

华泰证券(601688.SH)/HTSC(06886.HK)

GDR 转换基本完成，公司估值有望修复

核心观点：

- 事件：**2019年10月26日华泰证券发布《华泰证券股份有限公司关于GDR存续数量不足中国证监会核准发行数量的50%的提示性公告》。此前经证监会核准，公司于2019年6月先后在伦敦证券交易所共发行8251万份GDR。公司本次发行的GDR于2019年10月17日（伦敦时间）兑回限制期届满，可自由转换，截至2019年10月24日（伦敦时间）伦交所收盘，公司GDR存续数量为3987万份，不足中国证监会核准发行数量的50%。
- 点评：1) 套利空间趋窄，自由转换后估值有望修复。**截至10月24日，公司GDR存续数量不足50%。最初发行时两地价差高达20%，但双方市场在限制期内基本消化价差带来的可能套利空间，除10月21日当天华泰跌5.7%外，股价并未受到明显影响，此次自由转换实现后，预计此后华泰境内外股价套利空间缩小，估值有望得到一定修复。
- 2) 双向转换顺利实施，率先试水GDR提升国际影响力。**GDR存续期内，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A股股票与GDR的先相互转换与生成，双向转换为两方市场投资者提供了更多投资选择。沪伦通跨境转换的顺利实施，华泰证券先行探索为其提升国际金融市场影响力打下基础。
- 投资建议：公司战略布局意图清晰，持续看好公司的发展前景。**当下资本市场对外开放与深化改革的脚步加速，公司在国际市场方面持续发力，这也是今后我国证券业的必然方向，我们看好公司的发展前景。预计公司2019-2021年每股净资产为13.83元、14.61元、15.54元，对应2019-2021年末PB为1.23、1.16、1.09倍，处于15H1-2018年公司A股静态PB中枢内，结合公司未来业务盈利能力趋势变化，给予公司2019年1.8xPB估值，A股合理价值为24.9元/股，根据当下AH股折价规律，H股合理价值为17.2港币/股，且公司现PB估值低于头部券商，给予A股和H股“买入”评级。
- 风险提示：**市场成交金额持续下滑、资产质量大幅恶化等。

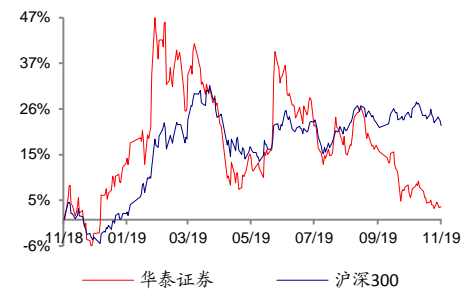
盈利预测：（注：货币单位为人民币，本文中所有货币如果没有特别注明均为人民币）

指标（百万人民币）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	21,109	16,108	23736	28201	32536
同比%	24.8%	-23.7%	47.4%	18.8%	15.4%
归母净利润	9,277	5,033	8255	10423	12388
同比%	48%	-45.7%	64.0%	26.3%	18.9%
EPS（元/股）	1.30	0.61	0.91	1.15	1.36
BVPS（元/股）	12.19	12.53	13.83	14.61	15.54
PE	13.10	27.82	18.66	14.78	12.43
PB	1.39	1.35	1.23	1.16	1.09

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	16.97元/11.74港元
合理价值	24.9元/17.2港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2019-12-01

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

SFC CE No. BOX142



0755-82535901



gfchenh@gf.com.cn

相关研究：

华泰证券 (601688.SH)/HTSC(06886.HK):自营业绩贡献大，稳步布局境外市场	2019-10-29
华泰证券 (601688.SH)/HTSC(06886.HK):自营业绩弹性好于预期，加速创新转型发展	2019-08-30
华泰证券 (601688.SH)/HTSC(06886.HK):AssetMark上市，资本化进程再进一步	2019-07-19

资产负债表

单位：百万元人民币

至12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
资产	381483	368666	424550	464898	512332
客户资金	65304	58947	71391	85669	102802
自有资金	28174	31224	54256	58261	62916
交易性金融资产	84550	122244	98885	106184	114668
长期股权投资	8896	13178	10595	11377	12286
固定资产	3678	3499	3532	3792	4095
无形资产	5138	5462	5740	6164	6656
商誉	1972	2099	2203	2366	2555
其他资产	139188	105888	91425	98174	106018
负债	292893	263916	295752	328844	367653
代理买卖证券款	59718	59492	71391	85669	102802
其他负债	233175	204424	224361	243175	264850
权益	88590	104750	128798	136054	144679
归属于母公司的股东权益	87336	103394	125548	132622	141028
少数股东权益	1254	1356	3250	3433	3650

主要财务比率

至12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	25%	-24%	47%	19%	15%
归属母公司净利润增长	48%	-46%	64%	26%	19%
获利能力					
净利率	0%	31%	35%	37%	38%
ROA	0.0%	0.0%	1.9%	2.2%	2.4%
ROE	10.8%	5.3%	7.2%	8.1%	9.1%
资产与杠杆					
总资产YoY	0%	-3%	15%	10%	10%
杠杆 (A/E)	4.31	3.52	3.30	3.78	3.91
杠杆 (除客户保证金)	1.01	2.01	3.01	3.05	3.09
每股指标 (元)					
每股收益	1.30	0.61	0.91	1.15	1.36
每股净资产	12.19	12.53	13.83	14.61	15.54
估值比率					
P/E	13.10	27.82	18.66	14.78	12.43
P/B	1.39	1.35	1.23	1.16	1.09

利润表

单位：百万元人民币

至12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	21109	16108	23736	28201	32536
手续费及佣金净收入	8682	8062	10136	11872	14375
经纪佣金	4210	3386	5900	6961	8670
投行收入	2039	1949	2338	2806	3367
资管收入	2306	2473	1898	2105	2338
投资收益 (含公允价值变动收益)	8568	4209	10426	11435	12242
利息净收入	3600	3015	2439	4012	4772
其他收入	259	822	735	882	1146
营业支出	-10260	-9633	-11816	-13152	-14648
业务管理费	-9750	-8167	-8984	-9883	-10871
其他支出	-99	-458	-366	-439	-570
营业利润	10848	6475	11920	15050	17888
营业外收入与支出	-3	-2	-1	-1	-1
利润总额	11585	6449	11923	15053	17892
所得税	-2177	-1288	-3458	-4365	-5189
净利润	9408	5161	8465	10688	12703
归属于母公司所有者的净利润	9277	5033	8255	10423	12388
少数股东损益	131	128	210	265	315
综合收益	6690	4611	8465	10688	12703
归属于母公司所有者的综合收益总额	6577	4479	8224	10383	12341
归属于少数股东的综合收益总额	113	132	242	305	363

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：资深分析师，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：资深分析师，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：资深分析师，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：资深分析师，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。