

华泰证券 (601688)

证券研究报告
2019年06月16日

将发行 GDR 并在伦敦交易所上市，国际业务再提速

投资要点：华泰证券已确定本次发行的最终价格为每份 GDR 20.50 美元。按照当前汇率测算，相当于以 14.13 元/股发行 A 股，对应 18 年底的净资产为 1.13 xPB。近期一系列的资本运作将使得公司把握国际化与全面业务发展先机，贡献业绩新增长点。国际化提速+资本金优势+科创板龙头+低估值，给予“增持”评级。

最终价格为每份 GDR20.50 美元，将于 6 月 20 日（伦敦时间）正式上市

华泰证券本次发行的最终价格为每份 GDR 20.50 美元，每份 GDR 等同于 10 股 A 股。按照当前汇率测算，相当于以 14.13 元/股发行 A 股，对应 18 年底的净资产为 1.13 xPB。在超额配售权行使之前，华泰证券发行的 GDR 数量为 7501 万份，所代表的基础证券 A 股股票为 7.50 亿股，募集资金为 15.38 亿美元。根据本次发行 GDR 的超额配售权安排，稳定价格操作人还可以通过行使超额配售权要求公司额外发行不超过 750 万份 GDR。假设本次拟发行 GDR 数量达到上限且超额配售权悉数行使，募集资金总额为 16.92 亿美元，本次发行的 GDR 代表的基础证券为 8.25 亿股 A 股股票。公司于 2018 年完成 142 亿元 A 股定增，并将分拆 AssetMark 赴美上市，一系列的资本运作将使得公司把握国际化与全面业务发展先机。

GDR 自上市之日起 120 日内不得转换为 A 股股票

本次发行的 GDR 上市后，国际合格投资者除通过国际订单市场买卖 GDR 外，也可通过英国跨境转换机构将 GDR 与 A 股股票进行跨境转换。跨境转换包括将 A 股股票转换为 GDR，以及将 GDR 转换为 A 股股票。未来，两个市场的价差及汇率成本将决定资金套利的方向，如果 GDR 向 A 股转换套利，将减少 GDR 份额，不利于 GDR 稳定流通。

国际业务发展战略清晰，贡献业绩新增长点

4 月 23 日，AssetMark 以保密形式向美国证券交易委员会递交了 AssetMark 拟在美国注册公开发售股票事宜的注册声明（草案）。中国证监会已批准公司分拆 AssetMark 境外上市。AssetMark 是美国市场领先的统包资产管理平台。截至 2018 年底，管理客户资产 448.55 亿美元，较收购时规模增幅超过三分之一，投资顾问客户数 7500 名，服务终端投资账户 21.84 万户。另外，华泰还获得了在美国开展经纪交易商业业务的资格。

投资建议：资本金优势+国际化业务+科创板龙头+低估值。华泰证券的科创板项目储备排名第二（9 家）。公司估值仅为 1.5 倍 PB，处于历史较低水平。发行 GDR 及分拆 AssetMark 境外上市将助力公司国际化业务。2019 年业绩大概率将改善，预计 2019 年净利润为 81 亿元，YOY+61%，维持“增持”评级。

风险提示：政策不及预期、GDR 发行进度不及预期、业务转型不及预期

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	21,108.53	16,108.26	20,042.71	21,399.12	23,860.43
增长率（%）	117.72%	-23.69%	24.43%	6.77%	11.50%
净利润（百万元）	9,276.52	5,032.74	8,122.12	9,425.69	11,273.68
增长率（%）	320.07%	-45.75%	61.39%	16.05%	19.61%
净利润率	43.95%	31.24%	40.52%	44.05%	47.25%
净资产收益率	10.62%	4.87%	7.73%	8.73%	10.11%
市盈率（倍）	16.79	30.95	19.18	16.53	13.82
市净率（倍）	1.78	1.51	1.48	1.44	1.40
每股净利润（元/股）	1.30	0.61	0.98	1.14	1.37
每股净资产（元/股）	10.58	12.53	12.73	13.08	13.52

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	非银金融/证券
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	19.28 元
目标价格	元

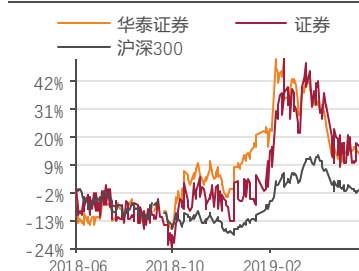
基本数据

A 股总股本(百万股)	6,532.45
流通 A 股股本(百万股)	5,443.72
A 股总市值(百万元)	125,945.72
流通 A 股市值(百万元)	104,954.98
每股净资产(元)	12.92
资产负债率(%)	75.76
一年内最高/最低(元)	26.13/13.70

作者

夏昌盛	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518110003 xiachangsheng@tfzq.com	
罗钻辉	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518060005 luozuanhui@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《华泰证券-公司点评:拟发行 GDR 募资不低于 5 亿美元，提升海外业务实力》2019-06-05
- 2 《华泰证券-公司定期报告点评:自营投资贡献业绩弹性，看好公司中长期投资价值》2019-04-30
- 3 《华泰证券-公司定期报告点评:科技赋能领先，短期业绩扰动不改长期投资价值》2019-03-31

财务预测摘要

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	76,898.22	71,102.64	64,275.08	58,961.45	55,604.26	营业收入	21,108.53	16,108.26	20,042.71	21,399.12	23,860.43
其中：客户资金存款	49,872.09	42,902.02	36,127.77	30,602.93	25,987.57	手续费及佣金净收入					
结算备付金	16,578.90	19,068.37	13,933.14	12,172.16	10,683.59	其中：代理买卖证券业务	4,210.03	3,385.95	4,293.68	3,637.71	3,637.71
其中：客户备付金	15,431.46	16,044.99	11,748.02	10,087.45	8,520.27	证券承销业务净收入	2,038.51	1,948.66	2,996.70	3,503.85	4,127.34
融出资金	59,991.45	46,188.88	54,296.53	60,512.40	67,349.85	资产管理业务净收入	2,305.84	2,473.25	2,790.65	2,781.70	2,970.30
交易性金融资产	84,550.42	122,244.33	120,261.08	120,178.50	125,239.84	利息净收入	3,599.82	3,015.40	3,473.67	4,175.71	4,687.47
衍生金融资产	391.71	1,933.96	1,802.04	1,798.75	1,876.66	投资净收益	8,567.53	4,209.05	5,411.75	6,008.92	6,888.19
买入返售金融资产	61,805.31	43,556.56	43,556.56	43,556.56	43,556.56	其他业务收入	386.80	1,075.95	1,075.95	1,291.15	1,549.38
可供出售金融资产	44,583.17	0.00	0.00	0.00	0.00	营业支出	10,260.27	9,633.16	9,581.90	9,264.36	9,351.18
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金及附加	152.41	139.71	144.71	154.51	172.28
长期股权投资	8,895.91	13,177.66	11,443.65	11,226.70	11,676.23	管理费用	9,749.97	8,167.48	7,991.87	7,592.28	7,585.45
应收利息	5,630.98	0.00	3,211.42	3,956.74	4,023.70	资产减值损失	259.03	0.00	0.00	0.00	0.00
存出保证金	7,302.29	7,836.51	6,871.03	5,870.34	4,992.79	其他业务成本	98.86	1,325.97	1,445.31	1,517.58	1,593.46
固定资产	3,737.47	3,499.13	3,546.98	3,566.63	3,720.98	营业利润	10,848.27	6,475.10	10,460.82	12,134.76	14,509.25
无形资产	5,137.75	5,462.01	5,278.82	5,275.55	5,500.67	加：营业外收入	760.09	3.25	5.47	5.84	6.51
其他资产	4,661.69	33,784.35	31,354.08	30,591.10	30,763.89	减：营业外支出	23.72	29.68	59.05	63.04	70.30
总资产	381,482.54	368,665.87	369,077.09	359,901.82	359,733.73	利润总额	11,584.64	6,448.67	10,407.24	12,077.55	14,445.46
短期借款	0.00	3,015.79	1,015.40	1,318.62	1,173.29	减：所得税	2,176.79	1,287.78	2,078.30	2,411.86	2,884.72
拆入资金	7,030.00	5,813.49	9,120.97	8,288.93	8,787.87	净利润	9,407.86	5,160.89	8,328.94	9,665.70	11,560.74
交易性金融负债	14,381.33	5,199.99	2,314.09	933.42	387.84	减：少数股东损益	131.34	128.15	206.81	240.01	287.06
衍生金融负债	1,642.28	776.10	1,454.90	2,061.67	3,242.51	归属于母公司所有者的净	9,276.52	5,032.74	8,122.12	9,425.69	11,273.68
卖出回购金融资产款	24,921.54	40,095.05	48,202.70	54,418.57	61,256.02						
代理买卖证券款	67,335.54	59,492.18	50,098.33	42,437.05	36,036.93	基本比率及每股指标					
代理承销证券款	31.42	1.81	1.81	1.81	1.81	净利率	43.95%	31.24%	40.52%	44.05%	47.25%
应付职工薪酬	2,668.78	7,915.03	7,744.86	7,357.62	7,350.99	总资产收益率	2.43%	1.37%	2.20%	2.62%	3.13%
应付债券	77,198.28	62,890.73	64,522.55	64,560.03	64,527.70	净资产收益率	10.62%	4.87%	7.73%	8.73%	10.11%
长期借款	0.00	1,698.77	1,698.77	1,698.77	1,698.77	市盈率（倍）	16.79	30.95	19.18	16.53	13.82
总负债	292,892.63	263,916.27	262,623.06	250,576.89	246,740.93	市净率（倍）	1.78	1.51	1.48	1.44	1.40
总股本	7,162.77	8,251.50	8,251.50	8,251.50	8,251.50	每股净利润（元/股）	1.30	0.61	0.98	1.14	1.37
所有者权益合计	88,589.91	104,749.60	106,454.03	109,324.93	112,992.80	每股净资产（元/股）	10.58	12.53	12.73	13.08	13.52
少数股东权益	1,253.97	1,356.03	1,378.09	1,415.26	1,462.74						
归属于母公司所有者权	87,335.94	103,393.58	105,075.94	107,909.68	111,530.06						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com