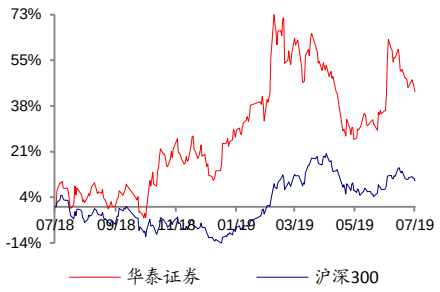
# 华泰证券(601688.SH)/HTSC(06886.HK)

## AssetMark 上市，资本化进程再进一步

| 公司评级 | 买入-A/买入-H |
|---|---|
| 当前价格 | 20.48 元/13.04 港元 |
| 合理价值 | 25.4 元/16 港元 |
| 前次评级 | 买入/买入 |
| 报告日期 | 2019-07-19 |

### 相对市场表现




分析师： 陈福
SAC 执证号：S0260517050001
SFC CE No. BOB667
0755-82535901
chenfu@gf.com.cn
分析师： 陈卉
SAC 执证号：S0260519040001
0755-82535901
gfchenh@gf.com.cn

请注意，陈卉并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

| | |
|---|---|
| 华泰证券(601688.SH)/HTSC(06886.HK):战略清晰、前瞻布局，证券行业的领军者 | 2019-07-15 |
| 华泰证券(601688.SH)/HTSC(06886.HK):自营弹性好于预期，轻重业务均衡发展 | 2019-04-30 |
| 华泰证券（601688.SH）/（06886.HK）:财富管理持续转型，投行及资本优势明显 | 2019-03-31 |

## 核心观点：

- **事件：华泰证券公告，境外子公司 AssetMark 在美国上市**

2019 年 7 月 18 日，华泰证券公告 AssetMark 上市：美国证券交易委员会已于 2019 年 7 月 17 日（美国纽约时间）宣布 AssetMark 招股章程有效注册。AssetMark 将于 2019 年 7 月 18 日（美国纽约时间）在美国纽约证券交易所上市，并公开发售 1250 万股股票（其中华泰证券境外全资子公司作为出售股东出售 625 万股股票）。预期于 2019 年 7 月 22 日（美国纽约时间）完成上市。AssetMark 上市后，华泰证券仍为其控股股东。

- **分拆 AssetMark 境外上市有望增厚当期业绩**

2016 年 10 月 31 日，华泰证券通过其子公司华泰金融控股(香港)有限公司收购 AssetMark 98.952%的股权，收购对价为 7.68 亿美元。

根据招股说明书披露数据，截至 2017 年底 AssetMark 总股本 6615 万股，假设 2016 年公司总股本数相同，则华泰证券以 98.952%的股权持有 6545.7 万股，以收购对价 7.68 亿美元计算，出售 625 万股老股的成本为 7337 万美元。发行后 AssetMark 总股本达 7240 万股，按照发行价每股 22 美元，市值将达 15.93 亿美元，老股配售贡献投资收益约 6400 万美元。作为公司控股股东，华泰证券通过分拆 AssetMark 上市，有望增厚当期业绩。

- **AssetMark 上市利于公司长期发展，提升竞争力**

华泰证券分拆 AssetMark 境外上市，有利于优化 AssetMark 资本结构，促进财富管理等优势业务发展，提升市场影响力和核心竞争力。同时，华泰证券作为控股股东，有利于为公司提供更优质的财富管理平台，为公司进一步布局海外业务、提升国际竞争力奠定基础。

- **投资建议：持续看好公司在财富管理领域的发展前景**

当下资本市场加大开放力度，围绕机构业务的局部创新和开拓财富管理业务是我国证券业的必然方向，持续看好公司在财富管理领域的发展前景。预计公司 2019-2021 年每股净资产为 12.72、13.49、14.38 元，对应 PB 为 1.61、1.52、1.42 倍，处于 15H1-2018 年公司 A 股静态 PB 中枢附近，当前估值仍有提升空间，结合公司未来业绩弹性及盈利能力趋势变化，考虑到龙头券商的估值溢价，给予公司 2019 年 2xPB 估值，A 股合理价值为 25.4 元/股，按照当前 AH 溢价比例，H 股合理价值为 16.0 港币/股。给予华泰证券 A 股、H 股“买入”评级。

- **风险提示**

制度创新低于预期，导致投行或直投业绩贡献不达预期；权益市场调整导致股票质押回购减值损失持续提升等。

**盈利预测：**

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 21,109 | 16,108 | 20,616 | 23,524 | 26,134 |
| *增长率(%)* | 24.8% | -23.7% | 28.0% | 14.1% | 11.1% |
| 净利润(百万元) | 9,277 | 5,033 | 7,716 | 9,489 | 11,008 |
| *增长率(%)* | 47.9% | -45.7% | 53.3% | 23.0% | 16.0% |
| EPS（元/股） | 1.30 | 0.61 | 0.85 | 1.05 | 1.21 |
| BVPS（元/股） | 12.19 | 12.53 | 12.72 | 13.49 | 14.38 |
| 市盈率（P/E） | 15.81 | 33.58 | 24.09 | 19.59 | 16.89 |
| 市净率（P/B） | 1.35 | 1.63 | 1.61 | 1.52 | 1.42 |

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

表1：华泰证券财务预测指标摘要（百万元）

| 资产负债表摘要 | | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 资产 | | 381,483 | 368,666 | 410,081 | 447,575 | 491,632 |
| | 客户资金 | 65,304 | 58,947 | 71,391 | 85,669 | 102,802 |
| | 自有资金 | 28,174 | 31,224 | 52,033 | 55,600 | 59,736 |
| | 交易性金融资产 | 84,550 | 122,244 | 94,833 | 101,334 | 108,872 |
| | 可供出售金融资产 | 44,583 | 0 | 50,804 | 54,286 | 58,324 |
| | 其他权益工具投资 | 0 | 16,274 | 11,854 | 12,667 | 13,609 |
| | 债权投资 | 0 | 9,850 | 20,321 | 21,714 | 23,330 |
| | 长期股权投资 | 8,896 | 13,178 | 10,161 | 10,857 | 11,665 |
| | 固定资产 | 3,678 | 3,499 | 3,387 | 3,619 | 3,888 |
| | 无形资产 | 5,138 | 5,462 | 5,505 | 5,882 | 6,320 |
| | 商誉 | 1,972 | 2,099 | 2,113 | 2,257 | 2,425 |
| | 其他资产 | 139,188 | 105,888 | 87,680 | 93,690 | 100,660 |
| 负债 | | 292,893 | 263,916 | 293,139 | 323,488 | 359,417 |
| | 代理买卖证券款 | 59,718 | 59,492 | 71,391 | 85,669 | 102,802 |
| | 其他负债 | 233,175 | 204,424 | 221,749 | 237,819 | 256,614 |
| 权益 | | 88,590 | 104,750 | 116,942 | 124,087 | 132,215 |
| | 归属于母公司的股东权益 | 87,336 | 103,394 | 115,428 | 122,481 | 130,504 |
| | 少数股东权益 | 1,254 | 1,356 | 1,514 | 1,606 | 1,712 |
| 损益表摘要 | | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2020E |
| 一、营业收入 | | 21,109 | 16,108 | 20,616 | 23,524 | 26,134 |
| | 手续费及佣金净收入 | 8,682 | 8,062 | 9,470 | 10,964 | 12,705 |
| | 经纪佣金 | 4,210 | 3,386 | 5,429 | 6,287 | 7,280 |
| | 投行收入 | 2,039 | 1,949 | 2,144 | 2,572 | 3,087 |
| | 资管收入 | 2,306 | 2,473 | 1,898 | 2,105 | 2,338 |
| | 投资收益（含公允价值变动收益） | 8,568 | 4,209 | 7,918 | 8,626 | 9,175 |
| | 利息净收入 | 3,600 | 3,015 | 2,494 | 3,053 | 3,195 |
| | 其他收入 | 8,827 | 822 | 8,653 | 9,508 | 10,234 |
| 二、营业支出 | | -10,260 | -9,633 | -10,456 | -11,029 | -11,638 |
| | 业务及管理费 | -9,750 | -8,167 | -8,508 | -8,863 | -9,233 |
| | 其他支出 | -510 | -1,466 | -1,948 | -2,166 | -2,405 |
| 三、营业利润 | | 10,848 | 6,475 | 10,160 | 12,495 | 14,496 |
| | 营业外支出 | -24 | -30 | -1 | -1 | -1 |
| 四、利润总额 | | 11,585 | 6,449 | 10,163 | 12,498 | 14,499 |
| | 所得税 | -2,177 | 1,288 | -2,338 | -2,875 | -3,335 |
| 五、净利润 | | 9,408 | 5,161 | 7,826 | 9,624 | 11,164 |
| | 归属于母公司所有者的净利润 | 9,277 | 5,033 | 7,716 | 9,489 | 11,008 |
| | 少数股东损益 | 131 | 128 | 109 | 134 | 156 |
| 六、综合收益 | | 6,690 | 4,611 | 7,826 | 9,624 | 11,164 |
| | 归属于母公司所有者的综合收益总额 | 6,577 | 4,479 | 7,693 | 9,461 | 10,975 |
| | 归属于少数股东的综合收益总额 | 113 | 132 | 133 | 163 | 189 |

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

## 广发非银行金融行业研究小组

陈　　福：首席分析师，经济学硕士，2017 年 3 月进入广发证券研究发展中心。
鲍　　淼：分析师，南开大学精算学硕士，南开大学学士，2018 年进入广发证券发展研究中心。
文 京 雄：分析师，英国阿伯丁大学（University of Aberdeen）金融投资管理硕士，武汉大学双学士，2015 年进入广发证券发展研究中心。
陈　　卉：分析师，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心。
陈 韵 杨：研究助理，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017 年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

| | 广州市 | 深圳市 | 北京市 | 上海市 | 香港 |
|---|---|---|---|---|---|
| 地址 | 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼 | 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层 | 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层 | 上海市浦东新区世纪大道 8 号国金中心一期 16 楼 | 香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室 |
| 邮政编码 | 510627 | 518026 | 100045 | 200120 | |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn | | | | |

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第 5 类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。