

2019 年 03 月 30 日

自营投资拖累，财富管理重塑

买入（维持）

事件：公司发布 2018 年年报，全年实现收入 161.1 亿元，同比减少 23.7%；归母净利润 50.3 亿元，同比减少 45.8%，对应 EPS 为 0.66 元/股；归母净资产 1033.9 亿元，对应 BVPS 为 12.53 元/股；每股分红 0.30 元（含税）。

投资要点

■ **2018 年业绩略低于预期，系自营投资及信用减值拖累。** 1) 2018 年由于一二级市场低迷，证券行业整体净利润下滑 41.0%，公司实现净利润同比下滑 45.8%，表现略低于同业。2) 公司业绩下滑主要源于权益自营业务在市场影响下产生较大回撤，同时新金融工具准则加剧波动，导致投资收益同比-72.9%至 24.1 亿元，但公允价值变动收益高达 18.0 亿元（2017 年亏损），我们判断衍生金融工具（对 2018 年利润影响达 22.5 亿元）的净盈贡献显著。3) 2018 年下半年以来股质业务风险升级，公司共计提信用减值损失 8.63 亿元（2017 年资产减值损失仅 2.6 亿元），预计风险正逐步释放（公司已主动下调股票质押式回购业务规模同比-41.47%至 283.34 亿元）。

■ **科技赋能推动财富管理升级，机构业务打造差异化竞争优势。** 1) 受资本市场交易量明显下滑影响，经纪业务同比-19.6%至 33.9 亿元，业务市占率仍超过 7%，稳居行业第一。公司运用人工智能、极速通信等核心技术推进财富管理业务重塑，线上智能化服务 APP“涨乐财富通”月活数突破 700 万，位列行业第一。2) 公司机构业务综合服务解决能力提升，投行业务深挖科技创新类企业，IPO/定增规模及份额逆势大幅提升（14.1%/14.0%），双双排名行业第二；PB 业务体系建设和系统功能不断完善，基金托管业务规模同比+35.4%至 733.1 亿元；研究与机构销售业务积极扩展研究深度与广度，公募基金研究分仓交易量同比-26.7%至 3198 亿元。我们预计随客户机构化的趋势，公司领先的交易能力和创新产品的差异化竞争优势将逐步显现。

■ **积极资本运作支持长期战略，国际化发展延伸影响力。** 1) 公司于 2018 年完成定增募资 142.1 亿元，显著提升资本实力并引入阿里巴巴、苏宁等优质战略股东。2) 此前关于发行 GDR 并在伦交所上市计划获证监会批复，核准其发行不超过 8251.5 万份 GDR，并以增发 A 股为基础证券（不超过 8.25 亿股，转换率待定），发行价不低于近期每股净资产，募资不低于 5 亿美元。3) 公司通过与国际市场接轨和竞争提升资本市场服务能力。华泰金控（香港）实收资本达到 88 亿港元，资本规模位居香港行业前列；截至 2018Q3，AssetMark 在美国 TAMP 行业市占率 10.20%，排名第三，资产管理规模持续增长，截至报告期末较收购时规模增幅超三分之一。

■ **盈利预测与投资评级：**公司 2018 年业绩负增长，系市场行情低迷、投资收益波动，同时减值计提冲击利润同时也释放了风险。公司财富管理转型推进迅速，机构业务打造差异化竞争优势，国际业务稳步发展，看好其长期发展前景。预计 2019、2020 年归母净利润分别为 76.9 亿元、82.0 亿元，A 股目前估值约 1.7 倍 2019PB，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**1) 市场成交活跃度下降；2) 股市波动冲击自营投资收益。

证券分析师 胡翔

执业证号：S0600516110001

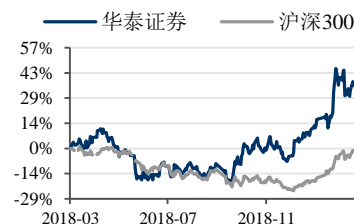
021-60199793

hux@dwzq.com.cn

研究助理 朱洁羽

zhujieyu@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	22.41
一年最低/最高价	13.46/26.13
市净率(倍)	1.79
流通 A 股市值(百万元)	121993.84

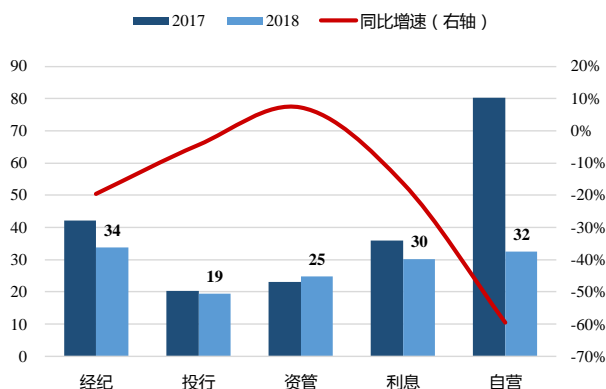
基础数据

每股净资产(元)	12.53
资产负债率(%)	71.59
总股本(百万股)	8251.50
流通 A 股(百万股)	5443.72

相关研究

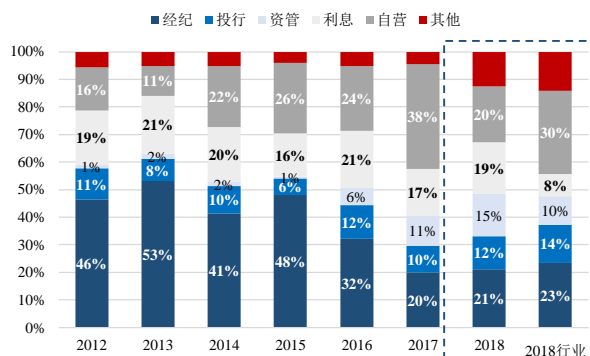
- 1、《华泰证券（601688）：2018 年三季度报点评：衍生品净盈放量，业绩优于同业》2018-10-31
- 2、《华泰证券（601688）：董事变更启动混改，AssetMark 海外上市》2018-08-31
- 3、《华泰证券（601688）：阿里 35 亿入股，财富管理升级》2018-08-04

图表 1：2017、2018 年公司分项业务营收及增速



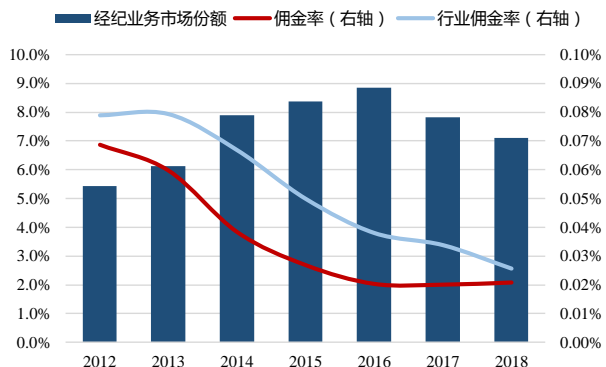
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 2：2012~2018 年公司分项业务收入结构



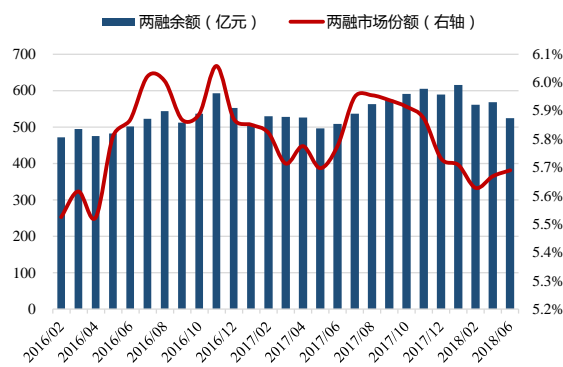
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 3：2012~2018 年公司经纪业务概况



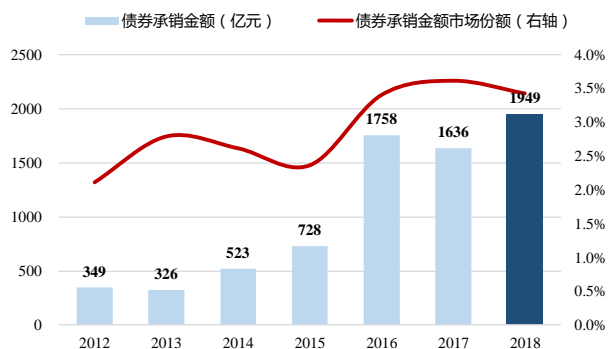
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 4：2016/02~2018/06 公司两融余额及市场份额



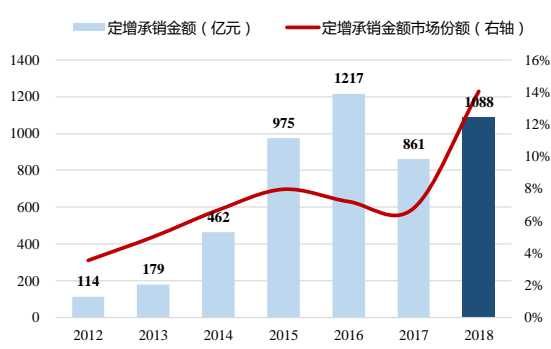
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 5：2012~2018 年公司债券承销金额及市占率



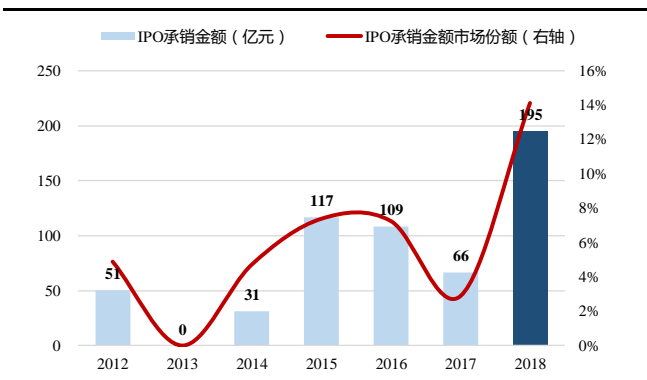
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 6：2012~2018 年公司定增承销金额及市占率



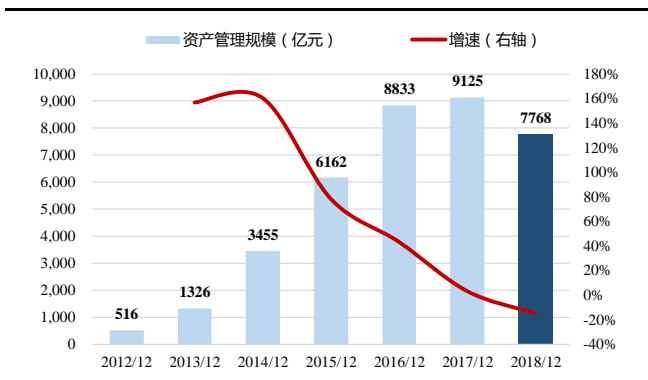
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 7：2012~2018 年公司 IPO 市场份额及市占率



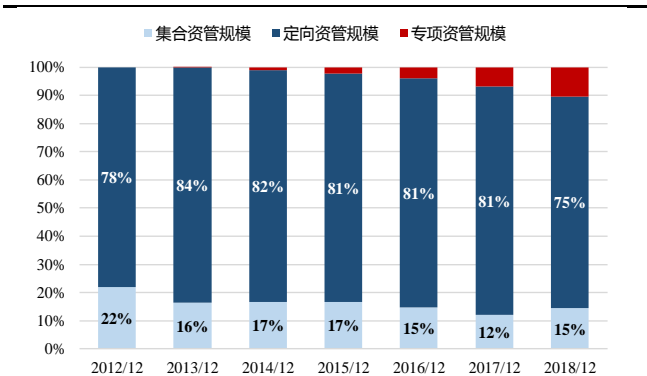
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 8：2012~2018 年公司资产管理规模及增速



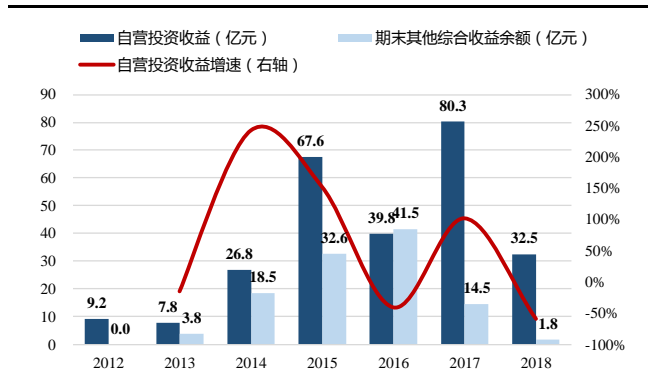
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 9：2012~2018 年公司资产管理业务结构



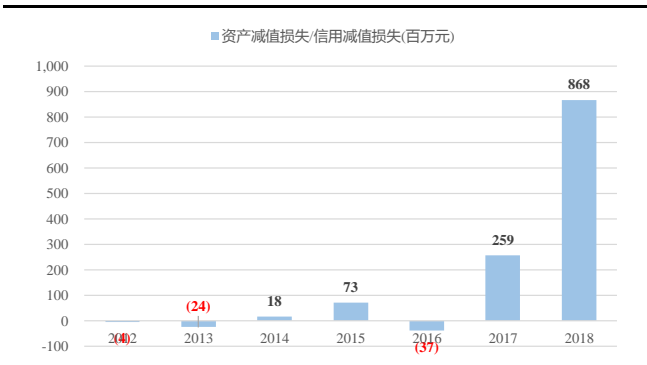
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 10：2012~2018 年公司总投资收益



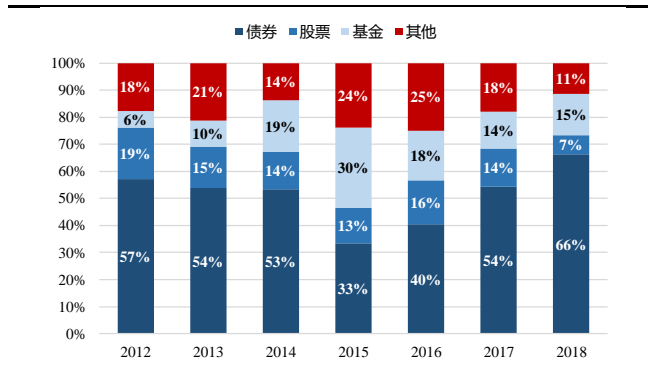
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 11：2012~2018 年公司资产减值概况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 12：2012~2018 年公司自营资产配置结构



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

华泰证券盈利预测（调整）

单位：百万元	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	16,917	21,109	16,108	21,803	22,672	23,799
手续费及佣金净收入	8,848	8,682	8,062	12,124	12,204	13,232
经纪业务手续费净收入	5,429	4,210	3,386	5,958	5,002	4,728
投行业务手续费净收入	2,097	2,039	1,949	3,007	3,440	3,919
资产管理业务手续费净收入	1,040	2,306	2,473	3,031	3,609	4,403
利息净收入	3,484	3,600	3,015	3,137	3,277	3,388
投资收益	4,770	8,909	2,411	4,458	5,220	5,265
公允价值变动损益	-340	-342	1,798	1,222	1,096	1,096
营业支出	8,519	10,260	9,633	11,771	11,973	12,739
归属于母公司股东净利润	6,271	9,277	5,033	7,691	8,203	8,480
归属于母公司股东净资产	84,357	87,336	103,394	110,543	116,493	122,566
营业收入增速	-35.58%	24.78%	-23.69%	35.35%	3.99%	4.97%
归属于母公司股东净利润增速	-41.38%	47.94%	-45.75%	52.83%	6.65%	3.37%
归属于母公司股东净资产增速	4.42%	3.53%	18.39%	6.91%	5.38%	5.21%
ROE	7.59%	10.81%	5.28%	7.19%	7.23%	7.09%
EPS	0.76	1.12	0.61	0.93	0.99	1.03
BVPS	10.22	10.58	12.53	13.40	14.12	14.85
P/E (A)	29.49	19.93	36.74	24.04	22.54	21.81
P/B (A)	2.19	2.12	1.79	1.67	1.59	1.51
P/E (H)	18.00	12.17	22.43	14.68	13.76	13.31
P/B (H)	1.34	1.29	1.09	1.02	0.97	0.92

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>

