

华泰证券 (601688.SH)

公司快报

非银行金融 | 证券 III

投资评级

买入-A(上调)

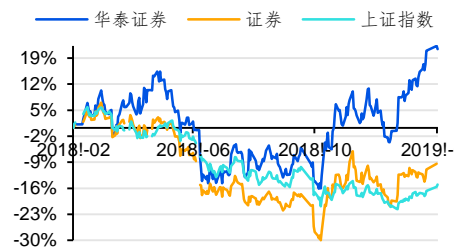
股价(2019-02-12)

19.80 元

交易数据

总市值(百万元)	163,379.70
流通市值(百万元)	107,785.72
总股本(百万股)	8,251.50
流通股本(百万股)	5,443.72
12个月价格区间	13.70/20.07 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.8	14.76	34.01
绝对收益	11.42	17.57	19.38

分析师

崔晓雁

SAC 执业证书编号: S0910519020001

18616850201

相关报告

 华泰证券: 龙头券商实力彰显——华泰证券
 2017 年中报点评 2017-08-15

自然人客户储备丰富的头部券商

投资要点

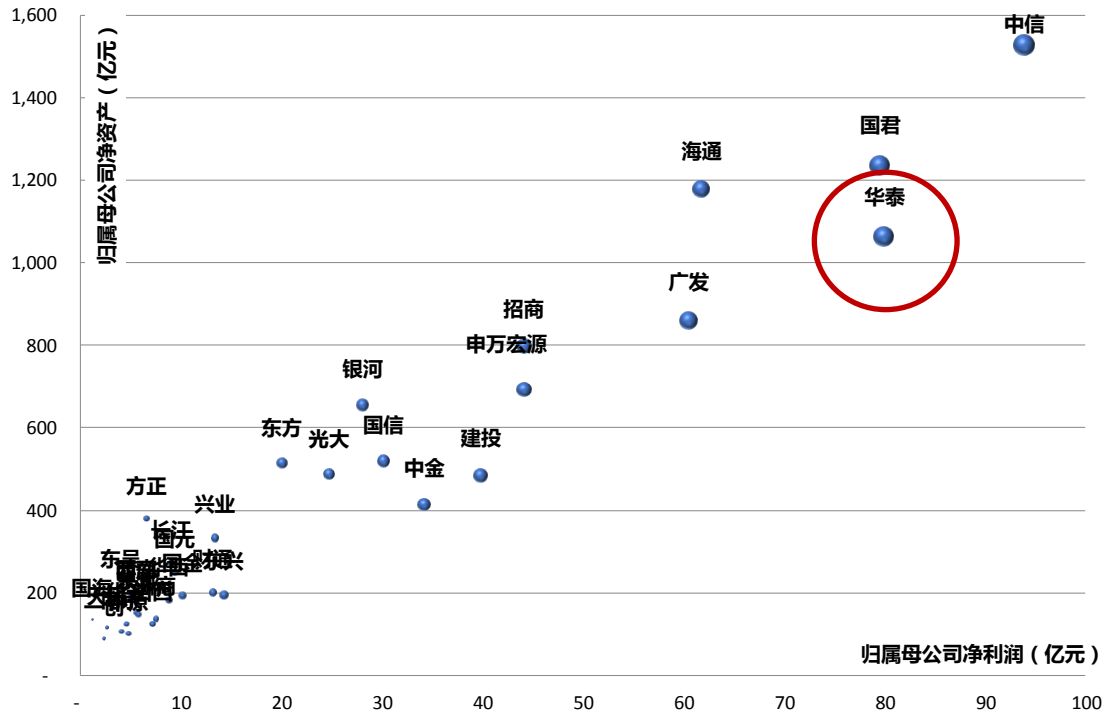
- ◆ **首次覆盖, 给予“买入-A”评级:** 华泰综合实力居行业前列, 资本实力、风控能力等表现突出。自然人客户储备丰富, 资管业务表现优异和财富管理潜力巨大; 机构业务正在奋起直追。目前股价对应 2019-20E P/B 1.46x 和 1.40x, 处于历史底部区域。首次覆盖给予买入-A 评级。
- ◆ **自然人客户储备丰富, 资产管理和财富管理潜力巨大:** 受益于 2013-15 年的激进扩张, 华泰经纪份额居行业首位, 且以自然人客户为主。庞大的自然人客户储备不但为公司带来稳定的经纪佣金收入, 也为资产管理、财富管理和国际业务提供了发展基础。公司资管表现优异, 2016 年以来持续逆势增长; Q218 月均 AUM 9,228 亿元, 居行业第二位, 2014 年以来 CAGR 33%。公司财富管理移动端平台“涨乐财富通”月度活跃用户数已连续三年多位居券商 App 榜首, 成为获取零售客户和归集客户资产的核心载体, 在券商金融科技方面领先地位明显。
- ◆ **机构业务全业务链体系已搭建:** 华泰致力于成为兼具本土优势和全球视野的一流综合金融集团。为顺应机构化趋势, 公司搭建起以投行为龙头, 以机构销售为纽带, 整合投资交易、研究、PB 的全业务链体系。公司 H118 并购交易项目数和 IPO 过会率领先同业; 投资交易平台不断丰富交易策略并积极创设各类金融产品; 托管业务聚焦重点区域, 业务规模和市场地位稳步提升。
- ◆ **投资建议:** 基于 2019-20 年 A 股市场股票日均成交额分别 4000 和 4400 亿元的假设, 我们预测公司 2018-20 年 EPS 分别为 0.75、0.94 和 1.10 元, 同比-33%、+25% 和 +17%。ROE 分别为 9.53%、5.66% 和 6.77%。基于 PB/ROE 估值法, 给予目标价 23.01 元, 对应 2019E 目标 PB 1.70x (参考 2011-13 年 ROE 平均 6.0% 时公司平均估值), 买入-A 评级。
- ◆ **风险提示:** 股市回暖低于预期; 行业竞争加剧致佣金率下滑、信用业务利率下滑超预期; 监管加强致业务受限、监管处罚; 信用业务坏账率超预期等。

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	16,917	21,109	16,512	20,467	23,715
同比增长(%)	-35.6%	24.8%	-21.8%	24.0%	15.9%
营业利润(百万元)	8,398	10,848	8,459	10,112	11,866
同比增长(%)	-41.1%	29.2%	-22.0%	19.5%	17.3%
净利润(百万元)	6,271	9,277	6,194	7,723	9,074
同比增长(%)	-41.4%	47.9%	-33.2%	24.7%	17.5%
每股收益(元)	0.88	1.30	0.75	0.94	1.10
PE	22.6	15.3	26.4	21.2	18.0
PB	1.68	1.62	1.52	1.46	1.40

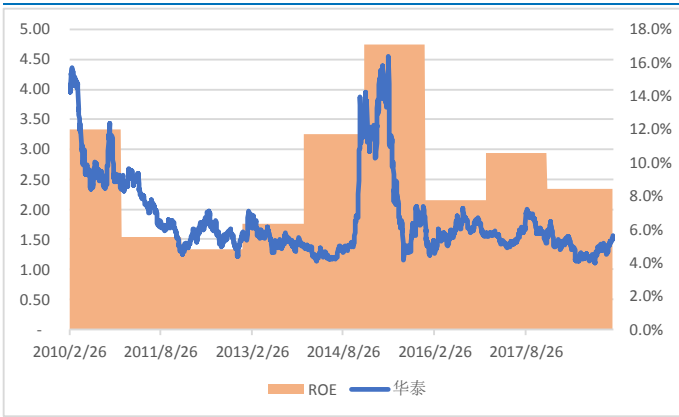
数据来源: 贝格数据华金证券研究所

图 1：证券行业竞争格局（2018E）



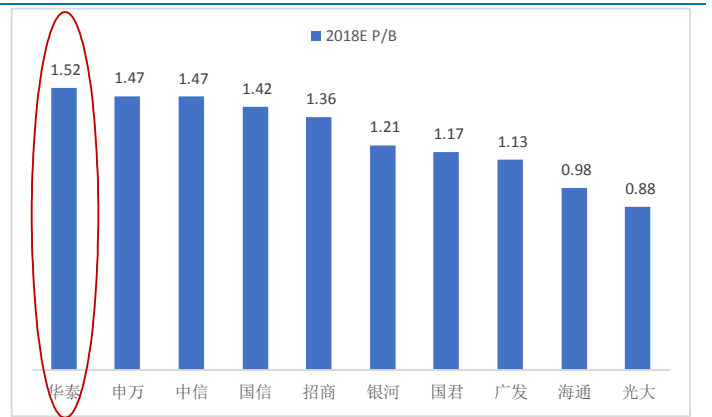
资料来源：上市公司公告，华金证券研究所估算

图 2：华泰证券历史 PB 与 ROE



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 3：华泰证券与可比公司估值比较



资料来源：WIND，华金证券研究所

表 1: 华泰证券利润表 (单位: 百万元)

项目	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	16,917	21,109	16,512	20,467	23,715
手续费及佣金净收入	8,848	8,682	7,710	8,384	9,422
代理买卖证券业务净收入	5,429	4,210	3,368	3,368	3,705
证券承销业务净收入	2,097	2,039	1,600	2,000	2,400
受托客户资产管理业务净收入	1,040	2,306	2,442	2,686	2,954
利息净收入	3,484	3,600	2,415	2,890	3,129
投资净收益	4,770	8,916	5,412	7,977	9,947
其中: 联营和合营企业投资收益	454	540			
公允价值变动净收益	-340	-342			
汇兑净收益	-14	-38	32	32	32
其他收益		68	250	250	250
其他业务收入	169	222	935	935	935
营业支出	8,519	10,260	8,053	10,355	11,849
税金及附加	451	152	120	120	120
管理费用	8,013	9,750	7,678	9,415	10,909
资产减值损失	-37	259			
信用减值损失			55	500	500
其他业务成本	93	99	320	320	320
营业利润	8,398	10,848	8,459	10,112	11,866
加: 营业外收入	213	760			
减: 营业外支出	18	24			
其中: 非流动资产处置净损失					
利润总额	8,593	11,585	8,459	10,112	11,866
减: 所得税	2,074	2,177	2,115	2,225	2,611
加: 未确认的投资损失					
净利润	6,519	9,408	6,344	7,888	9,255
减: 少数股东损益	249	131	150	165	182
归属于母公司所有者的净利润	6,271	9,277	6,194	7,723	9,074

资料来源: 上市公司公告, 华金证券研究所

表 2: 华泰证券资产负债表 (单位: 百万元)

项目	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
资产:					
货币资金	113,667	76,898	76,000	79,800	83,790
其中: 客户资金存款	68,437	49,872	49,290	51,754	54,342
结算备付金	27,360	16,579	18,000	18,900	19,845
其中: 客户备付金	26,132	15,431	16,754	17,592	18,472
拆出资金					
融出资金	56,605	59,991	47,000	51,700	56,870
公允价值计量且变动计当期损益	83,107	84,550	115,000	126,500	139,150
公允价值且变动计其他综合收益			30,000	33,000	36,300
衍生金融资产	107	392	2,000	2,200	2,420
买入返售金融资产	46,331	61,805	55,000	55,000	55,000
应收款项	991	1,980	3,000	3,000	3,000
应收利息	4,154	5,631	6,600	6,600	6,600
存出保证金	8,159	7,302	9,200	9,200	9,200
可供出售金融资产	43,737	44,583			
持有至到期投资	5				
长期股权投资	3,377	8,896	11,000	12,100	13,310
固定资产	3,567	3,737	3,700	4,070	4,477
无形资产	5,509	5,138	5,400	5,940	6,534
商誉	2,091	1,972	2,000	2,000	2,000
递延所得税资产	556	473	300	3,800	3,800
投资性房地产	1,130	845	800	850	850
其他资产	995	710	15,000	8,016	8,778
资产总计	401,450	381,483	400,000	422,676	451,924
负债:					
短期借款	460		1,200	1,320	1,452
应付短期融资款	1,621	26,656	22,000	25,000	27,500
拆入资金	6,650	7,030	8,900	8,900	8,900
公允价值计量且变动计当期损益	27,920	14,381	11,000	11,000	12,100
衍生金融负债	864	1,642	800	880	968
卖出回购金融资产款	19,463	24,922	40,000	38,000	41,800
代理买卖证券款	92,729	67,336	61,000	64,050	77,853
代理承销证券款	1	31	15	200	200
应付职工薪酬	2,517	2,669	1,500	1,500	1,500
长期应付职工薪酬	4,988	6,079	6,600	6,600	6,600
应交税费	881	978	350	350	350
应付款项	6,828	6,445	7,500	8,250	9,075
应付利息	2,155	2,383	2,200	2,200	2,200
应付债券	75,848	77,198	65,000	65,000	65,000
递延所得税负债	2,562	1,931	2,500	2,750	3,025
其他负债	70,303	53,211	60,802	73,743	75,641
负债合计	315,790	292,893	291,367	309,743	334,165
所有者权益(或股东权益):					
股本	7,163	7,163	8,252	8,252	8,252

项目	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
资本公积金	45,838	45,821	58,860	58,860	58,860
其它综合收益	4,147	1,448	1,107	1,107	1,107
盈余公积金	3,071	3,919	4,105	4,337	4,609
未分配利润	16,195	18,977	24,985	29,054	33,608
一般风险准备	7,944	10,008	10,070	10,070	10,070
归属于母公司所有者权益合计	84,357	87,336	107,379	111,679	116,505
少数股东权益	1,303	1,254	1,254	1,254	1,254
所有者权益合计	85,660	88,590	108,633	112,933	117,759
负债及股东权益总计	401,450	381,483	400,000	422,676	451,924

资料来源：上市公告，华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

崔晓雁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.com