

华泰证券（601688）

260 亿定增 助力公司三大转型

买入（维持）

2017 年 6 月 12 日

事件：公司近日公告拟非公开发行 10.9 亿股，募集资金不超过 260 亿元，本次募集资金主要用于六个方面：1、进一步扩大信用交易业务规模，2、扩大固定收益产品投资规模，3、增加对境内全资子公司投入，4、增加对香港子公司投入，拓展海外业务，5、加大信息系统投入，6、其他营运资金安排。

投资要点：

■ **低位顶格启动 260 亿非公开发行，助力公司三大战略转型：**此次非公开发行两点值得注意，一是时间窗口选择公司估值历史底部，二是 260 亿发行规模触及再融资新规总股本 20% 上限。我们认为公司用意是吸引战略投资者参与，以期实现对公司现有业务的协同和互补。此次定增对公司意义重大。短期看，在融资成本上行的背景下，大体量的股权融资利于公司优化资产负债结构，减轻付息负债压力；长期看，260 亿募集资金将大幅提升公司净资本实力（260 亿定增落地，净资产规模将扩张 30%），加速推进公司三大战略升级。

■ **战略升级一，大零售业务从流量到变现，从量变到质变：**公司是大券商中最早提出互联网证券理念的公司，经过 4 年的发展，公司的客户规模、经纪业务市占率均遥遥领先。但由于净资本约束，高附加值的信用业务和财富管理业务发展落后于流量扩张。此次定增有望解决资本瓶颈，拓宽流量变现手段。从而实现零售业务从流量积累提升为海量客户价值深度挖掘和变现，从量变到质变的升华。

■ **战略升级二，自营业务去方向化，从资本业务逐步向以做市为特征的资本中介业务发展：**公司坚持追求稳定的绝对收益，通过大量对冲手段减少市场波动风险，此次定增将进一步加大对固定收益的投资，自营结构将朝着去方向化、稳定收益的方向再迈一步。长期来看，公司正逐步向以做市为特征的资本中介业务探索和发展，目前已逐步布局大宗商品业务，并在黄金租赁业务方面取得积极成果。

■ **战略升级三，稳步推动国际业务发展：**随着公司 H 股发行成功、香港子公司增资、AssetMark 收购完成，公司的国际化程度稳步提升，国际业务板块稳步发展。此次定增对香港子公司的 30 亿增资，将大幅提升公司国际业务水平，进一步满足客户跨境并购、跨境融资和全球资产配置的需求。

投资建议：

260 亿顶格非公开发行将大幅提升公司净资本实力，实现公司的跨越式发展。在当前严监管、金融创新抑制的背景下，中小券商通过创新实现弯道超车难度加大，行业集中度稳步提升，强者恒强！看好公司大零售业务龙头地位，以及未来财富管理业务广阔空间。预计 2017-2018 年 EPS 为 0.97/1.12/1.32 元，对应 PE 为 18.12/15.68/13.26 倍，维持买入评级。

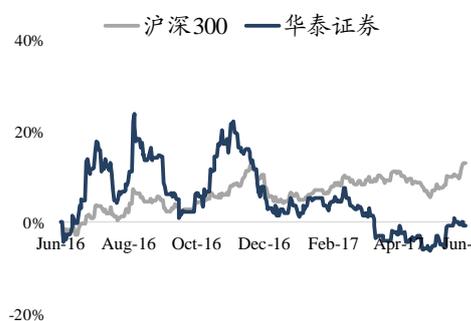
风险提示：1) 定增进展不及预期；2) 市场行情低迷导致业绩承压。

首席证券分析师 丁文韬
执业资格证书号码：S0600515050001
dingwt@dwzq.com.cn

证券分析师 胡翔
执业资格证书号码：S0600516110001
hux@dwzq.com.cn

021-60199746

股价走势



市场数据（2017 年 6 月 9 日）

收盘价（元）	17.41
市盈率（2016）	19.89
市净率（2016）	1.48
流通 A 股市值（百万元）	94775

基础数据（2016）

每股净资产（元）	11.78
资产负债率（%）	78.66
总股本（百万股）	7163
流通 A 股（百万股）	5444

相关报告

1. 华泰证券：2016 年年报点评-经纪业务稳居龙头，财富管理转型可期，20170331
2. 华泰证券：2016 年三季报点评-稳固经纪业务优势，提升综合投行实力 20161030
3. 华泰证券：2016 年中报点评-经纪业务龙头，转型财富管理前景光明 20160821

目录

1. 低位启动 260 亿定增，助力公司三大转型.....	3
2. 大零售业务：从流量到变现，从量变到质变.....	4
3. 自营业务去方向化：从资本业务向资本中介业务过渡.....	5
4. 进一步提升公司国际化水平.....	5
5. 并购重组持续领先，资管主动管理能力稳步提升.....	6
6. 盈利预测与投资建议：公司大零售龙头地位稳固，强者恒强，持续推荐！.....	8
7. 风险提示.....	10

图表目录

图表 1: 非公开发行募集资金用途.....	3
图表 2: 此次非公开按照 A 股总股本 20% 顶格发行 (亿股)	3
图表 3: 华泰证券 PB-band, 当前公司估值处于历史底部区间	3
图表 4: 公司经纪业务市场份额遥遥领先，佣金率水平明显低于行业平均	4
图表 5: 公司两融业务市场份额.....	4
图表 6: 公司自营一直以追求稳定的绝对收益为目标.....	5
图表 7: 华泰金控 (香港) 是公司国际业务的主要平台.....	6
图表 8: AssetMark 是公司海外业务和智能投顾领域的重要布局.....	6
图表 9: 公司股票债券承销规模和市占率稳步提升	7
图表 10: 2016 年大中华并购重组排名	7
图表 11: 中国上市公司并购重组数量连续 5 年第一	7
图表 12: 公司资产管理业务规模持续扩张 (亿元)	8
图表 13: 固定收益类产品近两年保持高速增长 (亿元)	8
图表 14: 前 5 大券商营业收入占全行业比重	9
图表 15: 前 6 大券商经纪业务市占率稳步提升	9
图表 16: 华泰证券盈利预测 (未考虑本次定增发行)	10

1. 低位启动 260 亿定增，助力公司三大转型

近日，公司近日公告，拟非公开发行不超过 10.88 亿股，募集资金不超过 260 亿元，本次募集资金主要用于六个方面：1、进一步扩大信用交易业务规模，2、扩大固定收益产品投资规模，3、增加对境内全资子公司投入，4、增加对香港子公司投入，拓展海外业务，5、加大信息系统投入，6、其他营运资金安排。

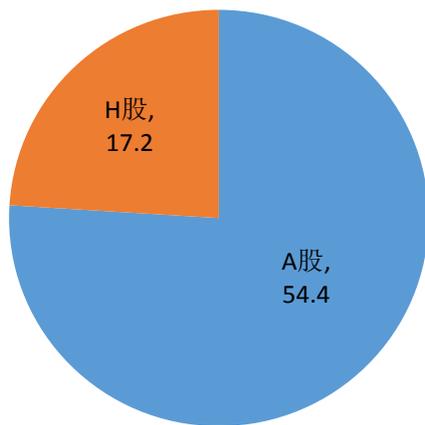
图表 1: 非公开发行募集资金用途

序号	募集资投资项目	各项目拟投入金额
1	进一步扩大融资融券等信用业务规模	不超过 100 亿
2	扩大固定收益产品投资规模	不超过 80 亿
3	增加对境内全资子公司的投入	不超过 30 亿
4	增加对香港子公司的投入，拓展海外业务	不超过 30 亿
5	加大对信息系统的投入，提高信息化工作水平	不超过 10 亿
6	其他营运资金安排	不超过 10 亿
	合计	不超过 260 亿

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

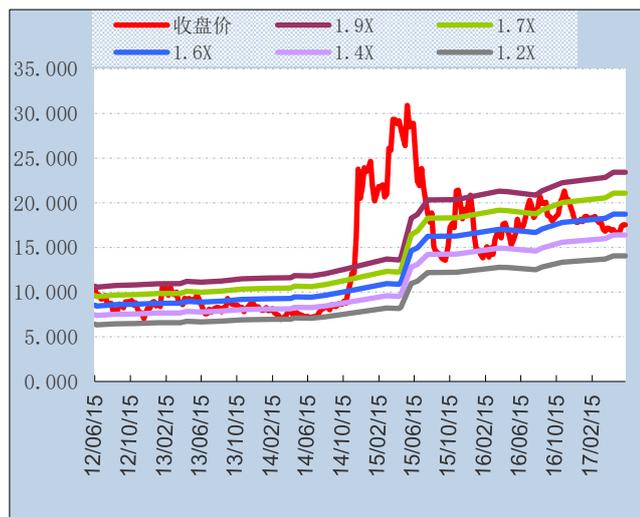
低位顶格发行，意在战略投资者：本次非公开发行方案两点值得注意，一是此次非公开发行的规模是再融资新规下的顶格发行，此次发行的数量 10.88 亿股正好触及公司 A 股总股本的 20%；二是当前的发行窗口正好处于公司估值的历史底部区间，公司当前股价在 17.52 元，对应 1.4 倍 17PB。公司选择这个节点进行顶格发行，其用意主要是寻找有足够实力的战略投资者，以期对公司现有业务形成互补和提升，通过优化股东结构进而优化业务结构，甚至优化治理结构，推动公司长期发展。

图表 2: 此次非公开按照 A 股总股本 20%顶格发行 (亿股)



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 3: 华泰证券 PB-band,当前公司估值处于历史底部区间



资料来源：Wind，东吴证券研究所

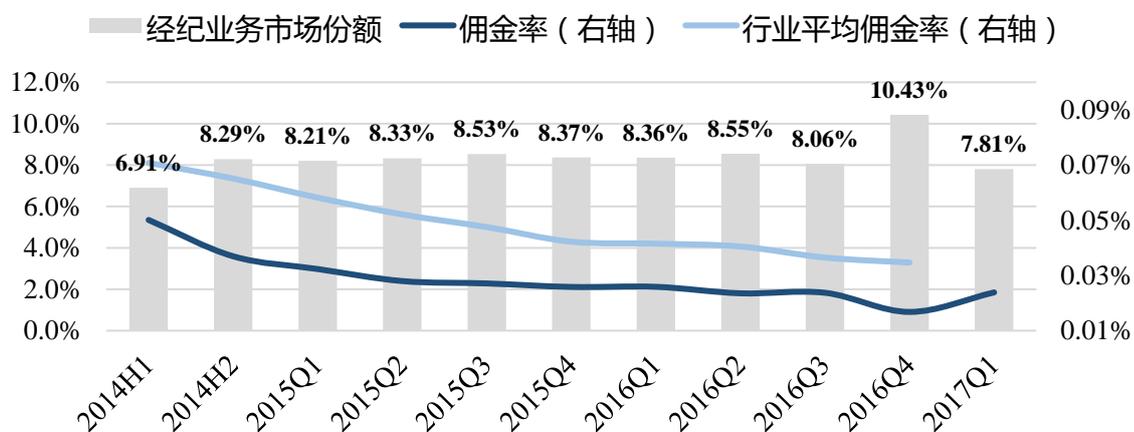
此次 260 亿定增对公司发展意义重大。短期来看，在流动性紧张，融资成本上行的背景下，大体量的股权融资利于公司优化资产负债结构，大大减轻付息负债压力；长期来看，260 亿募集资金将大幅提升公司净资

本实力（260 亿定增落地，净资产规模将扩张 30%），加速推进公司三大战略转型。

2. 大零售业务：从流量到变现，从量变到质变

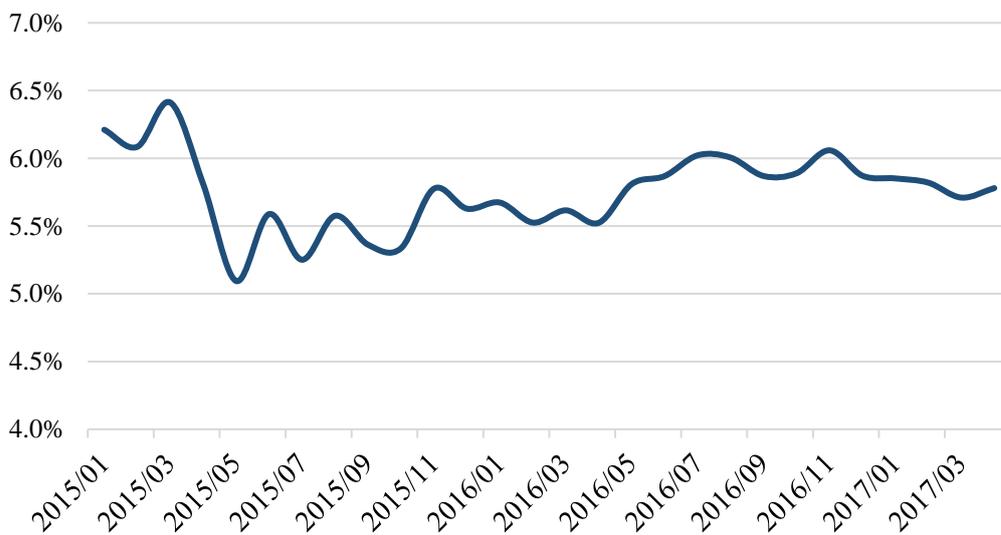
公司是最早提出互联网证券理念的大型券商，2013 年开始提出“足不出户，万三开户”，不断提升线上获客和线上服务的力度，同时有效缩减营业部规模和数量，大幅减小经纪业务运营成本。经过 4 年左右的发展，华泰证券互联网证券业务初见成效：经纪业务市场份额基本维持在 8.2% 以上，在行业内遥遥领先；佣金率明显低于行业平均水平。我们认为华泰在大零售业务方面流量和客户规模的霸主地位已基本确立，未来这方面的优势还会逐步扩大。

图表 4：公司经纪业务市场份额遥遥领先，佣金率水平明显低于行业平均



资料来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

图表 5：公司两融业务市场份额



资料来源：Wind，东吴证券研究所

但是流量的递增不简单等同于利润规模的递增，这其中就涉及到流量变现的问题。如果净资本实力以及后端投入（财富管理等方面）的节奏落后于流量扩张的速度，净利润的增速就会打折扣。相较于客户的扩

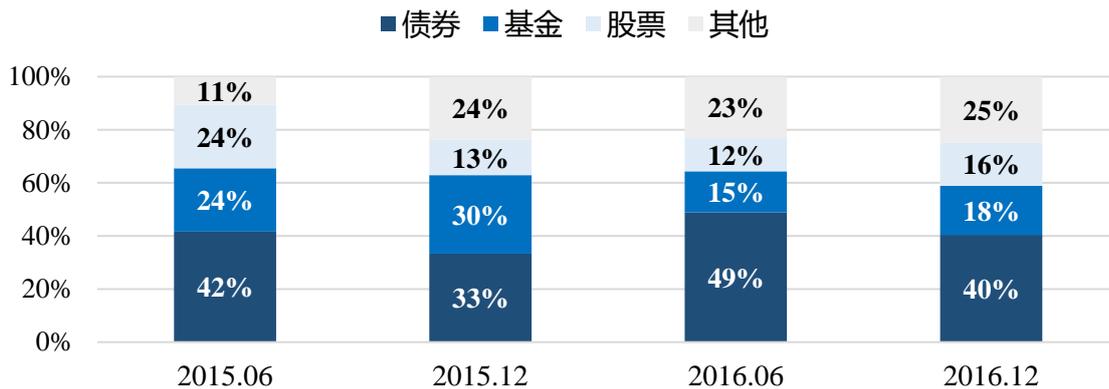
张速度，华泰在这些方面的发展还是相对滞后的，具体表现为两融业务的市场份额跟不上经纪业务的市场份额，收入和利润的增速落后于客户规模的增速。此次定增，对于公司净资本的扩张以及后端投入都是一个跨越式推动，我们认为，此次定增将加速公司大零售业务从流量积累发展为流量变现，激发公司从量变到质变的升华。

3. 自营业务去方向化：从资本业务向资本中介业务过渡

公司自营业务一直以追求稳定的绝对收益为宗旨，自营盘以固定收益类的产品为主。从年报公布的股票持仓情况来看，权益自营方面公司更偏好低估值蓝筹标的，同时，公司也会通过对冲手段减少波动风险，这样的投资风格在今年上半年或能获得较好的投资收益。此次增加固定收益产品投资，也是延续这样的方向

我们认为券商自营业务未来的方向就应该是去方向化：追求稳定可靠的长期绝对收益，逐步从风险较大的资本业务逐步过渡到以做市赚取价差为核心的资本中介业务。

图表 6: 公司自营一直以追求稳定的绝对收益为目标



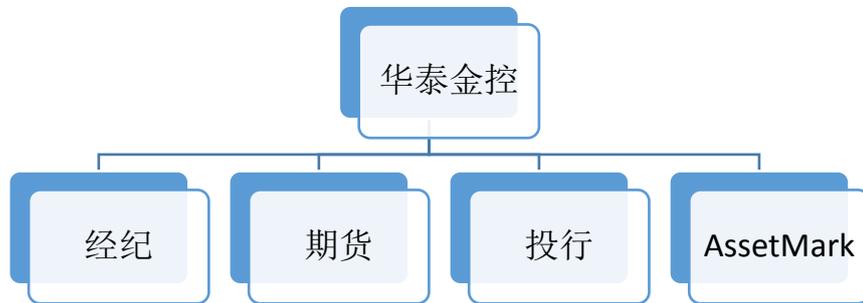
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 进一步提升公司国际化水平

在当前“一带一路”快速推进的背景下，国内客户的海外并购、海外融资、全球资产配置等方面的需求与日俱增。同时海外财富管理等方面的经验、技术和模式也值得国内引入和借鉴。

目前，公司主要通过华泰金控（香港）推进海外业务发展。自公司H股上市、香港子公司增资，以及顺利完成对AssetMark收购，公司国际业务近年来加速发展。截止2016年末，证券交易方面，华泰金控（香港）客户数15695户、托管资产总量港币63.27亿元；期货合约交易方面，客户数1092户、托管资金量港币1.10亿元、期货交易总量7.44万手；投行业务方面参与完成IPO项目3个、股票配售项目1个、债券发行项目6个，总交易发行规模约35.45亿美元。

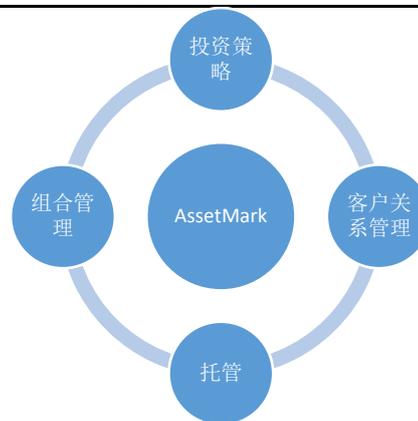
图表 7: 华泰金控 (香港) 是公司国际业务的主要平台



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

AssetMark 收购对公司意义重大。AssetMark 公司是美国市场领先的统包资产管理平台 (简称 TAMP), 作为第三方金融服务机构, 为投资顾问提供投资策略及资产组合管理、客户关系管理、资产托管等一系列服务和先进便捷的技术平台。截 2017 年, AssetMark 公司平台资产管理规模达 322.51 亿美元, 服务投资顾问数量超过 7200 名。另外 AssetMark 的智能投顾方面的技术和经验未来也有望嫁接到国内的零售业务市场, 为广大长尾散户提供有效的财富管理手段。

图表 8: AssetMark 是公司海外业务和智能投顾领域的重要布局



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

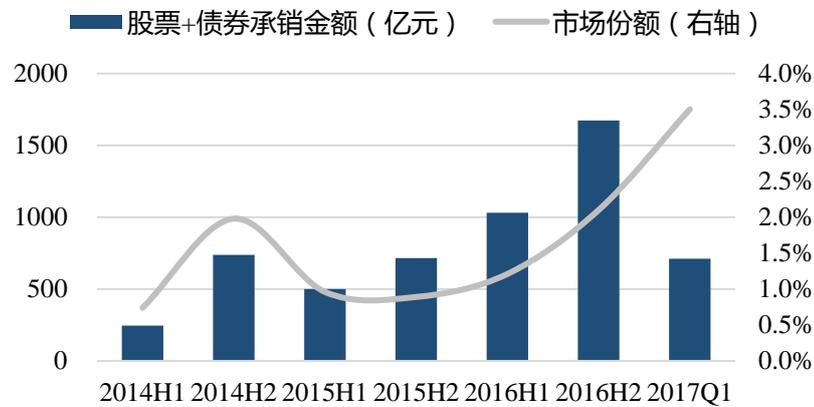
此次定增不超过 30 亿用于香港子公司的增资, 再次对香港子公司的增资有望迅速提升公司的国际业务实力, 进一步挖掘和满足满足客户国际业务, 尤其是跨境业务需求。

5. 并购重组持续领先, 资管主动管理能力稳步提升

公司投行业务坚持“行业为导向, 客户为中心”战略, 不断完善全业务链服务体系和大投行一体化运作模式, 同时深耕细分行业, 目前在大消费、大健康、TMT 以及大金融等行业均配备优秀团队专业覆盖。近

年来，公司并购重组、股权融资和债券融资三驾马车齐头并进，其中股票及债权承销规模及市占率水平稳步提升，并购重组业务继续领跑，并购重组数量连续三年行业第一。

图表 9: 公司股票债券承销规模和市占率稳步提升



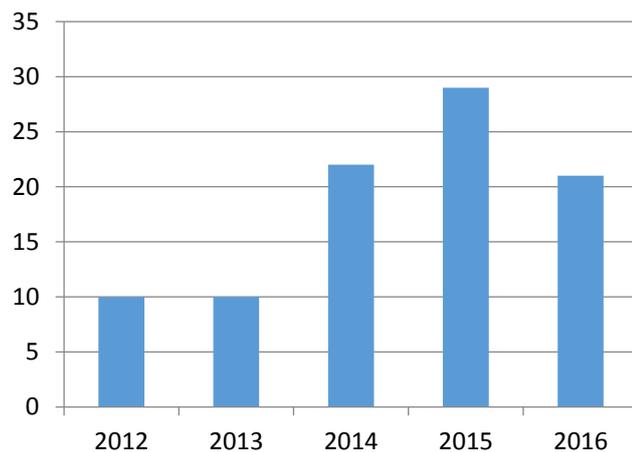
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 10: 2016 年大中华并购重组排名

排名	财务顾问	交易笔数
1	华泰联合	44
2	中金公司	41
3	广发证券	38
4	摩根斯坦利	35
5	瑞银	33
5	中信证券	33
5	中信建投	33
8	高盛	30
9	瑞士信贷	27
9	毕马威	27

资料来源: MergeMarket、东吴证券研究所

图表 11: 中国上市公司并购重组数量连续 5 年第一



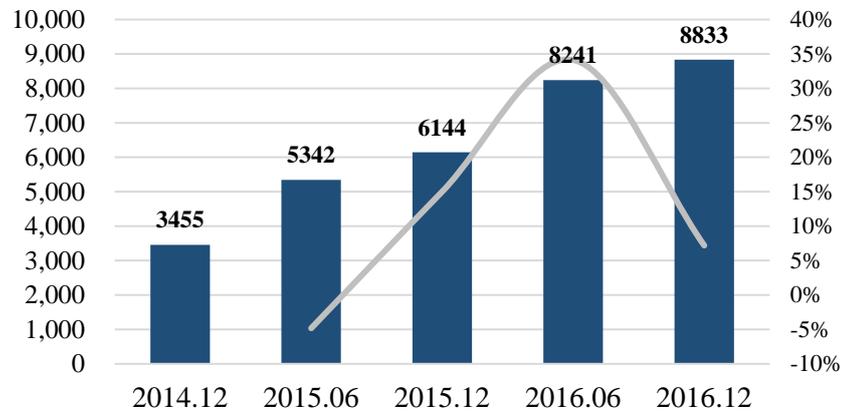
资料来源: 证监会、公司网站、东吴证券研究所

公司资产管理业务近年来实现快速增长，主动管理能力大幅提升。集合资管业务方面，业务产品线更加均衡，固定收益类产品的优势地位进一步提升，多元化的产品线布局已经初见端倪。截止 2016 年末华泰资产管理业务规模 8833 亿元，行业排名第二，其中集合资产管理规模 1295 亿，占比 14%。

资产管理业务将是未来推动大零售业务战略提升的重要基点。华泰的客户规模和零售业务市占率已经行业遥遥领先，但客户挖掘的深度还有很大的提升空间，未来资产管理业务将是解决这一问题的核心。公司固定收益类产品（紫金 1 号等）正是契合了客户短期资金管理的需求，近两年得意实现快速增长，系列产品一方面开拓了大零售业务的新的收入增长点，助力大零售业务从通道业务的战略转型，同时有效提升客户粘性，进一步稳固公司零售业务龙头地位。我们认为客户的财富管理市场空间巨大，随着公司主动管理能力提升，紧贴客户“痛点”的产品不

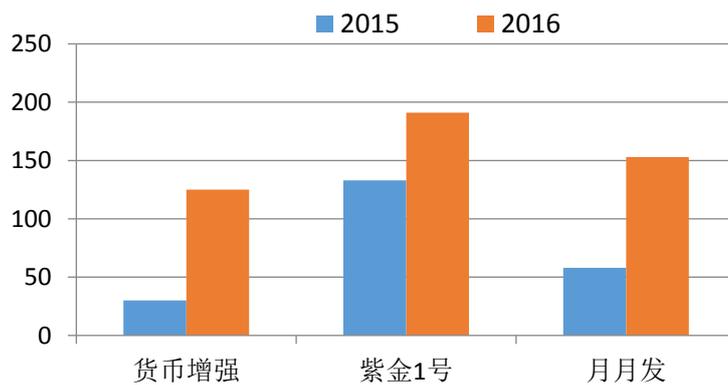
断推出，公司大资管和大经纪将实现良性互动，带动公司营收持续增长和优化。

图表 12: 公司资产管理业务规模持续扩张 (亿元)



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 13: 固定收益类产品近两年保持高速增长 (亿元)



资料来源: 公司网站, 东吴证券研究所

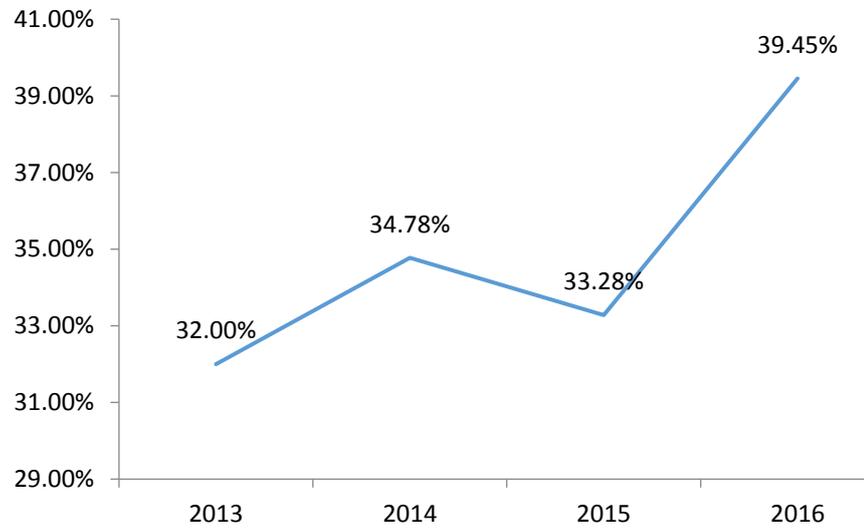
6. 盈利预测与投资建议: 公司大零售龙头地位稳固, 强者恒强, 持续推荐!

为化解金融系统风险, 促进金融市场长期健康发展, 近两年来, 金融监管逐步加码。证券行业陆陆续续推出了对资产管理及基金子公司、定增、减持及大宗交易方面的监管办法。

总体而言, “强监管”是对以前过渡金融创新的纠偏, 利好行业长期发展。同时, 这样的监管环境也会带来行业格局的深刻变化——行业龙头券商的地位将进一步稳固, 市场份额将进一步向大券商集中。得出这以判断主要是基于三点核心逻辑: 1、强监管带来部分业务准入门槛的提高, 直接将部分中小机构排除在外。比如基金子公司管理规定中就明确设立基金子公司的准入条件非货币市场公募基金规模 200 亿, 净资产不低于 6 亿元, 中小基金基本不再符合设立条件。2、规避监管的创新业务发展受到严格限制, 中小券商实现弯道超车的路径减少。3、合规风控和风险管理在证券公司综合实力的占比和重要性稳步提升, 无论是券商的

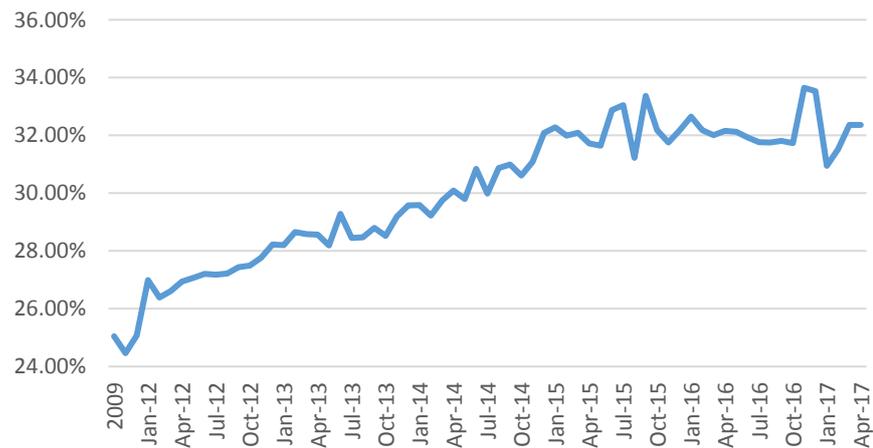
分类监管考核，还是日常业务的风险点的防范，大型龙头券商在这一方面均具备天然的优势。

图表 14: 前 5 大券商营业收入占全行业比重



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 15: 前 6 大券商经纪业务市占率稳步提升



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

260 亿顶格非公开发行将大幅提升公司净资本实力，实现公司的跨越式发展。在当前严监管、金融创新抑制的背景下，中小券商通过创新实现弯道超车难度加大，行业集中度稳步提升，强者恒强！看好公司大零售业务龙头地位，以及未来财富管理业务广阔空间。预计 2017-2018 年 EPS 为 0.97/1.12/1.32 元（未考虑本次定增发行），对应 PE 为 18.12/15.68/13.26 倍，维持买入评级。

图表 16: 华泰证券盈利预测 (未考虑本次定增发行)

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	26,261.94	16,917.02	17791.63	19981.78	23322.73
营业收入增速	117.72%	-35.58%	5.17%	12.31%	16.72%
归属于母公司股东净利润	10,696.87	6,270.61	6929.56	8006.41	9465.99
净利润增速	138.44%	-41.38%	10.51%	15.54%	18.23%
EPS	1.49	0.88	0.97	1.12	1.32
PE	11.74	20.02	18.12	15.68	13.26

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

7. 风险提示

- 1、定增进展不及预期: 目前监管部门对非公开发行的事前审批及发行后的退出监管趋严, 可能造成本次非公开发行进展缓慢或低于预期;
- 2、市场行情低迷导致业绩承压: 二级市场行情及成交量持续低迷, 对公司经纪、两融、自营等业务造成一定压力。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

