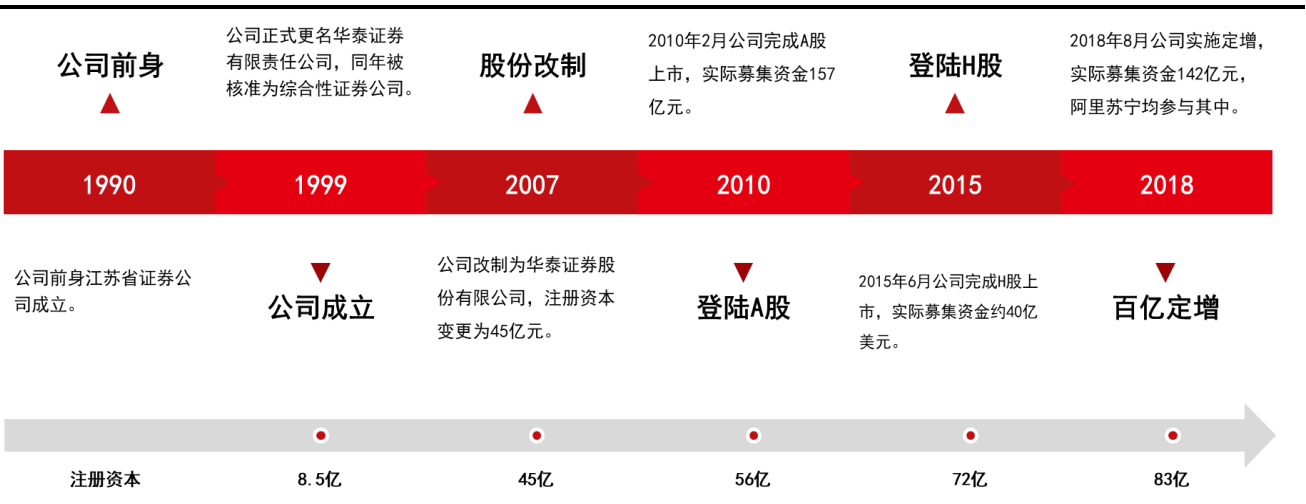
## 1、背景概览：深耕江苏，互联网战投加持

华泰证券是深耕于江苏省的老牌大型券商，整体实力一直稳居行业前列。公司的前期发展主要依靠高效的扩张战略、丰沛的股东资源以及优质的区位，在经纪、投行两项业务上形成了较强的竞争优势。而近年来，公司在稳健发展的基础上，聚焦互联网思维，率先推进财富管理方向性转型，业务模式持续优化之下，取得了领跑行业的业绩增速。

### 1.1 增资扩股 + 外延并购，规模快速崛起

华泰证券自成立以来一直维持较快的发展速度，除了依靠内生增长以外，主要是受益于增资扩股和外延并购两个因素。增资扩股方面，公司于1990年起步于江苏省证券公司，并在1999年更名为“华泰证券有限责任公司”，当时注册资本仅为8.5亿元，2007年公司实施股权改制，正式变更为“华泰证券股份有限公司”，注册资本增至45亿元。2010年，公司在上交所上市挂牌交易，首次公开发行7.8亿股，募集资金157亿元，注册资本上升至56亿元。2015年，公司在香港联交所主板挂牌上市，募集资金约40亿美元，注册资本达到72亿，成为同时在A+H股上市的大型券商。2018年公司向阿里巴巴、苏宁易购等公司发行总额为142亿元的定向增发，资本实力再次增强。

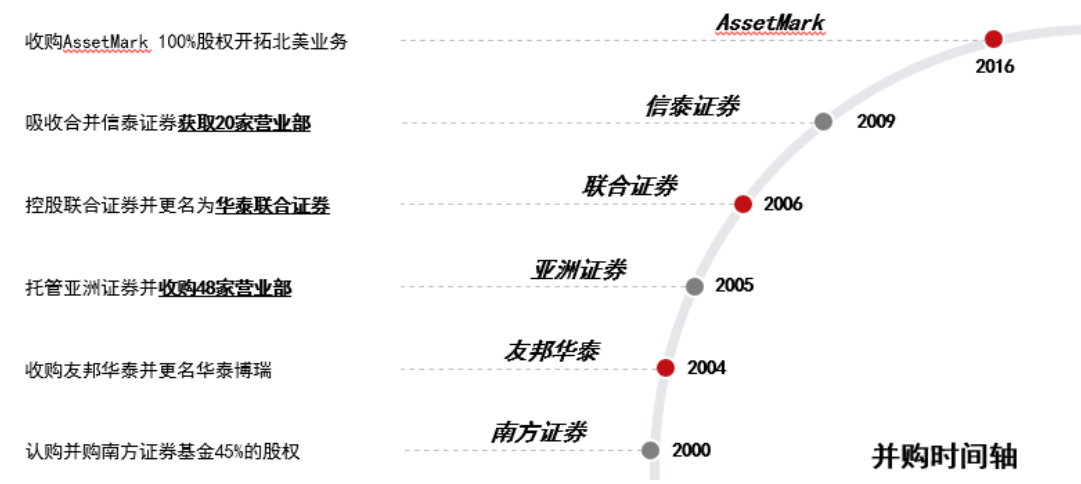
图表1：公司增资扩股历程



资料来源：wind，万联证券研究所

外延并购是公司的另一个重要战略，在大规模增资、融资的支持下，公司在数年间多次开展同业并购以增强业务实力。在2005和2009年，公司先后并购了亚洲证券和信泰证券，分别收获了48家和20家营业部，2006年又控股华泰联合，快速提升自身投行实力。另外，公司还取得南方基金、华泰博瑞等公司的股权，从而产生资产管理、投资等业务领域的协同效应。整体来看公司借由外延并购，获取营业部网点、投行优质人力以及其他业务资源，从而在短时间内建立了业务上的规模优势。

图表2：公司外延并购历程

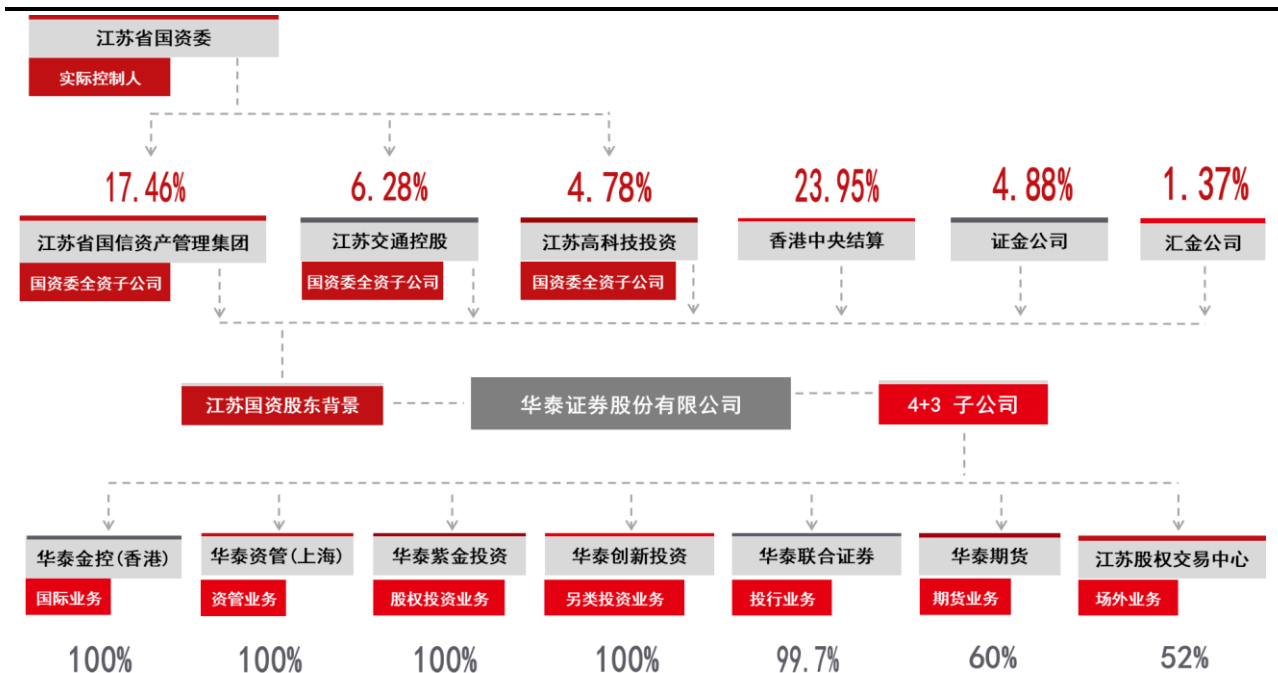


资料来源：公司公告，万联证券研究所

### 1.2 江苏国资背景，区位优势较强

从股东结构来看，华泰证券的实际控制人是江苏省国资委，其下属的多家企业均为公司的大股东。前三大股东分别为江苏省国资委旗下的江苏省国信资产管理集团、江苏交通控股和江苏高科技投资，在今年8月定增以前的持股比例分别为17.46%、6.99%和4.78%。而在定增完成后，三家公司对于公司的股权控制略有下滑，分别为15.18%、5.44%和5.15%。从子公司来看，公司在过去几年间积极布局证券、资管、期货、基金、银行等一系列业务。目前公司拥有全资子公司4家，分别是华泰金控（香港）、华泰资管（上海）、华泰紫金投资和华泰创新投资。而境内控股子公司有3家，包括华泰联合证券、华泰期货、江苏股权交易中心。境外的控股子公司是北美的AssetMark。此外，公司还参股南方基金、华泰柏瑞基金、江苏银行和金浦产业投资基金，形成了以母公司为核心，以多元子公司为协同的全业务链发展体系。

图表3：公司股权结构（定增前）与子公司情况

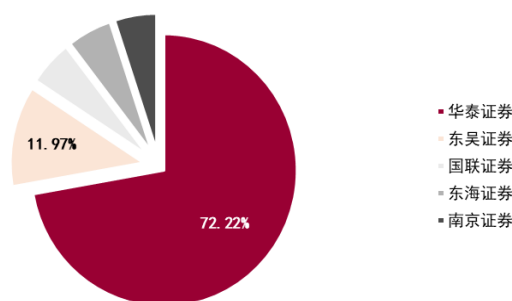
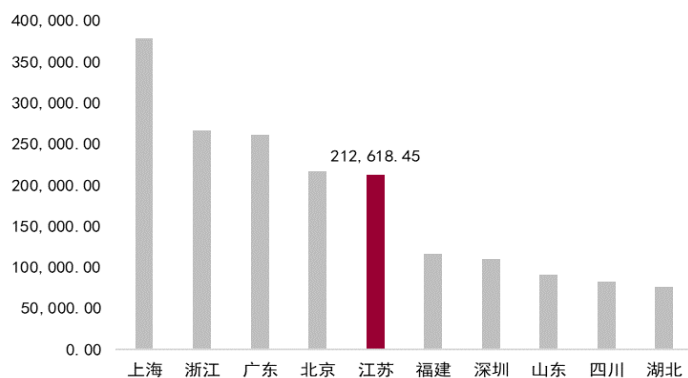


资料来源：公司公告，万联证券研究所

公司的背景资源优势主要在两方面助推了自身的业务发展。一方面，公司依托江苏省的区位优势，大力在零售端（2C）推进经纪业务以及财富管理布局。江苏省经济实力强劲，多年来GDP总量领先且增速稳定，居民财富兼具规模性与成长性，资本市场参与度也相对较高。2017年江苏省股基交易金额为21.26万亿元，市占率达到8.72%，排名各省份第五。在江苏省内，公司一直保持深耕战略，形成了发达的网点网络。2017年末公司全部的242家证券营业部中有103家位于江苏省内，在省内的市占率为72.22%，领先第二名东吴证券60.25个百分点，处于绝对优势地位。成熟的线下网络布局保证了公司在省内的市占率头名位置，而线上线下的互动营销及协同发展更是加速本地引流，增强客户粘性，令公司能持续、稳定地受益地区市场的发展红利。另一方面，公司在机构端（2B）极大受益江苏省国资委带来的优质企业资源以及省内活跃的民间资本，所以直接融资和并购重组业务在省内根基扎实，发展稳健。

图表4：2017年股基交易量 Top 10 地区（单位：亿元）

图表5：2017年江苏省内股基交易市占率（%）



资料来源：wind, 万联证券研究所

资料来源：wind, 万联证券研究所

### 1.3定增落地，引入互联网战略投资者

2018年上半年来看，公司前十大股东中多数为江苏省国资委下属企业，实际控制人为江苏省国资委。证金公司一季度增持股份至4.88%，中央汇金保持1.37%持股比例。公司2018年上半年末净资本467.43亿元，位列上市券商净资本排名第8位。公司在各项总量指标均位居前5的情况下，净资本规模则相对落后。

在此背景下，公司于2018年8月公布最新定增实施情况，认购金额合计142亿元。参与定增发行的企业分别是：阿里巴巴、苏宁易购、安信证券、中国国有企业结构调整基金、上海北信瑞丰资产管理和阳光财产保险。此次定增发行后，阿里巴巴、苏宁易购、安信证券和中国国有企业结构调整基金四家机构都进入了前十大股东，持股比例分别是3.25%、3.16%、3.00%和1.86%。定增完成后，公司的净资本排名将达到行业第4，在两融、质押及自营投资等重资产业务方面的发展有望提速。

图表6: 公司十大股东变动(定增前后)

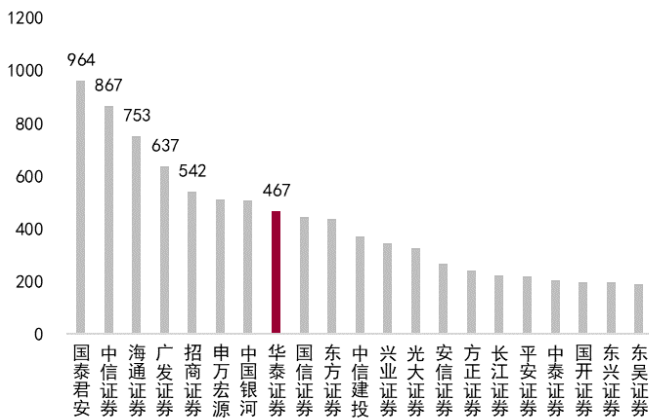
排名	股东名称	股本性质	持股数量(亿股)	持股比例(%)	持股比例变动(%)
<b>定增前</b>					
1	香港中央结算(代理人)有限公司	流通H股	17.15	23.95	
2	江苏省国信资产管理集团有限公司	流通A股	12.51	17.46	
3	江苏交通控股有限公司	流通A股	4.50	6.28	
4	中国证券金融股份有限公司	流通A股	3.50	4.88	
5	江苏高科技投资集团有限公司	流通A股	3.42	4.78	
6	江苏省苏豪控股集团有限公司	流通A股	1.63	2.27	
7	江苏汇鸿国际集团股份有限公司	流通A股	1.52	2.12	
8	江苏宏图高科技股份有限公司	流通A股	1.23	1.72	
9	中央汇金资产管理有限责任公司	流通A股	0.98	1.37	
10	金城集团有限公司	流通A股	0.85	1.19	
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>47.30</b>	<b>66.03</b>	
<b>定增后</b>					
1	香港中央结算(代理人)有限公司	流通H股	17.15	20.79	-3.16
2	江苏省国信资产管理集团有限公司	流通A股	12.53	15.18	-2.28
3	江苏交通控股有限公司	流通A股	4.49	5.44	-0.84
4	中国证券金融股份有限公司	流通A股	3.50	4.24	-0.64
5	江苏高科技投资集团有限公司	流通A股	3.42	4.15	-0.63
6	阿里巴巴(中国)网络技术有限公司	受限流通股	2.68	3.25	3.25
7	苏宁易购集团股份有限公司	受限流通股	2.61	3.16	3.16
8	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	受限流通股	2.48	3.00	3.00
9	江苏省苏豪控股集团有限公司	流通A股	1.63	1.97	-0.30
10	中国国有企业结构调整基金股份有限公司	受限流通股	1.53	1.86	1.86
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>52.01</b>	<b>63.03</b>	<b>-</b>

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

本次定增除了完成增资扩股, 也可以看作是公司进一步深化互联网思维的标志, 阿里巴巴及苏宁易购在此次认购中, 大概率是以战略投资者的身份入股。阿里巴巴目前尚未获得A股证券牌照, 此次参股华泰证券, 可以间接补齐短板, 开拓公司互联网金融业务条线。从公司的角度来看, 与阿里巴巴在互联网金融等领域的合作将进一步推进公司互联网财富管理平台的建设, 双方有望共同营造的开放式的金融服务生态。而苏宁易购方面, 作为国内领先的互联网零售企业, 构筑了以渠道和用户为核心的成熟零售生态圈。未来公司和苏宁易购将依托各自的产业优势, 在标准化金融产品、消费金融资产证券化等领域开展深度合作。

其实, 券商“触网”并非首例, 早在去年下半年, 腾讯就斥资28.64亿港币, 认购中金公司在港发行了2.075亿股H股, 占中金公司发行后总股本的4.95%。与阿里巴巴的“平台化”发展模式不同, 腾讯主要依托流量方面的巨大优势, 采取自下而上的发展模式, 切入方向依次是信息-交易-理财。此番入股中金, 目标是在理财的基础上进一步拓展财富管理模式, 从而覆盖更大的客户群体, 提供更多元化的金融产品。整体来看, 不论是腾讯联手中金, 还是阿里入股华泰, 金融行业与互联网经济的强强联合确实是业态发展的大趋势, 公司在这一领域的转型依然走在行业前列。

图表7：2018年上半年券商净资本排名（亿元）



资料来源：wind，万联证券研究所

图表8：券商“触网”模式图



资料来源：财联社，万联证券研究所

## 2、综合实力：稳居前五，ROE领先行业

### 2.1 总量指标位列前五

华泰证券作为业内领先的综合型券商，拥有完整协同的全业务链体系。经过连续多年的高速增长，各项总量指标已经稳居行业Top 5，处于业内第一梯队。

图表9：公司总量财务指标排名

	2014	2015	2016	2017
总资产	5	4	4	4
净资产	5	5	5	5
营业收入	8	9	5	5
净利润	6	9	4	4

资料来源：wind，万联证券研究所

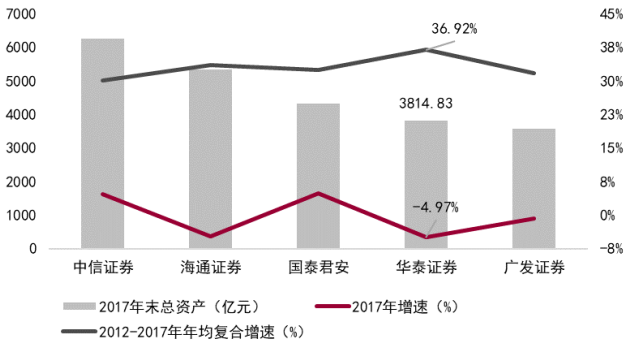
**资产规模稳健增长，年均复合增长率高。**就资产体量而言，领先行业的五大券商分别是中信证券、海通证券、国泰君安证券、华泰证券和广发证券。在2017年，公司的总资产规模达到3814.83亿元，排名第4。值得注意的是，公司在过去五年的年均复合增长率高达36.92%，处于五大券商之首。净资产方面，公司在2017年的规模是885.9亿元，排名第5，年度增长率为3.42%，近五年复合增长率达到20.66%。公司整体规模快速增长，主要是受益其近年来持续、高效的融资策略以及高速的盈利增长。

**营业收入和净利同步高增长，领跑五大券商。**2017年公司实现营业收入211.09亿元，排名第5，年增长率为24.78%，近五年平均复合增长率达到29.11%；净利润94.08亿元，排名第4，年增长率为44.32%，近五年平均复合增速达到41.46%，四项增长率指标均排名五大券商首位。2018年上半年来看，在行业整体盈利情况不佳的情况下，公司业绩出现明显下滑，但依然维持1.23%的营业收入同比增速和4.97%的净利润同比增速，成为业内为数不多实现正增长的券商，业绩在五大券商中仅次于中信证券，显示了良好的经营韧性和业绩稳定性。

整体来看，公司能取得较高盈利增速的主要原因是领先的业务布局和较强的创新思维。2012年证券行业创新大会之后，券商一系列创新业务逐步放开，高评级券商在创新业务上有先行先试资格，公司作为长期获评AA级的券商，极大受益各项业务的率先开展，形成了规模上的先发优势。此外在互联网思维和技术创新的推动下，公司业务模式不

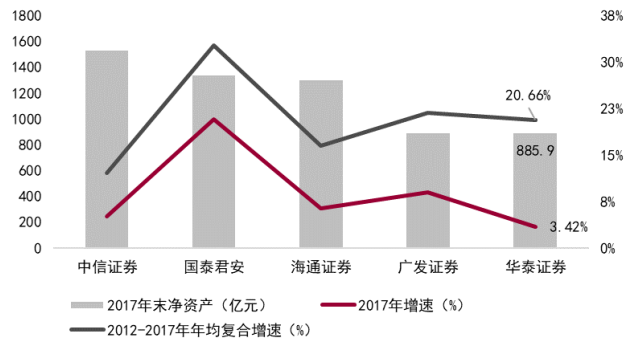
断优化,一定程度上弥补了传统经纪业务下滑对盈利能力的影响,利润保持稳定增长。

图表10: Top 5 券商总资产对比 (亿元)



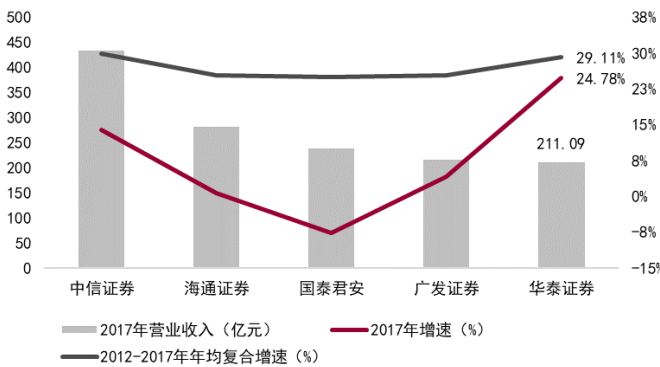
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表11: Top 5 券商净资产对比 (亿元)



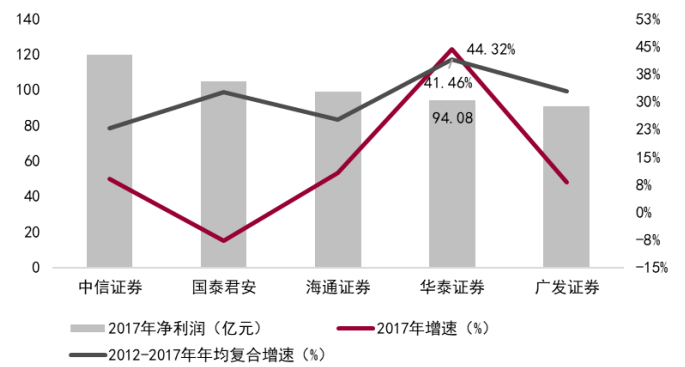
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表12: Top 5 券商营业收入对比 (亿元)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表13: Top 5 券商净利润对比 (亿元)

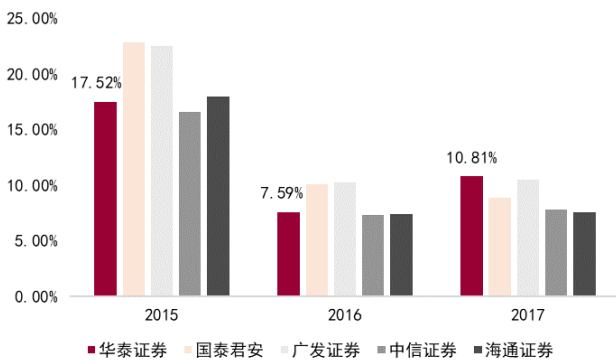


资料来源: wind, 万联证券研究所

## 2.2低杠杆运作, ROE领跑行业

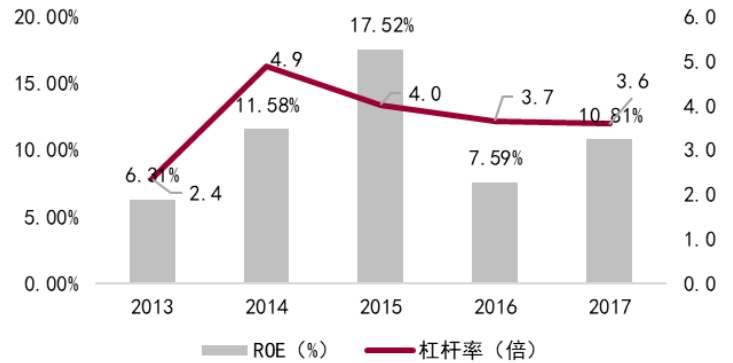
财务比率来看,华泰证券的净资产回报率(ROE)保持领先地位。2017年ROE高达10.81%,居上市券商第1位,显示良好的资本使用效率。2018年上半年公司在ROE上有所下滑,但3.50%的水平依然领先行业。总资产回报率(ROA)方面,公司同样表现良好,2017年和2018年上半年分别取得2.40%和0.83%的回报率,均为行业第2位。公司的杠杆水平目前仍然处于较低位置,2017年杠杆倍数为3.60。回溯公司发展历史,2010年公司首发上市后净资产实力大幅提升,归母净资产大幅增长,跻身行业前五。股灾之后证券行业开始全面从严监管,公司作为AA评级券商继续稳健开展业务,但放缓了整体资产扩张速度,因而近三年杠杆率处于行业较低水平。2015-2017年公司杠杆倍数分别为4.01、3.66、3.60。但是低杠杆无碍公司取得较高ROE水平,2017公司以低至3.60倍的杠杆取得了领跑上市券商的ROE。

图表14: Top 5 券商ROE对比



资料来源: wind, 万联证券研究所

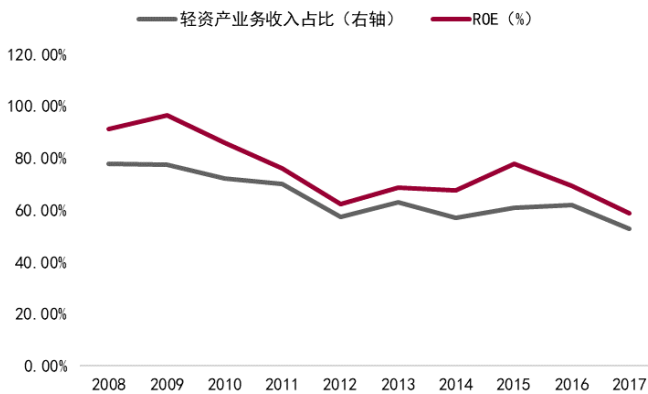
图表15: 公司ROE和杠杆变化情况



资料来源: wind, 万联证券研究所

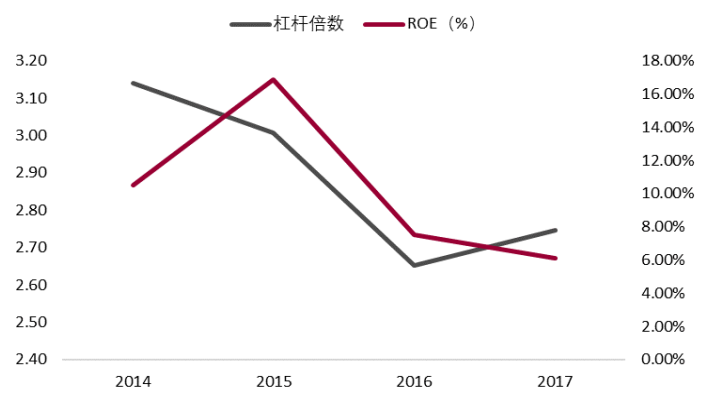
我们认为, 杠杆率的上行空间是行业未来业绩提升的重要驱动力之一。近五年证券行业轻资产业务收入(经纪、投行、资管)占比始终保持在五成以上, 重资产业务(自营、信用)占比尽管有所提高, 但发展始终不及预期。轻资产业务依靠牌照优势实现利润, 主要影响总资产收益率(ROA), 而重资产业务则更多地依靠资产负债表扩张获取利润, 会对杠杆率产生较大影响。当前佣金竞争白热化、资管主动化的大趋势下, 通道牌照红利逐渐减少, 轻资产业务收入占比下降是大趋势, ROA的上行空间也较为有限。在这样的情况下, 根据  $ROE=ROA * 杠杆率$  的基本逻辑, 未来行业ROE的上行将更多依靠杠杆率的提升以及业务模式的重资产化。2017来看行业杠杆倍数仅为2.75, 处于历史低位, 而ROE仅6.11%, 行业整体看存在较大的加杠杆空间。从公司角度来看, 华泰证券整体实力领先, 且在已经形成财富管理与国际业务的差异化经营优势, 在3.60倍低杠杆的情况下保持五大券商中最高ROE。由于公司兼具强实力和低杠杆, 一旦随行业完成杠杆提升, 其ROE表现可能获得大幅提升。

图表16: 证券业轻资产业务收入占比和ROE (%)



资料来源: 证券业协会, 万联证券研究所

图表17: 证券业杠杆倍数和ROE (%)



资料来源: 证券业协会, 万联证券研究所

### 3、业务特色: 财管龙头 + 并购领跑 + 国际布局

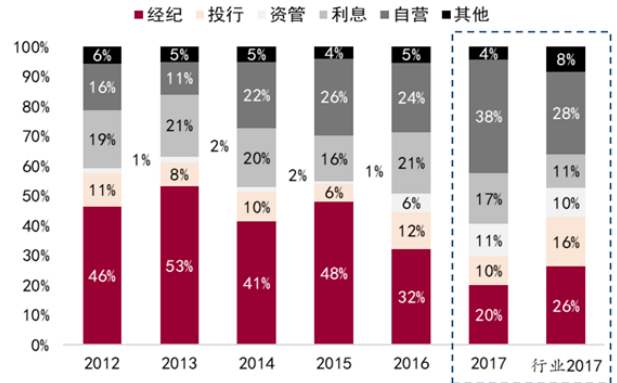
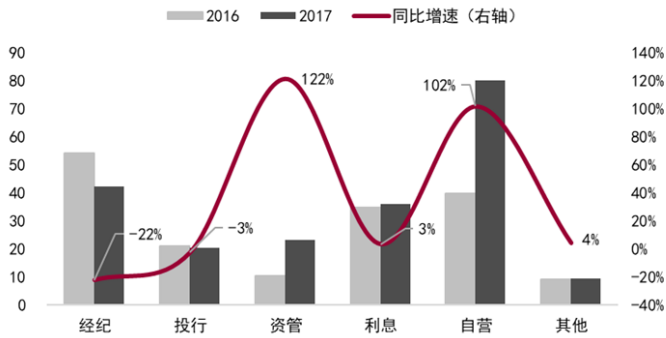
#### 3.1 业务结构: 趋于均衡, 经纪业务依赖度下降

近年来公司的收入结构逐渐趋向均衡, 经纪业务的依赖度有所降低。经纪业务收入占比从2013年峰值的53%下降到2017年的20%, 业务依存度正在逐年降低, 其主要原因来自两方面, 一是公司持续推进多元化布局以平滑业绩的周期性波动, 资产管理、自

营投资以及信用业务的收入快速增长，导致经纪业务收入占比被压缩；二是传统经纪业务在佣金价格战的影响下持续低迷，收入贡献水平也逐年走低。投行业务收入随着一级市场的逐年扩容而稳步提升，但占比方面相对稳定，维持在10%左右。资管业务和自营投资业务的收入占比都在快速提升，2017年占比分别为11%和38%，较前一年分别增长5%和14%，其中投资业务在2017年的收入增速为102%，主要是由于联营及合营企业投资收益带来的利润释放。利息净收入在营收中的比重也稳步上升，目前17%的占比已经逐步接近经纪业务。

图表18：公司各业务收入情况（亿元）

图表19：公司收入结构（%）



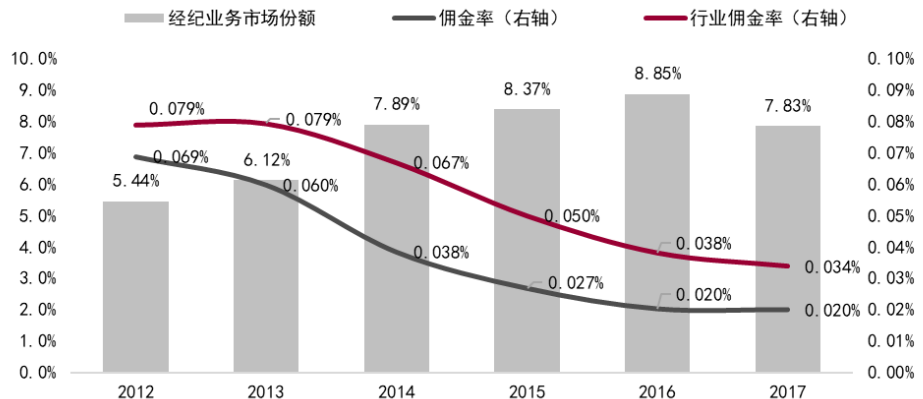
资料来源：wind, 万联证券研究所

资料来源：wind, 万联证券研究所

### 3.2 经纪业务：全面转型，财富管理新龙头

2012年以来，华泰证券一直在行业中保持经纪业务的领先地位，近四年以来更是始终保持市占率第1。2017年市占率7.83%，呈现边际下滑趋势，主要原因是公司在业务转型的驱动下不再主要追求市占率指标。而价格方面，公司的佣金率处于行业最低水平。万分之二的佣金年率相对同业仍有一定的价格优势。其他指标来看，2012年至2017年，客户总数从不足600万增至1200万，客户保证金从225亿元增至927亿元，客户证券托管市值从1336亿元增至2.7万亿元。当前公布的数据显示，公司在2018年一季度股基经纪份额7.70%，与2017全年份额7.83%相比，轻微下滑0.13%。

图表20：公司经纪业务情况（%）



资料来源：wind, 万联证券研究所

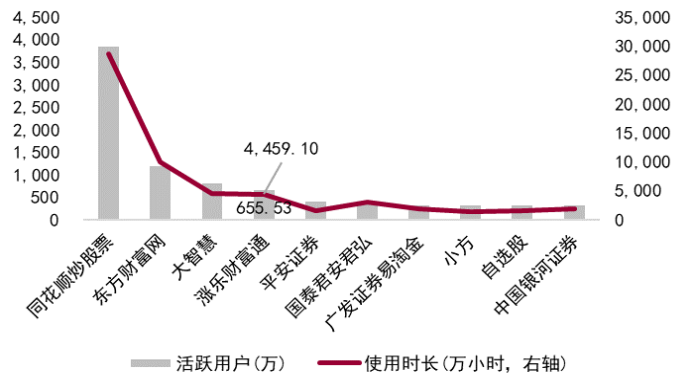
#### 3.2.1 过去：经纪龙头如何炼成

传统经纪模式的互联网化是公司经纪业务崛起的主要原因。经纪业务的核心驱动因素是： $\text{净收入} = \text{交易量}(\text{规模}) \times \text{佣金率}(\text{费率}) - \text{成本}$ 。公司通过低佣金率保持高市场占有率，从而提升交易量，而互联网引流、大规模研发投入和线下扩张收缩战略也从各个方面支撑了公司以市占率为核心的低价战略。

**1) 佣金率 & 交易量：低佣金率营造高市占率。**我国资本市场尚未进入成熟阶段，机构化程度不高，散户投资者占比较高。由于散户投资者对于价格较为敏感，低佣金一直是零售经纪竞争的关键点。公司是行业内最早执行互联网发展战略的券商，并于2013年率先以万三佣金率开展线上经纪业务活动，当年即以6.1%的市占率成为行业第2。此后公司一直处于保持股基交易市占率第1的位置，奠定了经纪业务的龙头地位。从2017年全年的情况来看，公司经纪业务净佣金率为0.02%，同比降幅仅为1.30%，同期行业净佣金率为0.03%，同比降幅为11.4%。当前公司新开户与存量佣金率接近，佣金率先于行业见底。

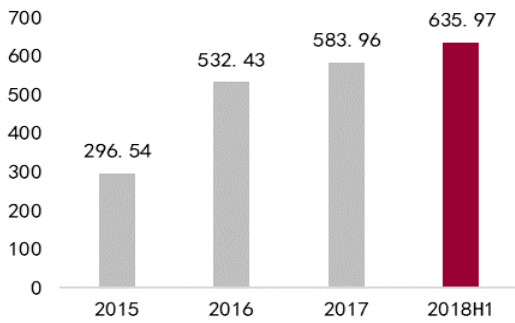
**2) 交易量：移动端引流。**除了低佣金率战略，公司在互联网引流上也一直领跑行业。公司在2013年利用最低的佣金率+互联网营销的方式来打开市场之后，又迅速与网易、和讯网展开合作，持续进行平台引流。就移动端产品而言，公司打造的“涨乐通”app已经成为业内标杆。自“涨乐财富通”上线以来，累计下载量达到3742.45万，近三年的平均月活数分别为296.54万, 532.43万, 583.96万, 2018年上半年则达到了635.97万, 长期稳居券商类app第1名。根据易观千帆公布的证券类app数据，2018年至今“涨乐财富通”的平均月活数已经达到655.63万，依旧保持券商类app首位，且大幅领先身后的平安证券及国泰君安证券，但较前三的同花顺、东方财富和大智慧等金融资讯服务商仍有一定差距。自2016年以来，“涨乐财富通”移动终端客户开户数110.58万，占公司全部开户数的98.49%；与此同时，手机端交易人数占比稳步增长，目前有84.22%的交易客户通过“涨乐财富通”进行交易，移动终端已成为公司客户交易的主流渠道。

图表21：证券类app使用情况



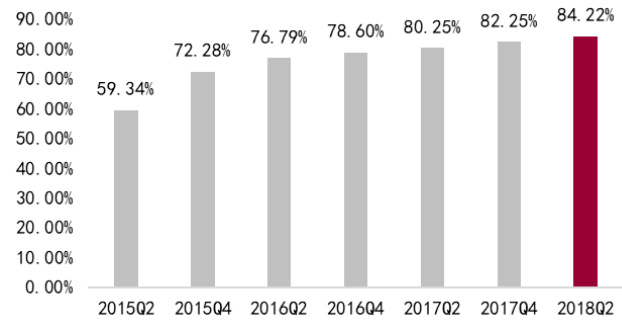
资料来源：易观千帆，万联证券研究所

图表22：涨乐财富通年均月活数（万）



资料来源：易观千帆，万联证券研究所

图表23：涨乐财富通交易占比(%)

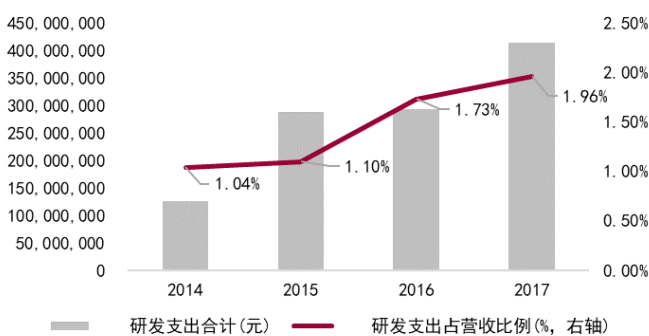


资料来源：公司公告，万联证券研究所

**3) 成本：IT研发投入保障地运营成本。**近年来公司的研发费用支出占营业收入比重正在稳步增长，目前已经达到将近2%的水平。2017年公司信息系统投入和IT人员薪酬分别为4.34亿元和2.53亿元，分别排名业内第4和第3位；信息技术人员占员工总数已经达到6.61%，同样居于行业靠前位置。大规模的IT研发的投入帮助公司构建了敏捷、高效的前台交易系统以及稳定可控的中后台支持系统，对于经纪业务的运营效率具有较大的改善作用，利于公司进行强力的成本控制，从而以较低的单位成本为价格敏感的客户群提供标准化经纪服务。

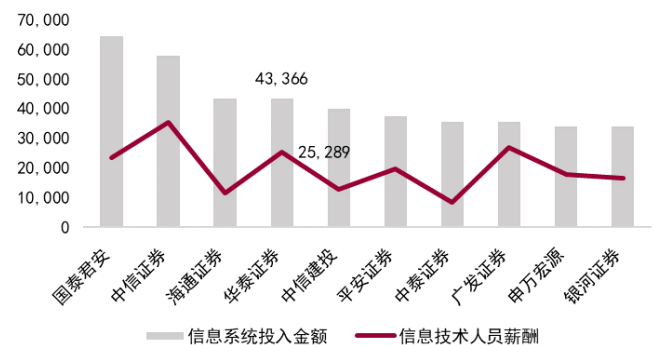
产品方面，除了对“涨乐财富通”进行高频迭代以外，公司还在2017年重点推出了定制化交易服务平台MATIC 3.0和行情产品INSIGHT，进一步提升了客户服务效率。MATIC是面向专业投资者的投资交易全流程终端平台，不同于传统客户端只提供单一行情及交易服务的模式，MATIC可以通过其特有的组件化架构为客户快速定制相关功能。INSIGHT则专注于行情数据分析定制，除了可以为用户提供行情推送、历史回放等功能，还可以提供行情数据托管计算和分析服务，让客户根据自己的投资研究需要，提出数据分析算法和指标，由INSIGHT平台的计算引擎代为计算。

图表24：公司研发投入情况（亿元）



资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表25：2017年券商信息系统投入与薪酬（万元）



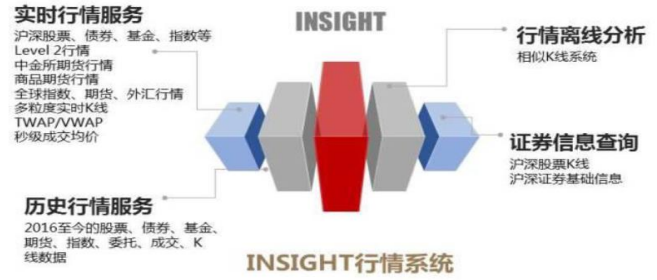
资料来源：证券业协会，万联证券研究所

图表26: MATIC 3.0交易终端产品升级情况



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表27: INSIGHT 行情分析系统基本情况

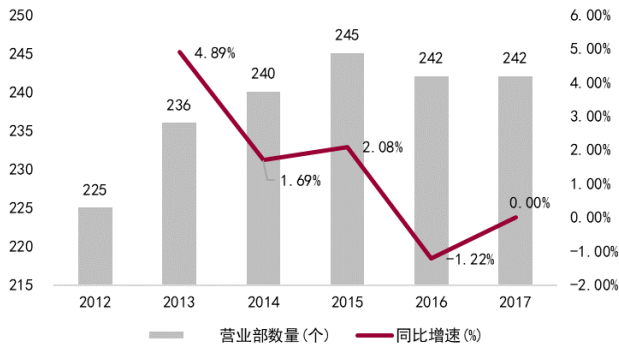


资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

**4) 成本: 线下营业部扩张趋缓。**近年来, 公司聚焦线上引流和O2O发展, 线下扩张速度有所减缓, 整体成本得到进一步控制。2017年底, 公司营业部数量达为242家, 近三年无明显增加。目前的营业部数量处于行业第10位, 较中国银河(470家)、国泰君安(340家)、申万宏源(340家)等领先券商有明显差距, 但较上市券商平均水平(174家)仍具有相当优势, 其整体的网点布局较为成熟, 形成以长三角为核心并辐射全国的态势。

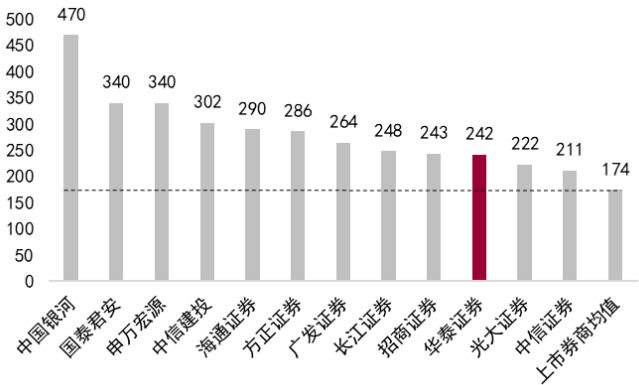
当前来看, 公司正着力通过线上线下相结合的方式提升单个网点的服务规模与服务质量, 公司在2017年实现0.35亿元的部均代理买卖业务净收入, 排名行业第5。值得注意的是, 0.35亿元的部均净收入是五大券商中排名最高的, 较第二位的中信证券(0.27亿元)有28.85%的领先幅度, 显示出公司在头部券商中最优的营业部运营效率。

图表28: 公司营业部数量情况(家)



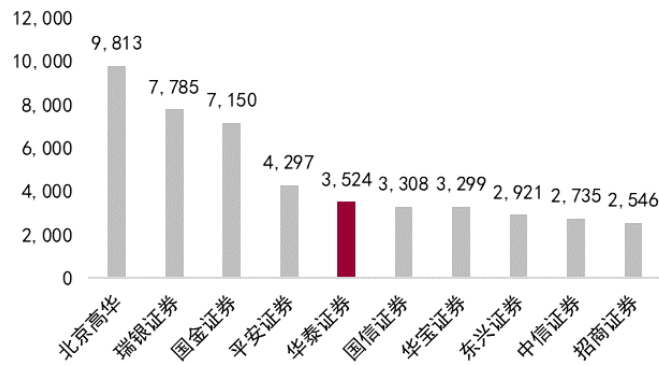
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表29: 2017年券商营业部数量排名(家)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表30：2017年券商营业部平均代理买卖证券收入排名（万元）

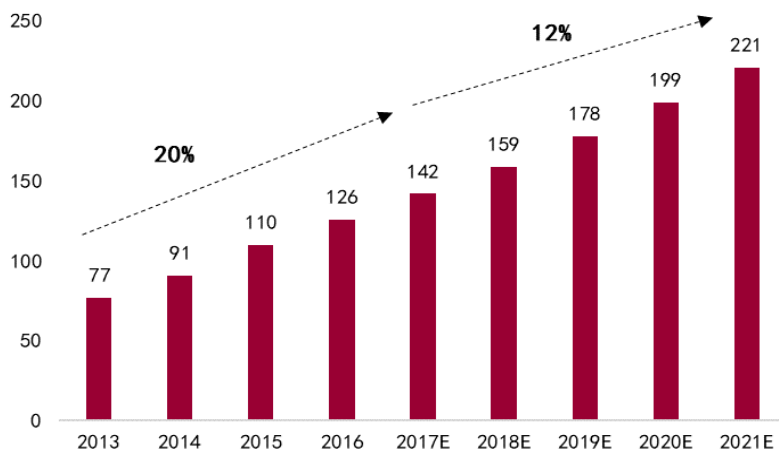


资料来源：证券业协会，万联证券研究所

### 3.2.2 现在：交易型业务模式走到尽头

通过以上四方面举措，公司已经成为了具有互联网属性的经纪业务龙头，但整体来看，公司尚未完全跳出以交易为主的传统模式。从发展模式来看，传统经纪业务主要依靠同质化通道交易，其模式不可持续，利润空间终将被压缩殆尽。对标成熟资本市场，美国证券经纪商在获得客户交易指令后，可以通过算法为客户在场内和场外进行撮合成交，从而获取最优价格，其撮合作用在市场中具有不可替代性。但在A股交易制度下，监管层不允许沪深两市的股票在场外撮合成交，所有指令需传递至交易所竞价系统成交，故而所有券商的通道经纪业务高度同质，佣金率下行趋势不可逆转，最终将达到行业盈亏平衡点。在此背景下，经纪业务由交易转向财富管理是大势所趋。目前行业佣金率距离盈亏平衡点仍有30%左右下行空间。一旦进入盈亏平衡点之后，券商零售业务的核心竞争力会从价格转向资产保值、增值的能力，零售业务的基础资产也将从33万亿元的股票托管市值转向超过100万亿元的居民家庭金融资产。根据BCG全球财富数据库统计，2016年中国个人可投资金融资产规模稳居世界第二，达到人民币126万亿元。中国的个人和高净值人士财富在过去十年间以20%左右的年化增长率迅速积累，增速全球领先，这一数值在未来5年间将有所下滑，但依然会保持在12%左右。我们认为，财富规模的快速增长必然带来财富管理市场的快速发展，而券商在证券研究、资产获取和投资管理方面实力较强，有望在财富管理领域取得迅速发展。

图表31：中国个人可投资金融资产总量（万亿元）



资料来源：BCG全球财富数据库，公司公告，万联证券研究所

注：个人可投资金融资产包括离岸资产，不包括地产、奢侈品等非金融投资资产

### 3.2.3未来：由经纪龙头转向财富管理龙头

目前来看，华泰证券已开启财富管理转型，将经纪业务的核心由交易量的市占率转向客户数量和资产规模。随着券商的佣金价格战日渐激烈，万三的佣金率已经普遍存在，即便是万二的佣金率也已经不再具有太强的吸引力，且下行空间已经相当有限。此时散户核心需求逐步由价格向服务质量转换，因而差异化服务才是未来竞争的核心。公司当前财富管理转型包括三个方面：

**转型一：建设平台型零售业务体系。**2016年开始，公司提出全面财富管理转型目标，按照客户类型重新组织公司业务层架构。根据股票账户资产规模，零售客户被分为三类：30万以下客户、30-1000万客户和1000万以上客户，分别由网络金融部、经纪与财富管理部 and 金融产品部服务。**1) 30万以下客户：标准化互联网服务。**网络金融部定位30万资产以下客户，以标准化的互联网服务，替代高成本的人力服务。“涨乐财富通”app是服务的主要载体。作为市场标杆级别的券商类app，“涨乐财富通”的月度活跃客户规模和人均使用时长均处于行业领先地位，具有大量的优质客群。此外，公司计划在全国设立区域网络中心和O2O理财体验店，形成区域式营销，进一步标准化服务。**2) 30万-1000万客户：差异化代销金融产品。**对于这一类的目标客群，理财经理取代柜员直接面向营业部客户，并将业务重点放在金融产品代销商。此前公司颁布了新的经纪业务体系绩效管理办法，已经弱化存量客户交易佣金考核，将理财产品销售达标作为佣金提成的前提条件之一。**3) 1000万以上客户：个性化订制服务。**金融产品部是对接财富管理产品和高净值客户的总协调部门，目前已经成立了大类资产配置研究团队，通过投行、FICC和直投等部门的合作以及引入第三方产品来满足高净值客户的多元配置需求。

**转型二：收购AssetMark，助力财富管理平台建设。**为了提升投资顾问服务中高净值客户的效率和改善服务效果，2016年公司完成了对AssetMark的收购。AssetMark是美国市场领先的统包资产管理平台，目前排名行业第三，长期以来为投资顾问提供投资策略及资产组合管理、客户关系管理、资产托管等一系列服务。公司正在推进技术平台的借鉴、管理服务流程的优化和产品的协同，未来有望提高对市场优秀投顾的吸引力。

**转型三：以投资顾问服务为核心战略，加快财富管理转型步伐。**公司在经纪业务规模逐步上升的同时，经纪业务人员并没有明显增长，规模始终维持在4600-4900人之间，所带来的管理费用也基本持稳，这主要是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。但与此形成鲜明对比的是，公司的投资顾问队伍规模扩展较快。截至2017年末，投顾团队规模已经达到了1700人，人员占比达到了25.43%，行业排名第1，远高于11.8%的行业平均水平。2018年公司启动了“千人计划”，计划将投资顾问人员规模扩充至3000人，从而进一步扩大在投顾领域的规模优势。

## 3.3投行业务：承销业务发展稳健，并购重组大有可为

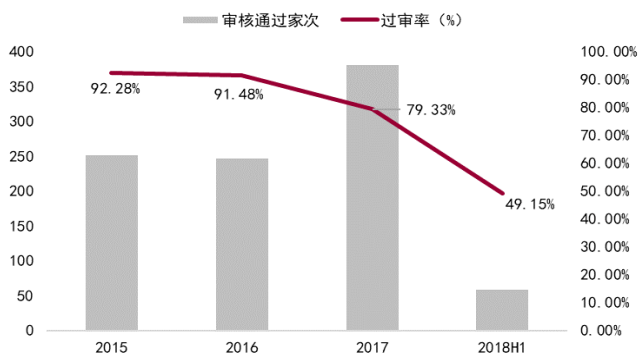
### 3.3.1承销业务位居第一集团，股、债表现略有分化

公司拥有专业的投资银行子公司华泰联合证券，通过整合华泰证券和原华泰联合证券两家投行各自所长，在业内具有人员、经验、资源等多方面的优势。而项目选择方面，公司一直以来追求项目质量，服务对象多锁定在行业领先的优质企业上，整体风格稳健。

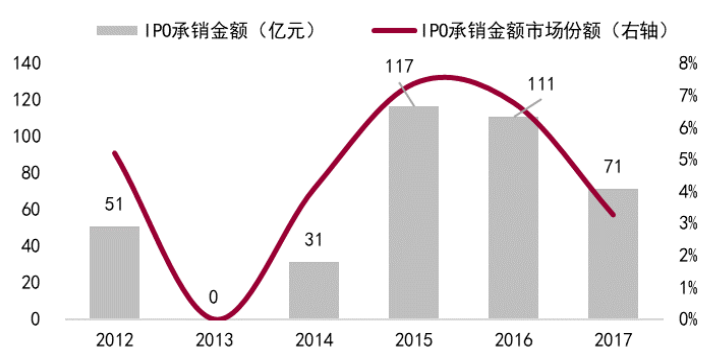
**IPO方面来看，审核趋严导致业务规模有所下滑。**2017年IPO过会率显著下降，在下

半年，股权融资的数量和规模更是出现较大的持续下滑。2017年IPO首发上会企业共479家（剔除二次上会企业），其中380家顺利过会，86家上会被否，7家取消审核，6家暂缓表决，过会率为79.33%。纵观2017年，在9月以前，过会率相对比较稳定，保持在80%左右。其中，3月IPO过会率最高，达94.23%。但到10月，随着新一届发审委的上任，过会率出现断崖式下跌。10月、11月、12月三个月的通过率分别为69.57%、52.94%、56.25%。受此影响，公司首发承销业务出现明显下滑。2017年，公司IPO主承销金额仅为71.29亿元，较去年同比下滑35.65%，市占率也大幅下滑至3.26%，市场排名由2016年的第5位下滑至第11位，近年来首次跌出前10排名。2018年上半年来看，严审核模式仍在持续，整体过会率进一步下滑至49.15%。预计公司IPO业务在下一阶段也将保持承压。

图表32：近年IPO审核情况



图表33：公司IPO承销情况（亿元）



资料来源：wind，万联证券研究所

资料来源：wind，万联证券研究所

IPO承销金规模市占率的下滑主要是因为新任发审委的审核标准有所调准，而公司在2017年的调整并不充分。与当前IPO审核趋严形成对比的是，多家代表新经济的拟上市公司“闪电过会”。今年以来，对于生物科技、云计算、人工智能、高端制造等几大新经济领域的“独角兽”企业，证监会显著放了宽审批时间和盈利标准。富士康和宁德时代过会时间分别为36和24天，显示出监管层对于新经济的鼓励推进态度。目前公司已经主动调整方向，重点推进新经济领域储备项目，360回归A股项目就是典型案例。2018年，公司继续重点推进生物医药、新能源、高科技等领域的IPO项目，上半年的6家首发公司合计贡献募资金额86.17亿元，列行业第3，展现华泰联合较强的调整能力和业务综合实力。

图表34：2018年上半年公司IPO项目（含新经济领域项目）

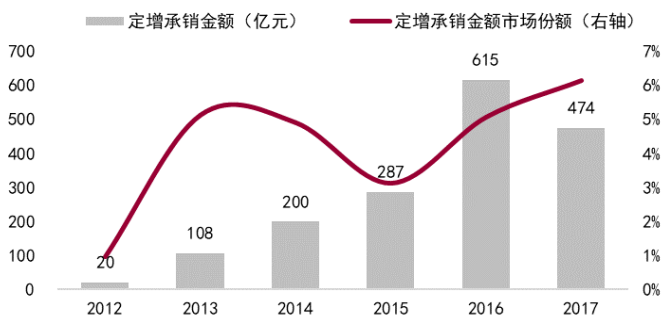
证券代码	证券简称	发行类型	发行人	发行日期
300740.SZ	御家汇	首发	御家汇股份有限公司	2018-01-30
300644.SZ	南京聚隆	首发	南京聚隆科技股份有限公司	2018-01-26
600901.SH	江苏租赁	首发	江苏金融租赁股份有限公司	2018-02-07
603259.SH	药明康德	首发	无锡药明康德新药开发股份有限公司	2018-04-24
603666.SH	亿嘉和	首发	亿嘉和科技股份有限公司	2018-05-31
603693.SH	江苏新能	首发	江苏省新能源开发股份有限公司	2018-06-21

资料来源：wind，万联证券研究所

定增承销表现优异，债券承销基本持稳。再融资市场在上半年同样萎缩，市场总规

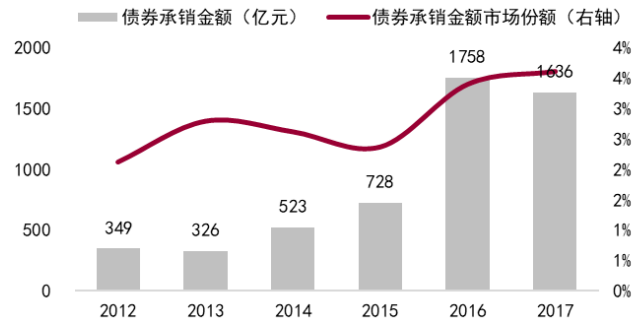
模由去年的12,142亿元大幅跳水至7,727亿元，缩减幅度高达36.37%。但公司的表现却远超行业，承销规模为474亿元，市占率增长1.07%，排在券商第5位，与此前排名基本持平。近三年以来，公司的定增承销市场份额不断攀升，从2015年的3.13%，到2016年的5.07%，再到去年的6.14%。业务当前处于高速发展状态，未来有望成为公司又一优势项目。债券承销方面，公司表现基本维持平稳。承销总额1636亿元，随行业下滑6.95%，但市占率为3.62%，轻微上升0.19个百分点。目前债券承销规模的市占率排在业内第9位。当前来看，华泰联合的投行业务中首发承销业务略显低迷，再融资承销业务增长迅速而债券承销业务相对持稳，各条业务线表现有所分化，但整体发展较为稳健，在排名上处于第一集团。

图表35：公司定增承销情况（亿元）



资料来源：wind，万联证券研究所

图表36：公司债券承销情况（亿元）



资料来源：wind，万联证券研究所

### 3.3.2 并购重组业内第一，利润增厚空间巨大

并购业务处于业内领先地位，2017年交易金额跃居行业首位。华泰联合的并购重组业务一直以来处于行业前列，按照中国证监会核准的并购交易数量计，公司并购业务在2015和2016年连续两年排名行业第1，2017年的排名下滑至第2位，但由于项目质量进一步提高，并购交易金额反超中信证券成为第1。

图表37：公司近三年并购重组金额数量及排名：

	家数	家数排名	交易金额(亿元)	交易金额排名
2015	28	1	1040.63	3
2016	23	1	1968.43	2
2017	15	2	973.04	1

资料来源：证监会并购重组委，万联证券研究所

2017年证监会并购重组委共审核173单并购重组项目，其中161单获通过，12单未通过，整体过会率为93.06%。相较2016年，今年上会数量减少了102家，（通过率小幅上升1.79%），上市公司并购市场规模呈现缩减态势。公司在2017年共有15个上会项目，通过率为100%，表现稳健，在较严的监管环境下展现出领先的项目质量把控能力。

图表38：2017年独立财务顾问过会率（%）

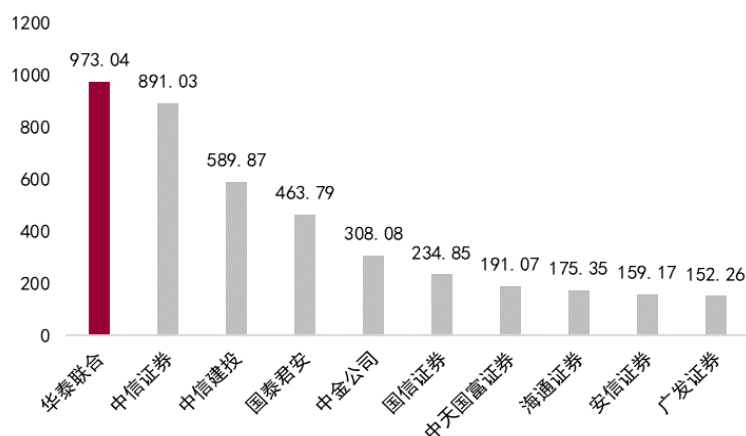
排名	独立财务顾问	上会家数	否决家数	过会率
1	中信建投	19	1	95%
2	华泰联合	15		100%
3	广发证券	13		100%
4	中信证券	13	1	92%
5	国泰君安	11		100%
6	海通证券	10	1	90%
7	招商证券	8	1	88%
8	浙商证券	6		100%
9	中金公司	6		100%
10	东兴证券	5		100%
10	天风证券	5		100%
10	中天国富证券	5	1	80%

资料来源：证监会并购重组委，万联证券研究所

公司在2017年上会的15个项目合计交易金额为973.04亿元，较2016年同比下降50.57%，主要是受到行业整体环境下滑的影响。但从交易金额来看，华泰联合973.04亿元的表现已经升至行业第一位置，主要竞争对手中信证券以891.03亿元紧随其后。公司在2017年能在行业内维持优势地位的一大原因是项目质量的提升，如三六零重组上市，交易总价值达到504.16亿元、顺丰控股重组上市433亿元等，均对财务顾问收入增长有较大贡献。

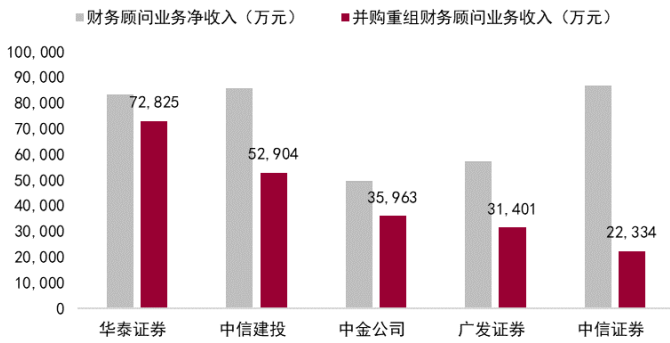
根据证券业协会的统计，公司在2017年的资产并购财务顾问收入为7.28亿元，为行业第一，且大幅领先行业第2的中信建投(5.29亿元)和行业第3的中金公司(3.60亿元)。并购重组业务是公司财务顾问收入的主要来源，其良好的表现也推动整体的财务顾问收入持续增长，去年的收入增长率为37.37%，而2012-2017的年均复合增长高达44.83%，在监管强度有所变化的情况下，财务顾问收入增长趋势强劲，有望进一步扩大领先优势。

图表39：2017年券商独立财务顾问交易金额（亿元）



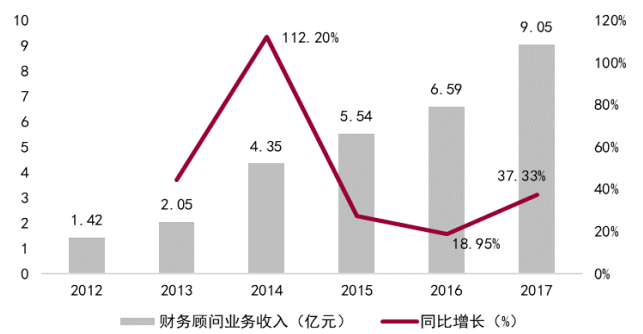
资料来源：证券业协会，万联证券研究所

图表40：券商并购重组投资顾问业务收入（万元）



资料来源：wind，万联证券研究所

图表41：公司财务顾问业务收入（亿元）



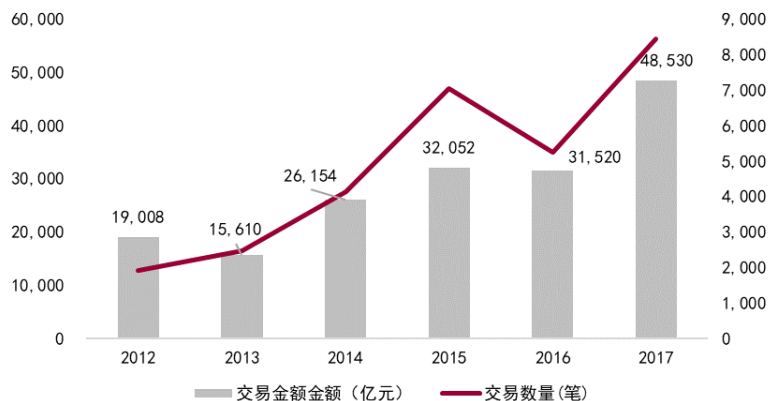
资料来源：证券业协会，万联证券研究所

近年来，面对投行业务的创新发展，公司主动调整业务结构，持续在投行平台内推进专业化分工与体系化协作，形成重点行业的客户积累和业内口碑，并推动并购业务向提供资本中介等综合金融服务转型。在过去多年间，有两个案例是公司业务创新的典范，也是公司投行业务资本化的大方向。

**案例 1：蓝色光标案例。**2013年在蓝色光标并购博杰广告的项目中，由于博杰广告的实际控制人对标的资产存在非经营性资金占用2.26亿元，根据对标的资产合规性要求，本次交易前需解决该笔非经营性资金占用问题。而华泰联合在担任独立财务顾问的同时，通过创新性的交易结构引入华泰紫金投资的过桥贷款（2.3亿元）从而解决了这一问题。此次交易中，华泰联合引入的并购融资使得并购业务的盈利方式发生了改变，实现了财务顾问业务与资本业务的成功嫁接。

**案例 2：美年大健康案例。**2016年在美年大健康借壳江苏三友上市的项目中，公司在第一时间分析出行业整合机会，抓住较短的交易窗口期，在短时间内完成融资服务的架构设计，并积极介入收购慈铭体检股权的竞争性谈判。更重要的是，华泰联合依托集团资源，在短短几天时间内就完成10亿元融资的支付，再度运用了资本介入的创新模式。

图表42：国内并购市场交易情况（亿元）



资料来源：wind，万联证券研究所

整体来看，并购重组市场发展迅速。尽管过去两年上市公司的并购重组审核节奏放缓，但我国的并购市场在整体上依然蓬勃发展。随着我国资本市场体系的不断发展和新经济带来产业转型需求，企业的并购交易活跃度不断提升，交易规模也不断上升。

Wind数据显示,2012年至2017年,我国并购总规模从1.9万亿元增至4.9万亿元,年均复合增速保持在30%以上。以美国市场的经验来看,并购重组业务在经济换挡期呈现爆发式增长。上世纪七八十年代的滞胀时期,美国国内通胀率和失业率同时居高不下。产业方面,传统产业快速衰弱而新兴产业的发展却远不及预期,造成新旧动能无法完全转换。在此背景下,并购重组市场在市场需求和政府双重引导下,取得了极大地发展,为美国的产业结构转型做出了较大贡献。经济滞胀期间,大规模并购交易频频出现,交易额超过1亿美元的并购事件数量增长了23倍以上,而并购总数量却反而下降。美国投行在本次并购浪潮中起到了重要的作用,先后发明了换股收购、管理层收购等新型收购方式,并通过大量发行垃圾债券为并购企业筹措资金。就我国情况来看,新旧动能转换也是当前经济发展进程的重要命题。从调整旧动能的角度来看,并购重组将有效协助产能过剩行业去产能、去库存,对我国经济结构调整、存量资源盘活的重要作用,预计2018、2019年并购重组交易数量将保持快速上升态势,交易规模有望持续增长。

**当前来看,并购重组的财务顾问收入占比依然较低,未来具有较大提升空间。**根据中国证券业协会统计,2017年69家券商的并购重组财务顾问业务收入合计37.49亿元,只占营业收入总和的0.99%,其中公司以3.45%的收入占比名列第6,前10名中仅有三家大型券商,除了公司以外,还有排名第3的中信建投(4.68%)和第7的中金公司(3.21%)。我们认为,并购重组业务与其他业务协同性较高,客户黏性高,能够带动再融资、IPO、可转债等业务的发展。不仅如此,在股权融资大幅下滑的市场环境下,投行优异的主动撮合能力和客户资源将有望保持业务收入平稳。整体来看,公司的并购重组业务优势明显,且收入增长空间巨大。

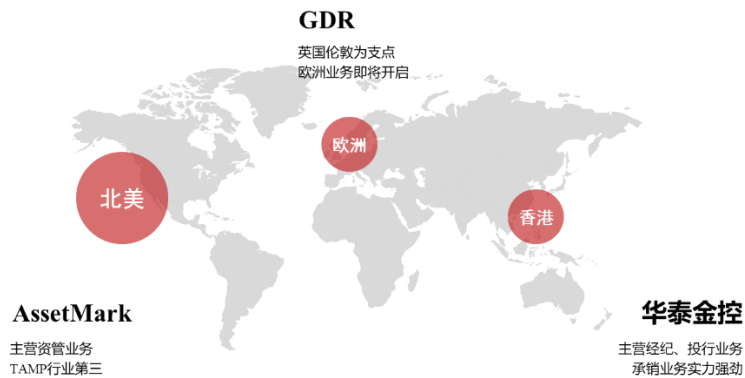
### 3.4国际业务:港、美、欧跨境布局三部曲

近年来,证券市场外资准入政策逐步放开,QDII、RQDII、沪深港通进一步扩容,QFII、RQFII汇出限制取消,A股也先后纳入MSCI和富时罗素指数体系。在资本市场双向开放持续推进,境内外市场互通进一步加深的背景下,券商的国际化发展也迎来了新的机遇。

华泰证券在国际战略布局方面具有先发优势。为了满足境内客户“走出去”和境外客户“走进来”的多元金融需求,公司在几年前就开始打造跨境金融服务平台,如今已形成覆盖香港和北美的国际业务综合服务体系,并将在下一阶段利用伦敦交易所挂牌(GDR)的机遇在英国、欧洲大陆提升品牌知名度,逐步开启欧洲市场的跨境业务布局。

从业绩来看,2017年公司的国际业务收入增长迅速,取得超过17亿元的收入,同比大增6.67倍,收入占比也大幅上升至8.35%,主要原因是集团在收购北美公司AssetMark后,在海外财富管理业务方面产生了较强的协同效应,华泰金控(香港)从中受益明显,贡献较大增量收入。2018年上半年公司国际业务延续快速发展势头,在各项传统业务承压的情况下保持稳健增长,收入同比增长39.32%,占总收入比例达到12.33%。在我国金融对外开放程度不断提高的大背景下,公司与海外平台的跨境联动将有望持续增厚自身利润,并为投行、经纪、资产管理等传统业务开辟新的市场空间,进一步增强全业务链体系的运行效率。

图表43：公司国际业务布局



资料来源：万联证券研究所

### 3.4.1 香港：华泰金控，国际业务起点

华泰金控（香港）是公司建立的第一个国际业务平台，业务范围主要集中在香港及亚太市场。其整体资本实力较强，实收资本为88亿港元，处于香港市场领先地位。

投行业务和经纪业务是华泰金控在香港市场的优势业务条线。投行业务方面，公司持续为客户提供高质量、多元化的融资服务，在股权、债券类服务方面均具有较强实力。2018年上半年公司参与完成IPO项目4个、股票配售项目1个、债券发行项目7个，合计承销家数12个，总交易发行规模为228.92亿港元。根据Dealogic数据，今年上半年香港市场募集资金规模超过5,000万美元的IPO中，华泰金控在保荐数量和募资金额两方面均为行业第3位，稳居第一梯队。经纪业务方面，华泰金控在金融科技领域布局上较为领先，拥有完善的产品和客户服务流程，为客户提供一站式资产配置和财富管理。截至上半年末，公司的证券类托管资产总量为145.73亿港元，股票交易总量为238.71亿港元；期货类托管资产总量为0.30亿港元，期货交易总量0.71万手。

此外，在研究和机构销售业务方面，华泰金控正在积极拓展业务覆盖范围，深化A+H研究一体化以及境内外销售团队合作，2018年上半年已经为超过7,500个客户提供研究报告及咨询服务；在股票衍生品业务方面，公司着力打造跨境衍生品业务平台，从而满足客户融资与风险管理等需求；在固定收益产品的销售、交易业务方面，公司持续提升投资管理能力，不断完善业务体系，提供多样化的海外金融产品；在资产管理业务方面，公司也不断增强自身主动管理能力，积极开发各类人民币资产管理产品，持续优化客户资产配置。2018年上半年，公司受托资金总额3,561.03亿港元（含AssetMark受托资金规模）。考虑到集团将在海外资管方面进一步加强多方互联协作与资源共享，预计华泰金控的受托资产规模也将随之稳步上升。

整体来看，华泰金控是集团实施国际战略的重要抓手，随着我国资本市场对外开放加快，集团境内外联动的一体化模式将日趋成熟，华泰金控的利润也有望不断增厚。

### 3.4.2 北美：AssetMark，北美TAMP行业领先者

Assetmark是北美市场领先的统包资产管理平台，作为第三方金融服务机构及技术平台，主要为投资顾问(RIAs)提供投资策略及资产组合管理、客户关系管理、资产托管等一系列服务。集团于2016年正式收购AssetMark，自收购以来Assetmark业绩表现强势，规模增长迅速。截至2017年末，AssetMark平台管理的资产总规模(AUM)达到424亿美元，较2016年底增长约31%。平台总计服务超过7,100名独立投资顾问、196,000个终端账户。此外超过900名独立投资顾问在2017年与AssetMark新签订合作协议。

2018年以来，在美国资本市场波动性加大的背景下，AssetMark仍然实现了较为稳健

的增长。截至上半年末，AssetMark管理的资产总规模、服务的独立投资顾问数量、以及管理的终端账户数量分别较2017年年底增长6.8%、2.6%和10.6%。此外，上半年有超过450名独立投资顾问与AssetMark新签订合作协议。根据Cerulli Associates的统计数据，截至2018年第一季度末AssetMark在行业中的市场占有率为9.7%，排名第三。

图表44: AssetMark发展历程



资料来源：公司公告，万联证券研究所

AssetMark在北美市场属于TAMP行业 (Turnkey Asset Management Program)，即独立的、第三方一站式统包资产管理平台，主要服务对象是注册投资顾问(RIAs)、经纪人以及家庭办公室。一般而言，TAMP提供包括共同基金、ETF、特定账户在内的一系列投资解决方案，可以帮助投资顾问更有效率地管理及服务客户。TAMP平台一般提供五种账户类型，分别是共同基金打包账户、交易所交易基金打包账户、独立资产管理账户、统一管理账户、统一管理家庭账户。五种账户的特点与区别如下：

**1) 共同基金打包账户 (Mutual Fund Wrap Accounts):** 平台供应商会对市场上的基金产品进行全面筛选,通过对基金经理开展尽职调查,并分析比较其投资业绩、策略,从而优选出一篮子共同基金产品。对于这一篮子基金产品,平台对客户收取较低的单一费率(低于各机构的市场要价)。共同基金打包账户的起投金额在近年来有所下滑,目前已经低至2.5万美元。

**2) 交易所交易基金打包账户 (ETF Wrap Accounts):** 也称ETF打包账户,和共同基金打包账户的区别在于账户内产品不同,前者是一篮子优质ETF,后者是一篮子优质共同基金。ETF直接在交易所交易,可以被动地跟踪股票、债券、大宗商品等指数。ETF打包账户的目标是在最小化成本的前提下向投资者提供基准指数的收益率,并免于佣金负担,总费用往往比共同基金打包账户更低。

**3) 独立资产管理账户 (Separately-Managed Accounts):** 由一系列个股组成的投资组合。这些投资组合是从市场专业资产管理机构获得的、为机构或高净值客户定制的一对一账户。每一个账户对应的投资决策都取决于双方确定的投资策略,个性化程度较高。独立资产管理账户的一个重要特点是,可以用不同个股之间的盈利和亏损相抵消的方法来优化税收效益,使税负最小化。账户的起投金额较前两类账户更高,通常在10万美元左右。

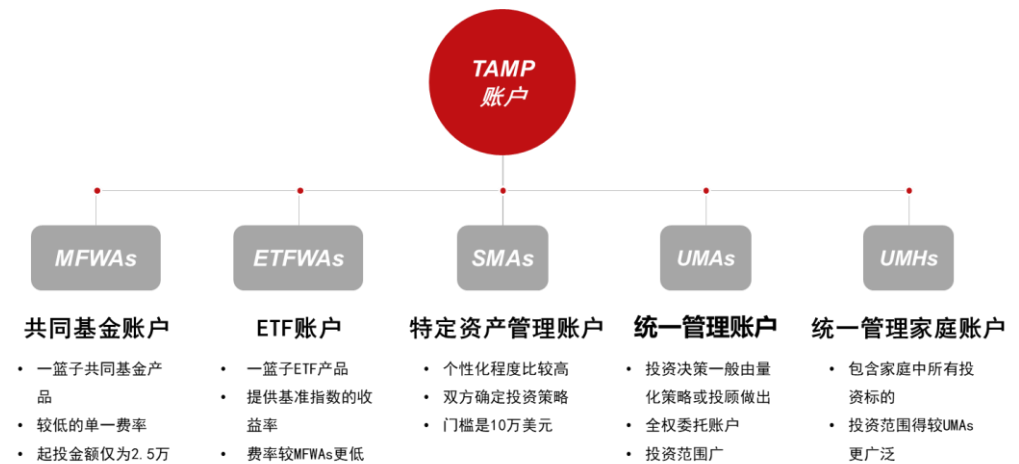
**4) 统一管理账户 (Unified Managed Accounts):** 几乎包含所有可投资的标的,如共同基金、ETF、股票、债券,投资决策一般由技术解决方案(量化策略)或投资顾问做出。与独立资产管理账户有所不同,统一管理账户不再局限于一对一账户,只需要一个账户即可进行全方位的投资,类似于FOF或者是MOM类型的统一管理,能使税务、

交易、投资组合再平衡等决策更优化。费用由平台供应商统一收取，并在平台、资管公司、基金公司之间进行再分配。

**5) 统一管理家庭账户 (Unified Managed Household Accounts):** 覆盖资产是一个家庭中所有个体账户的集合，与家庭理财办公室的概念相仿。在统一管理账户的基础上增加了包括不动产、私人公司等投资标的，投资管理服务范围得到极大扩展。统一管理家庭账户能覆盖整个家庭，以尽量减少交易成本和税负，能够在一定程度上提高客户的粘性。家庭理财办公室所用的方法，这种方法能够提高客户的粘性。

TAMP管理的资产规模多年来维持高速增长。30年来，TAMP平台管理的资产规模由不足10亿美元资产增长到了超过2500亿美元，年化增长率为32%。Cerulli Associates的最新统计数据显示，截至2018年第一季度末，AssetMark在美国TAMP行业中的市场份额为9.7%，排名第三，前两位为别是Investnet和SEI。

图表45: TAMP账户分类



资料来源: 万联证券研究所

我们认为，AssetMark对于公司的价值主要来自四方面：

**1) 借鉴业务运作模式，推进公司财富管理转型。** AssetMark的中后台体系已经相当成熟，训练投顾队伍，对接投顾培训等环节均处于业内领先地位。通过借鉴AssetMark的中后台运作模式，华泰证券可以加速对于财富管理业务流程的改造，从原来的促使客户多做交易转向鼓励客户进行资产配置。公司已经在财富管理领域具有较强的客户基础，客户总数超过1200万，证券托管总额为2.7万亿元，目前基本只收取万二到万三的交易佣金，盈利模式较为低效。但如果将这些客户资产部分转化为公司直接管理的、或提供投资咨询服务的资产，将产生巨大的增量收入。假设2.7万亿的托管资产总额中有5%被进一步开发，转化为财富管理类资产，以1%的平均管理费计算，即可新增业务收入13.5亿元。

**2) 满足高净值客户海外资产配置需求。** 公司作为拥有最多经纪业务客户的国内券商，1200万客户中的包含相当比例的高净值客户，从而产生大量海外投资需求。目前，绝大部分高净值客户在境外的资产多投资于房地产或存入外资银行，其他配置占比有限，而AssetMark提供的被动型投资产品恰好能够契合这一需求。在监管允许的范围内，公司未来会和AssetMark在北美市场投资、产品开发、客户导流等方面开展深入合作。

**3) 利于实现技术嫁接，推进投顾支持技术升级。** AssetMark平台上提供的多元投资解决方案、一站式资产管理体系、业务流程等，公司在技术层面上可以直接进行借鉴和嫁接，并将AssetMark体系化的对外服务的模式转而运用到自身投顾体系中，从而赋予投顾团队强大的技术支持。

**4) 捕捉行业发展机遇，有效增厚国际业务利润。**在战略性协同之外，Assetmark未来的利润空间也不可忽视。目前TAMP市场仍然具有优质的增长环境，在美国成熟的市场环境下，许多理财师倾向于独立运作，并对服务外包有偏好，按资管规模收费的模式也得到了普遍认可，未来行业增速可期。Assetmark的核心客户群体是管理5000万到2亿资产的独立财务顾问，在这个区间的目标客户总共有10万个，而Assetmark目前的客户只有6000个，仅占总量的6%，未来发展空间巨大。

此外，值得注意的是，华泰证券董事会已于2018年8月30日审议通过AssetMark在美国上市的提议。此次分拆上市后，公司仍将保持对AssetMark的控制权。AssetMark境外上市有助于进一步巩固自身的核心竞争力，促进公司的国际化业务布局，并有利于提升公司作为控股股东的国际影响力和投资回报。

### 3.4.3 欧洲：GDR领跑，以伦敦为支点的欧洲战略

2018年9月25日，华泰证券发布公告称，将发行全球存托凭证（Global Depository Receipts，简称GDR）并申请在伦敦交易所上市。公司将成为“沪伦通”落地后第一家在伦交所发行GDR的A股上市公司，且有望成为首家内地、香港和伦敦三地上市（A+H+G）的券商。

此前监管层已经独家多次表态争取在年底开通沪伦通。根据设计方案，沪伦通指符合条件的两地上市公司，可以发行存托凭证（DR）并在对方市场上市交易。包括东西双向业务，即伦敦交易所由存托人签发，以境外证券为基础在中国境内发行、代表境外基础证券权益的CDR，以及上海证券交易所由存托人签发，以境内证券为基础在伦敦市场发行，代表境内基础证券权益的GDR。

根据公司公告，此次在伦敦交易所募集资金将不低于5亿美元。募资的具体用途包括三方面：一是持续投入现有主营业务，进一步强化公司财富管理、机构服务、投资管理三大板块的行业竞争优势；二是支持国际业务内生及外延式增长，扩展海外战略布局，公司在公告中首次提及欧洲的布局战略，为国际业务发展进一步打开想象空间；三是补充营运资本及满足一般企业用途。

我们认为，GDR的发行可以为公司打通境外融资渠道，进一步提升资本金实力。更重要的是，公司还将借此开启欧洲业务布局，打开亚太、北美以外的第三个国际业务发展方向。对于刚刚完成定增并募资142亿元的华泰证券来说，补充资本金的需求其实并不迫切，而且5亿美元的规模相较于公司当前的体量而言也并不大。之所以选择发行GDR，公司管理层的主要考虑依然是延展国际业务布局以及提升品牌知名度。整体而言，在国内资本市场对外开放步伐加速的背景下，公司发行GDR是资本市场双向开放的又一个标志性事件，也是公司进一步转型国际化券商的重要环节。

### 3.5 资管业务：主动管理领先，私募股权发展迅速

资产管理方面，华泰证券的业务核心是券商资管，其整体规模和主动管理能力均居于行业前列，与公司的综合实力相匹配。而在券商资管以外，公司近年来也积极推进私募股权基金和公募基金业务的发展，未来三者有望形成协同效应，共同构建集团的大资管业务体系。

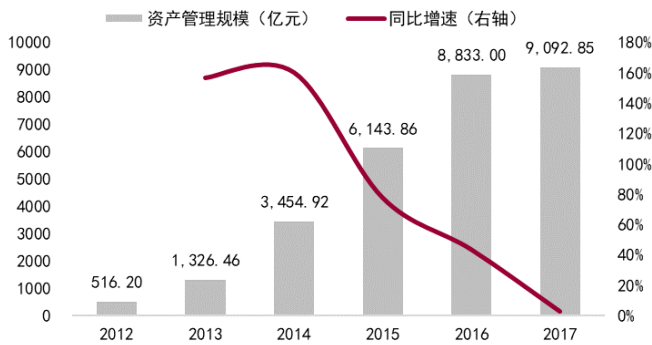
1) 公司的券商资管业务主要依托子公司华泰资管开展。华泰资管在业内具有明显的资产规模优势，根据基金业协会统计数据，2017年四季度华泰资管月均资产管理规模达到7,885.62亿元，排名行业第2位；月均主动管理业务规模达到2,401.87亿元，行业排名第4位。虽然两项规模均处于业内领先地位，但发展趋势却不尽相同：公司的月均资管规模呈现快速下滑趋势，四季度不足8000亿元的规模较一季度9708.41亿元的高点规模已经明显回落；而月均主动资管规模则相对持稳，过去几个季度始终维持在2400亿元左右的水平。两者的相异走势反映了公司积极收缩被动资管（通道业务）

规模的动向以及推进主动管理转型的决心，2017年底主动资管规模（月均）占比达到30.45%，较年初的25.50%有较大幅度上升。2018年上半年来看，公司在月均资管规模和月均主动资管规模两方面保持行业第2和第4的位置，表现较为稳健。

其实，当前公司资管业务的结构调整是最近三年业务调整转型的延续。自2015年以来，在去通道、净值化的大趋势下，券商资管规模增速迅速回落，华泰资管也不例外。2013和2014年，公司资管规模的增速均超过150%；2015年，该数值在严监管的压力下迅速下滑为77.83%，2016年更是下降至44.77%；而到了2017年，规模增速已经仅有2.94%。增速方面的快速下滑反映出公司面对新的监管环境，迅速切换思路，放缓规模扩张的步伐，转向以主动管理为核心的业务模式。该模式下，公司的资管业务收入依然维持较高增长，形成了规模与收入的背离走势。2017年来看，公司资管业务收入达到23.06亿元，同比大增121.64%。

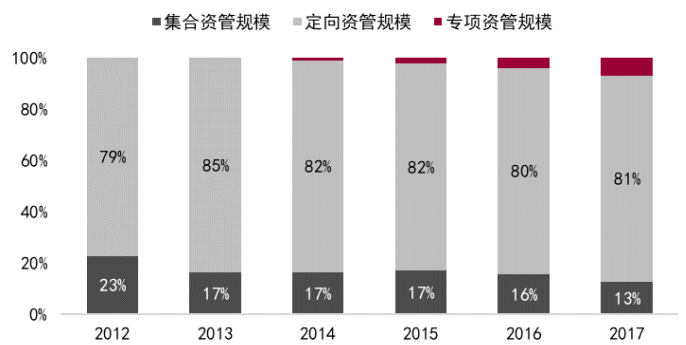
从具体产品的角度来看，公司在2017年的集合资产管理计划83只，合计规模1,148亿元，产品线日趋均衡，固收投资保持优势，权益投资业绩也有提升；管理定向资产管理计划755只，合计规模7,326亿元，公司正在该类产品中积极提升主动管理能力，在银证业务稳步发展的基础上，委外投资也实现了正收益；管理专项资产管理计划58只，合计规模619亿元，在消费金融、租赁、供应链、金融同业等领域保持优势，并在不动产金融、国际化领域有所突破。

图表46：公司资管规模情况（亿元）



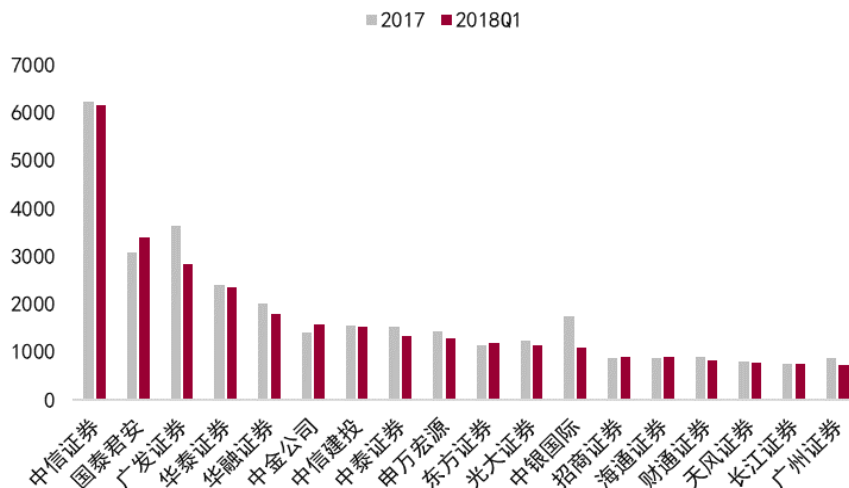
资料来源：wind，万联证券研究所

图表47：华泰证券资管业务结构（%）



资料来源：wind，万联证券研究所

图表48：券商主动资管月均规模（亿元）



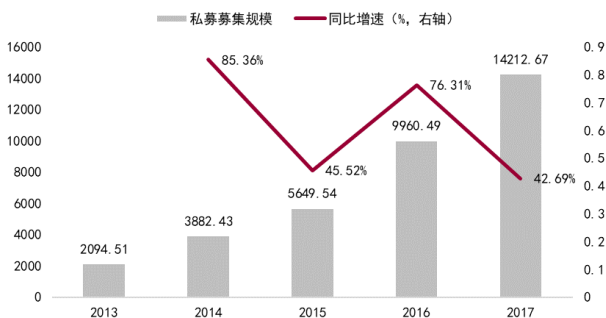
资料来源：基金业协会，万联证券研究所

展望公司资管业务在下一阶段的发展，我们认为资管新规依然是重中之重。2018年5月资管新规正式落地，过渡期延长一年半至2020年底。**资管新规对于券商资管的影响主要在两方面：一是通道业务的持续收缩。**证券业协会数据显示，2017年底券商资管规模为16.88万亿，其中定向类业务规模14.39万亿，占比85.25%，较前期高点已经明显收缩。定向资管产品代表的通道业务由于费率较低，本身对于券商的影响较弱。以4%的费率计算，通道类资管业务收入为57.56亿元，占券商2017年总收入的比重不足2%，对券商业绩影响较为有限。**另一方面的影响是集合资管中资金池业务将面临全面清除。**根据我们的估计，资金业务规模大约为2000亿，平均费率在0.5%左右，贡献收入约占券商2017年总收入的0.3%，影响相对微弱。在资管新规正式落地的背景下，公司作为行业领先的大型券商，将发挥资管规模和投资能力的固有优势，不断推进主动管理转型，在优化业务结构的同时有望保持收入的稳健增长。

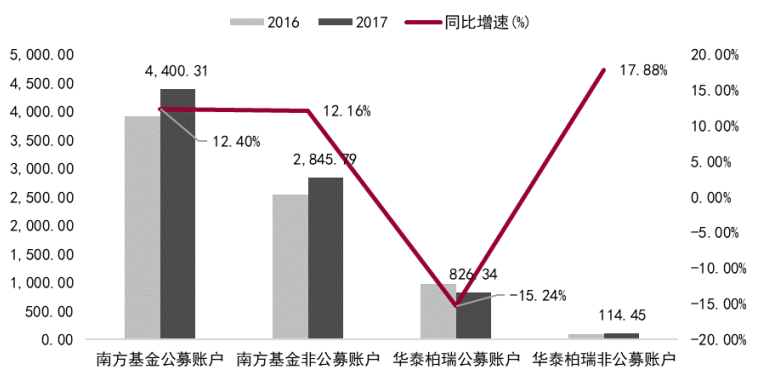
2) 公司的私募股权基金业务由子公司华泰紫金投资负责。近年来，私募股权投资面临行业转型挑战，但新业务机遇也逐渐涌现。随着供给侧结构性改革与实体经济转型的推进，私募股权投资业务作为直接服务实体经济的重要力量，正在加速发展。据清科研究中心私募通统计，2017年中国私募股权机构新募集基金2,533只，较2016年增加51.22%；募集规模合计14,212.67亿元，较2016年大增42.69%。而2018年以来，随着资管新规的落地和私募监管的进一步加强，私募股权市场开始面临更加严峻的考验，市场新募集金额有所萎缩，募资市场头部聚集效应开始。

在日益激烈的市场竞争中，华泰紫金投资积极适应监管变化，围绕系列监管政策法规进行规范整改，健全“募投管退”全方位投资服务体系，不断优化以投研联动为核心的发展模式。截至2018年上半年末，公司合计设立私募股权投资基金18只，合计认缴规模426.39亿元，合计实缴规模368.65亿元。此外，公司在上半年设立及追加投资的私募股权投资基金实施投资项目合计42家，其中股权投资类项目36家，债权投资类项目6家；投资金额合计23.43亿元，其中股权投资类项目金额为21.66亿元，债权投资类项目金额为1.77亿元。

图表49：私募股权募集资金规模（亿元）



图表50：公募基金近年资管规模（亿元）



资料来源：清科研究中心，万联证券研究所

资料来源：公司公告，万联证券研究所

3) 公募基金方面，公司积极推进参股公司南方基金与华泰柏瑞开展基金的业务发展。两家基金公司均有健全完善的风控体系，且能够提供丰富多元的产品库以及一站式基金管理服务。其中南方基金更是业内领先老牌基金公司，成立20年来，经历了多轮牛熊市考验，取得稳健的业绩成绩。2017年来看，南方基金旗下有超过40只基金的年度收益率在10%以上，超过20只基金当年度收益率在20%以上。

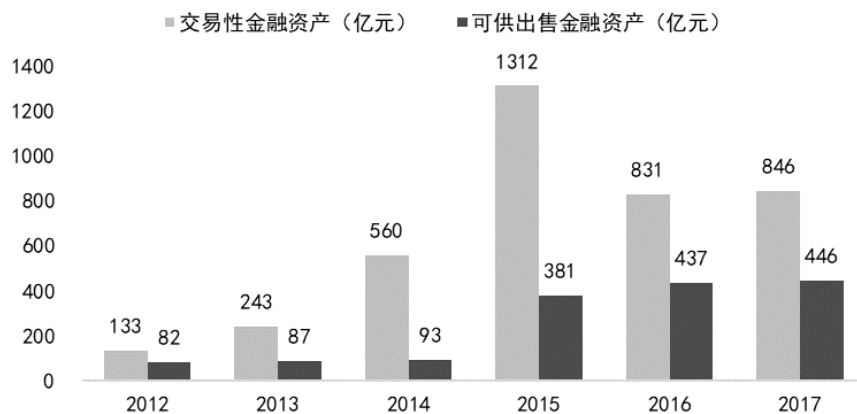
规模方面，截至2017年末，南方基金管理资产规模合计7,246.10亿元，其中，公募业务管理基金数量合计153个，管理资产规模合计4,400.31亿元，同比增长12.40%；非公募业务管理资产规模合计2,845.79亿元，同比增长12.16%。华泰柏瑞资产管理业务方面，管理资产规模合计940.78亿元，其中，公募业务管理基金数量合计57个，管理资产规模合计826.34亿元，同比下滑15.24%；非公募业务管理资产规模合计114.45亿元，同比增长17.88%。2018年以来，两家基金保持规模稳增长势头。截至2018年上半年末，南方基金资管规模合计7,786.27亿元，其中公募业务规模5,011.51亿元；非公募业务规模2,774.76亿元。华泰柏瑞资管规模合计1,025.10亿元，其中公募规模886.17亿元；非公募业务规模138.93亿元。

### 3.6 自营业务：场内外业务同步发展，长期股权增厚利润

华泰证券的自营投资主要由三部分组成：1) 权益投资方面，公司以自有资金开展股票和ETF的投资交易。投资团队以绝对收益为目标，在A股和H股市场深入开展行业及个股研究，聚焦优质白马蓝筹，取得了行业领先的收益水平。此外，公司秉持多元投资的理念，积极开展衍生工具投资研究，并从事交易所金融产品做市服务。2) 固收投资方面，公司正在逐步完善FICC体系，并在过去三年逐步提升固收投资占自营盘比重，2015年为33%，2016年为40%，2017年已升至54%。公司的投资重点逐步向固定收益倾斜，一方面是由于近一年以来股债市场的分化走势，另一方面也是处于公司对于稳健经营以及平滑投资收益方面的追求。在债券配置中，公司也通过减少信用债持仓比例，不断提高资产稳定性，降低信用风险。3) 场外交易市场方面，公司为客户提供及交易OTC金融产品，具体包括权益类收益互换、收益凭证等，产品种类正在逐步多元化。

2017年来看公司投资总收益（含公允价值变动）为80.28亿元，同比增加101.89%，在行业中居于领先地位。公司良好的自营表现主要有两个原因，一是由于投资风格较为稳健，受益蓝筹行情。尽管权益投资占比在2017年被压缩至18%，但由于持仓的蓝筹股受到17年二季度以来的行情催化，走势良好，整体收益依然大幅向上；二是在固收投资中，团队较好地把握了利率债的阶段配置窗口，在债市整体低迷的情况下依然取得了相对稳健的收益。

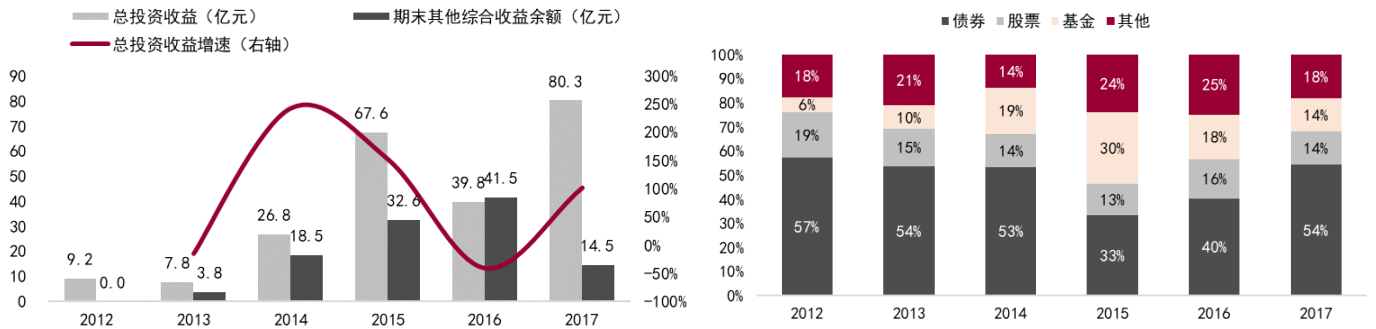
图表51：公司自营资产情况（亿元）



资料来源：wind，万联证券研究所

图表52：公司投资收益情况（亿元）

图表53：公司自营盘情况（%）



资料来源: wind, 万联证券研究所

资料来源: wind, 万联证券研究所

长期股权方面投资也大幅增厚了公司自身利润。2017年, 公司长期股权投资的主要对象由两家增至三家。除原有的南方基金(45%)和华泰柏瑞基金(49%)以外, 江苏银行也被纳入长期股权投资范畴。公司作为江苏银行的第三大股东, 投资金额超过50亿元, 持股比例为5.54%。公司于2017年底变更江苏银行的会计核算方法, 从可供出售金融资产变更为长期股权投资。此前, 公司对江苏银行并不具有控制或者共同控制, 持有的股权仅作为财务投资, 确认为可供出售金融资产并以公允价值计量。但在江苏省国资委的要求下, 公司决定充分行使股东权利, 发挥对江苏银行董事会的影响力, 将财务投资转为战略投资, 会计科目方面也改为按长期股权投资权益法核算。在原计量方式下, 江苏银行股价变动会直接影响公司的净资产, 但调整为长期股权投资权益法后, 江苏银行合并报表净利润将按照持股比例直接影响公司净利润, 但其短期股价波动不再对公司构成影响, 这将有利于提升公司业绩稳健性。

整体来看, 2017年公司长期股权投资为88.96亿元, 同比大增163.43%。其对联营及合营企业的投资收益为5.40亿元, 其中南方基金、华泰柏瑞基金和江苏银行分别贡献4.05亿元、0.86亿元和0.05亿元的投资收益, 合计占比为91.86%。而2017年上半年, 公司的长期股权投资延续强势。截至上半年末, 公司长期股权投资资产为102.00亿元, 大增14.66%, 实现联营与合营企业投资收益9.67亿元, 同比增幅超过300%, 其中对江苏银行和南方基金的投资收益分别为3.62亿元和2.27亿元。此外华泰瑞联基金和华泰紫金股权投资基金也分别贡献超过1亿元的投资收益。

## 4、投资建议: 转型布局塑造标的的差异性, 新龙头地位稳固

### 4.1 投资逻辑

1) 互联网战投助力, 线上引流发展可期。2018年8月公司完成142亿定增, 其中阿里巴巴和苏宁易购分别认购35亿元和34亿元, 两家电商巨头将与公司形成战略合作关系。预计公司线上客户引流能力将获得明显提升, 业务转型战略将加速推进。

2) 财富管理转型塑造差异性, 境外布局协同发展。公司处于经纪业务中的龙头地位, 保持股基交易市占率第一的同时重点推进财富管理转型, 进一步打造差异化的业务模块。控股子公司AssetMark在美国市场保持快速发展, 其投顾服务领域的技术和经验, 将持续对公司转型发展形成重要的协同效应。

3) 投行业务优势依旧, 新经济驱动发展可期。行业对外开放大格局下, 监管层扶优限劣思路明确, 公司作为大型券商受益监管资源倾斜。在扶持新经济的背景下, 公司股权承销和并购重组业务有望进一步扩张规模。

4) 率先登陆伦交所, A+H+G券商开启欧洲布局。公司将成为“沪伦通”落地后第一家在伦交所发行GDR的A股上市公司。作为首家A+H+G券商, 除了进一步打通境外融资

渠道外，公司还将借此开启欧洲业务布局，形成香港、北美、欧洲三地跨境联动，打开新的想象空间。

#### 4.2 盈利预测与估值

预计公司2018-2020年的营业收入分别是218亿元、233亿元和245亿元，同比增长分别是3.50%、6.72%和5.13%；归母净利润分别为97亿元、103亿元和110亿元，同比增速为4.05%、6.55%和6.70%。当前股价（13.92元）对应的P/B分别为1.07、1.00和0.93倍，维持“买入”评级。

### 5、风险提示

二级市场持续下行；行业资产质量整体下滑；财富管理转型不及预期

资产负债表 (单位: 百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
<b>资产:</b>				
货币资金	76,898	105,497	82,960	106,685
其中: 客户存款	49,872	73,066	47,286	70,654
结算备付金	16,579	23,726	16,714	24,376
其中: 客户备付金	15,431	22,349	15,199	22,710
拆出资金				
<b>融出资金</b>	<b>59,991</b>	<b>68,061</b>	<b>79,592</b>	<b>85,714</b>
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	84,550	131,150	133,386	137,465
衍生金融资产	392	470	541	811
<b>买入返售金融资产</b>	<b>61,805</b>	<b>80,347</b>	<b>96,416</b>	<b>101,237</b>
应收款项	1,980	2,199	2,549	3,039
应收利息	5,631	5,836	6,072	6,329
存出保证金	7,302	7,302	7,302	7,302
<b>可供出售金融资产</b>	<b>44,583</b>			
以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产		21,000	26,656	32,712
持有至到期投资	0	5	5	5
以摊余成本计量的金融资产				
<b>长期应收款</b>				
长期股权投资	8,896	8,896	8,896	8,896
投资性房地产	845	845	845	845
固定资产	3,678	4,046	4,450	4,895
在建工程	59	69	74	83
无形资产	5,138	5,138	5,138	5,138
商誉	1,972	1,972	1,972	1,972
长期待摊费用	81	81	81	81
递延所得税资产	473	473	473	473
其他资产	629	629	629	629
<b>资产总计</b>	<b>381,483</b>	<b>467,741</b>	<b>474,749</b>	<b>528,687</b>
<b>负债:</b>				
短期借款	0	0	0	0
应付短期融资款	26,656	31,408	34,698	36,577
拆入资金	7,030	8,283	9,151	9,647
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	14,381	16,945	18,720	19,734
衍生金融负债	1,642	1,807	1,987	2,186
卖出回购金融资产款	24,922	29,364	32,440	34,197
代理买卖证券款	59,718	85,960	56,292	84,112
代理承销证券款	31	34	39	44
信用交易代理买卖证券款	7,618	8,671	10,140	10,920
应付职工薪酬	2,669	2,887	3,121	3,366
应交税费	978	1,207	1,170	1,195
应付款项	6,445	6,647	6,864	7,090
应付利息	2,383	2,084	2,455	2,806
应付股利	13	13	13	13
预计负债	0			

长期借款	0			
应付债券	77,198	90,959	100,487	105,931
长期应付职工薪酬	6,079	7,171	8,338	9,564
递延所得税负债	1,931	2,276	2,514	2,650
递延收益	12	12	12	12
其他负债	53,186	62,667	69,231	72,982
<b>负债合计</b>	<b>292,893</b>	<b>358,394</b>	<b>357,672</b>	<b>403,027</b>

**股东权益**

股本	7,163	8,252	8,252	8,252
资本公积	45,821	58,865	58,865	58,865
其他综合收益	1,448	840	1,066	1,636
盈余公积	3,919	4,692	5,412	6,180
一般风险准备	10,008	12,421	14,478	16,673
未分配利润	18,977	22,661	27,273	32,198
<b>归属于母公司股东权益</b>	<b>87,336</b>	<b>107,731</b>	<b>115,346</b>	<b>123,803</b>
少数股东权益	1,254	1,616	1,730	1,857
<b>股东权益合计</b>	<b>88,590</b>	<b>109,347</b>	<b>117,076</b>	<b>125,660</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>381,483</b>	<b>467,741</b>	<b>474,749</b>	<b>528,687</b>

**利润表 (单位: 百万元)**

	2017	2018E	2019E	2020E
<b>一、营业收入</b>	<b>21,109</b>	<b>21,848</b>	<b>23,332</b>	<b>24,528</b>
手续费及佣金净收入	8,682	9,214	9,319	9,907
其中: 经纪业务手续费净收入	4,210	4,417	3,983	3,931
投行业务手续费净收入	2,039	2,264	2,582	2,925
资管业务手续费净收入	2,306	2,374	2,556	2,812
利息净收入	3,600	4,311	4,768	4,856
投资收益	8,909	7,801	8,616	9,117
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	540	425	460	470
公允价值变动净收益	(342)	169	262	267
汇兑收益	(38)	63	77	91
其他业务收入	222	222	222	222
资产处置收益	7			
其他收益	68	68	68	68
<b>二、营业支出</b>	<b>10,260</b>	<b>10,101</b>	<b>10,855</b>	<b>11,261</b>
税金及附加	152	158	168	177
业务及管理费	9,750	9,722	10,383	10,915
资产减值损失	259	134	187	95
其他业务成本	99	87	117	74
<b>三、营业利润</b>	<b>10,848</b>	<b>11,747</b>	<b>12,477</b>	<b>13,267</b>
加: 营业外收入	760	353	442	518
减: 营业外支出	24	45	29	32
<b>四、利润总额</b>	<b>11,585</b>	<b>12,055</b>	<b>12,890</b>	<b>13,754</b>
减: 所得税	2,177	2,266	2,449	2,613
<b>五、净利润</b>	<b>9,408</b>	<b>9,789</b>	<b>10,441</b>	<b>11,140</b>
其中: 归属于母公司股东的净利润	<b>9,277</b>	<b>9,652</b>	<b>10,284</b>	<b>10,973</b>
少数股东损益	131	137	157	167

单位：百万元	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	21,109	21,848	23,332	24,528
手续费及佣金净收入	8,682	9,214	9,319	9,907
经纪业务手续费净收入	4,210	4,417	3,983	3,931
投行业务手续费净收入	2,039	2,264	2,582	2,925
资管业务手续费净收入	2,306	2,374	2,556	2,812
利息净收入	3,600	4,311	4,768	4,856
投资收益	8,909	7,801	8,616	9,117
公允价值变动损益	-342	169	262	267
营业支出	10,260	10,101	10,855	11,261
归属于母公司股东净利润	9,277	9,652	10,284	10,973
归属于母公司股东净资产	87,336	107,731	115,346	123,803
营业收入增速	24.78%	3.50%	6.79%	5.13%
归属于母公司股东净利润增速	47.94%	4.05%	6.55%	6.70%
归属于母公司股东净资产增速	3.53%	23.35%	7.07%	7.33%
ROE	10.81%	9.90%	9.22%	9.18%
EPS	1.12	1.17	1.25	1.33
BVPS	10.58	13.06	13.98	15.00
P/E (A)	12.38	11.90	11.17	10.47
P/B (A)	1.32	1.07	1.00	0.93
P/E (H)	8.16	7.84	7.36	6.90
P/B (H)	0.87	0.70	0.66	0.61

资料来源：万联证券研究所

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里大街28号中海国际中心