

**2020年3月31日**

廖晨凯

C0069@capital.com.tw

目标价(RMB/ HK\$)

22.0/14.0

**公司基本资讯**

|                 |                         |
|-----------------|-------------------------|
| 產業別             | 非銀金融                    |
| A 股价(2020/3/30) | 17.20                   |
| 上证指数(2020/3/30) | 2747.21                 |
| 股價 12 個月高/低     | 23.6/16.76              |
| 總發行股數(百萬)       | 9076.65                 |
| A 股數(百萬)        | 7357.60                 |
| A 市值(億元)        | 1265.51                 |
| 主要股東            | 香港中央結算(代理人)有限公司(17.69%) |
| 每股淨值(元)         | 13.50                   |
| 股價/賬面淨值         | 1.27                    |
| 股價漲跌(%)         | 一個月 三個月 一年              |
|                 | -11.0 -15.3 -22.0       |

**近期評等**

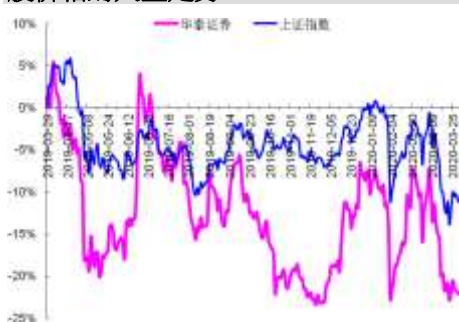
|            |       |    |
|------------|-------|----|
| 出刊日期       | 前日收盤  | 評等 |
| 2019-10-30 | 17.50 | 買入 |

**產品組合**

|        |       |
|--------|-------|
| 證券經紀業務 | 16.5% |
| 證券承銷業務 | 7.8%  |
| 資產管理業務 | 11.2% |
| 自營業務   | 36.9% |
| 信用業務   | 8.5%  |

**機構投資者占流通 A 股比例**

|      |       |
|------|-------|
| 基金   | 6.4%  |
| 一般法人 | 50.8% |

**股價相對大盤走勢**

**华泰證券(601688.SH/6886.HK)**
**Buy 買入**
**年報點評：自營投資彈性大，擬回購股份用於股权激励**
**結論與建議：**

华泰證券發布年報，公司2019年營收54%增至249億，淨利增79%至90億。今年以來權益市場整體向好，公司自營投資表現出較好的彈性，其隨着市場成交活躍，公司經紀業務收入較快增長。在資管新規背景下，公司資管業務逆勢向好，系加大主動資管。隨着科创板推出，公司投行業務也得到提振。信用業務方面，公司重視風險控制，主動減少股权质押規模，收入端減少有公司主動控制的因素。公司積極擁抱互聯網與科技，整體基本面較好。公司公告擬通過回購股份用於員工激勵，可以進一步增強公司活力。公司目前估值較為合理，對應2020年1.20XPB。綜上而言，我們給與“買入”評級。

- 全年淨利增 79%至 90 億：**华泰證券發布年報，公司 2019 年營收 54%增至 249 億，淨利增 79%至 90 億，其中 4Q 單季營收增 98%至 71 億，淨利增 363%至 26 億（4Q 單季基期較低所致）。公司業績與之前快報基本一致。根據公司分紅預案，每股分紅 0.3 元，對應派息率 30.3%，對應股息率 1.7%。
- 自營投資彈性大：**從公司收入端來看，2019 年自營投資 YOY 增 182%至 92 億，主要源於權益市場回暖帶來的投資端彈性。公司經紀業務增 21.3%至 41 億，主要源於市場成交活躍帶來的交易量提升，不過佣金率依舊承压，符合行業規律（我們測算华泰證券 2019 年淨佣金率已滑落至萬分之 2.0，下降 0.4BP）。在券商發力財富管理的背景下，券商預計將逐漸減少對佣金的依賴程度。資管業務方面，YOY 增 12.1%至 28 億，我們估計和公司發力主動資產管理有關。信用業務方面，YOY 降 29.6%至 21 億，和公司控制相關質押融資風險，主動降低規模有關。投行業務方面，和去年同期基本持平，錄得 19 億。從 4Q 單季來看，權益市場的反彈進一步帶動相關業務，如自營投資收益增 766%，基期低也是一方面因素；經紀業務實現近兩位數的增長。在科创板推出的背景下，推動增量投行業務，4Q 單季增 7.7%至 7 億。資管業務方面，4Q 稍降 7.5%。另外，公司繼續壓縮相關規模，控制風險，在此背景下信用業務降 54%。
- 回購股份彰顯未來發展信心：**公司同時公布回購股份方案，擬回購 4538 萬股至 9077 萬股，占總股本的 0.5%至 1%，回購價格不超 28.81 元/股，用於實施限制性股票股权激励計劃，從而進一步激發公司活力。
- 盈利預測與投資建議：**監管層目前正大力發展資本市場，並進行一系列改革，龍頭券商有望進一步受益（如近期進行并表監管試點，龍頭券商獲此資格，杠桿空間有望擴大）。疫情背景下政策逆週期調節加大，利率有望進一步下行，改善券商負債端。我們看好公司未來發展，預期公司 2020、2021 年公司淨利增 16.8%、17.0%至 105 億、123 億，目前股價對應 PE14.2X、12.1X，PB1.20X、1.12X，估值合理，給予“買入”的投資建議。
- 風險提示：**疫情因素帶來不確定性

| 年度截止 12 月 31 日  |         | 2017  | 2018   | 2019  | 2020E  | 2021E  |
|-----------------|---------|-------|--------|-------|--------|--------|
| 純利 (Net profit) | RMB 百萬元 | 9,277 | 5,033  | 9,002 | 10,515 | 12,299 |
| 同比增減            | %       | 47.9% | -45.7% | 78.9% | 16.8%  | 17.0%  |
| 每股盈餘 (EPS)      | RMB 元   | 1.30  | 0.66   | 1.04  | 1.21   | 1.42   |
| A 股市淨率 (P/E)    | X       | 13.3  | 26.1   | 16.5  | 14.2   | 12.1   |
| 每股淨資產 (BVPS)    | RMB 元   | 12.19 | 12.53  | 13.50 | 14.36  | 15.35  |
| 市盈率 (P/B)       | X       | 1.41  | 1.37   | 1.27  | 1.20   | 1.12   |
| 股利 (DPS)        | RMB 元   | 0.00  | 0.60   | 0.30  | 0.36   | 0.43   |
| 股息率 (Yield)     | %       | 0.00% | 3.49%  | 1.74% | 2.12%  | 2.48%  |

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     | 2017   | 2018   | 2019   | 2020E  | 2021E  |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入    | 21,109 | 16,108 | 24,863 | 28,128 | 32,311 |
| 经纪业务净收入 | 4,210  | 3,386  | 4,108  | 4,425  | 4,770  |
| 投行业务净收入 | 2,039  | 1,949  | 1,947  | 2,142  | 2,356  |
| 资产管理净收入 | 2,306  | 2,473  | 2,772  | 3,049  | 3,354  |
| 利息净收入   | 3,600  | 3,015  | 2,122  | 2,673  | 2,965  |
| 自营投资收益  | 8,568  | 4,209  | 11,906 | 14,188 | 17,201 |
| 营业支出    | 10,260 | 9,633  | 13,255 | 14,896 | 16,848 |
| 业务及管理费用 | 9,750  | 8,167  | 11,367 | 13,002 | 14,887 |
| 营业利润    | 10,848 | 6,475  | 11,608 | 13,232 | 15,463 |
| 净利润     | 9,277  | 5,033  | 9,002  | 10,515 | 12,299 |

附二: 合并资产负债表

| 百万元       | 2017    | 2018    | 2019    | 2020E   | 2021E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 总投资资产     | 138,421 | 164,087 | 302,390 | 327,317 | 354,299 |
| 总生息资产     | 205,997 | 168,685 | 217,224 | 235,130 | 254,513 |
| 资产总计      | 381,483 | 368,666 | 562,181 | 608,522 | 658,684 |
| 总付息负债     | 195,555 | 194,132 | 328,520 | 355,601 | 384,914 |
| 负债总计      | 292,893 | 263,916 | 436,526 | 475,031 | 516,158 |
| 股本        | 7,163   | 8,252   | 9,077   | 9,077   | 9,077   |
| 股东权益总计    | 88,590  | 104,750 | 125,655 | 133,492 | 142,526 |
| 负债和股东权益总计 | 381,483 | 368,666 | 562,181 | 608,522 | 658,684 |

附三: 合并现金流量表

| 百万元           | 2017    | 2018    | 2019   | 2020E  | 2021E  |
|---------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 经营活动产生的现金流量净额 | -35,992 | 21,991  | 20,440 | 2,146  | 14,859 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -12,268 | -10,488 | -3,943 | -8,900 | -7,777 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 19,090  | -8,709  | 35,669 | 15,350 | 14,104 |
| 现金及现金等价物净增加额  | -29,538 | 2,947   | 52,442 | 8,617  | 21,335 |

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在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券, @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券, @。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。