



华泰证券(601688.SH)

【联讯非银金融】华泰证券 (601688.SH): 科技赋能财富管理, 国际业务布局领先

2019年04月30日

投资要点

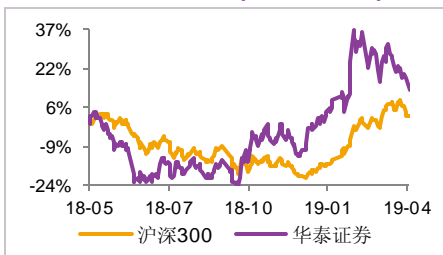
增持(首次评级)

当前价: 20.47 元
目标价: 24.3 元

分析师: 李兴

执业编号: S0300518100001
电话: 010-66235713
邮箱: lixing@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

亿元	2018	2019F	2020F	2021F
主营收入	161.0	200.8	219.9	238.2
(+/-)	-23.6	24.66	9.55%	8.32%
归母净利润	50.33	76.09	83.41	89.47
(+/-)	-45.7	51.19	9.61%	7.27%
EPS(元)	0.66	0.92	1.01	1.08

资料来源: 联讯证券研究院

资本迅速扩张, 优质战投助力发展

华泰证券前身为江苏省证券公司, 于 1990 年设立。2009 年, 公司吸收合并信泰证券有限责任公司。2010 年 2 月公司成功在上交所挂牌上市, 2015 年 6 月在香港联交所主板上市。公司实际控制人为江苏省国资委, 2018 年公司所有制改革试点总体方案获批, 完成非公开发行 A 股股票定增 142 亿元, 同时引入了阿里巴巴、苏宁易购等战略投资者, 进一步深化互联网运营思路。

综合实力居前, ROE 行业领先

华泰证券 2018 年实现营业收入 161.08 亿元, 同比下降 23.69%; 净利润 50.33 亿元, 同比下降 45.75%。公司 2018 年各业务板块按收入规模排名依次是自营 (26%)、经纪 (21%)、信用 (19%)、资管 (15%) 和投行 (12%)。2016-2018 年, 华泰证券营收和利润规模均处行业前五位, 净资产排名过去三年逐年上涨。公司 2018 年 ROE 为 5.32%, 较上一年下降 5.24 个百分点, 但仍大幅高于证券行业整体 ROE (3.52%), 体现出华泰证券资本创利能力较强。

科技赋能财富管理, 国际业务布局领先

华泰证券是国内最早推出移动交易终端的券商之一, 于 2009 年开发了“涨乐”移动客户端, 2013 年率先开始佣金改革后, 公司经纪业务市占率大幅攀升, 2014-2018 年稳居市场第一。公司应用金融科技升级智能营销服务平台, 积极推进线上线下技术升级和全业务链资源整合, 线上加快智能化服务打造及功能升级, 线下推动网点智能化改造, 重塑营业网点定位和价值, 目前在龙头券商中具备领先的营业网点运营效率。未来的财富管理服务将更趋数字化和智能化, 公司对于科技创新的投入不断增加, 利用数字化渠道构筑平台化、体系化的财富管理服务新模式。以技术驱动业务发展, 财富管理转型成效显著, 除经纪业务市占率持续领先外, 金融产品销售和资本中介业务发展也呈现良好态势。

公司国际业务布局领先, 随着证券行业外资准入政策放宽, 证券公司跨境业务放行等系列政策措施的推出, 资本市场双向开放步伐稳步扩大, 国际化发展进程加快推进, 未来华泰证券首单 GDR 落地后, 将实现香港美国欧洲跨境发展, 过去三年公司国际业务收入稳步增长, 2018 年同比+18%, 占营收比例+4.61 个百分点。

公司其他业务也各具特色, 投行业务继续践行精品化投行战略, 18 年过会率领先行业同时股权融资规模逆市增长。自营投资业务多元化, 不断提升投资能力和产品创设能力, 逐步走向“大自营”。资管业务规模稳中有升, 切



实转型主动管理，资管结构不断优化。

◇ 盈利预测与投资评级

预计华泰证券 2019-2021 年营收分别为 200.80、219.99、238.29 亿元；归母净利润分别为 76.09、83.41、89.47 亿元，BVPS 分别为 13.52、14.43、15.41 元。公司资本实力雄厚业务布局领先，ROE 行业居前，理应获得高于行业平均水平估值，2019 年将实现盈利提升和估值上修。给予目标价 24.3 元，对应 2019 年市净率 1.8X，首次覆盖给予“增持”评级。

◇ 风险提示

境外业务发展不及预期，证券市场大幅波动风险，股票质押风险，流动性风险，政策推进不及预期。



目录

投资案件	5
投资评级与估值	5
关键假设点	5
有别于大众的认识	5
股价表现催化剂	5
核心风险提示	5
一、公司情况简介	6
(一) 资本迅速扩张, 优质战投助力发展	6
(二) 综合实力居前, ROE 行业领先	7
二、科技赋能财富管理, 国际业务布局领先	9
(一) 财富管理: 前瞻布局, 科技赋能	9
1、前瞻布局线上化, 率先降低佣金率	9
2、自主研发战略目标, 金融科技降本增效	14
3、技术驱动业务发展, 财富管理转型成效显著	16
(二) 国际业务: 版图不断扩张, 收入稳步增长	17
(三) 投行业务: 精品化投行战略, 股权融资逆市增长	19
(四) 自营投资: 业务多元化, 走向“大自营”	21
(五) 资管业务: 规模稳中有升, 结构不断优化	22
三、盈利预测和估值	24
(一) 预测假设	24
(二) 盈利预测及估值分析	24
四、风险提示	25

图表目录

图表 1: 华泰证券大事记	6
图表 2: 华泰证券前十大股东明细	6
图表 3: 华泰证券控股及参股公司	7
图表 4: 公司近五年营收及增速	7
图表 5: 公司近五年净利润及增速	7
图表 6: 公司业务收入结构占比	8
图表 7: 华泰证券 ROE 近两年均高于证券行业整体	8
图表 8: 华泰证券综合实力稳居前五	9
图表 9: 股基交易市占率情况	9
图表 10: 2018Q4 证券机构自营 APP 活跃用户规模 (万)	10
图表 11: 2018Q4 证券机构自营 APP 人均单日使用时间 (分钟)	10
图表 12: 公司“涨乐财富通”用户量及使用率不断攀升	11
图表 13: 智能金融终端 MATIC 产品推进图	11



图表 14: 行情服务平台 INSIGHT 简介	12
图表 15: 2018 年华泰证券营业部数量排名上市公司第九位.....	12
图表 16: 公司营业部数量与经纪业务市占率变化情况.....	13
图表 17: 华泰证券 2018 年营业部平均股基成交额位居龙头券商榜首 (亿元)	13
图表 18: 公司研发投入金额和强度不断攀升.....	14
图表 19: 2017 券商信息系统投入金额前十位 (万元)	15
图表 20: 2018 年上市券商信息技术投入情况 (亿元)	16
图表 21: 基金和信托销售规模增长显著 (亿元)	16
图表 22: 公司两融余额及市占率	17
图表 23: 公司股票质押待回购余额.....	17
图表 24: 华泰证券国际业务布局领先	18
图表 25: 国际业务收入稳步增长	19
图表 26: 公司 2018 年 IPO 承销规模大幅增长.....	19
图表 27: 公司并购重组交易金额	20
图表 28: 公司投行项目过会率行业领先.....	20
图表 29: 公司历年债券主承销金额及增速	21
图表 30: 公司自营资产结构变化	22
图表 31: 2018 年券商资管规模前十名.....	22
图表 32: 公司 2018 年资管规模逆势上涨	23
图表 33: 公司 2018 年集合、专项资管规模上升 (亿元)	23
图表 34: 华泰证券盈利预测 (亿元)	24
图表 35: A 股市值前十大券商估值情况 (截止 20180425)	25
图表 36: 华泰证券 PB-Band	26
图表 37: 公司财务预测表.....	27



投资案件

投资评级与估值

预计华泰证券 2019-2021 年营收分别为 200.80、219.99、238.29 亿元；归母净利润分别为 76.09、83.41、89.47 亿元，BVPS 分别为 13.52、14.43、15.41 元。公司资本实力雄厚业务布局领先，ROE 行业居前，理应获得高于行业平均水平估值，2019 年将实现盈利提升和估值上修。给予目标价 24.3 元，对应 2019 年市净率 1.8X，首次覆盖给予“增持”评级。

关键假设点

假设 2019-2021 年股基交易额分别为 121、133、146 万亿，华泰证券股基交易市占率分别为 7.8%、7.75%和 7.7%，假设 2019-2021 年股基平均佣金率为 0.235%。

有别于大众的认识

华泰证券除经纪业务市场份额行业排名居首外，并购重组、资管业务也处于行业领先地位，国际业务更是多地布局收入稳步增长。公司各板块业务发展较为均衡，未来有望借助全产业链和信息技术优势打造券商新业态。

股价表现催化剂

股市交投回暖利好财富管理领导者，科创板实施进度超预期利好投行业务领先的券商，首单 GDR 发行将在增厚资本实力同时加速公司国际业务扩展，证券行业集中度提升利好综合实力领先的头部券商。

核心风险提示

境外业务发展不及预期，证券市场大幅波动风险，股票质押风险，流动性风险，政策推进不及预期。

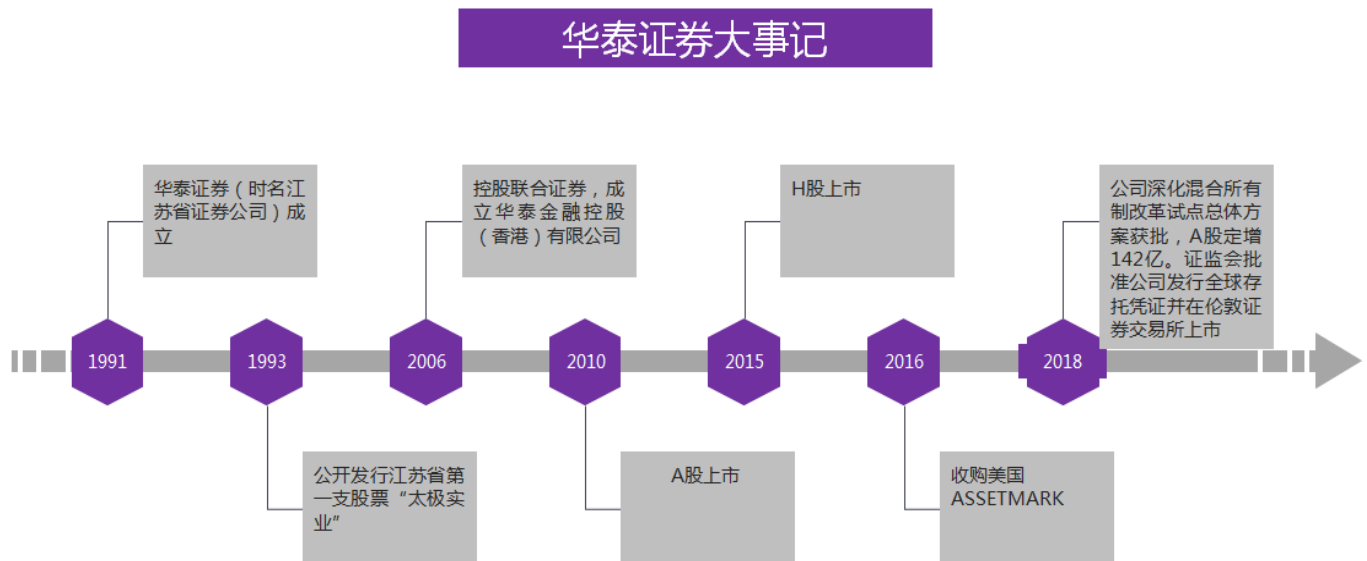


一、公司情况简介

(一) 资本迅速扩张，优质战投助力发展

公司前身为江苏省证券公司，于 1990 年设立。1999 年 3 月，公司更名为“华泰证券有限责任公司”。2007 年 11 月 29 日经中国证监会批准，公司整体变更为“华泰证券股份有限公司”。2009 年 7 月，公司吸收合并信泰证券有限责任公司。2010 年 2 月，公司成功在上交所挂牌上市。2015 年 6 月，公司在香港联交所主板挂牌上市。

图表1： 华泰证券大事记



资料来源:联讯证券, 公司公告

公司实际控制人为江苏省国资委, 2018 年公司所有制改革试点总体方案获批, 并在完成非公开发行 A 股股票定增 142 亿元, 同时引入了阿里巴巴、苏宁易购等战略投资者, 进一步深化互联网运营思路, 提升线上客户引流, 丰富项目资源, 扩充营销渠道, 构建金融互联网生态圈, 目前阿里巴巴和苏宁易购持有华泰证券股份均超过 3%。

图表2： 华泰证券前十大股东明细

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	股本性质
1	香港中央结算(代理人)有限公司	1,690,161,627	20.4831	H 股流通股
2	江苏省国信集团有限公司	1,271,072,836	15.4041	A 股流通股
3	江苏交通控股有限公司	467,146,618	5.6614	A 股流通股,H 股流通股
4	江苏高科技投资集团有限公司	351,678,006	4.2620	A 股流通股,H 股流通股
5	阿里巴巴(中国)网络技术有限公司	268,199,233	3.2503	限售流通 A 股
6	苏宁易购集团股份有限公司	260,536,398	3.1574	限售流通 A 股
7	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	247,545,593	3.0000	限售流通 A 股
8	中国证券金融股份有限公司	246,720,811	2.9900	A 股流通股
9	中国国有企业结构调整基金股份有限公司	153,256,704	1.8573	限售流通 A 股
10	江苏省苏豪控股集团有限公司	133,707,554	1.6204	A 股流通股

资料来源: 联讯证券, 万德



华泰证券业务布局完善，截至 2018 年末，华泰证券拥有全资子公司 4 家，分别为华泰证券资管、华泰国际、华泰紫金投资及华泰创新投资；拥有控股子公司 3 家，为华泰联合、华泰期货和江苏股权交易中心；参股公司 4 家，分别为南方基金、华泰柏瑞、江苏银行和证通股份有限公司。

图表3： 华泰证券控股及参股公司

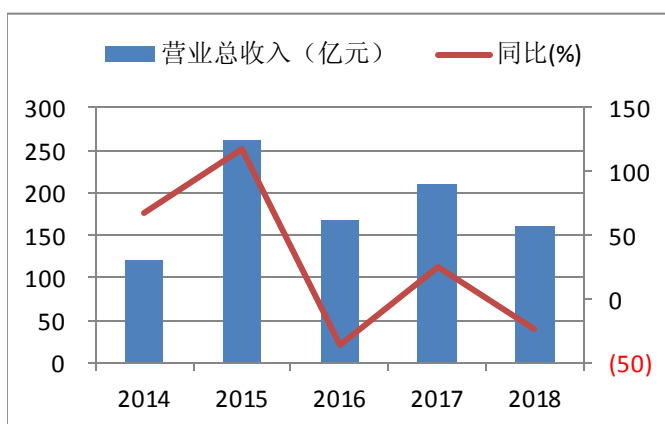


资料来源:联讯证券, 公司公告

(二) 综合实力居前，ROE 行业领先

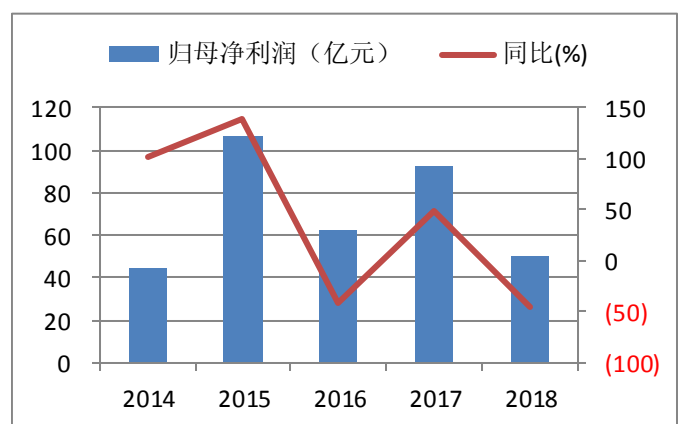
华泰证券 2018 年实现营业收入 161.08 亿元，同比下降 23.69%；净利润 50.33 亿元，同比下降 45.75%。证券行业整体近三年业绩逐年下滑，131 家证券公司 2018 年实现营业收入 2,662.87 亿元，同比减少 14%；净利润 666.20 亿元，同比减少 41%。

图表4： 公司近五年营收及增速



资料来源:联讯证券, 万德

图表5： 公司近五年净利润及增速



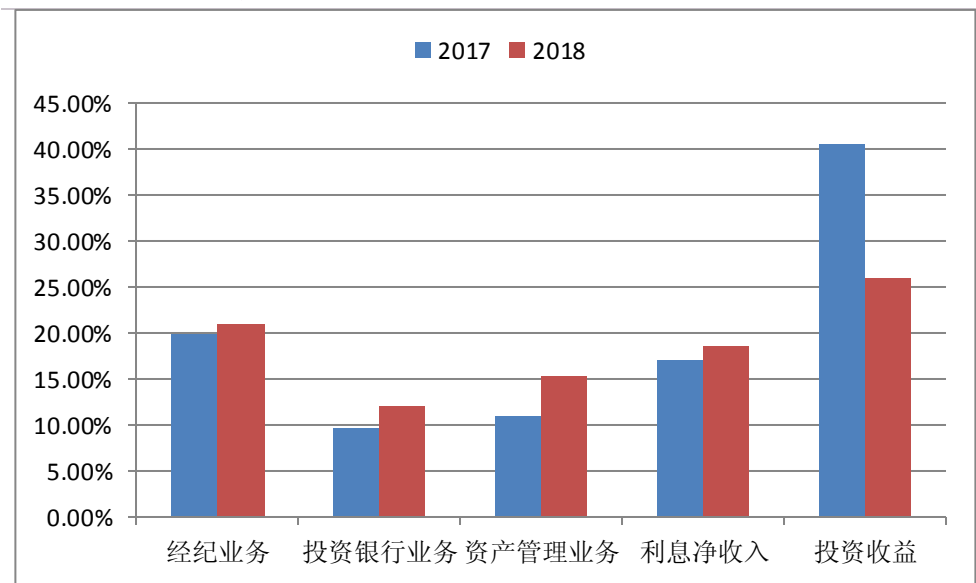
资料来源:联讯证券, 万德

公司 2018 年各业务板块按收入规模排名依次是自营 (26%)、经纪 (21%)、信用 (19%)、资管 (15%) 和投行 (12%)。从收入占比变化趋势来看，资管业务收入占比



涨幅最大(+4.5%)，自营收入占比下降幅度最大(-14.5%)。

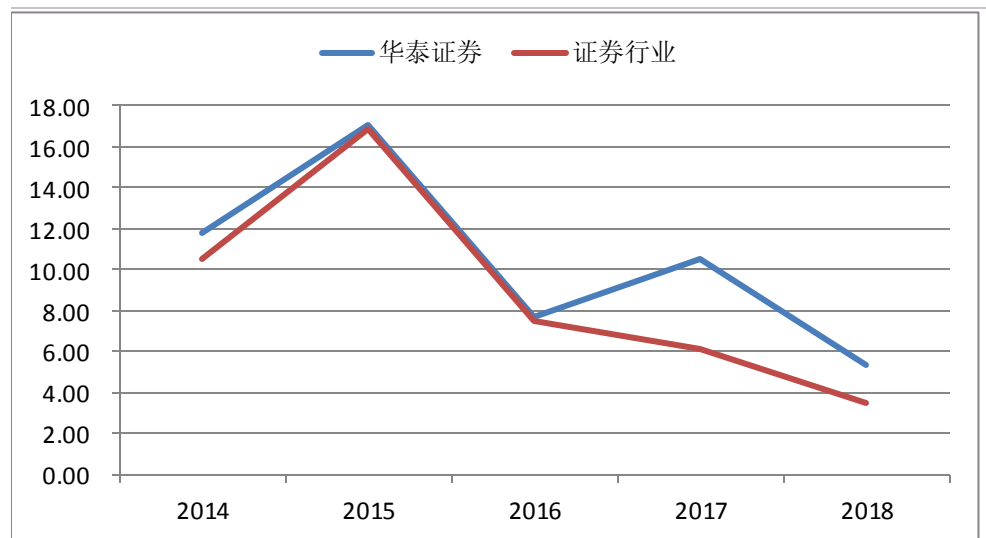
图表6： 公司业务收入结构占比



资料来源:联讯证券, 公司公告

公司 2018 年 ROE 为 5.32%，较上一年下降 5.24 个百分点，但仍大幅高于证券行业整体 ROE (3.52%)，体现出华泰证券资本创利能力较强。

图表7： 华泰证券 ROE 近两年均高于证券行业整体



资料来源:联讯证券, 万德, 证券业协会

根据上市券商财务报告, 2016-2018 年, 华泰证券营收和利润规模均处行业前五位, 净资本排名过去三年逐年上涨, 由 2016 年的行业第九升至 2018 年的行业第五。截止 2018 年末, 总资产和净资本排名行业第五, 营收和净利润排名行业第四。分业务板块收入来看, 除了自营和信用两类重资产业务, 华泰证券经纪、投行和资管三项轻资产业务收入均排名行业前五。



图表8： 华泰证券综合实力稳居前五

项目	2016	2017	2018
总资产	4	4	5
净资本	9	8	5
营业收入	5	5	4
净利润	5	3	4
代理买卖证券业务净收入	6	7	5
承销与保荐业务净收入	9	8	5
受托资产管理业务净收入	6	3	3
投资净收益	5	4	11
利息净收入	3	3	6

资料来源：联讯证券，万德

二、科技赋能财富管理，国际业务布局领先

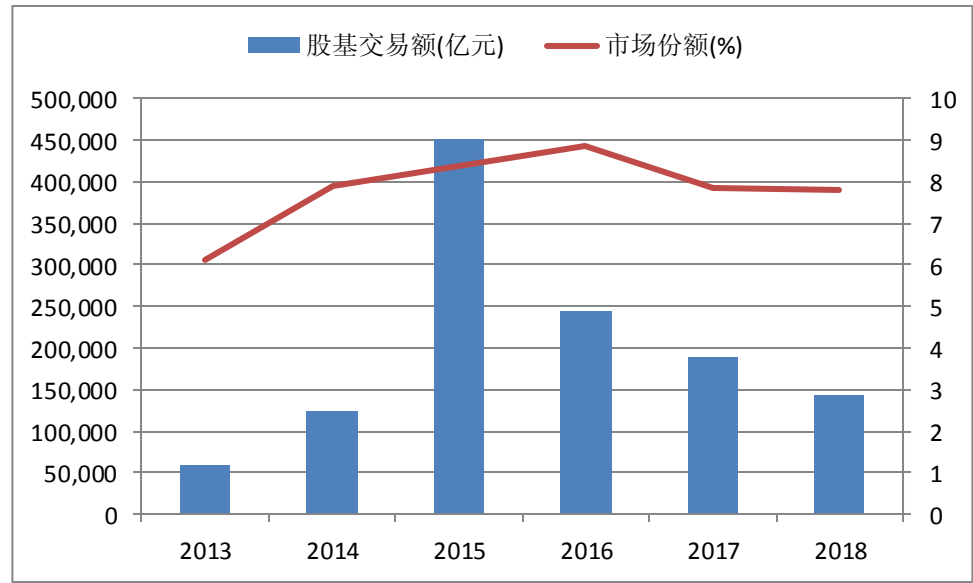
（一）财富管理：前瞻布局，科技赋能

随着市场竞争的日趋激烈、金融科技的加速渗透，证券行业股基交易平均佣金率水平呈持续下降趋势，证券公司传统盈利模式及经营方式面临颠覆性挑战，从传统通道服务向全面财富管理业务和综合金融服务转型已成为证券公司战略转型的重要方向。在不确定性日益增强的市场环境下，客户对专业金融机构提供的大类资产配置及相关服务建议更加重视。在客户财富管理需求日益多样化、复杂化的大趋势下，拥有先进的金融服务平台、有竞争力的金融产品体系 and 专业化人才队伍的财富管理机构将占据优势地位并形成综合服务能力的竞争壁垒。

1、前瞻布局线上化，率先降低佣金率

华泰证券是国内最早推出移动交易终端的券商之一，于 2009 年开发了“涨乐”移动客户端，之后又推出了具有差异化竞争力的开放式、综合金融服务终端“涨乐财富通”。2013 年率先开始佣金改革后，公司经纪业务市占率不断攀升，由 2013 年的 6.118% 上升至 2016 年的 8.853%，上升幅度超过 40%，2014-2018 年稳居市场第一。13-16 年券商数量高速扩张的情况下，公司经纪业务市场份额实现四连涨，近两年由于市场竞争加剧占比有所下降，但仍在 7.8% 以上。

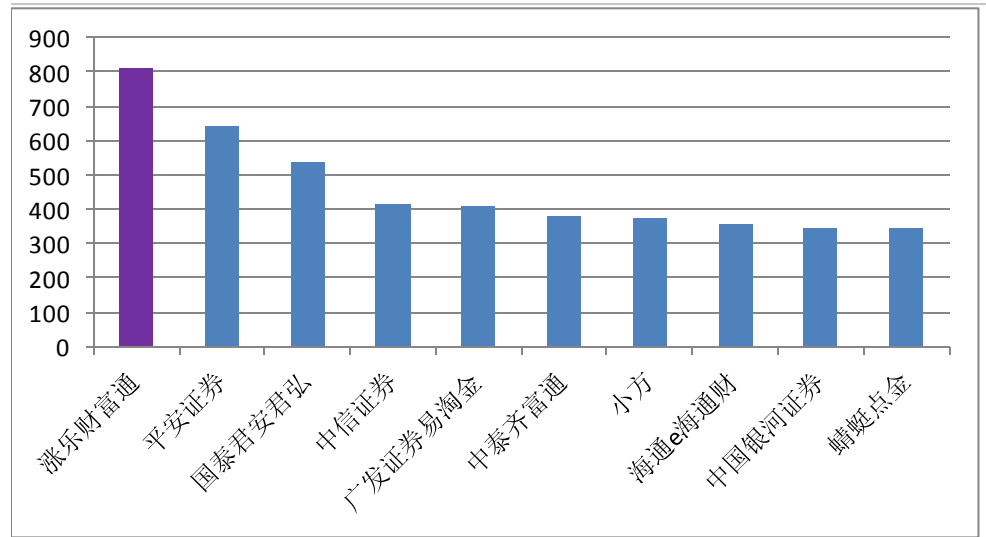
图表9： 股基交易市占率情况



资料来源:联讯证券, 万德, 公司公告

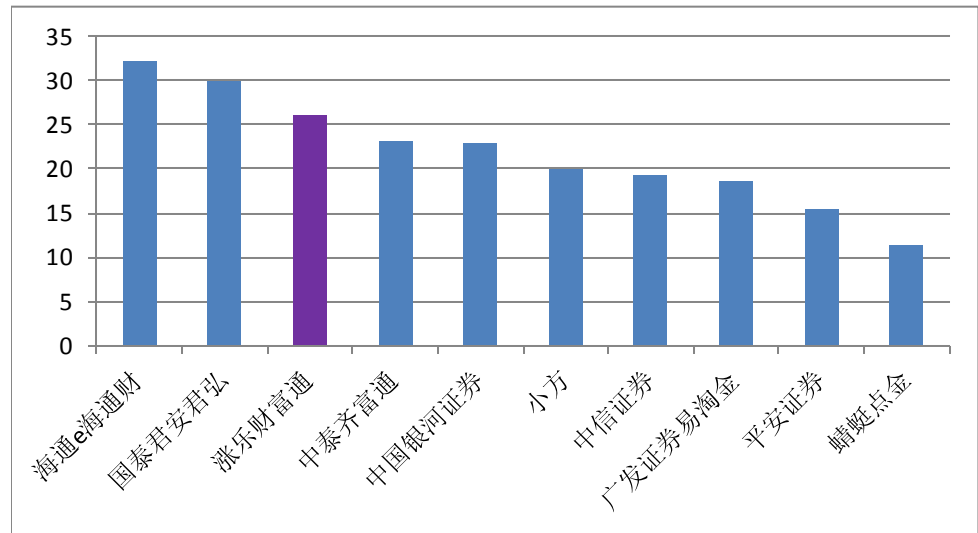
公司作为最早布局线上化的券商之一, 其互联网战略布局和战略执行领先于同业。据易观千帆数据显示, 涨乐财富通活跃用户规模近 2 年稳居券商自营类 App 榜首, 品牌效应凸显。2018Q4 证券机构自营 APP 活跃用户规模排行榜中, 涨乐财富通以 810.8 万活跃用户位居第一, 领先第二名平安证券 26%, 环比增幅 5.8%。在客户人均单日使用时间方面, 涨乐财富通以 26.2 分钟排名行业第三, 体现了华泰证券客户对涨乐财富通的认可度。

图表10: 2018Q4 证券机构自营 APP 活跃用户规模 (万)



资料来源:联讯证券, 易观

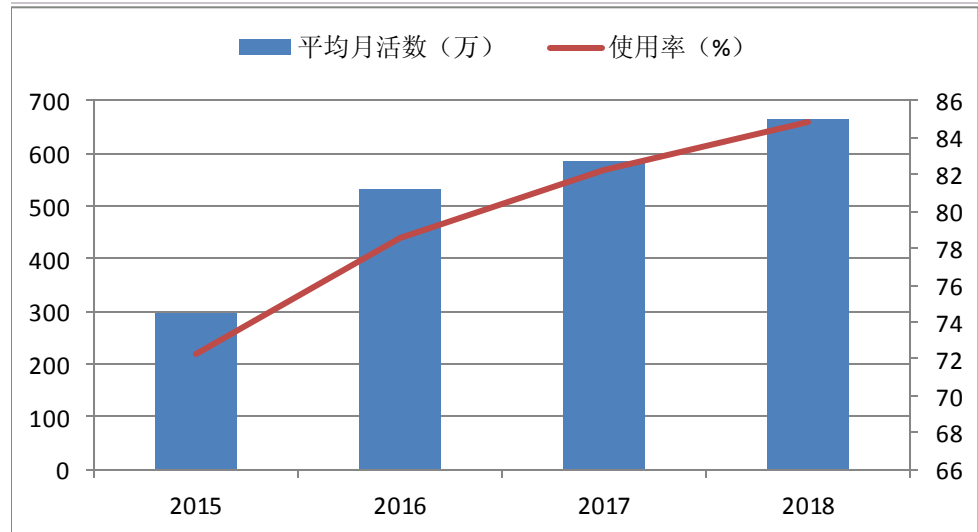
图表11: 2018Q4 证券机构自营 APP 人均单日使用时间 (分钟)



资料来源:联讯证券, 易观

“涨乐财富通”依靠前沿技术与用户需求深度结合, 已成为华泰证券获取客户和归集客户资产的核心载体, 2018年“涨乐财富通”移动终端客户开户数63.29万, 占全部开户数的96.78%; 87.34%的交易客户通过“涨乐财富通”进行交易。同时公司不断对APP进行优化升级, 陆续推出“泰牛智投”、“智能家族”等多项引领行业的智能服务与创新产品, 客户粘性和客户活跃度不断提升。2018年“涨乐财富通”平均月活数为663.69万, 位居证券公司类APP第一名。

图表12: 公司“涨乐财富通”用户量及使用率不断攀升



资料来源:联讯证券, 公司公告

除了涨乐财富通, 公司在智能金融终端和股票行情服务方面也有布局, 于2017年3月和6月相继推出了MATIC和INSIGHT。MATIC是面向用户提供投资交易全流程个性化定制的终端平台, 其特有的组件化架构可以像搭积木一样为用户“量体裁衣”, 快速定制相关功能。目前已具备矩阵交易、全键盘快捷键、瞬时组合单、可视化算法交易等功能, 同时可在量化研究、账户管理、投后分析等方面为用户提供定制化支持。

图表13: 智能金融终端MATIC产品推进图

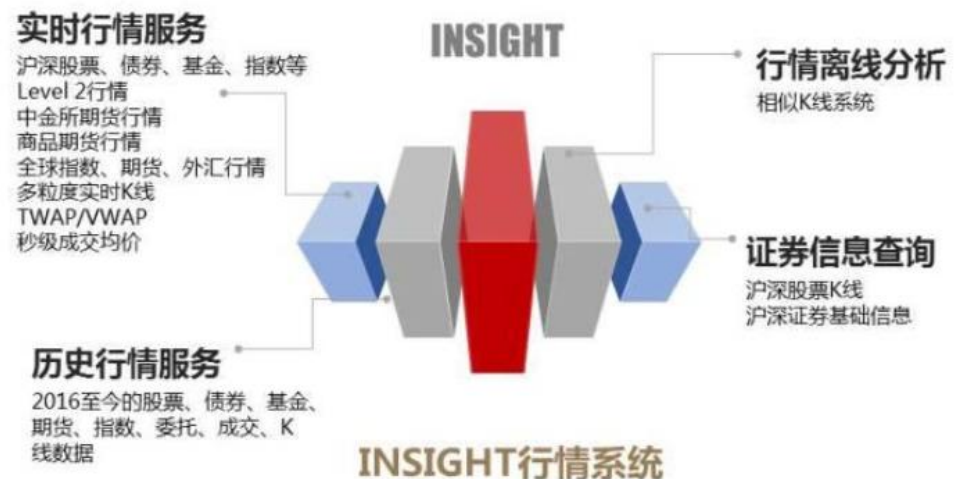


MATIC产品推进图

资料来源:联讯证券, 公司公告

INSIGHT 专注于行情数据分析定制, 可以为用户提供高效实时行情推送、历史行情回放服务, 使用户能以更小的延时获取标准行情数据, 还可以提供行情数据托管计算和分析服务。基于平台的计算引擎, 用户更可以享受到华泰证券大数据研究的成果。目前已经推出的 TWAP (时间加权平均价格)、VWAP (交易量加权平均价格) 秒级成交均价等功能可为量化投资客户提供有力的帮助。

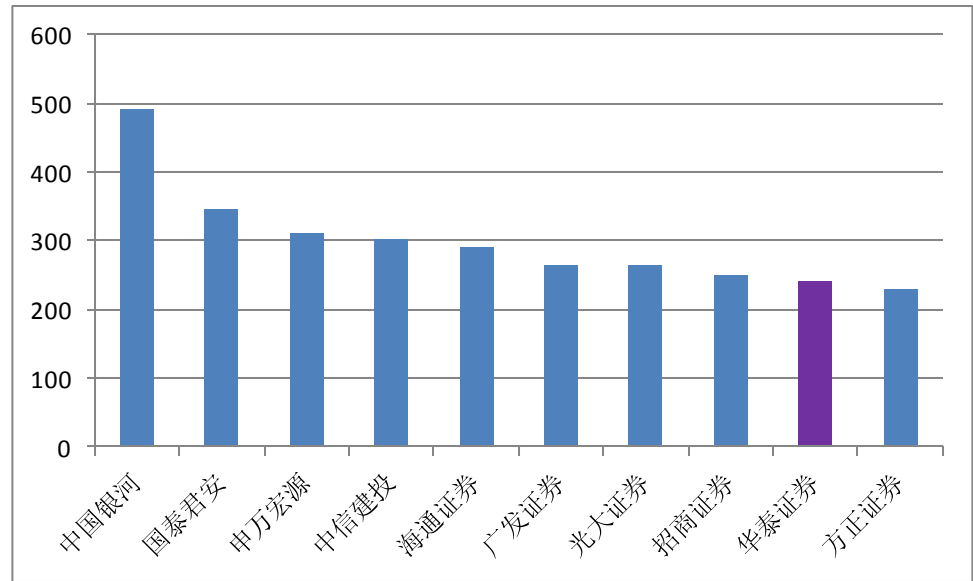
图表14: 行情服务平台 INSIGHT 简介



资料来源:联讯证券, 公司公告

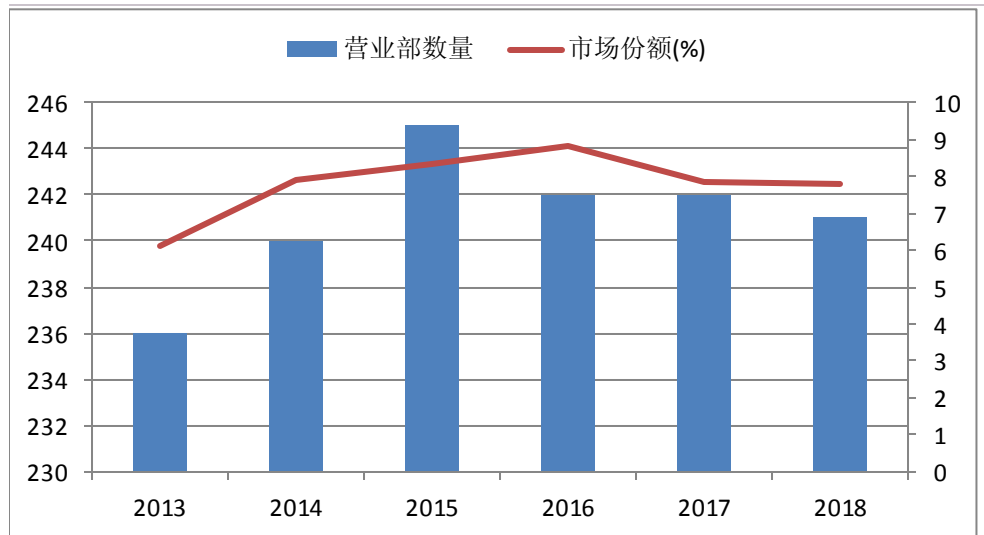
公司应用金融科技升级智能营销服务平台, 积极推进线上线下技术升级和全业务链资源整合, 线上加快智能化服务打造及功能升级, 完善线上平台功能客户体验, 线下推动网点智能化改造, 重塑营业网点定位和价值。截止 2018 年末华泰证券营业部数量为 241 家, 在上市券商中排名第九位。公司营业部数量在 2012 年仅 225 家, 经过 3 年的扩张后, 2015 年达到 245 家, 之后开始精简营业网点, 2016-2018 年减少了 4 家。

图表15: 2018 年华泰证券营业部数量排名上市公司第九位



资料来源:联讯证券, 万德

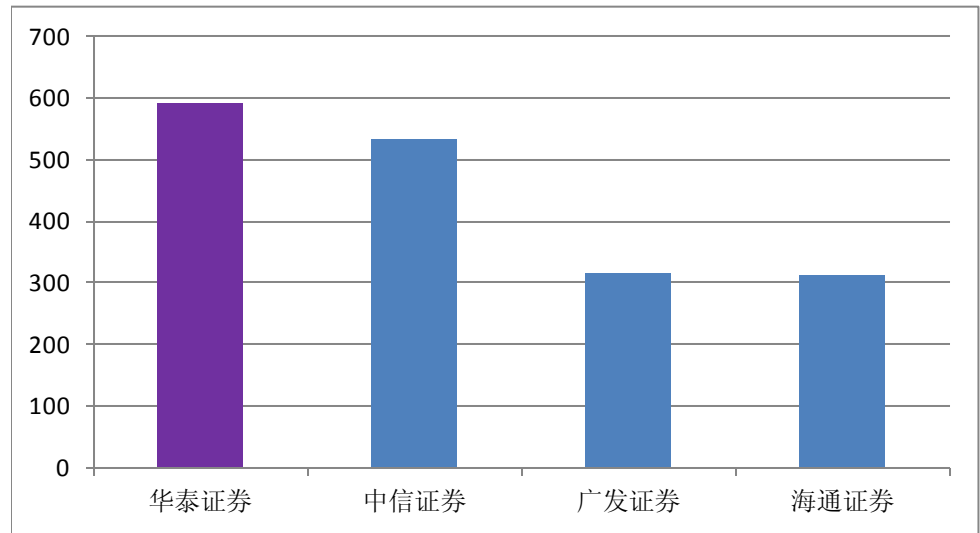
图表16: 公司营业部数量与经纪业务市占率变化情况



资料来源:联讯证券, 万德

公司积极推动网点智能化改造, 重塑营业网点定位和价值, 在龙头券商中具备领先的营业网点运营效率。用券商 2018 年股基交易额除以营业部数量, 得到营业部平均股基成交额。在龙头券商当中, 除国泰君安年报未披露股基交易额外, 华泰证券以平均每家营业部 592 亿元的股基成交额位居榜首, 说明华泰证券在龙头券商中具备领先的营业部运营效率。

图表17: 华泰证券 2018 年营业部平均股基成交额位居龙头券商榜首 (亿元)



资料来源:联讯证券, 万德

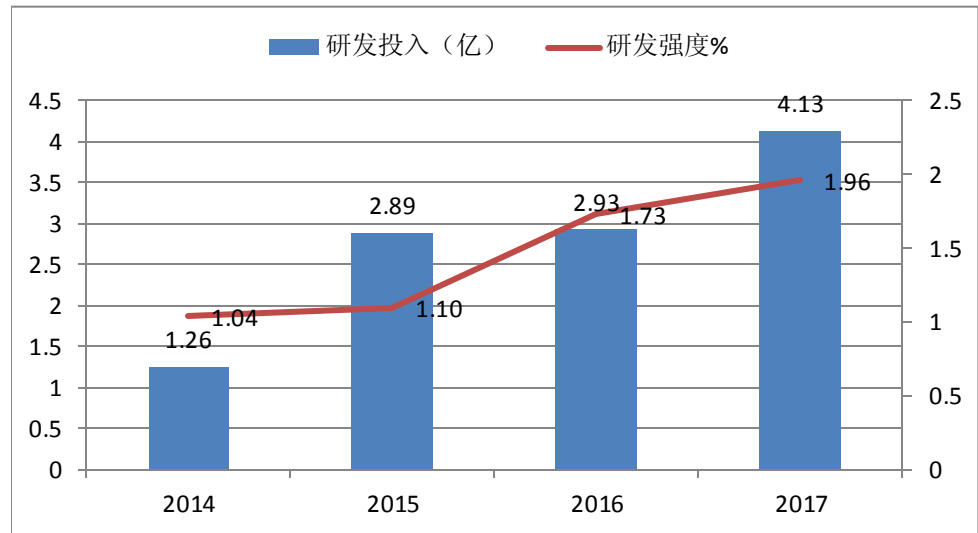
2、自主研发战略目标，金融科技降本增效

未来的财富管理服务将更趋数字化和智能化。公司对于科技创新的投入不断增加，利用数字化渠道构筑平台化、体系化的财富管理服务新模式，同时借助大数据分析挖掘客户需求和匹配业务机会，丰富的数字化实践有利于财富管理行业实现降本增效、客户群延展、升级客户体验和控制风险等效果。国际领先金融机构的发展也表明，充分运用金融科技手段推动业务转型是证券公司业务发展最为重要的战略选择之一。

不同于多数券商选择的合作开发或外包开发等 IT 建设模式，华泰证券充分认识到 IT 系统在券商战略发展中的重要地位，前瞻性的提出建立自主研发体系，自主研发核心技术平台的目标，打造重点业务和关键系统领域的自主研发能力。大力推动从技术支撑服务到技术驱动业务发展的跨越，IT 投入水平、专业人才规模和技术创新实力位居行业前列。

华泰证券 2013 年以来研发投入和强度不断攀升。研发投入由 2013 年的 1.26 亿元上升至 2017 年的 4.13 亿元，cagr 接近 50%。在研发投入高速增长的同时，公司研发强度也呈增长态势，由 2013 年的 1.26% 上升至 2017 年的 1.96%。

图表18： 公司研发投入金额和强度不断攀升

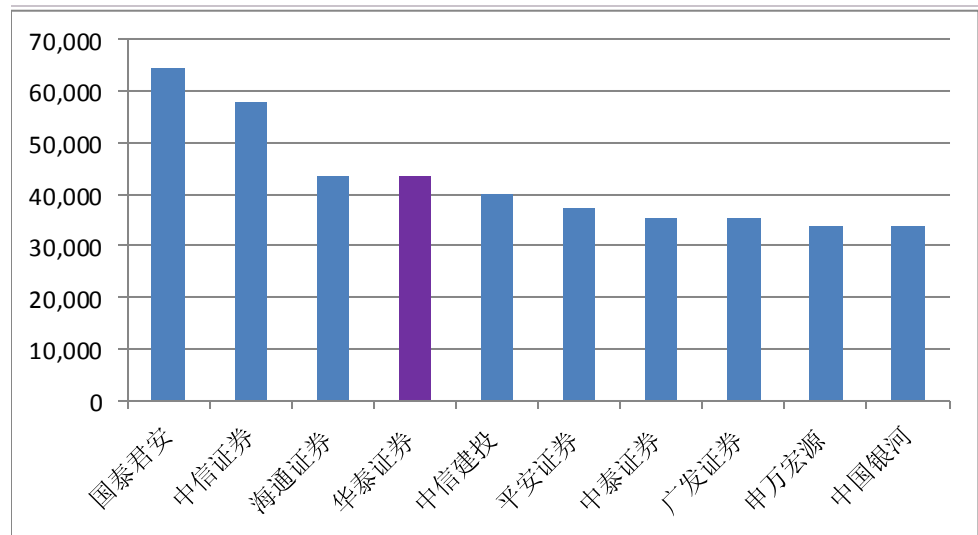


资料来源:联讯证券, 公司公告

2018年, 证券业协会首次将证券公司信息系统建设的投入情况纳入年度证券公司经营业绩考评, 行业排名结果供证券公司分类监管工作参考, 体现出监管层鼓励券商在金融科技领域加大创新力度的意图。随着现代信息技术与金融业的融合日益加深, 金融科技正在快速创新、应用和推广。华泰证券前瞻性地布局先进科技平台, 为公司带来成本优势、运营效率提升、控制风险并保障信息安全, 帮助公司实现规模化和差异化发展。

根据证券业协会披露的《2017年证券公司会员经营业绩排名情况》, 在证券公司信息系统投入金额、人员薪酬以及投入考核值三项排行榜中, 华泰证券均处于第四位, 信息技术投入在券商行业中位居前列。

图表19: 2017 券商信息系统投入金额前十位 (万元)

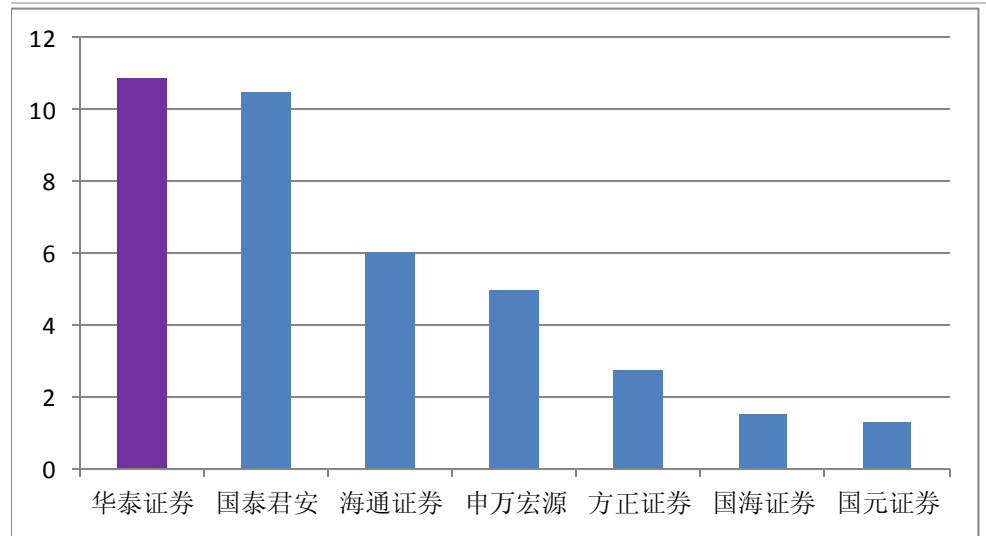


资料来源:联讯证券, 证券业协会

由于 2018 年协会证券公司会员经营业绩排名情况尚未公布, 我们统计了目前已公布的上市券商 2018 年报, 目前有 7 家券商在 2018 年报中披露了信息技术投入, 华泰证券以 10.85 亿元的信息技术投入高居榜首, 与国泰君安 (10.51 亿元) 一并成为仅有的两家 2018 年信息技术投入过十亿的上市券商。



图表20： 2018年上市券商信息技术投入情况（亿元）



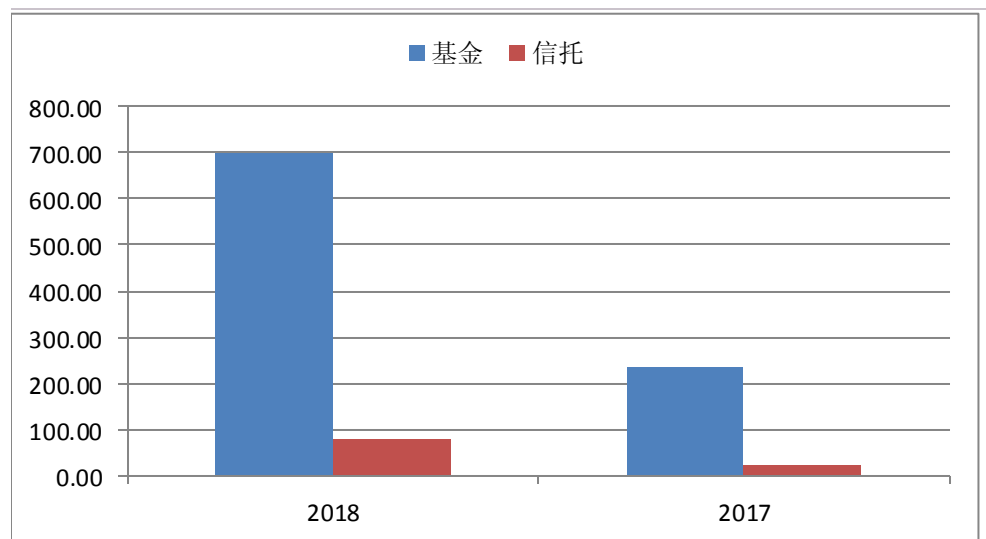
资料来源:联讯证券,各上市券商年报

3、技术驱动业务发展，财富管理转型成效显著

华泰证券以技术驱动业务发展，财富管理转型成效显著。以全业务链为支撑，以投资顾问的专业服务为依托，打造研究和投资驱动的金融产品服务能力，有效引导财富管理业务从产品销售驱动向为客户进行资产管理和配置的方向转变。除经纪业务市占率持续领先行业以外，金融产品销售和资本中介业务发展也呈现良好态势。

华泰证券充分发挥网点布局和互联网平台优势，加强市场趋势研究和客户需求引导，业务覆盖率和基础产品渗透率不断提升。在 2018 年市场环境下的背景下，公司金融产品代销业务逆市增长，全年总体销售收入 1.74 亿元，同比增长 23%。其中，基金和信托销售规模增长显著，同比增幅分别为 195%和 271%。

图表21： 基金和信托销售规模增长显著（亿元）



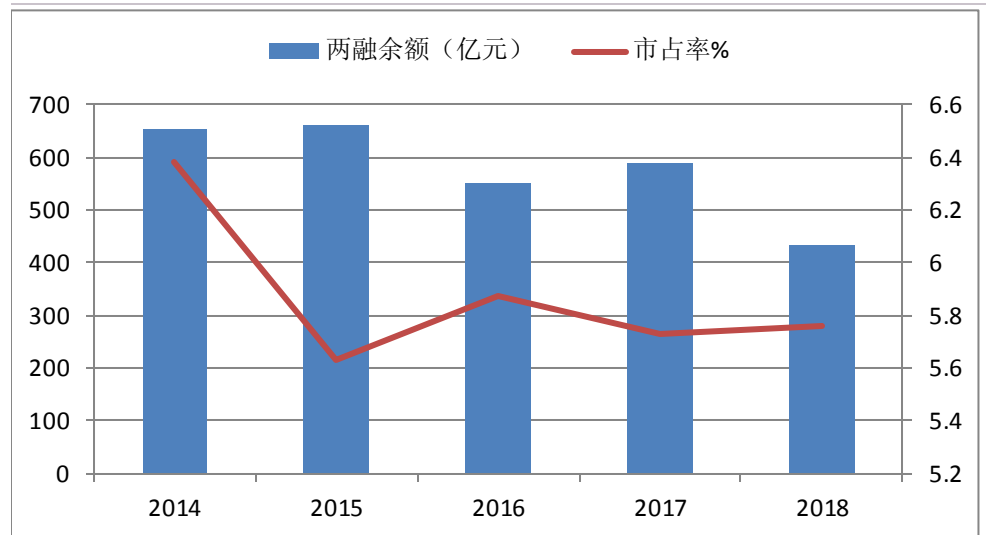
资料来源:联讯证券,公司公告

资本中介业务方面，2018 年全市场融资融券业务规模大幅下降，截至 2018 年 12 月 31 日，沪深两市融资融券余额为人民币 7,557.04 亿元，较 2017 年末下降 26.36%。



公司快速响应市场变化和监管要求，聚焦风险定价研究，全面提升资本中介业务风险防控能力。2018年，公司融资融券业务市场份额保持稳定，股票质押式回购业务规模控制有效，新增信用证券账户市场份额持续增长。截至2018年末，融资融券业务余额435.15亿元，较2017年同比下降26%，持平市场整体增速；市占率5.76%，较上一年上升0.03个百分点。

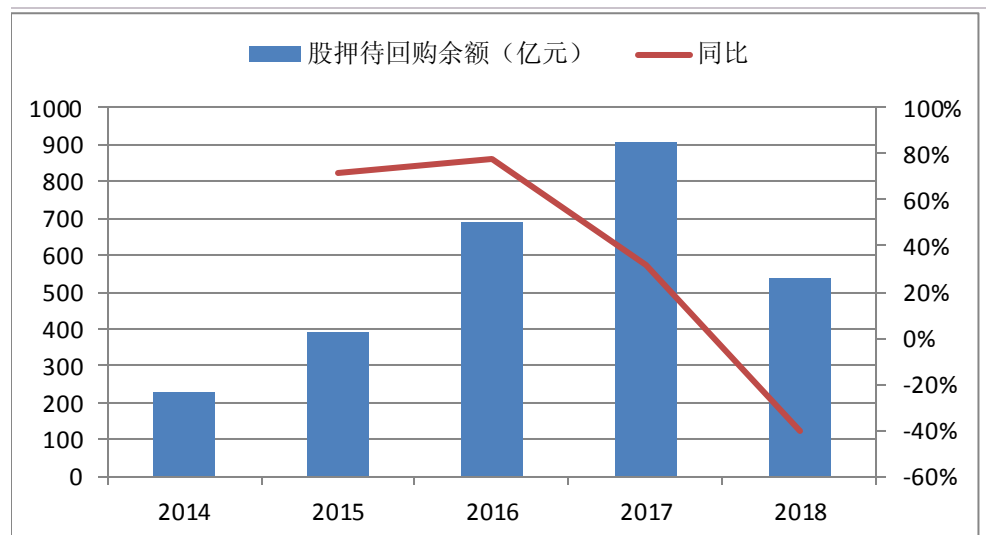
图表22： 公司两融余额及市占率



资料来源:联讯证券, 公司公告

截止2018年末，公司股票质押式回购业务待购回余额539.04亿元，同比-41%。公司融资融券整体维持担保比例为272.82%，股票质押式回购业务平均履约保障比例为231.67%，客户整体履约保障比例处于安全区间，风险整体可控。

图表23： 公司股票质押待回购余额



资料来源:联讯证券, 公司公告

(二) 国际业务：版图不断扩张，收入稳步增长

随着证券行业外资准入政策放宽，QDII、RQDII、沪深港通等进一步扩容，QFII、RQFII 制度规则修订完善，A股纳入MSCI等重要市场指数及权重的提高，沪伦通研究



推进,证券公司跨境业务放行等系列政策措施的推出,资本市场双向开放步伐稳步扩大,境内外市场互联互通程度不断加深,证券公司国际化发展进程加快推进。同时,客户跨境综合金融服务需求日益增加,资产全球配置趋势持续增强,拥有深厚客户基础的中资证券公司处于国际化发展战略机遇期。

图表24: 华泰证券国际业务布局领先



资料来源:联讯证券

华泰证券国际业务布局领先。2006年华泰金控(香港)成立,涵盖投资银行、财富管理、研究、机构销售和交易以及资产管理业务等,凭借在中国内地的客户资源以及多元的在岸、离岸服务能力,成功开展跨境业务。华泰金控目前拥有香港证监会核发的第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)及第9类(提供资产管理)受规管活动业务牌照。截至2018年末,华泰金控实收资本港币88亿元,资本规模位居香港行业前列;证券交易方面,华泰金控托管资产总量港币164.58亿元、股票交易总量港币422.63亿元;就机构融资提供意见方面,合计承销家数20个,总交易发行规模约港币430.95亿元,其中IPO项目8个、股票配售项目1个、债券发行项目11个;另外还完成财务顾问项目2个、结构性投融资项目14个。

2016年,华泰证券完成收购美国AssetMark公司。AssetMark是美国领先的统包资产管理平台,作为第三方金融服务机构,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和先进便捷的技术平台。收购完成之后,AssetMark资产管理规模持续增长,截至2018年末,AssetMark平台管理的资产总规模达到448.55亿美元,较收购时规模增幅超30%;总计服务逾7,500名独立投资顾问,同比增长约5.86%;总计服务逾21.84万个终端账户,同比增长约11.04%。截至2018年第三季度

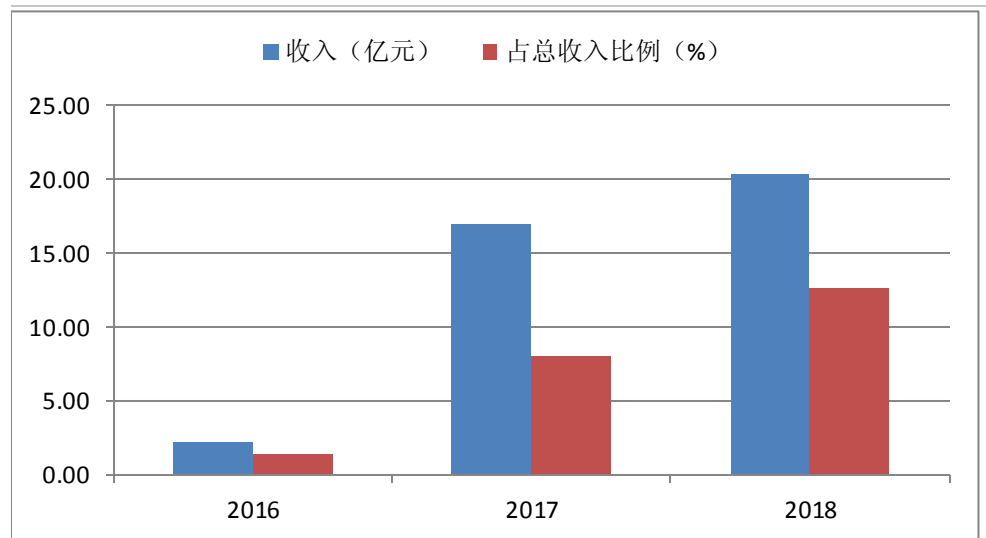


末，AssetMark 在美国 TAMP 行业中的市场占有率为 10.20%，排名第三。华泰证券收购美国 AssetMark 是中国证券公司首次开展同类交易，使得公司以独特方式进入美国市场。在保持 AssetMark 运营独立性同时，充分学习借鉴国际领先的业务模式和先进的技术平台，进一步发展自身财富管理业务。另外，公司积极推进 AssetMark 于美国分拆上市，2019 年 4 月 23 日，AssetMark 向美国证券交易委员会递交了拟在美国注册公开发售股票事宜的注册声明。

2018 年 11 月，华泰证券成为首家获批发行 GDR 的 A 股上市公司，有望成为国内首家“A+H+G”三地上市的券商。本次拟募资金主要投入现有主营业务、支持国际业务内生及外延式增长，包括增强香港子公司资本实力，逐步完善美国、欧洲业务布局等。发行 GDR 将推动公司国际业务内生与外延式增长，继续扩展海外业务布局至欧洲，同时进一步增强公司的资本实力。此外可以提升公司在国际资本市场知名度，吸引更多的国际投资者。

公司国际业务布局领先，过去三年收入稳步增长，2018 年收入 20 亿元，同比增长 18%；占总收入比例 12.66%，较上一年增长 4.61 个百分点。

图表25： 国际业务收入稳步增长

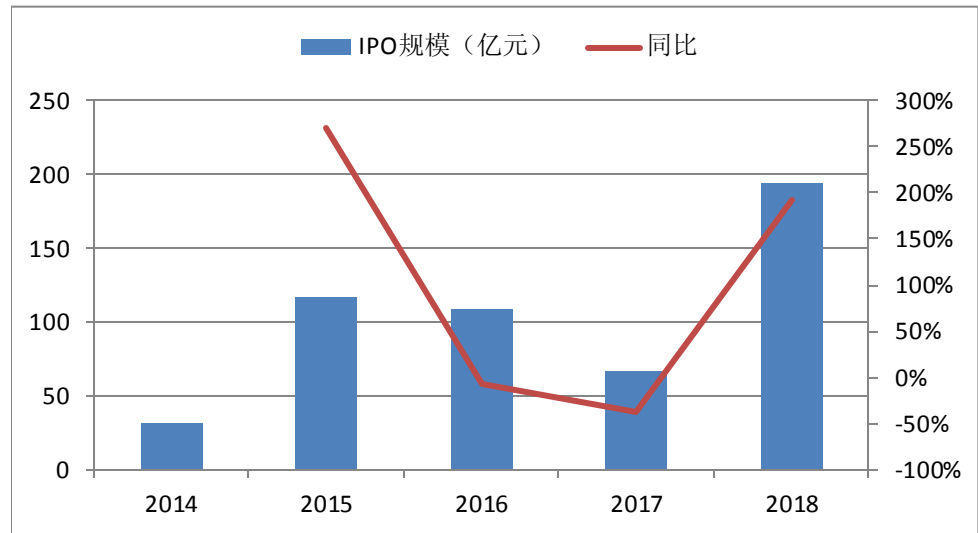


资料来源:联讯证券, 公司公告

(三) 投行业务：精品化投行战略，股权融资逆市增长

2018 年 IPO 发行数量大幅下降，全年仅发行上市 105 家，同比下降 76.03%，募集资金人民币 1,378.15 亿元，同比下降 40.11%。在资本市场 IPO 规模萎缩的情况下，公司 IPO 业务逆市扩张，2018 年华泰证券 IPO 承销规模 194.85 亿元，同比增长 193%，市场排名也由 17 年的第十一位跃升至全市场第二名。增发再融资承销规模 1088.45 亿元，同样位居市场第二名。

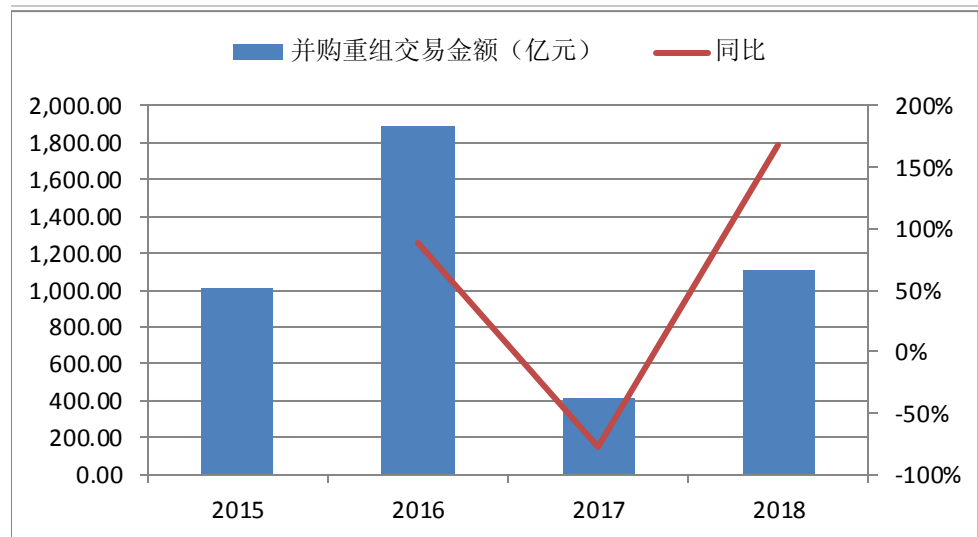
图表26： 公司 2018 年 IPO 承销规模大幅增长



资料来源:联讯证券, 万德

公司并购重组业务坚持量中求质、优中求变,持续以创新引领市场,积极打造精品项目,充分发挥专业技术领先优势,同时积极探索非公开市场财务顾问业务,在私募融资业务领域实现突破性进展。2018年,公司并购重组交易金额 1,104.27 亿元,同比增长 167%,行业排名第一。

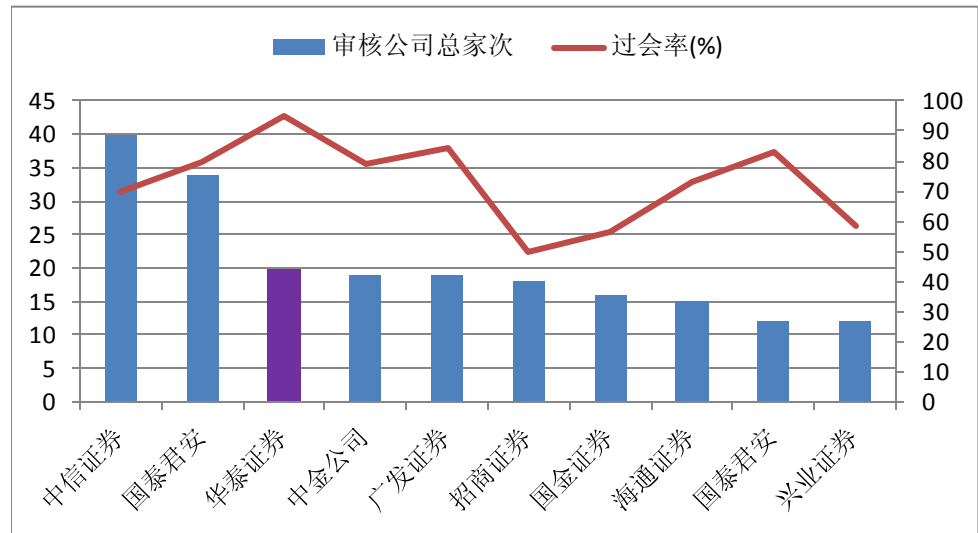
图表27: 公司并购重组交易金额



资料来源:联讯证券, 公司公告

在股权融资规模增长同时,公司保持投行精品化战略,过会率领先行业。华泰证券2018年申报发审委审核项目公司 20 家,其中 IPO 项目 7 家全部通过;并购重组项目 13 家中 12 家审核通过,仅罗顿发展并购重组项目未通过。以 95%的过会率在申报规模以上的券商中排名第一。

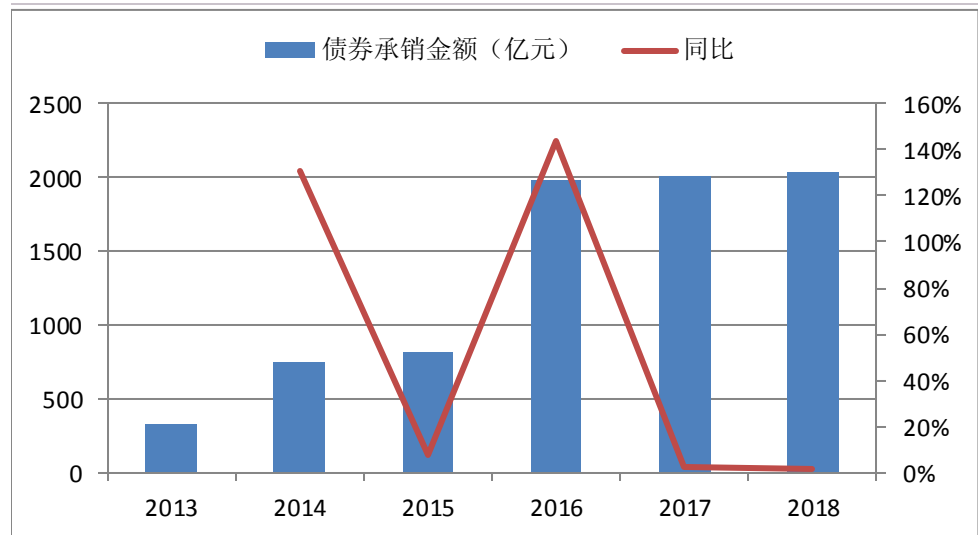
图表28: 公司投行项目过会率行业领先



资料来源:联讯证券, 万德

债券承销方面, 公司 2018 年债券主承销金额 2,043.40 亿元, 与上一年基本持平; 行业排名第八, 较 2017 年下降一位。

图表 29: 公司历年债券主承销金额及增速



资料来源:联讯证券, 万德

(四) 自营投资: 业务多元化, 走向“大自营”

公司自营投资业务除了传统的权益和固收投资以外, 场外衍生品交易业务也在蓬勃发展。通过自营业务多元化逐渐向“大自营”转型, 在增加投资品种的同时有效对冲市场剧烈波动的风险。

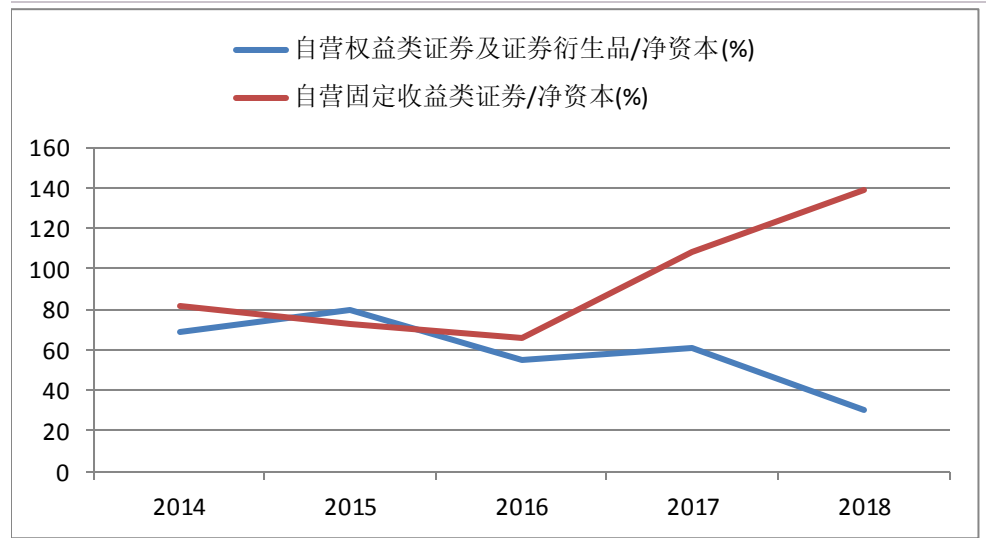
权益投资方面, 公司运用跨市场多维度的大数据监测体系, 深化产业链研究与跟踪, 打造多层次股票池体系。大力推进方向性自营向交易性自营业务模式的转型, 降低市场大幅波动带来的不利影响。全面推进大数据系统平台建设, 积极挖掘多样化的策略手段, 加强大数据和人工智能技术的研究应用。



固定收益自营投资业务根据市场走势适时调整持仓结构，积极把握市场机会并有效控制业务风险敞口暴露，持续丰富并创新交易策略，收入结构不断优化。

场外衍生品交易业务方面公司不断增强产品设计、产品定价和风险对冲能力，收益互换和场外期权交易业务目前均有一定规模，同时通过报价系统和柜台市场发行私募产品，此外还有新三板做市业务。

图表30： 公司自营资产结构变化

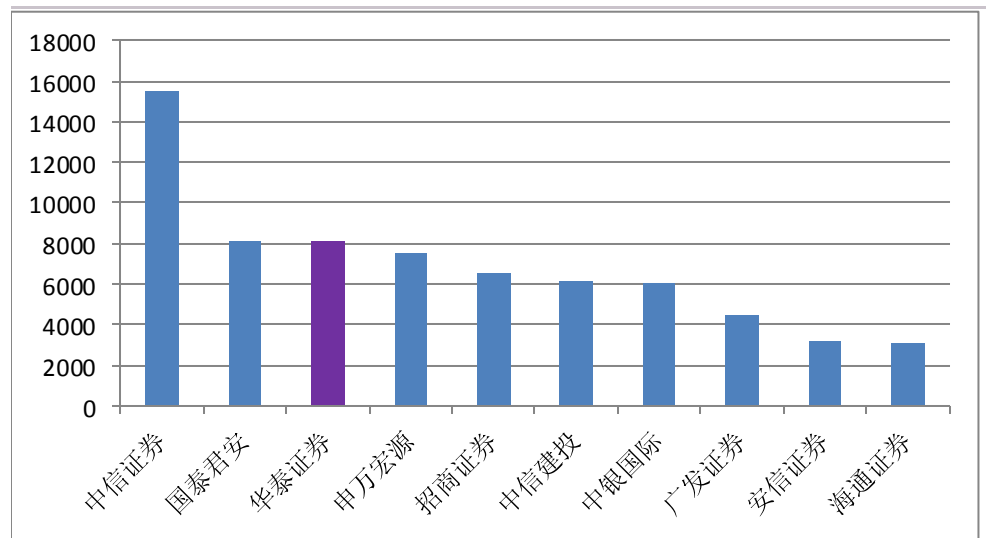


资料来源:联讯证券, 万德

(五) 资管业务：规模稳中有升，结构不断优化

2018年监管部门陆续发布一系列资管新规及配套实施细则，券商资产管理行业规模下滑趋势明显，根据证券业协会统计，133家券商受托管理资金本金总额14.11万亿元，较2017年下跌18%。华泰证券2018年资管规模8124亿元，逆势上涨3%，排名行业第三，仅落后第二名国泰君安0.05%，但与行业第一中信证券1.5万亿规模仍有较大差距，未来发展潜力巨大。

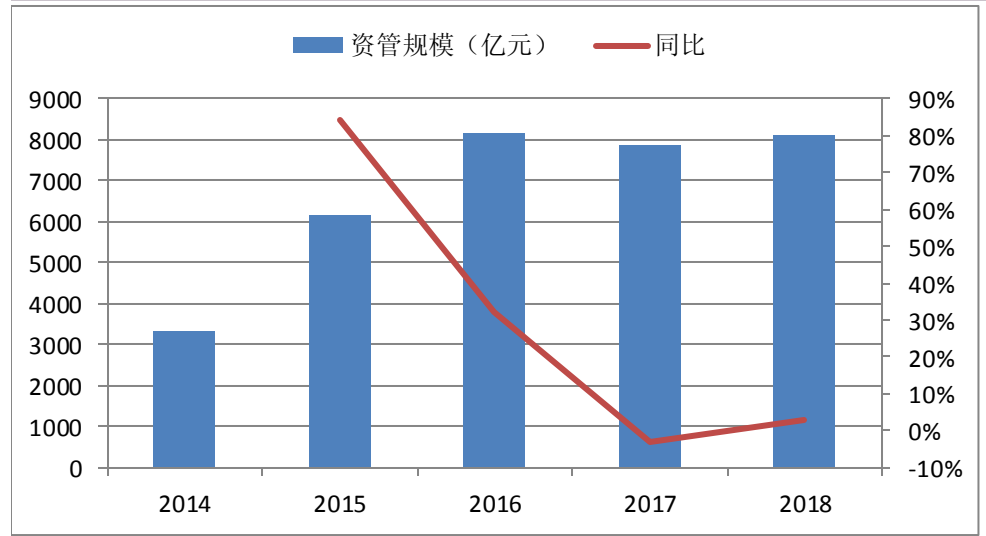
图表31： 2018年券商资管规模前十名



资料来源:联讯证券, 基金业协会



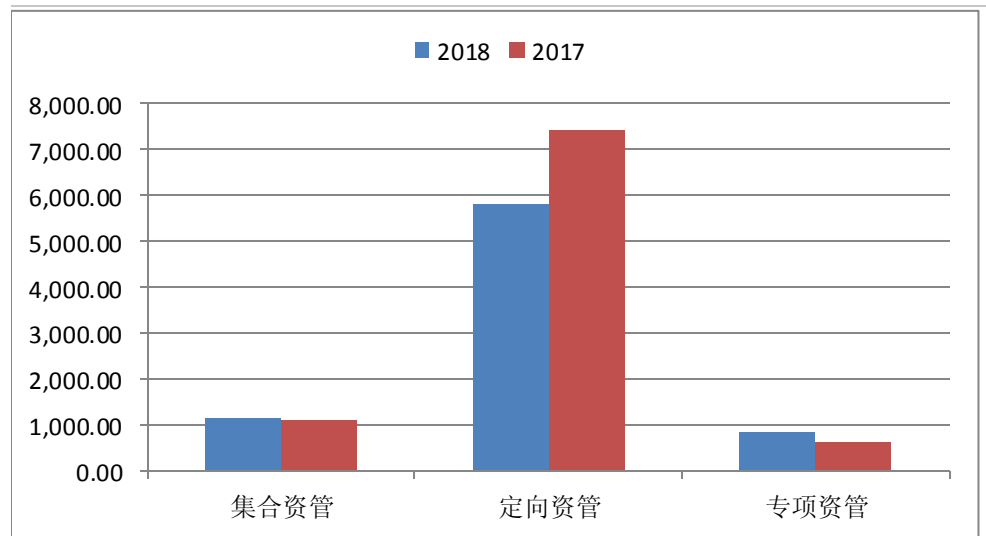
图表32: 公司 2018 年资管规模逆势上涨



资料来源:联讯证券, 基金业协会

分资管计划类型来看, 2018 年公司集合资产管理业务实力稳中有升, 合计管理集合资管计划 99 只, 规模 1,128.01 亿元。单一资产管理业务积极推进业务转型, 主动收缩通道业务规模, 业务结构不断优化, 合计管理单一资管计划 702 只, 规模 5,826.70 亿元。专项资产管理业务继续保持发展优势, 企业资产证券化项目发行数量及规模位居行业前列, 合计管理专项资管计划 73 只, 规模 812.79 亿元。公募基金管理业务积极构建覆盖不同风险等级的产品线, 满足客户差异化资产配置需求, 合计管理公募基金产品 5 只, 规模 58.64 亿元。

图表33: 公司 2018 年集合、专项资管规模上升 (亿元)



资料来源:联讯证券, 公司公告



三、盈利预测和估值

(一) 预测假设

结合市场环境与公司特点，我们对华泰证券未来三年业绩进行预测，按业务板块划分，主要假设如下：

1. 经纪业务：全市场 2016-2018 年股基交易额分别为 139、123、101 万亿，根据 2019 年一季度交投回暖趋势（2019 年一季度沪深两市股基成交额 36 万亿，同比增长 20%），假设 2019-2021 年股基交易额分别为 121、133、146 万亿。2018 年华泰证券股基佣金率为 0.237%，较上一年略有提升，但低于证券行业平均佣金率（0.32%），行业佣金率进入缓降阶段，假设华泰证券 2019-2021 年股基佣金率为 0.235%。公司 2016-2018 年股基交易市占率分别为 8.853%、7.831%和 7.812%，市占率保持行业第一但有下滑趋势，假设 2019-2021 年华泰证券股基交易市占率分别为 7.8%、7.75%和 7.7%。

2. 投行业务：公司实施精品化投行战略，2018 年股权融资逆市增长。目前处于科创板保荐券商第一集团，随着 IPO 常态化、科创板进度超预期和试点注册制等利好政策叠加，有望给公司投行业务带来增量收入。假设 2019-2021 年公司投行业务收入同比增长 20%、10%、10%。

3. 自营业务：华泰证券 18 年完成百亿定增，今年有望发行首单 GDR 继续增厚资本，包括 AssetMark 美股分拆上市逐步提上日程，自营投资规模有望稳步提升，结合二级市场走势，2019-2021 年公司自营业务收入有望大幅增长。

4. 资管业务：华泰证券 18 年资管规模稳中有升，集合、专项资管规模上升同时定向资管规模下降，主动管理规模维持行业第四位，资产管理业务结构不断优化，假设 2019-2021 年公司资管业务收入同比增长 15%、10%、10%。

(二) 盈利预测及估值分析

预计华泰证券 2019-2021 年营收分别为 200.80、219.99、238.29 亿元；归母净利润分别为 76.09、83.41、89.47 亿元，BVPS 分别为 13.52、14.43、15.41 元。

图表34： 华泰证券盈利预测（亿元）

科目	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	161.08	200.80	219.99	238.29
同比	-23.69%	24.66%	9.55%	8.32%
代理买卖证券业务净收入	33.86	44.36	48.45	52.84
证券承销业务净收入	19.49	23.38	25.72	28.29
资产管理业务净收入	24.73	28.44	31.29	34.42
信用业务净收入	30.15	36.18	39.80	43.78
投资收益+公允价值变动	42.09	59.39	64.79	68.03
营业支出	96.33	105.78	115.90	125.06
营业利润	64.75	95.02	104.09	113.23
净利润	51.61	77.49	84.93	91.11
少数股东权益	1.28	1.39	1.53	1.64
归属于母公司的净利润	50.33	76.09	83.41	89.47
同比	-45.75%	51.19%	9.61%	7.27%



科目	2018A	2019E	2020E	2021E
EPS (元)	0.66	0.92	1.01	1.08
BVPS (元)	12.69	13.52	14.43	15.41
PB (截止 20180426)	1.63	1.53	1.43	1.34

资料来源：联讯证券

截止 2019 年 4 月 25 日，华泰证券市值 1603 亿元，在 A 股证券行业股票中排名第四。取 A 股市值前十大券商为可比公司，市值平均值为 1454 亿元；市净率平均值为 2.03，中位数为 1.77，华泰证券估值在龙头券商中处于较低水平。

图表 35：A 股市值前十大券商估值情况（截止 20180425）

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	PB(2018)	PB(2019E)	PB(2020E)	PB(2021E)
600030.SH	中信证券	2,651.59	1.86	1.72	1.61	1.48
601066.SH	中信建投	1,798.39	4.85	3.91	3.6	3.3
601211.SH	国泰君安	1,651.92	1.5	1.31	1.25	1.2
601688.SH	华泰证券	1,603.51	1.69	1.58	1.49	1.41
600837.SH	海通证券	1,413.00	1.35	1.26	1.19	1.12
000166.SZ	申万宏源	1,216.94	1.75	1.63	1.48	1.35
000776.SZ	广发证券	1,093.59	1.41	1.31	1.24	1.24
600999.SH	招商证券	1,088.36	1.78	1.5	1.44	1.34
002736.SZ	国信证券	1,064.36	2.25	1.95	1.88	
601881.SH	中国银河	965.66	1.85	1.66	1.5	1.29
平均值		1,454.73	2.03	1.78	1.67	1.53
中位数		1,314.97	1.77	1.61	1.49	1.34

资料来源：联讯证券，万德（预测数值采取万德一致预期）

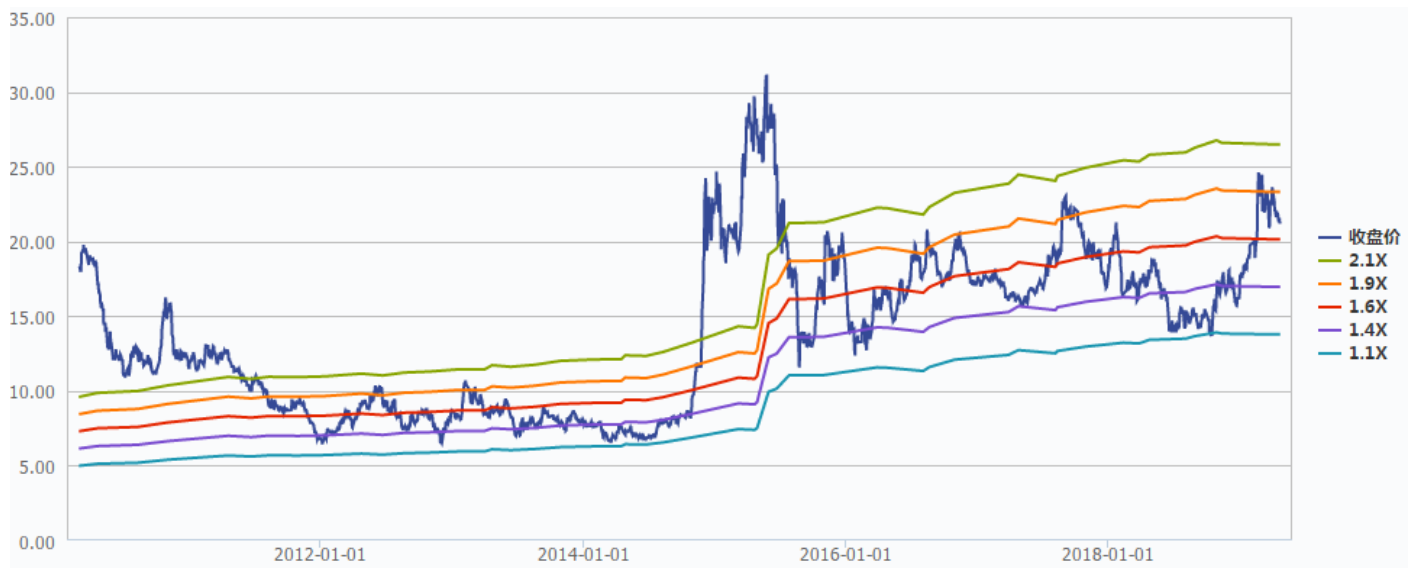
考虑到华泰证券的头部券商地位（综合实力行业前五），财富管理转型先行者+经纪业务份额领导者（股基交易市占率及移动客户端活跃度多年稳居市场第一，营业网点运营效率处龙头券商中领先地位），以及投行品牌优势直接受益于科创板设立和注册制试点（目前位居科创板保荐券商第一集团）。科技赋能驱动业务发展，前瞻性布局自主研发平台，多年保持信息技术高水平投入。混改稳步推进持续优化公司治理机制，18 年完成百亿定增同时引入阿里苏宁战投。未来首单 GDR 发行落地将在增厚资本实力同时加速国际业务扩展。公司资本实力雄厚业务布局领先，ROE 行业居前，理应获得高于行业平均水平估值，2019 年将实现盈利提升和估值上修。给予目标价 24.3 元，对应 2019 年市净率 1.8X，首次覆盖给予“增持”评级。

四、风险提示

境外业务发展不及预期，证券市场大幅波动风险，股票质押风险，流动性风险，政策推进不及预期。



图表36: 华泰证券 PB-Band



资料来源:联讯证券, 万德



图表37： 公司财务预测表

单位：亿元	2018	2019E	2020E	2021E
一、营业收入	161.08	200.80	219.99	238.29
手续费及佣金净收入	80.62	96.18	105.45	115.55
其中：代理买卖证券业务净收入	33.86	44.36	48.45	52.84
证券承销业务净收入	19.49	23.38	25.72	28.29
受托客户资产管理业务净收入	24.73	28.44	31.29	34.42
利息净收入	30.15	36.18	39.80	43.78
投资净收益	42.09	59.39	64.79	68.03
其他业务收入	8.22	9.04	9.94	10.94
二、营业支出	96.33	105.78	115.90	125.06
营业税金及附加	1.40	1.51	1.65	1.79
管理费用	81.67	96.56	105.79	114.60
资产减值损失	8.63	2.01	2.20	1.91
三、营业利润	64.75	95.02	104.09	113.23
加：营业外净收入	0.03	3.82	1.92	2.87
四、利润总额	64.49	102.39	103.83	113.24
减：所得税	12.88	20.55	22.53	24.17
五、净利润	51.61	77.49	84.93	91.11
减：少数股东损益	1.28	1.39	1.53	1.64
归属于母公司所有者的净利润	50.33	76.09	83.41	89.47
六、每股收益：				
基本每股收益(元)	0.66	0.92	1.01	1.08

资料来源：联讯证券，公司财务报告



分析师简介

李兴，中央财经大学硕士研究生，2016年6月加入联讯证券，现任非银金融分析师，证书编号：S0300518100001。

研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com