

GDR 发行推进，夯实资本实力，完善国际化布局



核心观点

- **华泰证券公告 GDR 发行并上市事宜。**公司计划在伦敦证券交易所发行不超过 7501 万份 GDR（另有 10% 的超额配售选择权），每个 GDR 代表 10 股 A 股普通股票，发行价格为每份 GDR20.5 美元，对应华泰证券 19Q1 每股净资产的 PB 为 1.095（按照 6.9 的汇率计算），不考虑超额配售则总体融资规模 15.38 亿美元。国际合格投资者可以通过国际订单市场买卖 GDR，也可以通过英国跨境转换机构将 GDR 与 A 股股票进行跨境转换，兑回限制期为 120 天。本次发行 GDR 将于 2019 年 6 月 17 日在伦敦开始附条件交易，并将于 6 月 20 日起正式上市。
- **此次募资有助于华泰增强资本实力。**由于证券市场机构化程度不断加深，服务高净值客户与机构客户是券商的发展方向，当前证券行业的竞争点在于综合金融服务的提供能力，而这一服务以做市、风险管理为核心，对券商的资本实力提出了较高要求，股权融资有助于华泰进一步提高净资本实力，进而增强核心业务实力。2018 年末华泰净资本 596 亿元，排名行业第 5，本次 GDR 融资后，公司净资本排名有望提升 1-2 位。
- **GDR 发行能够增强华泰海外影响力，支持海外业务布局。**国际化是华泰近年来注重发力的方向，6 月 11 日华泰控股子公司 AssetMark 获得证监会关于其境外上市的通过函，6 月 12 日华泰国际已经获得美国经纪商业务资格。此次发行 GDR 于伦敦上市后，华泰将成为首家在大陆、香港、英国三地上市的中资券商，能够显著提升公司的海外影响力；同时，本次募集资金将部分用于支持国际业务内生与外延式增长，扩展海外布局，华泰的国际化之路有望再上一个台阶。

财务预测与投资建议

- 我们预计公司 2019-21 年 BVPS 分别为 12.96/13.38/13.93，按照可比公司估值，我们给予公司 2019 年 2.1xPB，对应股价 27.22 元，维持增持评级。

风险提示

- 系统性风险对公司估值的压制；科创板推进不及预期；GDR 发行及交易不及预期。

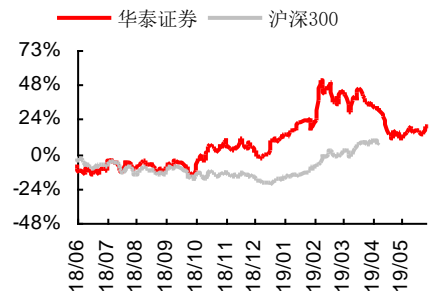
主要财务信息					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	21,109	16,108	22,689	26,680	29,570
同比增长	24.8%	-23.7%	40.9%	17.6%	10.8%
营业利润（百万元）	10,848	6,475	10,629	12,541	13,670
同比增长	29.2%	-40.3%	64.2%	18.0%	9.0%
归属母公司净利润（百万元）	9,277	5,033	8,378	9,897	10,801
同比增长	47.9%	-45.7%	66.5%	18.1%	9.1%
每股收益（元）	1.30	0.66	1.02	1.20	1.31
总资产收益率	2.4%	1.3%	2.1%	2.3%	2.3%
净资产收益率	10.6%	5.2%	7.9%	9.0%	9.5%
市盈率	18.0	35.3	23.0	19.4	17.8
市净率	1.9	1.9	1.8	1.7	1.7
经纪业务佣金率	2.21%	2.37%	2.37%	2.37%	2.37%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2019 年 06 月 14 日)	19.28 元
目标价格	27.22 元
52 周最高价/最低价	24.63/13.91 元
总股本/流通 A 股 (万股)	825,150/544,372
A 股市值 (百万元)	182,441
国家/地区	中国
行业	证券
报告发布日期	2019 年 06 月 17 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	-6.4	-2.5	24.4	24.4
相对表现 (%)	-5.0	-7.6	-3.2	19.5
沪深 300 (%)	-1.4	5.1	27.6	4.9



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 唐子佩
021-63325888*6083
tangzipei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860514060001

张潇
021-63325888*6253
zhangxiao@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517080003

相关报告

净利同比+46%，经纪业务增速好于同业 2019-04-30

业绩表现优异，混改持续推进 2019-04-04

华泰证券 18 三季报：单季净利润环比 +5.2%，引入战略股东后发展迈入新阶段 2018-11-02

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						主要财务比率					
单位:百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
银行存款	76,898	71,103	98,172	106,305	118,952	成长能力					
其中: 客户存款	49,872	42,902	59,235	64,142	71,773	营业收入	24.8%	-23.7%	40.9%	17.6%	10.8%
公司存款	27,026	28,201	38,937	42,162	47,179	手续费及佣金净收入	-1.9%	-7.1%	29.6%	11.0%	16.4%
结算备付金	16,579	19,068	26,328	28,509	31,901	其中: 经纪业务	-22.4%	-19.6%	50.3%	7.8%	20.7%
其中: 客户备付金	15,431	16,045	22,153	23,989	26,843	投行业务	-2.8%	-4.4%	31.3%	7.6%	11.7%
公司备付金	1,147	3,023	4,174	4,520	5,058	资产管理	121.6%	7.3%	13.4%	19.7%	13.3%
投资资产	129,134	122,244	142,964	154,217	166,573	净利息收入	3.3%	-16.2%	33.6%	34.4%	12.4%
其中: 交易性资产	84,550	122,244	142,964	154,217	166,573	自营收入	101.9%	-59.5%	105.7%	20.2%	3.0%
可供出售资产	44,583	0	0	0	0	营业支出	20.4%	-6.1%	25.2%	17.2%	12.5%
持有至到期资产	0	0	0	0	0	管理费用	21.7%	-16.2%	31.8%	17.2%	13.2%
存出保证金	7,302	7,837	10,820	11,716	13,110	营业利润	29.2%	-40.3%	64.2%	18.0%	9.0%
买入返售资产	61,805	43,557	59,686	71,731	75,151	归属于母公司净利润	47.9%	-45.7%	66.5%	18.1%	9.1%
长期股权投资	8,896	13,178	13,837	14,528	15,255	资产分布					
国定资产 (含在建工程)	3,737	3,499	3,674	3,858	4,051	自有存款/总资产	7.1%	7.6%	9.3%	9.4%	9.8%
资产总计	381,483	368,666	419,733	447,511	482,961	客户存款/总资产	13.1%	11.6%	14.1%	14.3%	14.9%
交易性金融负债	14,381	5,200	5,720	6,292	6,921	投资资产/总资产	33.9%	33.2%	34.1%	34.5%	34.5%
代买卖证券款	67,336	59,492	82,141	88,946	99,528	买入返售资产/总资产	16.2%	11.8%	14.2%	16.0%	15.6%
应付职工薪酬	2,669	7,915	3,145	3,592	4,118	投资资产/净资产	145.8%	116.7%	131.9%	137.9%	143.1%
负债总计	292,893	263,916	311,377	335,674	366,521	收入分布					
股本	7,163	8,252	8,252	8,252	8,252	手续费收入/营业收入	41.1%	50.0%	46.1%	43.5%	45.6%
资本公积	45,821	58,860	58,860	58,860	58,860	经纪业务/营业收入	19.9%	21.0%	22.4%	20.6%	22.4%
一般风险准备	10,008	12,197	13,907	15,914	18,104	投行业务/营业收入	9.7%	12.1%	11.3%	10.3%	10.4%
交易风险准备						资管业务/营业收入	10.9%	15.4%	12.4%	12.6%	12.9%
盈余公积	3,919	4,490	5,345	6,349	7,443	自营业务/营业收入	42.2%	15.0%	21.3%	22.4%	20.1%
未分配利润	18,977	19,416	21,290	23,412	26,008	净利息收入/营业收入	17.1%	18.7%	17.8%	20.3%	20.6%
少数股东权益	1,254	1,356	1,397	1,439	1,482	净利润驱动指标					
股东权益合计	88,590	104,750	108,356	111,837	116,441	公司股基交易额	19,013.93	14,271.93	21,443.82	23,122.17	25,205.96
负债和股东权益总计	381,483	368,666	419,733	447,511	482,961		4	1	2	5	0
						公司股基交易市占率	7.78%	7.10%	6.42%	6.42%	6.42%
						公司股基交易净佣金率	22.14%	23.72%	23.72%	23.72%	23.72%
						IPO 市占率	3.10%	13.62%	13.62%	13.62%	13.62%
						再融资市占率	4.16%	4.05%	4.05%	4.05%	4.05%
						债券承销市占率					
						营业税金/营业收入	0.7%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
						成本收入比	48.6%	59.8%	53.2%	53.0%	53.8%
						有效税率	18.8%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
						资本公积变化	(2,717)	11,771	(873)	(1,695)	(1,320)
						获利能力					
						净利率	43.9%	31.2%	36.9%	37.1%	36.5%
						ROA	2.4%	1.3%	2.1%	2.3%	2.3%
						ROE	10.6%	5.2%	7.9%	9.0%	9.5%
						每股指标 (元)					
						每股收益	1.30	0.66	1.02	1.20	1.31
						每股净资产	12.19	12.53	12.96	13.38	13.93
						每股经纪业务交易额	2,654.55	1,729.62	2,598.78	2,802.18	3,054.71
						估值比率					
						市盈率	18.0	35.3	23.0	19.4	17.8
						市净率	1.9	1.9	1.8	1.7	1.7

资料来源: 东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形，亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

