

业绩增长稳健，国际布局全面开花

——华泰证券（601688）点评报告

买入（维持）

日期：2019年08月29日

事件：近日，华泰证券公布2019年中报，实现营业收入111.07亿元，同比增长35.18%，归母净利润40.44亿元，同比增长32.68%，归母净资产1168.23亿元，较年初增长12.99%。

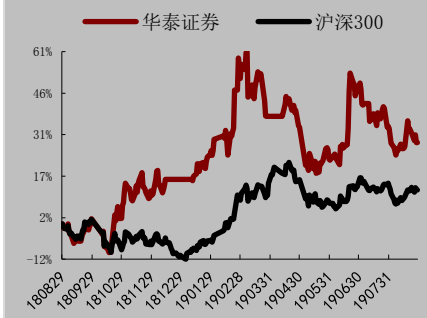
投资要点：

- **财富管理强势，经纪两融双双造好：**2019H1公司财富管理业务表现出色，其中经纪业务收入22.43亿元，同比增长20.56%，有三方面变化值得关注。1)“涨乐财富通”高歌猛进，移动端优势强化。上半年公司旗下明星app涨乐财富通下载量226.64万，平均月活数为748.99万，继续领跑所有证券交易类app。此外移动端直接带来增量客户53.28万，占全部新开户客户的99.32%，引流效果持续显现。2)市占率企稳驱动交易收入提升。市场交投回暖的背景下，公司凭借线上线下服务优势强化市占率优势。根据交易所会员统计数据，2019H1公司股票交易量达到11.09万亿元，估算市占率微升至7.54%，一改此前缓幅下行趋势，同时客户账户总资产规模3.01万亿元，较年初提升3.44%，目前公司客户交易及资产规模指标均处行业第一。3)代销业务扩张，关注违规风险。公司金融产品保有数量及销售规模均实现稳步提升，金融产品（剔除天天发）保有数量7979只，销售规模1677.44亿元，均处业内领先水平。但值得注意的是，日前江苏证监局就公司违规代销“聚潮资产”产品一事出具责令整改通知，显示快速爆发的代销业务存在风控隐忧，后续事项仍待跟进。两融业务方面，市占率稳步上行。市场风险偏好改善的情况下，公司积极凭借流量优势进行两融展业，截至2019年6月末两融业务余额为548.39亿元，同比增长4.81%，市占率也提升0.33个百分点至6.02%，目前居于行业第二。
- **投行股弱债强收入下滑，投行负责人更替：**2019H1公司实现投行业务收入603.93亿元，同比下滑25.23%，对于业绩表现有所拖累。具体而言，华泰联合实现股权主承销金额474.24亿元，较去年同期高基数下滑42.83%，但依旧排名行业第五；另一方面债承业务随行业整体扩张，主承销金额达到1559.87亿元，同比大增85.81%，排名行业第七。此外，公司作为并购重组龙头，在该领域的表现有所下滑，尽管核准家数（6家）仍名列第一，但273.68亿元的交易金额同比下滑61.15%。

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）	9,076.65
流通A股（百万股）	7,357.60
收盘价（元）	19.27
总市值（亿元）	1,749.07
流通A股市值（亿元）	1,417.81

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08月29日

相关研究

万联证券研究所 20190430_华泰证券一季报点评_AAA_财富管理向好，自营展现弹性

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

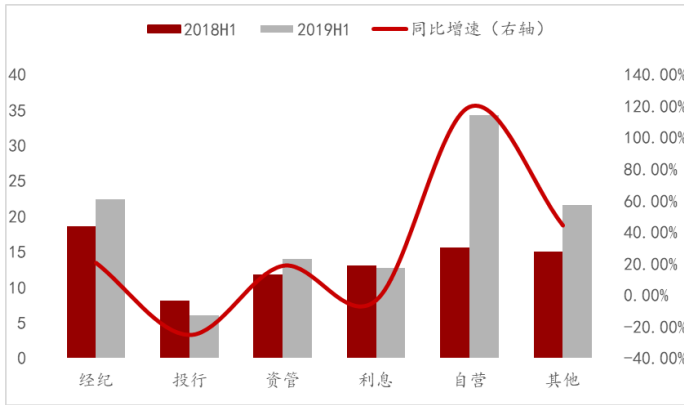
	2017年	2018年	2019E	2020E
营业收入(亿元)	211.09	161.08	217.02	240.27
增长比率(%)	24.78	-23.69	34.72	10.72
净利润(亿元)	92.77	50.33	75.40	93.81
增长比率(%)	47.94	-45.75	49.82	24.42
每股收益(元)	1.02	0.55	0.83	1.03
市净率(倍)	1.97	1.67	1.43	1.35

数据来源：WIND，万联证券研究所

需要指出的是，近期华泰联合董事长刘晓丹因个人原因离职，而现任总裁江禹接任。过去十年间刘晓丹始终是华泰投行业务线的关键掌舵人，一手推动公司并购重组业务崛起，在业内被称为“并购女皇”。今年以来证监会对并购重组的监管正在边际放松，建议密切关注新董事长上台后华泰联合的战略动向。

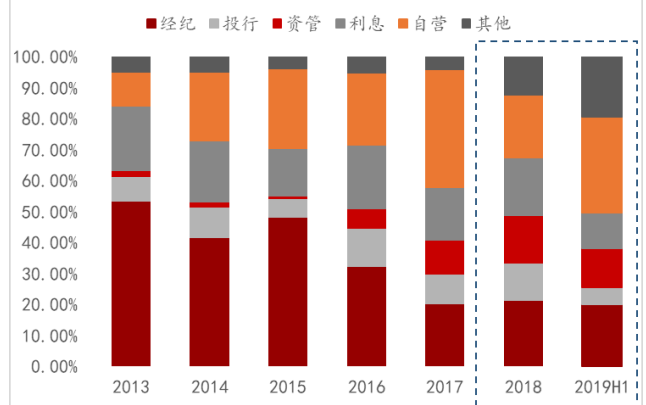
- **GDR + Assetmark发力，国际布局再下一城：**1) 公司6月成功发行GDR，成为首家“A+H+G”券商。一方面，公司成功布局英国及欧洲市场，进一步扩展全球业务格局。另一方面，公司募资113亿元后净资产已经达到1182.03亿元，同比大增29.25%，稳居千亿大券商梯队，资本实力扩充利于公司进一步做大两融及非方向性自营投资。2) 公司旗下北美财富管理子公司Assetmark内生增长稳健。截至2019Q1 AssetMark在美国TAMP行业中的市占率为10.0%，排名第三。截至2019H1，平台总计服务7899名独立投资顾问，较年初增长4.30%；服务的终端账户覆盖逾15万个家庭，较年初增长16.00%。不仅如此，AssetMark于2019年7月正式登陆纽交所，外部融资再获补强，有望与新近获得北美经纪交易资格的华泰（美国）分支公司开展协同发展。综合来看，公司同步拓展欧美市场，创新性地全球化业务布局，为正在开发的国际版“财富涨乐通”打下基础，未来国际化财富管理发展模式可期。
- **投资建议和盈利预测：**公司业绩表现整体稳健，除了表现最优的财富管理和回落明显的投行业务以外，小幅增长的资管业务(+18.70%)、随权益市场回暖的自营业务(+119.70%)、主动压缩的信用业务(-3.18%)均符合预期。虽然公司业绩增速受同比高基数影响不及行业整体，但多线业务仍保持极强竞争力，同时全球布局亮点频现，业绩提升空间巨大。当前资本市场改革提速的背景下，公司有望作为创新型龙头券商有望全面受益政策红利，实现业绩与估值的长期稳步提升。预计公司2019/2020/2021年归母净利润为75.40/93.81/112.04亿元，分别同比增长49.82%/24.42%/19.44%，BVPS分别为13.29/14.08/15.00元，当前股价对应PB为1.43/1.35/1.27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, %)



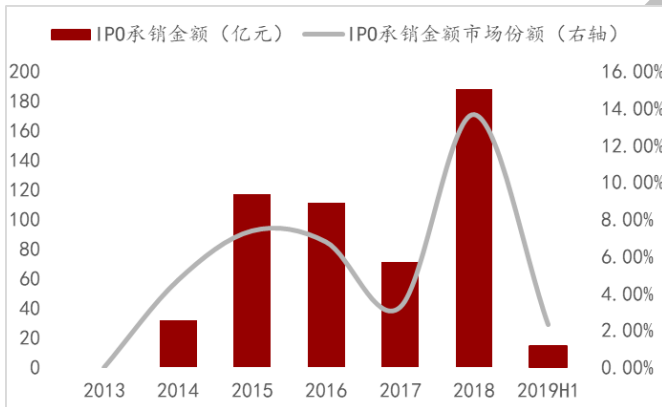
资料来源: 公司财报, 万联证券研究所

图表2: 华泰证券收入结构 (%)



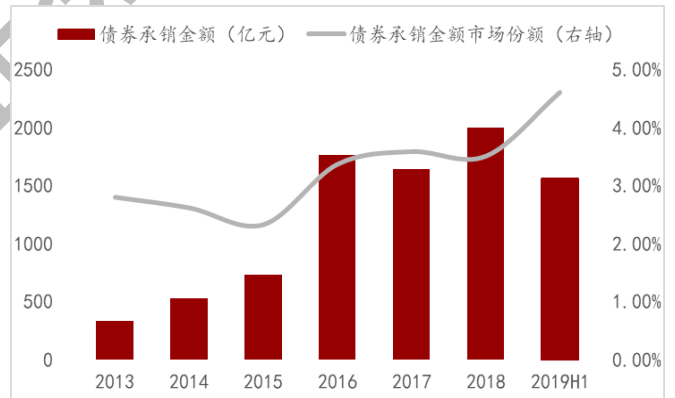
资料来源: 公司财报, 万联证券研究所

图表3: 华泰证券IPO业务 (亿元, %)



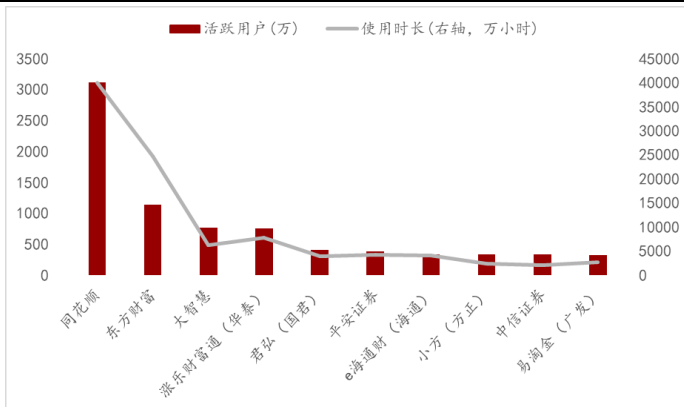
资料来源: 公司财报, 万联证券研究所

图表4: 华泰证券债券承销业务 (亿元, %)



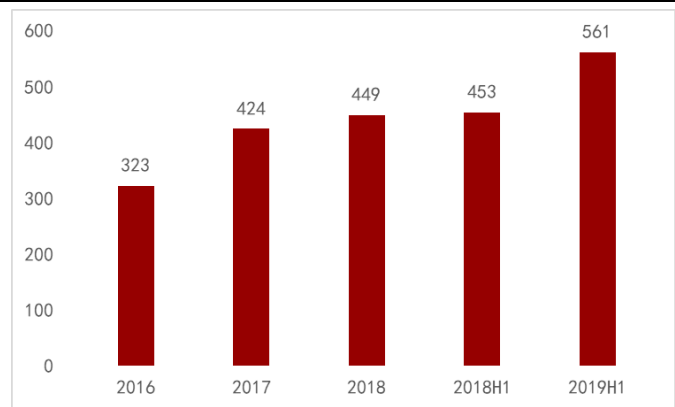
资料来源: 公司年报, 万联证券研究所

图表5: 2019年6月末股票交易类app排行



资料来源: 公司财报, 万联证券研究所

图表6: Assetmark资产规模 (亿美元)



资料来源: 公司财报, 万联证券研究所

资产负债表

单位: 亿元

利润表

单位: 亿元

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
资产	3686.66	4582.26	4377.93	5816.01	营业收入	161.08	217.02	240.27	261.92
货币资金	711.03	1305.88	922.61	1413.72	手续费及佣金净收入	80.62	91.69	102.48	115.04
结算备付金	190.68	336.53	221.80	377.91	经纪业务净收入	33.86	41.86	43.90	46.27
融出资金	461.89	570.00	600.78	617.74	投行业务净收入	19.49	20.55	24.23	26.92
衍生金融资产	19.34	57.57	222.39	873.04	资管业务净收入	24.73	28.00	32.75	39.94
买入返售金融资产	435.57	370.23	388.74	408.18	利息净收入	30.15	33.07	39.39	41.64
应收款项	30.90	33.07	36.68	41.91	投资收益	24.11	81.20	87.10	94.42
存出保证金	78.37	78.37	78.37	78.37	公允价值变动收益	17.98	2.44	2.56	2.65
交易性金融资产	1222.44	1279.47	1323.44	1387.98	汇兑收益	0.31	0.70	0.84	0.26
债权投资	162.74	173.25	198.59	225.43	其他业务收入	6.09	6.09	6.09	6.09
其他债权投资	6.07	6.20	6.58	6.98	资产处置收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他权益工具投资	98.50	98.98	101.35	103.85	其他收益	1.82	1.82	1.82	1.82
长期股权投资	131.78	131.78	131.78	131.78	营业支出	96.33	122.43	122.37	121.01
投资性房地产	5.86	5.86	5.86	5.86	营业税金及附加	1.40	1.88	2.08	2.27
固定资产	34.99	38.49	42.34	46.57	业务及管理费	81.67	112.85	116.53	116.56
在建工程	0.49	0.58	0.62	0.69	资产减值损失	0.05	0.00	0.00	0.00
无形资产	54.62	54.62	54.62	54.62	信用减值损失	8.63	5.53	1.83	0.88
商誉	20.99	20.99	20.99	20.99	其他业务成本	4.58	2.17	1.92	1.31
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	64.75	94.58	117.90	140.91
递延所得税资产	2.25	2.25	2.25	2.25	营业外收入	0.03	2.30	2.58	2.93
其他资产	18.15	18.15	18.15	18.15	营业外支出	0.30	0.27	0.28	0.27
负债	2639.16	3357.43	3080.83	4433.76	利润总额	64.49	96.61	120.20	143.57
短期借款	30.16	31.41	33.26	44.39	所得税费用	12.88	19.29	24.00	28.67
应付短期融资款	211.24	219.99	232.97	310.90	净利润	51.61	77.32	96.20	114.90
拆入资金	58.13	60.54	64.11	85.56	少数股东损益	1.28	1.92	2.39	2.85
交易性金融负债	52.00	54.15	57.35	76.53	归母股东净利润	50.33	75.40	93.81	112.04
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	417.56	442.19	590.11	主要财务比率				
代理买卖证券款	594.92	1154.79	673.66	1237.07	至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
代理承销证券款	0.02	0.10	0.12	0.13	成长能力				
应付职工薪酬	79.15	144.25	216.34	294.91	营业收入增速(%)	-23.69	34.72	10.72	9.01
应交税费	8.47	9.97	11.95	15.02	归母净利润增速(%)	-45.75	49.82	24.42	19.44
应付款项	74.77	77.22	79.67	82.09	收入增速				
应付利息	0.00	0.00	0.00	0.00	经纪业务(%)	-19.57	23.64	4.87	5.40
预计负债	0.00	0.00	0.00	0.00	投行业务(%)	-4.41	5.45	17.93	11.10
长期借款	16.99	17.69	18.74	25.00	资管业务(%)	7.26	13.20	17.00	21.93
应付债券	628.91	654.96	693.60	925.62	信用业务(%)	-16.23	9.69	19.10	5.70
长期应付职工薪酬	0.00	10.85	22.86	35.96	自营业务(%)	-59.52	139.12	7.18	8.35
递延所得税负债	18.10	18.85	19.96	26.64	其他业务(%)	119.61	-22.26	5.55	1.21
其他负债	457.59	476.55	504.66	673.48	获利能力				
所有者权益	1047.50	1224.84	1297.09	1382.25	代理买卖手续费率	0.02	0.02	0.02	0.02
股本	82.52	90.77	90.77	90.77	自营投资收益率(%)	1.12	4.80	4.95	5.15
资本公积	588.60	694.64	694.64	694.64	杠杆倍数	2.99	2.84	2.90	3.36
其他综合收益	1.79	0.00	0.00	0.00	ROE(%)	5.28	6.73	7.55	8.49
盈余公积	44.90	50.93	57.50	65.34	每股指标				
一般风险准备	121.97	140.82	159.58	181.99	EPS(元)	0.55	0.83	1.03	1.23
未分配利润	194.16	229.58	275.44	329.09	BVPS(元)	11.39	13.29	14.08	15.00
归母所有者权益	1033.94	1206.73	1277.93	1361.83	PE	34.27	22.87	18.38	15.39
少数股东权益	13.56	18.10	19.17	20.43	PB	1.67	1.43	1.35	1.27

资料来源: wind, 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。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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。研究员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。

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