

2019年10月30日

廖晨凯

C0069@capital.com.tw

目标价(RMB/ HK\$)

20.5/14.0

华泰证券(601688.SH/6886.HK)

Buy 买入

三季报点评：自营投资弹性大，科创板推动投行业务边际向好

结论与建议：

华泰证券发布三季报，2019年前三季度实现营收178亿，YOY增41.8%，实现净利64亿，YOY增43.8%，公司3Q单季实现净利24亿，YOY增80.5%。今年以来权益市场整体向好，公司自营投资表现出较好的弹性，其随着市场交易量加大，公司经纪业务收入较快增长。在资管新规背景下，公司资管业务逆势向好。不过在行业股权融资较低的背景，公司投行业务收入有所下降，但3Q收入YOY转正，估计和科创板相关业务推动有关。信用业务方面，公司重视风险控制，主动减少股权质押规模，收入端减少有公司主动控制的因素。公司积极拥抱互联网与科技，整体基本面较好，相关GDR套利空间已消失，目前估值较为合理。综上所述，我们给与“买入”评级。

- **前三季度实现净利 64 亿，YOY 增 43.8%**：华泰证券发布三季报，2019 年前三季度实现营收 178 亿，YOY 增 41.8%，实现净利 64 亿，YOY 增 43.8%，公司 3Q 单季实现净利 24 亿，YOY 增 80.5%。
- **自营投资端具备弹性**：从收入端来看，自营投资为今年以来业绩弹性的主要驱动因素：1-3Q2019 自营投资收益 60 亿，YOY 增 104%，其中 3Q 单季 25 亿，YOY 增 86.2%，投资端在 3Q 继续向好。公司经纪及资管业务保持较快增长，1-3Q2019 经纪业务净收入 YOY 增 21.9%至 32 亿，其中 3Q 单季增 24.9%，1-3Q 资管业务净收入 YOY 增 18.8%至 22 亿，其中 3Q 单季增 19.0%，在资管新规背景下公司收入端依旧实现较快增长。今年来华泰投行及信用业务稍显压力：1-3Q 投行业务净收入 YOY 降 4.4%至 12 亿，但 3Q 看到一些回暖迹象，3Q 单季增 33.2%，估计和科创板带来的相关增量业务相关；信用业务方面，源于公司主动调整股权质押规模，3Q 单季信用业务净收入降四成至 4 亿，今年前三季度信用业务净收入 YOY 降 17.1%至 17 亿。
- **GDR 目前已无套利空间**：之前公司股价受 GDR 兑回因素有些承压，不过从目前的情况来看，相关套利空间已经消失：截止 10 月 29 日，华泰证券 A 股股价为 17.5 元/股，GDR 股价为 24.54 美元/10 股，两者几乎已没有差价，相关套利空间消失，对股价压制因素在减弱。
- **盈利预测与投资建议**：目前监管层明确大力发展直接融资、加大资本市场转型，我们相信基本面较强的华泰证券将是较好的受益标的。整体来看，公司业绩表现符合我们的预期。我们预计公司 2019、2020 年实现净利 72 亿、88 亿，YOY 增 42.3%、22.3%，目前公司股价对应 PE21.0X、17.3X，PB1.31X、1.27X，估值较低，公司积极拥抱互联网，加大科技应用，引进互联网公司战略投资者。从经营角度而言，公司市场化运作程度好于同业（实行职业经理人制度改革）。目前公司 GDR 已与 A 股基本无套利空间，兑回压力小。整体而言，我们依旧给与“买入”的投资建议。
- **风险提示**：宏观经济超预期下行

公司基本资讯

產業別	非銀金融
A 股价(2019/10/30)	17.32
上证指数(2019/10/30)	2939.32
股價 12 個月高/低	25.72/14.95
總發行股數(百萬)	9076.65
A 股數(百萬)	7357.60
A 市值(億元)	1274.34
主要股東	香港中央結算(代理人)有限公司(17.49%)
每股淨值(元)	13.21
股價/賬面淨值	1.31
股價漲跌(%)	一個月 三個月 一年
	-10.4 -11.8 14.3

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
2019-8-30	19.00	买入

产品组合

证券经纪业务	18.1%
证券承销业务	6.8%
资产管理业务	12.3%
自营业务	33.5%
信用业务	9.3%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	6.4%
一般法人	50.8%

股价相对大盘走势



年度截止 12 月 31 日		2016	2017	2018	2019E	2020E
纯利 (Net profit)	RMB 百萬元	6,271	9,277	5,033	7,160	8,760
同比增減	%	-41.4%	47.9%	-45.7%	42.3%	22.3%
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	0.88	1.30	0.66	0.83	1.01
A 股市淨率 (P/E)		19.8	13.4	26.2	21.0	17.1
每股淨資產 (BVPS)		11.78	12.19	12.53	13.25	13.61
市盈率 (P/B)	X	1.47	1.42	1.38	1.31	1.27
股利 (DPS)	RMB 元	0.50	0.00	0.60	0.60	0.66
股息率 (Yield)	%	2.97%	0.00%	3.46%	3.46%	3.81%

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一: 合并损益表

百万元	2016	2017	2018	2019E	2020E
营业收入	16,917	21,109	16,108	23,042	25,430
经纪业务净收入	5,429	4,210	3,386	3,725	4,097
投行业务净收入	2,097	2,039	1,949	2,144	2,358
资产管理净收入	1,040	2,306	2,473	2,721	2,993
利息净收入	3,484	3,600	3,015	3,426	3,995
自营投资收益	4,430	8,568	4,209	10,203	11,168
营业支出	8,519	10,260	9,633	13,889	14,276
业务及管理费用	8,013	9,750	8,167	12,705	13,103
营业利润	8,398	10,848	6,475	9,153	11,154
净利润	6,271	9,277	5,033	7,160	8,760

附二: 合并资产负债表

百万元	2016	2017	2018	2019E	2020E
总投资资产	130,333	138,421	164,087	179,303	190,306
总生息资产	224,762	205,997	168,685	184,327	195,638
资产总计	401,450	381,483	368,666	402,854	427,574
总付息负债	186,660	195,555	194,132	206,044	218,688
负债总计	315,790	292,893	263,916	281,119	302,392
股本	7,163	7,163	8,252	9,077	9,077
股东权益总计	85,660	88,590	104,750	121,735	125,183
负债和股东权益总计	401,450	381,483	368,666	402,854	427,574

附三: 合并现金流量表

百万元	2016	2017	2018	2019E	2020E
经营活动产生的现金流量净额	-15,356	-35,992	21,991	-9,786	-7,929
投资活动产生的现金流量净额	-4,463	-12,268	-10,488	-9,073	-10,610
筹资活动产生的现金流量净额	-5,010	19,090	-8,709	1,791	4,057
现金及现金等价物净增加额	-24,320	-29,538	2,947	-16,970	-14,521

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫, 群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務, 不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠, 但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司, 不對此報告之準確性及完整性作任何保證, 或代表或作出任何書面保證, 而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司, 及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或會在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證, @持意見或立場, 或會買入, 沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口, 或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證, @。此份報告, 不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。