



投资评级 买入 维持

财富管理转型加速，机构业务实力强大

股票数据

6个月内目标价(元)	22.42
03月30日收盘价(元)	17.24
52周股价波动(元)	16.01-23.78

主要估值指标

	2017	2018E	2019E
市盈率	13.31	16.42	14.72
市净率	1.41	1.30	1.21

股本结构

总股本(百万股)	7163
流通A股(百万股)	5444
B股/H股(百万股)	0/1719

相关研究

《继续推进财富管理转型，券商新“龙头”》2017.10.31

《发挥经纪业务优势，助力财富管理转型》2017.08.13

《定增补充资本金，助力公司业务发展》
2017.05.31

市场表现



	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-0.3	-17.7	0.1
相对涨幅(%)	2.8	-6.7	3.1

分析师:孙婷

Tel:(010)50949926

Email:st9998@htsec.com

证书:S0850515040002

分析师:何婷

Tel:(021)23219634

Email:ht10515@htsec.com

证书:S0850516060001

联系人:李芳洲

Tel:(021)23154127

Email:l fz11585@htsec.com

投资要点：经纪业务核心竞争力显著，Assetmark 实现史上最好成绩，财富管理转型加速。并购业务继续领先行业，投行排名居前。目标价 **22.42 元**，维持“买入”评级。

- 【事件】华泰证券 2017 年全年营业收入 211 亿元，同比+25%；归母净利润 92.77 亿元，同比+47.94%；扣非后归母净利润 60.36 亿元，同比-0.78%；EPS1.30 元。受江苏银行股权投资核算方式变化产生 7.5 亿元收入和其他符合非经常性损益定义的损益项目产生正 28 亿元收入影响，公司非经常性损益同比+1634%

- “大”财富管理：经纪业务市占连续四年第一，Assetmark 管理规模大幅增长。2017 年经纪收入 42.10 亿元，同比-22%。市场份额 7.9%，连续四年行业第一。佣金率继续维持 0.020%。“涨乐财富通”2017 年平均月活数为 583.96 万，月活数长期位居证券公司 APP 第一名。“涨乐财富通”客户开户数占公司全部开户数的 98.49%，在移动终端成为客户交易的主流渠道的趋势下，公司已抢占有利先机。公司港股通业务亦保持领先，沪港通市占为 5.27%；深港通市占为 6.60%。截至 12 月底，两融余额 588.13 亿元，市占 5.73%；股票质押待购回余额 908.75 亿元，规模排名第 3。Assetmark 实现史上最好成绩，AUM 达 424 亿美元，同比+31%。截至 17 年三季度末，AssetMark 在 TAMP 行业中的市占为 9.5%，排名第 3。收购 AssetMark 后，公司整体财富管理能力和国际竞争力均有所提升。

- “强”机构业务：并购业务持续领先，股债承销排名稳居第一梯队。17 年实现投行收入 20.39 亿元，同比-3%。股权主承销金额 1105 亿元，排名第 5；IPO18 家，承销规模 71 亿元；增发 26 家，承销规模 528 亿元。债券主承销金额 2016 亿元，逆势同比+2%，行业排名第 7。并购重组优势继续保持，17 年交易金额 973 亿元，排名第 1，完成 360 重组上市，系年内最大规模重组项。公司以投行为龙头，整合投资交易、研究、PB 等业务资源，搭建机构服务的全业务链体系。

- “全”投资管理：资管收入大幅提升，主动管理排名居前。17 年实现资管收入 23.06 亿元，同比+122%。资产管理月均规模 7886 亿元，排名第 2；主动管理月均规模 2402 亿元，排名第 4。企业 ABS 发行规模 464 亿元，行业第 3。参股的南方基金和华泰柏瑞基金资管规模稳定增长。私募业务进展顺利，截至 17 年末，合计设立私募股权投资基金 17 只，认缴规模人民币 422 亿元。

- 【投资建议】若不考虑定增和并表情况，预计 18 年 EPS 为 1.05 元，BVPS 为 13.30 元。使用可比公司估值法给予公司行业平均估值 2018E 23.7x P/E 和 2018E 1.5x P/B，取两种方法所得股价平均值，得出目标价 22.42 元，维持“买入”评级。

- 风险提示：1)市场监管进一步加强。2)非公开发行无法顺利实施。

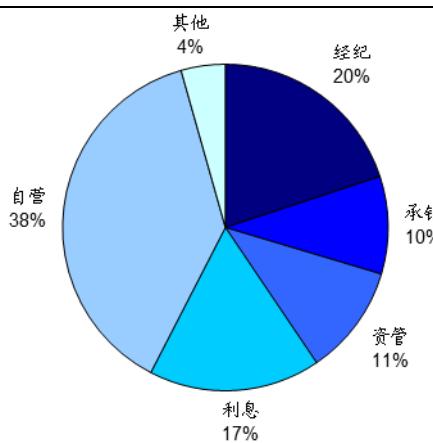
主要财务数据及预测

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	16,926	21,109	17,394	19,120	20,041
(+/-)YoY(%)	-36%	25%	-18%	10%	5%
非公开并表之前的净利润	6,271	9,277	7,520	8,387	8,913
(+/-)YoY(%)	-41%	48%	-19%	12%	6%
非公开并表之前按最新股本摊薄 EPS(元)	0.88	1.30	1.05	1.17	1.24
每股净资产(元)	11.78	12.19	13.30	14.22	15.18
增发并表后净利润	6271	9277	7624	8600	9132
增发摊薄后 EPS(元)	0.76	1.12	0.92	1.04	1.11

资料来源：公司年报（2016-2017），海通证券研究所 备注：1)净利润为归属母公司所有者的净利润。2)公司于 2017 年 5 月 27 日公布定增预案，拟发行不超过 10.88 亿股，募集资金不超过 260 亿元。公司非公开发行 A 股股票有关事项已于 17 年 6 月获得江苏省国资委批复，尚未拿到证监会批文，预计 2018 年能够完成发行和并表，定增后股本变化为 82.51 亿股。本表后两行为考虑增发并表情况的净利润和摊薄后 EPS。

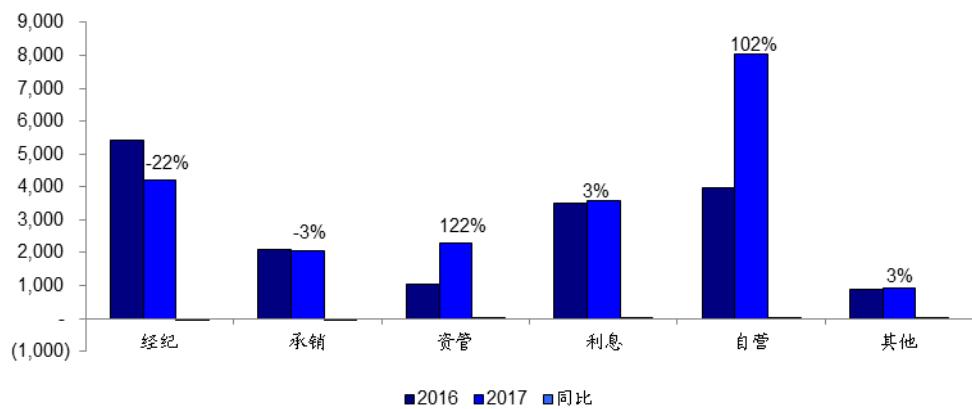
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

图1 华泰证券 2017 年收入结构



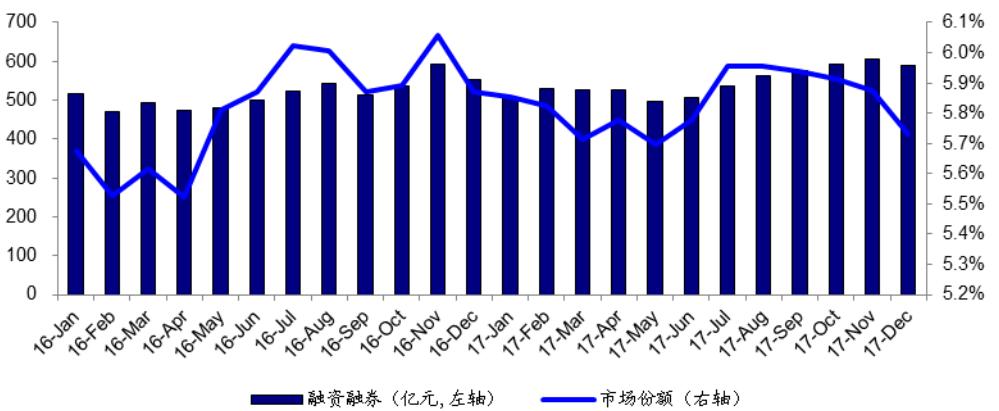
资料来源：公司 2017 年年报，海通证券研究所

图2 华泰证券 2017 年各业务同比变化情况（百万元）



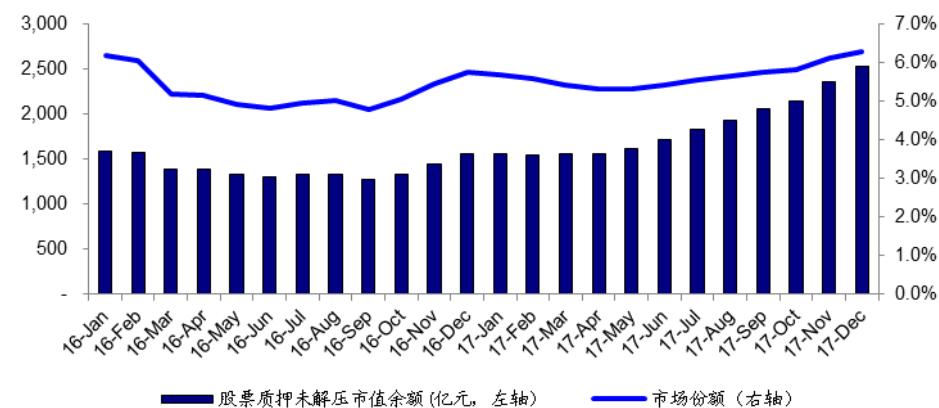
资料来源：公司 2017 年年报，海通证券研究所

图3 华泰证券融资融券余额及市场份额



资料来源：Wind，海通证券研究所

图4 华泰证券股票质押未解压市值余额及市场份额



资料来源: Wind, 海通证券研究所

表1 上市券商盈利预测及估值表(截至2018年3月30日收盘价)

证券简称	股价 (元)	市值 (亿元)	P/E (倍)			P/B (倍)		
			2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
海通证券	11.49	1,322	16.4			1.2		
国泰君安	17.06	1,487	13.2	15.0	16.6	1.3	1.2	1.1
中国银河	10.37	1,051	20.4	26.4	24.7	1.7	1.6	1.5
申万宏源	4.97	1,120	18.4	21.6	21.1	1.9	1.8	1.0
国信证券	10.87	891	19.4	20.9		2.1	1.7	
广发证券	16.48	1,256	15.7	14.6	14.3	1.6	1.5	1.4
招商证券	17.36	1,163	19.1	22.4	19.0	1.9	1.8	1.7
东方证券	12.41	868	37.5	24.4	28.2	1.9	1.6	1.6
光大证券	12.32	568	16.7	18.8	18.0	1.2	1.2	1.1
国投安信	12.72	538	18.4	19.4	15.9	1.7		
财通证券	15.31	549	27.8	34.0	29.4	3.4	2.7	2.6
华西证券	13.45	353	17.0	27.4	29.0	2.4	2.2	1.7
方正证券	6.20	510	20.0			1.4	1.4	
浙商证券	12.74	425	31.1	37.5	37.8	4.0	3.1	2.8
长江证券	7.24	400	16.5	25.9	17.0	1.6	1.5	1.4
西部证券	9.68	339	24.1			2.2	1.9	
兴业证券	6.58	441	21.4	19.2	17.1	1.4	1.3	1.2
第一创业	8.09	283	30.0	67.4	25.6	2.1	3.2	1.8
华安证券	7.02	254	33.4	36.9	26.1	2.1	2.1	1.9
中原证券	6.26	246	34.2	55.6	53.9	2.3	2.4	2.4
国金证券	8.43	255	19.7	21.2	21.0	1.5	1.4	1.3
东吴证券	8.25	248	16.5	31.4	29.0	1.2	1.2	1.2
西南证券	4.36	246	27.3	14.8	13.3	1.3	1.1	1.0
国元证券	9.16	308	12.7	22.9	11.0	0.9	1.2	0.7
太平洋	2.88	196	28.8			1.7	1.7	
山西证券	7.74	219	45.5	51.6	31.5	1.8	1.8	1.4
东北证券	7.86	184	13.6	16.6	14.9	1.2	1.1	1.0
国海证券	4.35	183	18.1			1.3	1.3	
宝硕股份	9.55	166	(43.4)	40.8	30.7	1.1	1.1	1.1
平均			20.3	28.6	23.7	1.8	1.7	1.5
华泰证券	17.24	1,235	19.7	13.3	16.4	1.5	1.4	1.3

资料来源: 公司历年财报, Wind, 海通证券研究所, 注: 大券商包括广发证券、光大证券、招商证券、华泰证券、国泰君安、国信证券、东方证券、申万宏源; 华泰证券、广发证券、招商证券、兴业证券、西南证券、国金证券、国元证券、第一创业证券盈利预测来自海通预测, 其余券商均为Wind一致预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标 (元)					营业收入	21109	17394	19120	20041
每股收益	1.30	1.05	1.17	1.24	手续费及佣金净收入	8682	9530	10130	10632
每股净资产	12.19	13.30	14.22	15.18	其中：经纪业务	4210	4394	4682	4843
每股股利	-	0.32	0.36	0.38	投资银行业务	2039	2681	2800	2928
价值评估 (倍)					资产管理业务	2306	2322	2508	2713
P/E	13.31	16.42	14.72	13.85	利息净收入	3600	3494	4505	4567
P/B	1.41	1.30	1.21	1.14	投资收益	8909	4369	4485	4842
股息率 (%)	0.0%	30.5%	30.7%	30.5%	公允价值变动收益	-342	-	-	-
盈利能力指标 (%)					汇兑收益	-38	-	-	-
营业利润率	51.4%	53.9%	54.7%	55.5%	其他业务收入	222	-	-	-
净利润率	43.9%	43.2%	43.9%	44.5%	营业支出	10260	8021	8664	8921
净资产收益率	10.8%	8.2%	8.5%	8.5%	营业税金及附加	152	126	138	145
总资产收益率	2.4%	1.9%	2.0%	2.1%	业务及管理费	9750	7895	8525	8776
盈利增长 (%)					资产减值损失	259	-	-	-
营业收入增长率	25%	-18%	10%	5%	其他业务成本	99	-	-	-
营业利润增长率	29%	-14%	12%	6%	营业利润	10848	9373	10456	11121
净利润增长率	48%	-19%	12%	6%	利润总额	11585	9373	10456	11121
杠杆指标					所得税	2177	1761	1965	2090
资产负债率	0.77	0.76	0.76	0.75	少数股东损益	131	92	104	118
					归属母公司所有者净利润	9277	7520	8387	8913

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2019E
客户资金	65304	66610	67942	69301
自有资金	28174	41396	45512	49604
交易性金融资产	84550	85475	90079	94745
可供出售金融资产	44583	45070	47498	49959
持有至到期投资	-	5	9	9
长期股权投资	8896	9786	10764	11840
买入返售金融资产	61805	59207	61037	63718
融出资金	58813	62831	65972	67951
资产总计	381483	400737	422740	445128
代理买卖证券款	59718	60912	62130	63373
应付债券	77198	82198	87198	92198
应付短期融资券	26656	27156	27656	27656
短期借款	-	-	-	-
长期借款	-	-	-	-
负债总计	292893	304112	319422	334839
总股本	7163	7163	7163	7163
普通股股东权益	87336	95279	101867	108720
少数股东权益	1254	1346	1451	1569
负债和所有者权益合计	381483	400737	422740	445128

备注：1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 30 日;2) 公司于 2017 年 5 月 27 日公布定增预案，拟发行不超过 10.88 亿股，募集资金不超过 260 亿元。公司非公开发行 A 股股票有关事项已于 17 年 6 月获得江苏省国资委批复，尚未拿到证监会批文，预计 2018 年能够完成发行和并表，定增后股本变化为 82.51 亿股。

本表财务预测不考虑增发并表情况。

资料来源：公司年报（2017），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

孙婷	银行行业
何婷	非银行金融行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：第一创业，五矿资本，晨鸣纸业，越秀金控，国金证券，中国太保，东吴证券，国泰君安，光大证券，中国人寿，东方财富，兴业证券，中国银河，浙商证券，招商证券，华安证券，华泰证券，中原证券，中金公司，中国平安，安信信托，众安在线，中国财险，宝硕股份，中国太平，东方证券，国元证券，长江证券，新华保险，广发证券

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内公司的股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内公司的股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。

	类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；	
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；	
	中性	个股相对大盘涨幅介于 -5%与 5%之间；	
	减持	个股相对大盘涨幅介于 -5%与 -15%之间；	
	卖出	个股相对大盘涨幅低于 -15%。	
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；	
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 -5%与 5%之间；	
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。	

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。