

## 财富管理向好，自营展现弹性

——华泰证券（601688）点评报告

买入（维持）

日期：2019年04月30日

### 事件：

2019年4月29日晚间，华泰证券发布2019年一季度报，公司在报告期内实现营业收入62.48亿元，同比增长45.65%；归母净利润27.80亿元，同比增长46.06%；ROE达到2.66%，同比提升0.5个百分点。

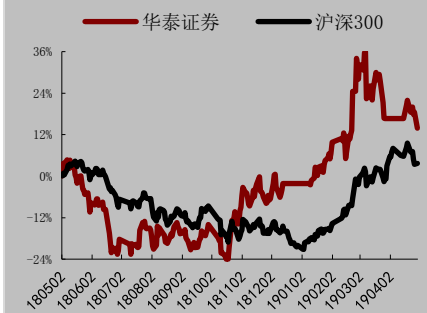
### 投资要点：

- **受益市场回暖，经纪、资管表现良好：**一季度公司实现经纪业务净收入11.24亿元，同比增长14.05%；资管业务净收入7.12亿元，同比增长25.89%。开年以来二级市场持续回暖，一季度日均股基交易额高达6,190.70亿元，同比提升20.75%，公司作为经纪交易龙头直接受益，而收入增幅小于市场交易增幅主要系低佣金战略（2.4%）叠加去年高基数所致。同时随着交投情绪扩散，公司资管业务收入也受到提振，表现领先同业。过去两年公司加码“去通道”，集合资管占比逐步提升至14.52%（截止2018年末），预计行情向好背景下集合资管产品募投通畅，主动管理转型有望提速。
- **移动端领跑，财富管理日趋完善：**公司持续推进财富管理化转型，以“涨乐财富通”为代表的Fintech建设仍是亮点。一季度“涨乐财富通”继续领跑行业，2019年3月的月活数已经达到780.61万，仅次于互联网券商东方财富旗下app，较身后传统券商国君（422.07万）、平安（396.35万）、中信（376.49万）具有明显优势。预计移动端流量优势将进一步驱动大财富管理业务（交易、代销、资管）增长。
- **自营展现弹性，提振业绩：**一季度自营收益高达22.04亿元，同比大增148.64%，是提振业绩的主要因素。细分来看，投资收益为26.07亿元，同比增长93.09%，其中对联营企业投资收益同比增长101.19%至11.68亿元；公允价值损益为7.65亿元，同比增长55.52%，主要系权益类投资浮盈增加所致。综合而言，公司自营盘的权益投资占比处于行业前列，投资收益有望在2019年实现弹性反转。
- **IPO停滞拖累投行业务：**华泰联合实现投行业务收入2.48亿元，同比大降39.11%，主要系一季度无IPO项目进展所致。再融资和债承方面分别实现7.61亿元和494.25亿元业务规模，市占率分别为3.07%和

### 基础数据

行业	非银金融
公司网址	
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/持股	
总股本（百万股）	8,251.50
流通A股（百万股）	5,443.72
收盘价（元）	20.47
总市值（亿元）	1,689.08
流通A股市值（亿元）	1,114.33

### 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：2019年04月29日

### 相关研究

万联证券研究所 20190401\_华泰证券2018年报点评\_AAA\_投资下滑超预期，财管、IPO有亮点  
万联证券研究所 20181031\_公司点评报告\_AAA\_业绩小幅下滑，定增+GDR利好长期发展  
万联证券研究所 20181020\_公司深度报告\_AAA\_资本增厚+国际布局，财富管理新龙头

分析师： 缴文超/张译从

执业证书编号

S0270518030001/S0270518090001

电话 010-66060126

邮箱 jiaowc@wlzq.com/zhangyc1@wlzq.com

研究助理： 喻刚/孔文彬

电话 010-66060126/021-60883489

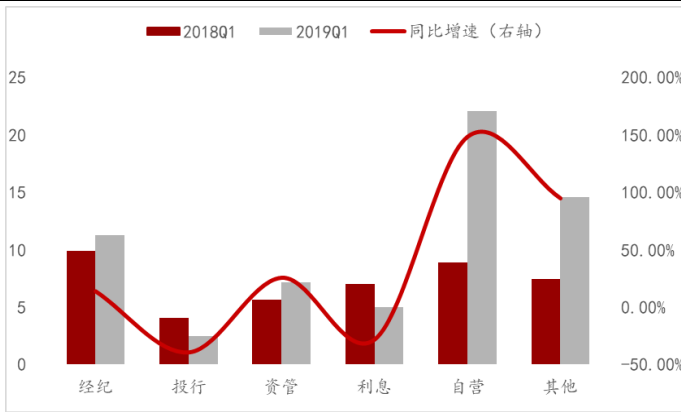
邮箱 yugang@wlzq.com/kongwb@wlzq.com

	2017年	2018年	2019E	2020E
营业收入(亿元)	211.09	161.08	228.91	243.88
增长比率(%)	24.78	-23.69	42.11	6.54
净利润(亿元)	92.77	50.33	79.68	95.19
增长比率(%)	47.94	-45.75	58.33	19.46
每股收益(元)	1.12	0.61	0.97	1.15
市净率(倍)	1.93	1.63	1.54	1.45

3.12%，较2018全年水平有小幅回落。但考虑到2018年华泰联合IPO规模高达187.75亿元，市占率13.66%排名行业第二（仅次于中金），而且所涉项目包含药明康德、迈瑞医疗等多家科创领域公司，判断公司IPO承揽实力和科创储备均领先行业，二季度IPO收入有望反转。

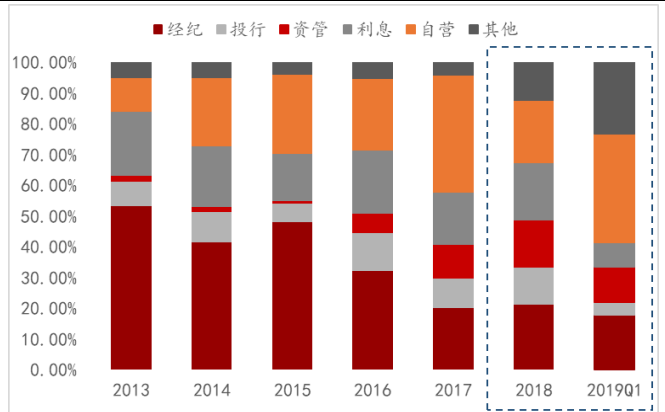
- **大股东增持，Assetmark推进上市：**根据3月9日公告，大股东国信集团在2019年上半年内将累计增持不低于1000万股（总股本0.5%），而截止至3月7日，国信集团已经增持超过500万股，一季度持末股比例增至15.59%，彰显了对于公司长期经营的信心。此外，4月25日公告显示，公司在北美的全资子公司AssetMark已经以保密形式向美国证券交易委员会递交了拟注册上市声明。AssetMark是北美TAMP行业排名前三的资管公司，截至18年末平台AUM达到448.55亿美元，同比增长5.83%，市占率升至10.20%。预计随着Assetmark上市后获得资本金扩充，公司海外业务收入有望进一步提升。
- **投资建议和盈利预测：**当前市场回暖已经带动板块进入估值与业绩的正反馈循环中，在资本市场改革提速的背景下公司作为龙头券商有望全面受益政策红利，业绩反转可期。2019年公司GDR发行有望落地、Assetmark分拆上市持续推进，海外布局不断拓展，打开长期发展空间。预计公司2019/2020/2021年归母净利润为79.68/95.19/109.48亿元，分别同比增长58.33%/19.46%/15.01%，BVPS分别为13.29/14.16/15.14元，当前股价对应PB为1.54/1.45/1.35倍，仍维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济持续下行；政策监管超预期；资金面流动性紧缩；交投情绪回落

图表1：华泰证券业务收入变化（亿元，%）



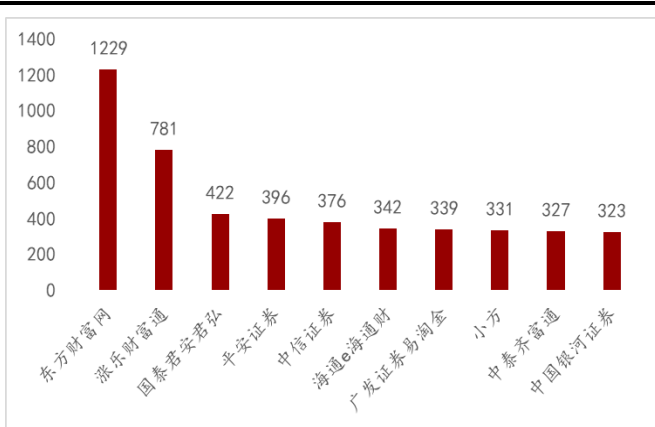
资料来源：公司年报，万联证券研究所

图表2：华泰证券收入结构（%）



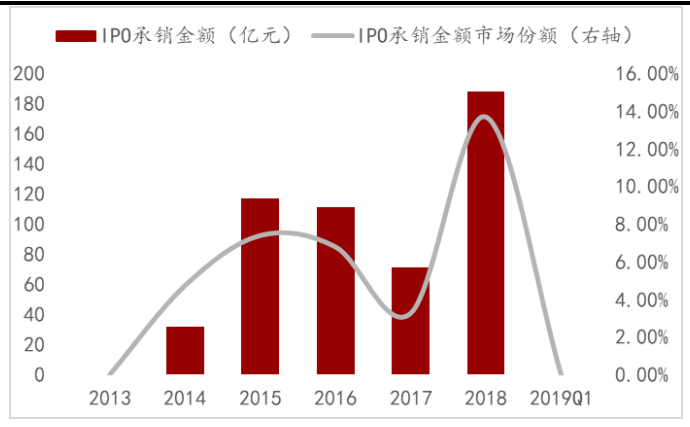
资料来源：wind，公司年报，万联证券研究所

图表3：3月券商app月活排行（万）



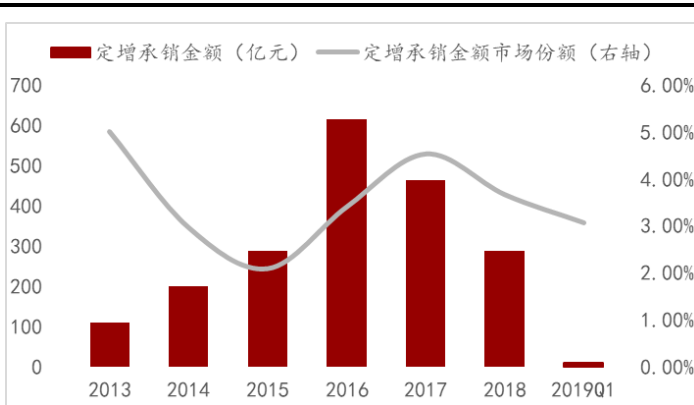
资料来源：公司年报，万联证券研究所

图表4：华泰证券IPO业务（亿元，%）



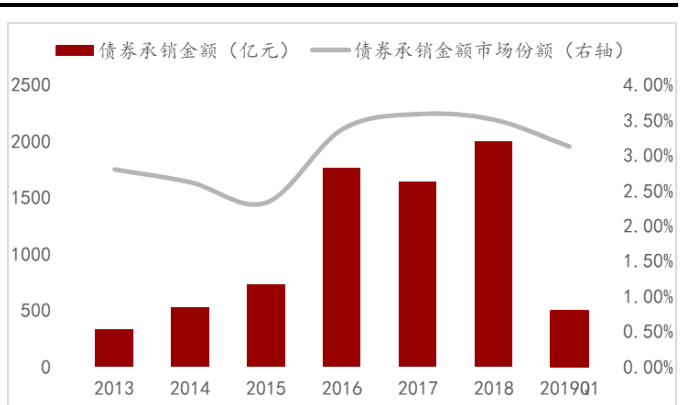
资料来源：公司年报，万联证券研究所

图表5：华泰证券再融资业务（亿元，%）



资料来源：公司年报，万联证券研究所

图表6：华泰证券债券承销业务（亿元，%）



资料来源：公司年报，万联证券研究所

资产负债表

单位：亿元

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>资产</b>	<b>3686.6</b>	<b>4657.7</b>	<b>4464.2</b>	<b>5865.2</b>
货币资金	711.03	1294.79	922.12	1391.02
结算备付金	190.68	333.13	221.64	370.62
融出资金	461.89	551.00	581.40	593.03
衍生金融资产	19.34	57.57	222.39	873.04
买入返售金融资产	435.57	479.12	503.08	528.23
应收款项	30.90	33.19	36.85	41.97
存出保证金	78.37	78.37	78.37	78.37
交易性金融资产	1222.44	1279.47	1317.89	1376.88
债权投资	162.74	173.25	196.28	220.81
其他债权投资	6.07	6.20	6.54	6.91
其他权益工具投资	98.50	98.98	101.13	103.42
长期股权投资	131.78	131.78	131.78	131.78
投资性房地产	5.86	5.86	5.86	5.86
固定资产	34.99	38.49	42.34	46.57
在建工程	0.49	0.58	0.62	0.69
无形资产	54.62	54.62	54.62	54.62
商誉	20.99	20.99	20.99	20.99
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税资产	2.25	2.25	2.25	2.25
其他资产	18.15	18.15	18.15	18.15
<b>负债</b>	<b>2639.1</b>	<b>3544.5</b>	<b>3278.7</b>	<b>4597.4</b>
短期借款	30.16	34.55	36.36	47.41
应付短期融资款	211.24	242.01	254.69	332.05
拆入资金	58.13	66.60	70.09	91.38
交易性金融负债	52.00	59.57	62.70	81.74
衍生金融负债	7.76	8.54	9.39	10.33
卖出回购金融资产款	400.95	459.35	483.42	630.26
代理买卖证券款	594.92	1141.75	673.07	1210.06
代理承销证券款	0.02	0.11	0.12	0.14
应付职工薪酬	79.15	147.82	220.99	297.75
应交税费	8.47	10.53	12.13	14.67
应付款项	74.77	77.35	79.83	82.20
应付利息	0.00	0.00	0.00	0.00
预计负债	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	16.99	19.46	20.48	26.70
应付债券	628.91	720.50	758.26	988.59
长期应付职工薪酬	0.00	11.45	23.64	36.43
递延所得税负债	18.10	20.74	21.82	28.45
其他负债	457.59	524.24	551.71	719.30
<b>所有者权益</b>	<b>1047.5</b>	<b>1113.2</b>	<b>1185.5</b>	<b>1267.7</b>
股本	82.52	82.52	82.52	82.52
资本公积	588.60	588.65	588.65	588.65
其他综合收益	1.79	0.00	0.00	0.00
盈余公积	44.90	51.27	57.94	65.60
一般风险准备	121.97	141.89	160.93	182.82
未分配利润	194.16	232.45	278.03	329.40
归母所有者权益	1033.94	1096.78	1168.07	1248.99
少数股东权益	13.56	16.45	17.52	18.73

资料来源: wind, 万联证券研究所

利润表

单位：亿元

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>161.08</b>	<b>228.91</b>	<b>243.88</b>	<b>255.88</b>
手续费及佣金净收入	80.62	95.60	104.14	114.09
经纪业务净收入	33.86	46.06	48.29	50.48
投行业务净收入	19.49	21.79	24.75	27.47
资管业务净收入	24.73	26.48	29.51	34.24
利息净收入	30.15	34.71	36.85	35.54
投资收益	24.11	87.54	91.59	95.44
公允价值变动收益	17.98	2.44	2.56	2.64
汇兑收益	0.31	0.70	0.84	0.26
其他业务收入	6.09	6.09	6.09	6.09
资产处置收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收益	1.82	1.82	1.82	1.82
<b>营业支出</b>	<b>96.33</b>	<b>128.84</b>	<b>124.21</b>	<b>118.26</b>
营业税金及附加	1.40	1.99	2.12	2.22
业务及管理费	81.67	119.03	118.28	113.87
资产减值损失	0.05	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	8.63	5.53	1.86	0.89
其他业务成本	4.58	2.29	1.95	1.28
<b>营业利润</b>	<b>64.75</b>	<b>100.07</b>	<b>119.67</b>	<b>137.62</b>
营业外收入	0.03	2.30	2.58	2.93
营业外支出	0.30	0.27	0.28	0.27
<b>利润总额</b>	<b>64.49</b>	<b>102.10</b>	<b>121.97</b>	<b>140.28</b>
所得税费用	12.88	20.39	24.36	28.01
<b>净利润</b>	<b>51.61</b>	<b>81.71</b>	<b>97.61</b>	<b>112.26</b>
少数股东损益	1.28	2.03	2.42	2.79
归母股东净利润	50.33	79.68	95.19	109.48

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入增速(%)	-23.69	42.11	6.54	4.92
归母净利润增速(%)	-45.75	58.33	19.46	15.01
<b>收入结构</b>				
经纪业务(%)	-19.57	36.02	4.85	4.53
投行业务(%)	-4.41	11.82	13.61	10.97
资管业务(%)	7.26	7.08	11.42	16.04
信用业务(%)	-16.23	15.10	6.17	-3.56
自营业务(%)	-59.52	158.64	4.44	3.96
其他业务(%)	119.61	-22.26	5.55	1.21
<b>获利能力</b>				
佣金率(%)	0.02	0.02	0.02	0.02
自营投资收益率(%)	1.12	5.20	5.20	5.20
杠杆倍数	2.99	3.21	3.25	3.73
ROE(%)	5.28	7.48	8.41	9.06
<b>每股指标</b>				
EPS(元)	0.61	0.97	1.15	1.33
BVPS(元)	12.53	13.29	14.16	15.14
PE	33.56	21.20	17.74	15.43
PB	1.63	1.54	1.45	1.35

## 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 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场