

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

核心观点:

● 把握战略机遇，跻身第一梯队

公司前身为成立于1991年的江苏省证券公司，上市前公司抓住时机进行了一系列的低成本扩张，实现了业务范围和业务区域的快速拓展；自2010年上市以来，公司资本实力和盈利能力加速赶超；受益于清晰的战略定位及极强的战略执行能力，公司发展步伐进一步加快，在稳居证券行业第一梯队的同时，前瞻布局财富管理，已在战略股东引进等方面抢占先发优势。

● 战略定位清晰，铸就领军业务

公司以客户需求为中心，重新架构了零售及财富管理和机构客户服务两大业务体系：**财富管理方面**，坚定战略转型方向，信息技术铸就差异化竞争力。1) 公司互联网战略布局和战略执行领先同业，奠定坚实客户基础；2) 线上渠道实力强劲，移动终端优势稳固；3) 塑造了基于自主研发的金融科技核心竞争力，成本端优势突出。**机构业务方面**，以并购重组为切入点，打造全能型投行。公司并购重组业务已成为市场首屈一指的品牌，近年来，公司持续推进全业务链战略，IPO、再融资、债券承销等业务实力进步明显。

● 前瞻布局，竞争优势仍将延续

受益于清晰的战略定位及极强的战略执行能力，公司近年来发展步伐进一步加快，在稳居证券行业第一梯队的同时，在投行资本化、衍生品领域占据优势。1) 财富管理：围绕客户体量、渠道优势、资管产品的布局持续强化，成功收购 AssetMark 有助于公司拓展业务平台、强化技术优势；2) 投行资本化：投行业务提升综合服务能力，股权投资业务储备丰富，业绩贡献稳中有升；3) 衍生品：前瞻布局衍生品业务资格，加大业务资源投入。

● 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1.66、1.57、1.47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

成交金额进一步下滑；权益市场调整导致股票质押回购减值损失持续提升；信用风险上升。

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)

	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)	16.31	34.63	24.84	20.20	17.41
市净率(P/B)	1.35	1.69	1.66	1.57	1.47

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

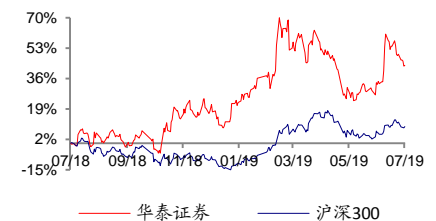
公司评级

当前价格	21.12元/13.28港元
合理价值	25.4元/16.0港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2019-07-15

基本数据

股票代码	601688.SH	06886.HK
总股本(百万股)	9076.65	9076.65
流通股本(百万股)	6268.87	1719.05
总市值(百万)	188,522元	120,538港元
近3个月涨跌幅	-3.93%	-11.73%

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 2019-04-30

(601688.SH)/HTSC(06886.HK)

:自营弹性好于预期，轻重业务均

衡发展

目录索引

一、跻身第一梯队，广阔前景可期	4
历经多次并购重组，股东结构持续优化	4
资本实力加速提升，跻身行业第一梯队	5
行业超越者，多项业务名列前茅	6
二、战略定位清晰，铸就领军业务	8
财富管理：坚定战略转型方向，信息技术实力铸就差异化竞争力	8
机构业务：以并购重组为切入点，打造全能型投行	13
2017 年以来，公司业绩稳定性优于行业	18
三、前瞻布局，竞争优势仍将延续	18
财富管理：客户基础扎实，持续加强财富管理业务条线布局	19
投行资本化：投行业务提升综合服务能力，股权投资业务储备丰富	20
衍生品业务布局：前瞻布局衍生品业务资格，持续加大业务资源投入	22
四、风险管理	23
五、盈利预测	23
六、投资建议：持续看好公司在财富管理领域的发展前景	25
七、风险提示	26

图表索引

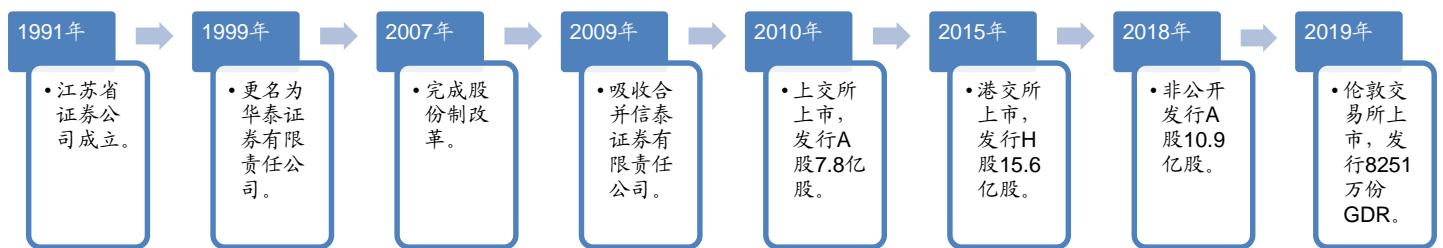
图 1: 华泰证券历史沿革.....	4
图 2: 华泰营业收入与营业收入同比增速.....	6
图 3: 华泰归母净利润与归母净利润同比增速.....	6
图 4: 华泰证券与行业杠杆率 (倍)	7
图 5: 华泰证券主营业务收入结构占比.....	8
图 6: 华泰证券分业务收入结构占比	8
图 7: 华泰证券经纪业务收入 (左轴, 百万元) 及占比 (右轴)	9
图 8: 华泰证券资本中介业务收入 (左轴, 百万元) 及占比 (右轴)	9
图 9: 华泰证券市场份额及佣金率变动情况	9
图 10: 2019 年 3 月券商自营 APP 活跃用户规模.....	10
图 11: 证券公司证券 APP 累计下载量排名 (万次)	10
图 12: 华泰证券研发投入情况	11
图 13: 华泰证券净息差在可比券商前列.....	12
图 14: 公司先行压缩股票质押业务规模 (亿元)	13
图 15: 可比券商减值准备 (左轴, 亿元), 减值准备占比 (右轴)	13
图 16: 华泰证券投行业务收入及占比	13
图 17: 华泰证券投资交易业务收入及占比	13
图 18: 华泰投行业务业绩稳定性较强 (百万)	14
图 19: 华泰证券自营资产规模及占总资产比重 (百万)	17
图 20: 华泰证券自营资产配置结构	17
图 21: 华泰及行业 ROE 变动情况	18
图 22: 华泰及行业净利润变动情况	18
图 23: 华泰证券股权投资收益及其占比.....	21
图 24: 华泰证券 PB-Band (A 股)	26
表 1: 华泰证券前十大股东	5
表 2: 华泰证券资本实力行业排名 (母公司口径)	6
表 3: 华泰证券母公司口径轻资产业务排名	7
表 4: 可比券商佣金率及经纪业务利润率情况.....	11
表 5: 华泰证券并购重组数量及排名	14
表 6: 华泰证券 IPO 承销排名及过会率情况.....	15
表 7: 截至 2019 年 7 月 12 日, 科创板项目承销金额排名前十大券商统计.....	15
表 8: 华泰证券投行细分业务排名情况.....	16
表 9: 券商客户资产数据对比	19
表 10: 截至 2018 年末, 部分券商私募股权基金和另类投资业务情况 (亿元) ..	21
表 11: 证券公司场外衍生品 4 月存续交易量排名	22
表 12: 华泰证券母公司净资本及风险控制指标.....	23
表 13: 主要市场假设 (亿元)	24
表 14: 华泰证券主要财务数据预测 (亿元)	25
表 15: 华泰证券财务预测指标摘要 (单位: 百万)	27

一、跻身第一梯队，广阔前景可期

华泰证券前身为成立于1991年的江苏省证券公司，上市前公司抓住时机进行了一系列的低成本扩张，实现了业务范围和业务区域的快速拓展；自2010年上市以来，公司打通资本市场融资渠道，资本实力和盈利能力加速赶超；公司受益于清晰的战略定位及极强的战略执行能力，近年来发展步伐进一步加快，在稳居证券行业第一梯队的同时，前瞻布局财富管理，已在信息系统建设、战略股东引进等方面抢占先发优势。

华泰证券是中国证监会首批批准的综合类券商之一。2007年公司整体变更为华泰证券股份有限公司（以下简称“公司”），注册资本人民币45亿元；2009年公司注册资本增至48亿元，吸收合并信泰证券并收购联合证券股权至97%；2010年2月，公司成功在上交所挂牌上市，注册资本增至人民币56亿元；2015年6月，公司在香港联交所主板挂牌上市；2018年7月，公司完成非公开发行10.9亿股A股，募集资金142亿元。2019年6月，公司通过沪伦通发行8251万份GDR，对应8.25亿股A股股份，募集资金超百亿元。

图1：华泰证券历史沿革



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

历经多次并购重组，股东结构持续优化

公司抓住时机进行了一系列的低成本扩张，实现了业务范围和业务区域的快速拓展。公司2003年参股南方基金，持有南方基金45%股权；2004年与AIG GLOBAL INVESTMENT CORP合资组建友邦华泰（现名“华泰柏瑞基金”）；2005年托管、收购亚洲证券48家证券营业部和12家服务部；2006年控股联合证券，同年成为江苏银行第二大股东；2007年收购信泰证券80%的股权，2009年通过定向发行股份等方式吸收合并了信泰证券、收购联合证券股权达至97%，2016年收购AssetMark 100%股权布局财富管理业务深化转型。

定增引入战略投资者，股东结构持续优化。公司前十大股东中，江苏省国信资产管理集团有限公司、江苏交通控股有限公司、江苏高科技投资集团有限公司、江苏省苏豪控股集团有限公司均为江苏省国资委所属独资企业，因此，公司实际控制人为江苏省国资委，上市之初其间接持有公司70.02%的股权，经过多次增资扩股，截至2018年9月末，江苏省国资委间接持有公司股权比例降至26.44%。2018年8月，公司完成A股定增募资，意在引进战略投资者、优化股东结构，发行完成后阿里、苏宁持股比例分别达到3.25%、3.16%，公司市场竞争力有望进一步提升。同时，公司已被纳入江苏省第一批混合所有制改革试点企业名单，混改公告中提出将在相关政策允许前提下，规范实施核心员工股权激励计划，这为公司激发经营活力、绑定公司员工利益提供了想象空间。

表1：华泰证券前十大股东

序号	股东名称	持股总数（万股）	持股比例（%）
1	香港中央结算（代理人）有限公司	167505	20.30
2	江苏省国信资产管理集团有限公司	128627	15.59
3	江苏交通控股有限公司	46385	5.62
4	江苏高科技投资集团有限公司	35168	4.26
5	阿里巴巴（中国）网络技术有限公司	26820	3.25
6	苏宁易购集团股份有限公司	26054	3.16
7	安信证券-招商银行-安信证券定增宝1号集合资产管理计划	24755	3.00
8	中国证券金融股份有限公司	24672	2.99
9	中国国有企业结构调整基金股份有限公司	15326	1.86
10	江苏省苏豪控股集团有限公司	13311	1.61

数据来源：wind、广发证券发展研究中心；

注：截至2019年3月末

资本实力加速提升，跻身行业第一梯队

公司融资渠道顺畅，资本实力加速赶超。公司目前已完成A股、H股主板上市，股债融资渠道顺畅，资本实力加速提升，截至2019年3月末，公司合并口径总资产、净资产分别为4455.8亿元、1080.1亿元，均位于行业第4位。从近五年数据来看，公司合并口径总资产由2013年的982.5亿元增至2018年的3686.7亿元，复合增长率30.3%；公司净资产由2013年的363.3亿元增至2018年的1047.5亿元，剔除股权融资及分红影响后，5年复合增长率达23.6%。

率先探索GDR发行，开创国内券商融资新模式。2018年12月，公司获证监会批准GDR发行方案。2019年6月20日，公司发行7501.4万份GDR，并在伦敦证券交易所上市。2019年6月27日，公司行使超额配售权额外发行750.1万份GDR。截至2019年6月末，公司共计发行8251.5份GDR，相应新增A股股票数量8.25亿股，总股本变更为90.77亿股。GDR发行后，资本实力得到进一步提升，为公司布局海外业务、提升国际竞争力提供充足后驱力。

表2: 华泰证券资本实力行业排名 (母公司口径)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
总资产	5	5	5	5	5	5
净资产	4	5	4	4	4	4
净资本	6	9	6	5	5	5

数据来源: 证券业协会、广发证券发展研究中心

行业超越者，多项业务名列前茅

公司持续深化全业务链体系建设，营业收入与净利润稳步提升。公司合并口径营业收入从2012年的58.8亿元上升至2018年的161.1亿元，复合增长率18.3%；归母净利润从2012年的16.2亿元上升至2018年的50.3亿元，复合增长率20.8%。2019年Q1营业收入62.47亿元，同比增长45.6%；归母公司净利润27.79亿元，同比增长46.0%。

图2: 华泰营业收入与营业收入同比增速

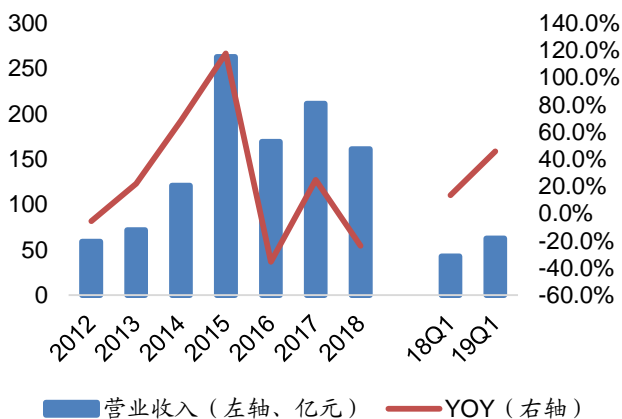
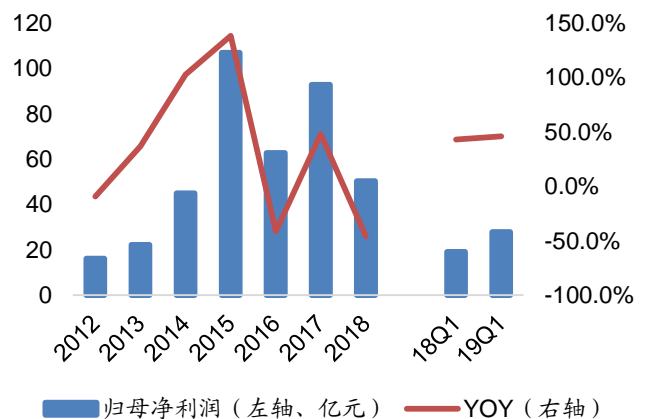


图3: 华泰归母净利润与归母净利润同比增速



数据来源: WIND、公司公告、广发证券发展研究中心

数据来源: WIND、公司公告、广发证券发展研究中心

优势业务地位稳固，多业务条线齐头并进。公司财富管理业务具备坚实客户基础，机构业务提升综合服务能力，投行业务收入排名稳中有升，资管业务逐步进军至领先地位。

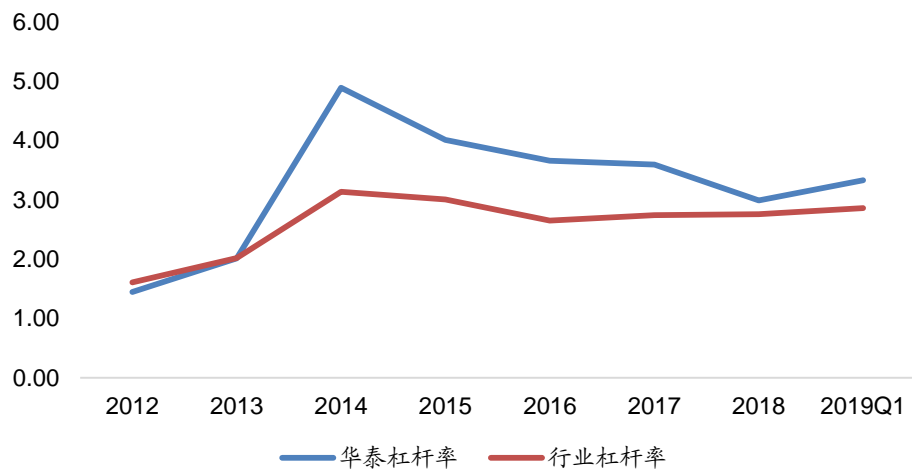
表3: 华泰证券母公司口径轻资产业务排名

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
经纪业务份额	2	1	1	1	1	1
并购重组财务顾问业务收入	2	1	1	1	1	1
投行业务收入	9	11	12	10	10	5
资管业务收入	5	4	6	5	2	2

数据来源: 证券业协会、公司财报、广发证券发展研究中心

加大股权融资力度, 杠杆率有所回落。近五年来, 我国证券行业整体处于加杠杆进程中, 行业整体杠杆率由2012年的1.61倍提升至19Q1末的2.86倍。公司杠杆率经历了2014年的快速提升后, 整体趋于回落, 主要为公司加大了股权融资力度的影响, 截至2019年一季度末, 公司杠杆率为3.33倍, 仍高于行业整体, 但在上市券商中处于较低水平, 35家上市券商中, 公司杠杆率处于第21位。

图4: 华泰证券与行业杠杆率 (倍)



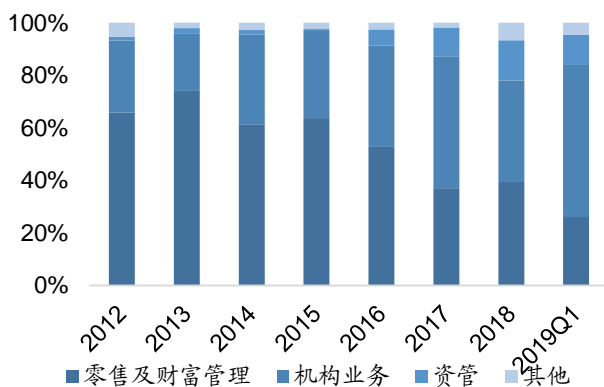
数据来源: 公司公告、中国证券业协会、广发证券发展研究中心

注: 杠杆率=剔除客户保证金后的权益乘数

二、战略定位清晰，铸就领军业务

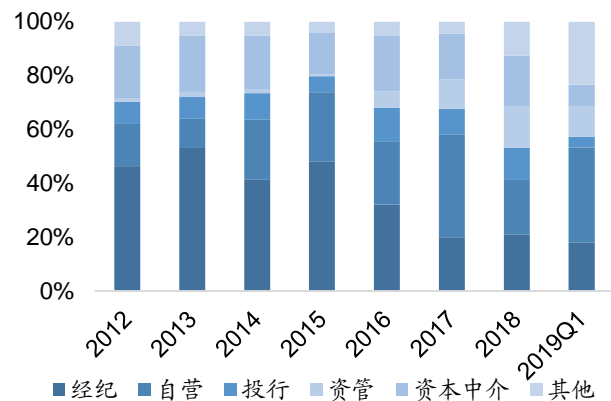
公司主营业务主要分为财富管理业务、机构服务业务、投资管理业务及国际业务。2017年，公司以客户需求为中心，重新架构了零售及财富管理和机构客户服务两大业务体系，以公司主营业务划分来看收入占比，零售及机构业务占比趋于均衡。从2012年-2019年一季度的历史数据来看，公司零售及财富管理业务收入占比由66%降至26%，主要为经纪业务占比下滑影响，机构业务收入占比由31%增至58%，主要为投资类业务占比提升影响。进一步分拆为传统五大业务结构，经纪业务收入贡献由46%降至18%；投资业务占比从19%提升至35%；投行业务占比维持在10%左右；资管业务占比由1%提升至11%；资本中介业务收入占比由19%下滑至8%。

图5：华泰证券主营业务收入结构占比



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图6：华泰证券分业务收入结构占比

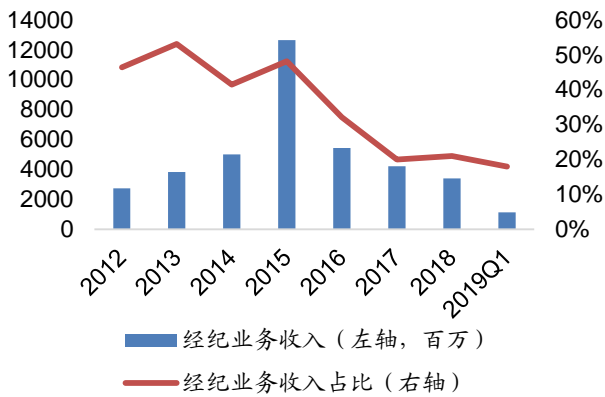


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

财富管理：坚定战略转型方向，信息技术实力铸就差异化竞争力

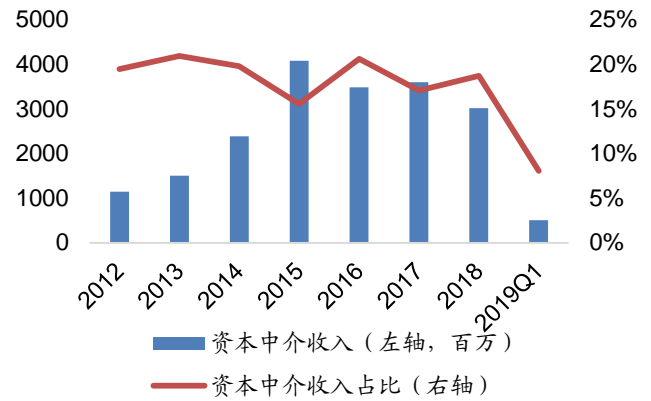
公司零售及财富管理业务依托线上线下和境内境外联动模式，向各类客户提供多元化财富管理业务，包括证券期货期权经纪、金融产品销售、资本中介等业务，主要业绩驱动因素包括手续费及佣金收入、利息收入等。近五年来，公司经纪业务收入占比持续收缩，2018年公司实现经纪业务收入33.86亿元，收入占比21.02%；19Q1，经纪业务净收入达11.24亿元，收入占比17.99%，占比进一步收缩。公司资本中介业务收入占比相对稳定，2018年实现利息净收入30.15亿元，收入占比18.72%；19Q1利息净收入达5.03亿元，占比大幅下降，达8.04%，主要是自营收入大幅增长，挤压其他业务收入占比。

图7: 华泰证券经纪业务收入 (左轴, 百万元) 及占比 (右轴)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图8: 华泰证券资本中介业务收入 (左轴, 百万元) 及占比 (右轴)

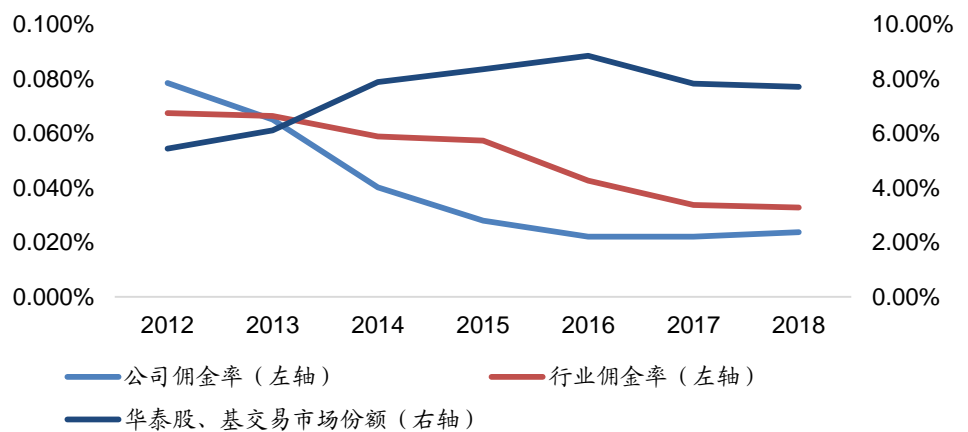


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

公司的互联网战略布局和战略执行领先于同业, 奠定坚实客户基础

2013下半年, 华泰证券在业内首家推出网上万三开户, 随后发布手机“涨乐”APP平台布局线上渠道, 通过抢占降佣时机及强化信息系统建设降低经纪成本, 先发布局互联网战略, 实现经纪业务市场份额的持续提升, 2013至2015年, 公司市占率增幅明显。截至2018年末, 公司股基交易额合计市场份额为7.71%, 连续5年位居行业第一, 庞大的客户规模为公司客户分层、转型财富管理打下基础。

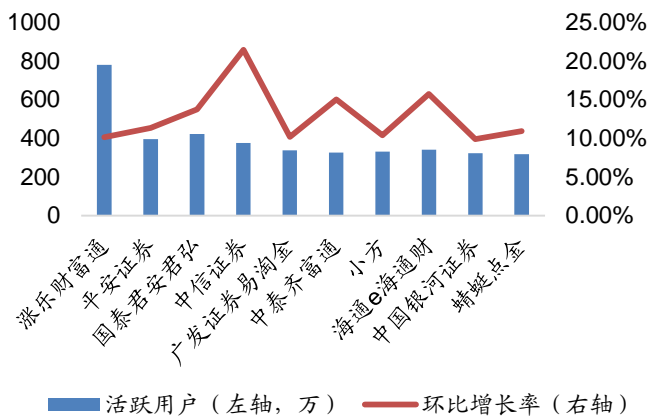
图9: 华泰证券市场份额及佣金率变动情况



数据来源: Wind、公司公告, 广发证券发展研究中心

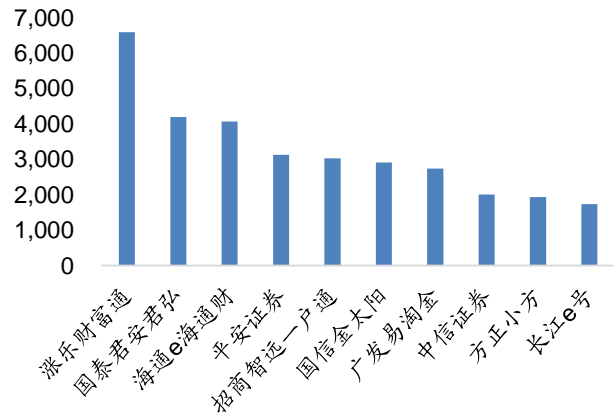
线上渠道实力强劲，移动终端优势稳固。公司是最早布局线上战略的券商之一，移动端应用“涨乐财富通”自2014年推出以来，持续进行改造提升，2018年11月已发布6.0版本，形成了智能化、数据化、精准化和专业化特征鲜明的移动金融服务体系，并成为公司获取零售客户和归集客户资产的核心载体。据华为官方应用市场数据，截至2019年5月，涨乐财富通累计下载量位居行业第一；据易观千帆数据统计，涨乐财富通月度活跃用户数连续近四年位居券商App首位，品牌效应凸显。

图10: 2019年3月券商自营APP活跃用户规模



数据来源：易观千帆，广发证券发展研究中心

图11: 证券公司证券APP累计下载量排名 (万次)



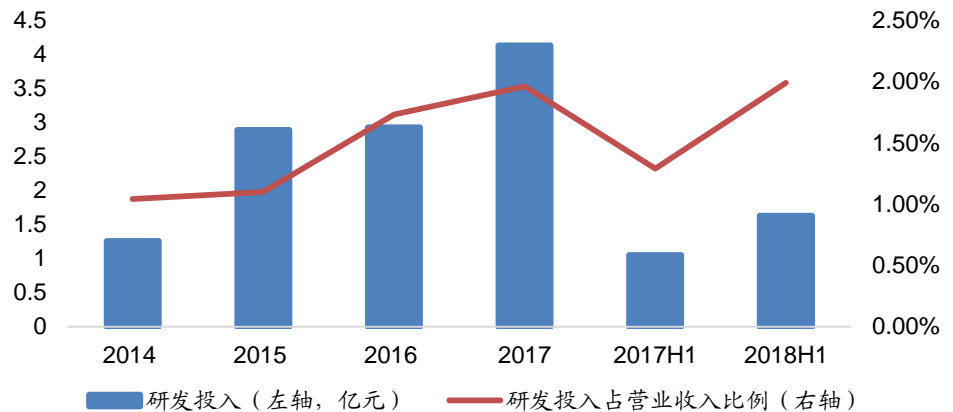
数据来源：华为官方应用市场，广发证券发展研究中心

注：数据截至2019年5月22日

信息技术铸就差异化竞争力，成本端优势突出。公司董事长、总裁周易先生曾长期深耕通信、互联网领域，具有前瞻的互联网思维，在他的主导下，公司充分认识到IT投入在战略发展中的重要地位，先于行业对信息技术领域进行战略性投入，塑造了公司基于自主研发的金融科技核心竞争力。华泰证券2017年的研发投入为4.13亿元，占营收比例为1.96%，到2018年上半年，公司IT研发人员数量已达655人，占公司总人数的7.47%，研发投入1.63亿元，占营收的比例进一步提升至1.99%。

信息技术优势对公司成本端的影响在于大量标准化过程由线上完成，经营治理效率得以优化提升，相对同类可比券商而言，公司在经纪佣金率上拥有更大空间，成本竞争优势突出。对比同类可比券商的经纪业务利润率情况，公司2018年经纪业务利润率为48.6%，显著高于同业。

图12: 华泰证券研发投入情况



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

表4: 可比券商佣金率及经纪业务利润率情况

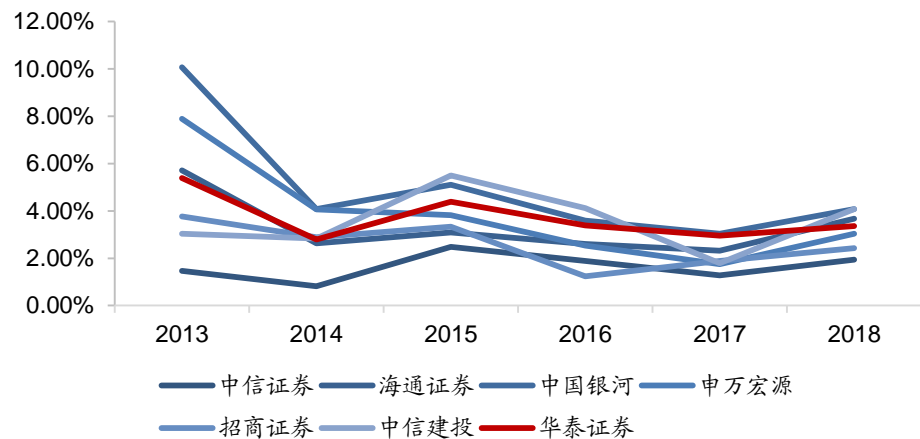
证券简称	佣金率			经纪业务利润率	
	2018	2017	YOY	2018	2017
华泰证券	0.024%	0.022%	9.1%	48.55%	58.27%
招商证券	0.042%	0.043%	-3.3%	40.85%	47.85%
中信证券	0.067%	0.062%	9.1%	31.15%	45.08%
海通证券	0.033%	0.037%	-9.2%	-	-

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

资本中介业务息差稳定, 减值计提较为充分

公司目前开展的信用业务包括融资融券和股票质押回购。业务规模而言, 依托零售客户规模优势及企业客户储备, 公司资本中介业务在扩张阶段发展迅速; 盈利能力而言, 公司近年来通过H股发行、A股增发等多种方式补充资本, 公司息差水平逐步升至可比券商前列; 资产质量而言, 公司从2017年下半年开始, 做股票质押项目的逐个梳理, 整体履约保障比例仍维持在较高水平。

图13: 华泰证券净息差在可比券商前列



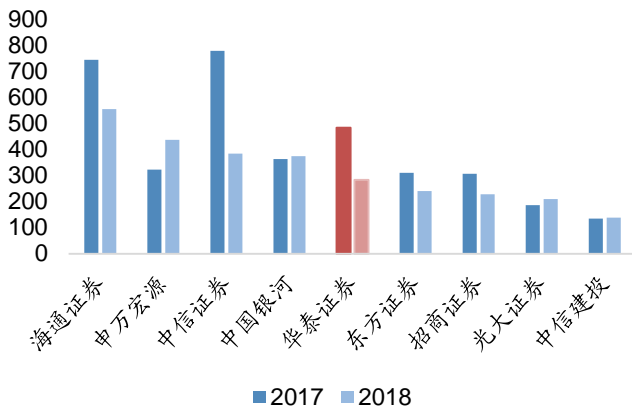
注: 净息差=利息净收入/(买入返售金融资产+融出资金)

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

两融余额随需求波动, 股票质押规模主动压缩。截至2019年一季度末, 公司融出资金579.3亿, 同比+0.32%, 环比+25.4%, 规模扩大主要是市场杠杆资金需求增长影响; 买入返售金融资产435.4亿, 同比-29.9%, 环比-0.05%, 股票质押回购业务规模加速调整。公司将股票质押业务定位于满足企业客户需求的业务链之一, 整体业务风格较为谨慎, 公司早在2017年下半年即开始梳理存量股票质押业务, 停做潜在风险项目、收缩业务规模, 2018年末公司股票质押回购余额539.04亿元, 较2017年末的908.8亿元已收缩41%。

已实行新会计准则, 减值计提较为充分。公司作为A+H两地上市券商, 已于2018年1月1日实行新会计准则IFRS9, 金融资产减值由已发生损失法改为预期损失法, 强调金融风险损失的提前确认。截至2018年末, 公司累计买入返售金融资产减值准备为5.47亿元, 占买入返售金融资产的1.26%。参考2018年年报数据, 公司整体股票质押回购业务平均履约保障比例维持在232%的较高水平。

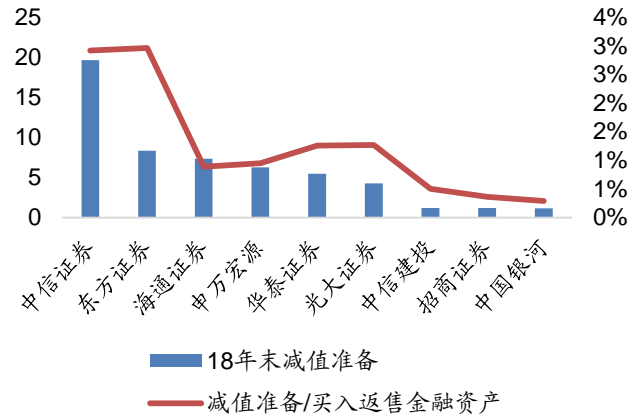
图14: 公司先行压缩股票质押业务规模 (亿元)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

注: 对比范围为 A+H 两地上市券商

图15: 可比券商减值准备 (左轴, 亿元), 减值准备占比 (右轴)



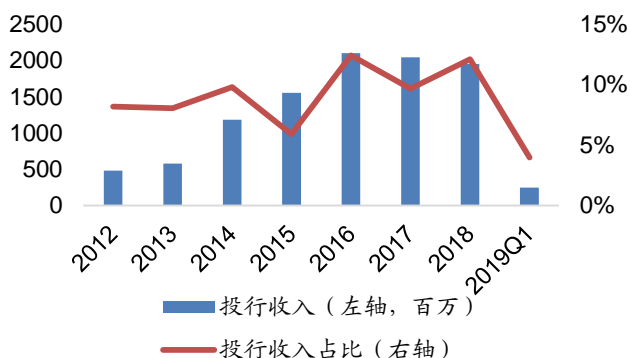
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

注: 对比范围为 A+H 两地上市券商, 18 年末减值准备=2018 年末买入返售金融资产减值准备

机构业务: 以并购重组为切入点, 打造全能型投行

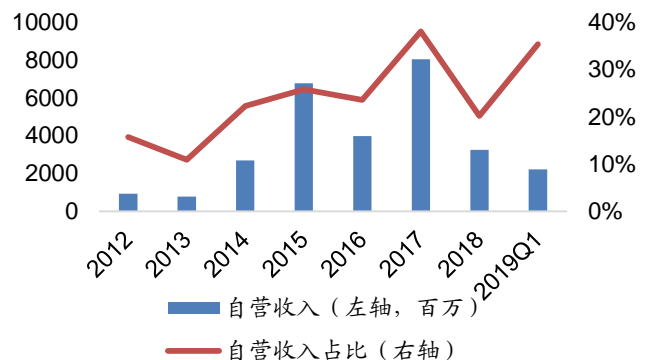
公司机构服务业务以投资银行为龙头, 以机构销售为纽带, 整合投资交易、研究等业务资源, 为各类企业及金融机构客户提供全方位的综合金融服务, 主要包括投资银行业务、研究与机构销售业务、投资交易业务和资产托管业务。2012-2018年公司投行业务收入占比稳定在10%左右, 2018年公司实现投行业务净收入12.6亿元, 收入占比12.1%。19Q1实现投行业务净收入2.48亿元, 同比减少39.1%, 收入占比下滑至4%。投资交易业务方面, 2018年公司实现投资收益(包括公允价值变动收益)32.5亿元, 收入占比20.2%。19Q1公司自营收入达22.04亿元, 同比增长148.64%, 收入占比上升至35%。

图16: 华泰证券投行业务收入及占比



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图17: 华泰证券投资交易业务收入及占比

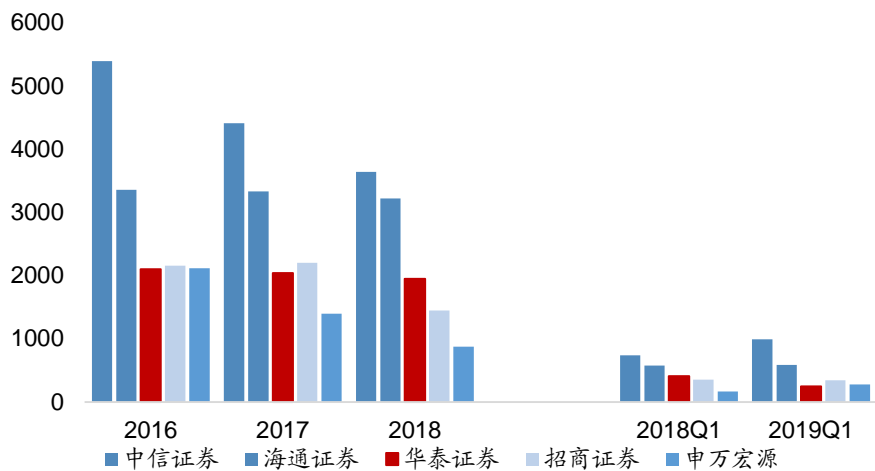


数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

以并购重组业务进击，IPO、再融资等业务齐头并进

推进全业务链战略，投行业绩稳定扎实。公司从2011年开始投行业务改革，其中，并购重组业务最先利用自身的市场化、专业化优势，构建起核心竞争力。近年来，公司持续推进全业务链战略，投行业务是全业务链战略的龙头业务，IPO、再融资、债券承销等业务实力进步明显。受投资环境和监管政策影响，行业整体投行业务业绩波动较大，对比第一梯队券商投行业务表现，公司投行抵住市场环境震荡，业绩表现稳定扎实。

图18: 华泰投行业务业绩稳定性较强 (百万)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

华泰联合已经成为并购市场中首屈一指的品牌。早在2012年，华泰即对投行架构进行了调整，并确定了自身差异化竞争优势，持续打造并购业务品牌，经过多年的持续投入和客户积累，公司并购业务品牌美誉度持续巩固提升。华泰的并购业务无论是交易家数还是交易金额市场份额，都长期居于行业龙头，且从排名提升的情况来看，公司承做的并购标的体量持续扩大，项目资源持续优化。据wind统计，公司2018年实现并购重组交易额1453.7亿元，同比增长15.3%，份额排名位居行业第二，完成并购重组38家，家数排名位居行业第一。

表5: 华泰证券并购重组数量及排名

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
并购重组家数	28	33	41	41	29	38
排名	1	2	2	1	3	1
并购重组交易额	369.6	915.1	2669.6	2135.9	1260.5	1453.7
市场份额	4.0%	7.8%	12.3%	9.5%	8.6%	11.4%
排名	6	4	1	3	3	2

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

公司积极调整投行业务布局，IPO过会率一马当先。得益于公司近几年的投行业务战略，即抓住高成长性行业龙头、扩大战略合作客户规模，公司投行项目保持了较高的企业质量，从过会率数据来看，华泰证券过会率远高于行业总体水平。2018年，行业总体IPO过会率仅为55.8%，但是华泰的IPO过会率达到了100%。

表6: 华泰证券IPO承销排名及过会率情况

	华泰证券 IPO 承销金额 (亿元)	金额排名	华泰证券 IPO 过会率	行业 IPO 过会率
2009	40.97	10	80.00%	84.92%
2010	247.06	8	83.33%	82.54%
2011	98.3	6	66.67%	76.81%
2012	50.58	5	81.82%	78.22%
2014	31.46	7	100.00%	87.20%
2015	116.51	5	88.89%	89.01%
2016	108.56	5	87.50%	89.82%
2017	66.41	11	94.74%	76.31%
2018	194.85	2	100.00%	55.78%

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

抓住科创板机遇，提升投行业务盈利空间。根据上交所披露数据，截至2019年7月12日，公司主承销项目共计9个，总承销金额达到124.38亿元；联合承销项目1个，承销金额达11.32亿元，承销规模排名前列。此外，公司积极布局科创板公司创投，子公司华泰新产业成长投资基金和华泰瑞麟股权投资基金分别持有虹软科技18.15%和1.81%的股权。

表7: 截至2019年7月12日，科创板项目承销金额排名前十大券商统计

保荐机构	项目个数 (个)	项目个数占比	承销金额 (亿元)	承销金额占比
中国国际金融	14	9.52%	303.94	23.08%
中信证券	11	7.48%	126.61	9.61%
华泰联合证券	10	6.80%	120.63	9.16%
中信建投证券	14	9.52%	114.23	8.67%
招商证券	8	5.44%	80.03	6.08%
海通证券	6	4.08%	63.14	4.79%
长江证券承销保荐	2	1.36%	39.10	2.97%
光大证券	7	4.76%	30.77	2.34%
民生证券	6	4.08%	29.98	2.28%
国金证券	4	2.72%	27.13	2.06%

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

注: 按承销金额排名

由并购重组向全能投行延伸，股、债承销排名稳步提升。公司发挥并购重组业务的辐射作用，引领投行全业务线齐头并进，如 IPO、再融资、债券承销业务近年来进步明显。再融资业务是华泰传统优势业务，近年来承销金额及家数持续位于行业前五。在债权承销方面，公司承销金额排名近年来都在10名左右，处于主动转型阶段，公司布局国企、央企和金融机构的高信用等级债券，预计未来两年有望进入收获期。

表8：华泰证券投行细分业务排名情况

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
首发主承销家数	5	-	5	5	11	7	2
首发主承销金额	5	-	7	5	5	11	2
增发主承销家数	16	3	5	4	5	4	3
增发主承销金额	24	5	8	8	4	5	4
债权主承销家数	16	11	11	11	6	7	15
债权主承销金额	13	11	9	11	7	7	8

注：数据包括华泰证券与华泰联合；债券包括：地方政府债、金融债、企业债、公司债、短期融资券、中期票据、定向工具、国际机构债、政府支持机构债和 ABS

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

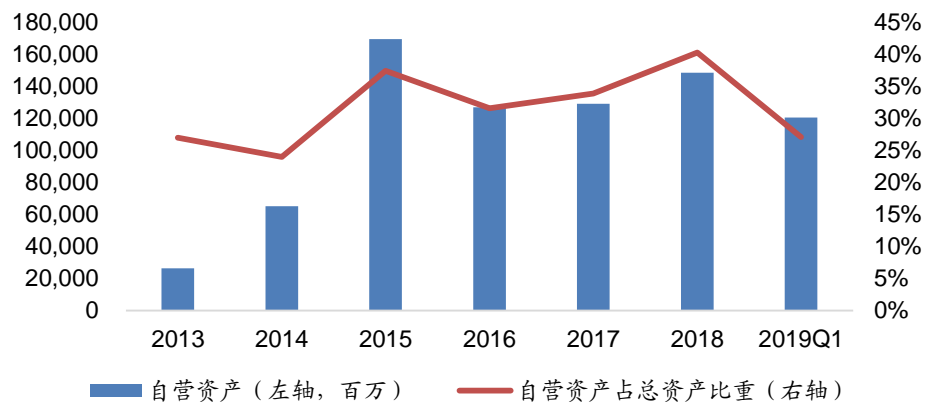
资产结构均衡，加大衍生品业务布局

公司自营业务主要包括权益类投资、固定收益类投资等，在利润表中体现为投资收益和公允价值变动收益，资产负债表中体现为交易性金融资产、衍生金融资产、其他债权投资、其他权益工具投资及长期股权投资。

与大多数券商不同的是，华泰自营投资业务重视量化分析和风险对冲。在权益类投资方面，借助人工智能等科技，构建量化仓位管理方案，开展事件型套利、Alpha 对冲、统计套利、股票策略交易等业务，形成稳定的策略和盈利模式；固定收益投资方面，公司根据市场走势适时调整持仓结构，积极运用量化风险识别和对冲手段，获取低风险超额收益。

自营业务是公司利润的主要来源之一，资产占比逐步提升。自营业务收入为公司重要的收益来源，2018年以来，自营业务收入占比达20%，2019年一季度，公司实现自营业务收入22亿元，收入占比35%，同比增长149%，业绩大幅增长主因为2019年以来市场回暖，交投活跃。2019年一季度末，公司自营资产规模1205.8亿元，较2018年下滑18.7%，占总资产规模比重由2018年的40.2%提升至19Q1末的27.1%。

图19: 华泰证券自营资产规模及占总资产比重 (百万)

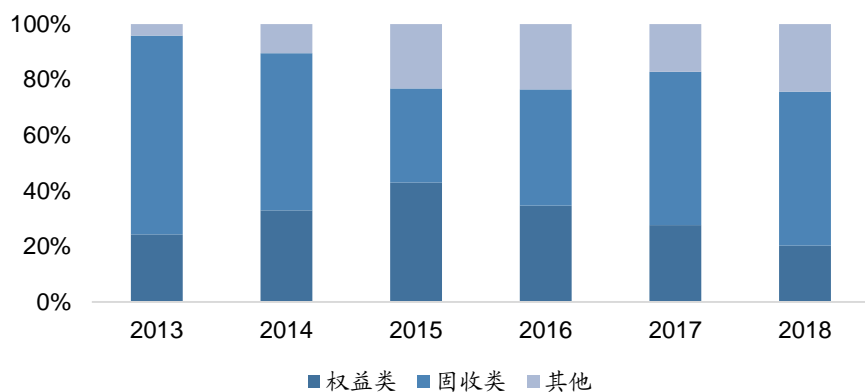


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

注: 自营资产=交易性金融资产+其他权益工具投资+债权投资

加大固收类、衍生品业务布局。从公司自营资产配置结构来看, 近两年公司逐步加大债券类资产配置比重, 2018年末, 公司债权类投资规模达822.9亿元, 占自营资产的55%; 权益类资产规模为300.5亿元, 占自营资产的20%, 其中基金类为227.5亿元, 较2017年末的176.3亿小幅增长, 股票类为73.0亿元, 较2017年末的181.0亿下滑59.7, 主要为实施新金融工具准则重分类带来的影响。此外, 公司衍生金融资产规模大幅增长, 2018年末衍生金融资产金额较2017年末增长近4倍至19.3亿元, 主要为场外期权规模增加影响。

图20: 华泰证券自营资产配置结构



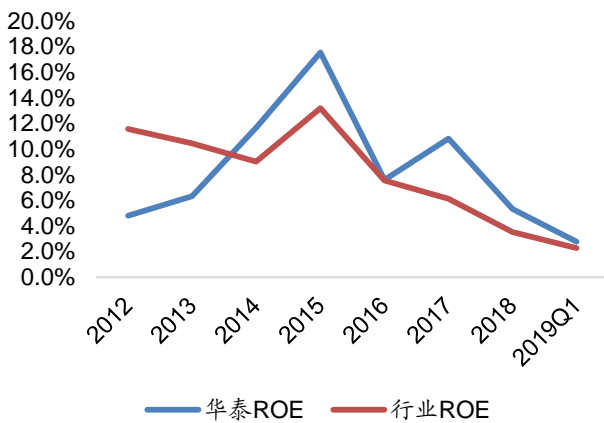
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

注: 权益类包括股票、基金; 固收类包括债券、证券公司理财产品、银行理财产品及信托计划; 其他包括证金专户投资及其他资产

2017 年以来，公司业绩稳定性优于行业

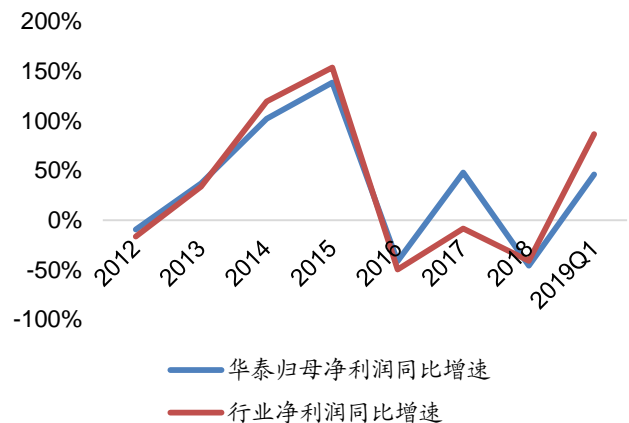
2017年以来，证券行业整体处于场内资金缩水、交投活跃度下行的弱市环境，行业整体收益水平及盈利能力持续下滑，2016-2018年，证券行业净利润同比分别下滑49.6%、8.5%、41.0%；2016-19Q1，行业平均净资产收益率分别为7.5%、6.1%、3.5%、2.3%。公司2017年业绩表现显著优于行业，2017年公司净利润同比增长47.9%，ROE（平均）为10.8%，显著好于行业。剔除江苏银行股权核算方法变更导致的业绩影响后，公司2017年净利润同比下滑13.2%，加权平均ROE为6.87%，仍然好于行业整体。2017年以来，受市场萎靡影响，公司业绩有所下滑，2018-19Q1公司加权平均ROE分别为5.3%、2.8%，总体仍优于行业。

图21：华泰及行业ROE变动情况



数据来源：WIND、公司公告、广发证券发展研究中心

图22：华泰及行业净利润变动情况



数据来源：WIND、公司公告、广发证券发展研究中心

三、前瞻布局，竞争优势仍将延续

基于 $ROE=ROA \times \text{杠杆率}$ ，国内券商信用创设能力受限的业务环境下，盈利能力主要取决于高ROA业务的市场竞争力，我们认为，具备高ROA潜力的业务主要包括三类：财富管理、投行资本化及衍生品业务。纵观华泰证券的业务布局，目前在这三大业务中均已占据先发优势。

财富管理：客户基础扎实，持续加强财富管理业务条线布局

内部不断改革，坚定推进财富管理战略转型。公司先于行业制定了以移动互联网平台为核心的互联网发展战略，实现了通过互联网平台低成本、高效率地为客户提供标准化服务，奠定了领先同业的客户基础；2017年上半年，公司进行组织架构进行调整，主要由服务部、财富管理部和金融产品部进行分工合作对整个公司客户的财富进行管理，围绕客户需求、客户适当性要求、金融产品与客户适当性匹配问题对整个体系进行大规模改造，为后期财富管理转型做铺垫；2018年，公司重新构建了零售及财富管理、机构客户服务两大业务体系，聚焦交易和理财升级，推动财富管理业务的发展。

客户基础扎实，线上渠道优势突出，资管业务条线具备产品优势。发展财富管理的要素在于：1)庞大的客户体量及优质的客户质量；2)具备线上、线下渠道优势；3)丰富的产品品类及领先的资产配置能力。对比华泰证券，目前在上述领域的表现均可圈可点：1)经纪份额领先同业，客户规模优势突出；2)截至2018年末，华泰证券共拥有241家证券营业部，70%左右分布在长三角、珠三角以及环渤海等经济发达地区，线下渠道资源丰富，持续优化完善移动终端“涨乐财富通”，涨乐财富通已成为获客及资产归集的核心载体，累计下载量级月活数稳居券商APP首位；3)截至2018年末，华泰资管月均管理规模8124亿元，居于行业第3，月均主动管理规模2265亿元，居于行业第4。

表9：券商客户资产数据对比

公司	年份	客户资产/亿元	客户数量/万	户均资产/万元
中金（不包括中投）	2015	3990	2.6	1500
	2016	6192	2.9	2065
	2017	7369	3.9	1907
	2018	7096	4.7	1510
中信	2015	38000	543.5	70.8
	2016	43000	662.9	64.9
	2017	50000	773.3	64.7
	2018	41000	823.4	49.8
招商	2015	4153	189	21.9
	2016	6213	244	25.8
	2017	7707	254	30.3
	2018	7135	264	27.0
华泰	2015	4526		
	2016	8800		
	2017	27000	1200	22.5
	2018	24600	1300	18.9

注：统计口径为中信证券户均资产=经纪业务托管客户资产总额/（零售客户+机构客户数量）；华泰证券户均资产=财富管理客户资产/财富管理客户数量。由于每家券商年报中披露口径不一样，可能造成户均资产计算结果的偏差。排序按2018年客户资产规模由高到低排序

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

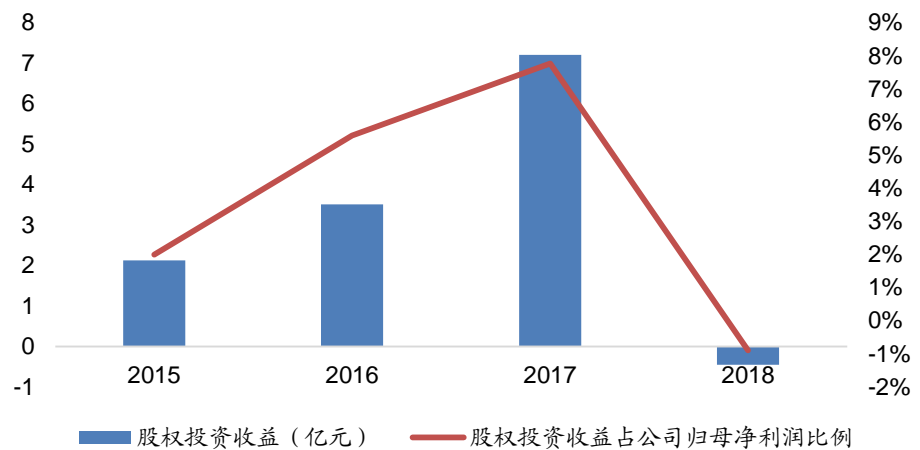
成功收购AssetMark有助于公司拓展业务平台、强化技术优势。AssetMark属于金融科技公司，是北美市场领先的统包资产管理平台，定位于B2B，主要为投资顾问提供投资策略及资产组合管理、客户关系管理、资产托管等一系列服务。一方面，成功收购AssetMark有助于公司强化技术优势，帮助公司打造B2B2C的特色财富管理业务平台；另一方面，随着资本市场双向开放加速，公司高净值客户有望通过AssetMark完成海外资产配置。截至2018年末，AssetMark平台管理的资产总规模达到448.55亿美元，较2017年年底增长约5.8%。

投行资本化：投行业务提升综合服务能力，股权投资业务储备丰富

投行业务是华泰证券全业务链的龙头。华泰证券拥有完整的投行产品线以及享誉市场的并购品牌力，可为企业客户提供覆盖全生命周期的服务，是全产业链业务的龙头。近年来，公司发挥并购重组品牌辐射效应，持续优化投行业务战略，IPO承销金额排名进步明显，增发业务维持优势地位，排名整体稳中有升。

公司通过全资子公司华泰紫金投资开展私募股权基金业务。随着金融供给侧改革与实体经济转型的推进，私募股权投资业务作为对接实体经济的重要力量，正迎来新的发展机遇。华泰紫金凭借公司全业务链优势，积极打造新业务特色和差异化竞争优势，切实提升服务实体经济的效率，根据清科研究中心私募通统计数据，2018年上半年中国私募股权机构新募集基金数量2793只，同比增加10.26%；总募资规模合计人民币1.01万亿元，同比下降28.86%。市场新募集金额出现下滑，募资市场头部聚集效应日益明显，截至2018年末，华泰紫金设立私募股权投资基金共14只，合计实缴规模166.87亿元。此外，公司在2018年设立及追加投资的私募股权投资基金实施投资项目合计26.5亿元，其中股权投资类项目金额为25.3亿元，债权投资类项目金额为1.2亿元。2015年至2017年，华泰紫金业绩快速增长，净利润从1.49亿元增长至7.34亿元，复合增速达到121.9%。期间华泰股权投资收益稳定增长，占公司归母净利润比例稳步上升。2018年受市场行情下行影响，华泰紫金业绩大幅下滑，净亏损0.46亿元，同比减少206.3%。但随着2019年市场回暖，华泰凭借传统投行业务与私募股权业务实力，私募股权类业绩贡献有望获得提升。

图23: 华泰证券股权投资收益及其占比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

注: 股权投资收益指华泰紫金和华泰创新投资的归母净利润加总

华泰紫金管理规模居前, 完成增资进一步提升资金实力。华泰紫金聚焦于医疗健康 and 电子商务等产业, 注重树立品牌, 成立以来利润贡献稳中有升。目前华泰紫金管理规模已超400亿元, 在可比券商私募股权基金平台中规模居前, 2018年华泰就其A股募资所得的5亿人民币用于向华泰紫金投资增资; 就其港股募资所得的30.6亿元人民币用于向华泰紫金投资和华泰资管公司增资, 截至2018年末, 华泰紫金新增实缴投资7.85亿元。据wind数据, 从可比券商私募股权基金和另类投资业务规模看, 2018年华泰紫金管理资产规模超过400亿元, 稳居行业前列。

表10: 截至2018年末, 部分券商私募股权基金和另类投资业务情况 (亿元)

证券公司	私募股权/另类投资	设立时间	管理资产规模	注册资本	营收	净利润
中金公司	中金资本	2017年3月	2492.12	92.28		
中信证券	金石投资/中信证券投资	2007年10月/-	400/215.2 (18H)	30/140	-0.53/71.25	-0.47/6.03
华泰证券	华泰紫金	2008年8月	超过400亿	60	0.81	-0.12
东方证券	东证资本/东证创投	2010年2月/-	239.3/28.5	40/30	9.51/2.18	5.63/1.03
招商证券	招商致远	2009年8月	超过210亿	18	-	-
中信建投	中信建投资本	2009年7月	453.58	16.5	1.05	0.06
海通证券	海通开元	2008年10月	179.16 (18H)	106.5	2.94	1.88

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

衍生品业务布局：前瞻布局衍生品业务资格，持续加大业务资源投入

衍生品业务发展前景广阔，随着资本市场双向开放的步伐加快，国内证券公司正积极布局衍生品业务，目前券商主要依靠固收投资、场外期权开展衍生品业务，利率产品和大宗商品体量很小，外汇受牌照限制，券商整体参与度很低。与国际相比，利率产品、信用产品以及外汇大宗商品等均对收入贡献不明显。随着注册制、战略配售等制度创新将进一步引入长期资金，3月1日，MSCI宣布未来会分三步将A股的纳入因子从5%提高至20%，境外资本将进一步流入市场，长期来看机构投资者市值占比有望稳步提升。机构投资者扩容趋势下，对应对冲、套利等多样化投资需求将进一步增加，预计衍生品类型及活跃程度将再上台阶。

2013年证券公司场外衍生品业务试点正式启动，2015年场外期权开始崭露头角，2017年加速发展，占比大幅提升，2018年5月，场外期权新规落地，业务发展环境逐步规范，其对交易商准入及规模管理的分层要求，体现出对龙头券商先行先试、做大做强的支持态度，由于场外期权竞争优势主要取决于规模经济和信息优势，大型交易商市场地位将持续巩固，尤其入围一级交易商的7家证券公司个股期权对冲渠道上具有显著优势。

占据牌照优势，业务排名快速提升。华泰已于2018年1月取得试点开展跨境业务资格、2018年8月取得场外期权一级交易商资格，随着公司加大对衍生品业务的资源投入，有望形成现货交易、衍生交易、报价做市等业务相互支撑发展的局面。据2019年4月机构间市场统计数据，存续交易业务排名中华泰位列第三。

表11：证券公司场外衍生品4月存续交易量排名

存续交易名义本金排名	存续交易业务类型					
	互换		期权		合计	
	证券公司	本月存续名义本金(亿元)	证券公司	本月存续名义本金(亿元)	证券公司	本月存续名义本金(亿元)
第一名	中信证券	258.56	中信建投	947.21	中信建投	974.89
第二名	中金公司	140.83	华泰证券	507.70	中信证券	712.91
第三名	第一创业	73.75	申万宏源	469.55	华泰证券	565.43
第四名	华泰证券	57.73	中信证券	454.35	申万宏源	470.54
第五名			招商证券	349.77	招商证券	364.53
合计(亿元)		588.44		2728.58		3088.31
集中度		83.11%		74.81%		70.91%

数据来源：机构间私募产品报价与服务系统、广发证券发展研究中心

四、风险管理

公司高度重视风险管理工作，根据监管要求及公司业务发展实际情况，以全员、覆盖、穿透为核心理念，建立了较为完善的全面风险管理体系。2016年6月16日，证监会颁布了《证券公司风险控制指标管理办法》（证监会令第125号）及《证券公司风险控制指标计算标准规定》（证监会公告[2016]10号），对证券公司必须持续符合的风险控制指标体系及标准进行了修改。截至2018年末，公司各项指标均符合风险控制指标要求。

表12: 华泰证券母公司净资本及风险控制指标

项目	2018	2017
净资本（亿元）	595.60	467.43
净资产（亿元）	947.97	786.83
净资本/各项风险准备之和（%）	281.90	193.80
净资本/净资产（%）	62.83	59.41
净资本/负债（%）	44.32	29.75
净资产/负债（%）	70.54	50.08
自营权益类证券及证券衍生品/净资本（%）	30.10	60.50
自营固定收益类证券/净资本（%）	139.03	108.16
核心净资本（亿元）	546.00	407.43
附属净资本（亿元）	49.60	60.00
各项风险资本准备之和（亿元）	211.28	241.25
表内外资产总额（亿元）	2,499.03	2,497.17
资本杠杆率（%）	24.57	19.05
流动性覆盖率（%）	648.34	619.25
净稳定资金率（%）	140.95	130.39

数据来源：公司 2018 年报、广发证券发展研究中心

注：母公司各项业务风险控制指标均符合中国证监会《证券公司风险控制指标管理办法》的有关规定

五、盈利预测

按照华泰证券的收入结构，我们按照手续费佣金收入（经纪、投行和资管）、利息收入和投资收益五大业务板块对华泰证券的收入水平进行预测。由于证券公司盈利能力和市场环境高度相关，我们收入预测的核心假设包括：

1、经纪

2019年一季度A股流动市值加权平均换手率震荡大幅提升，3月份达到历史高位，同时客户保证金大幅提升，3月末客户保证金规模1.5万亿元，较2018年末增长60%。二季度以来A股成交金额和换手率快速回落，但整体水平仍高于上年末。2019年初至2019年7月11日，两市日均股票成交额回升至5770.48亿元，同比2018年增长56%。保守假设全年日均成交额增长50%至5855.5亿元。

2、投行

IPO审批标准趋严，支持新经济的方向指导下，预计传统IPO节奏维持平稳低速，定增预计需求回暖，供给仍受减持新规、定价规则限制，再融资规模有望小幅回升；受益于利率继续下行，债市承销规模预计稳中有升。华泰证券投行业务综合实力强劲，品牌效应日益凸显，预计华泰证券投行业务盈利能力有望进一步提升，预计公司2019年投行业务净收入同比增长11%。

3、资产管理

资管新规及配套细则相继落地，券商资管目前处于转型关键期。华泰资管提升主动管理能力，加强ABS全产业链深耕，有效助力财富管理转型，目前公司资管主动管理规模维持行业前列，考虑到公司转型主动管理，未来将进一步收缩通道业务规模。

4、自营

IFRS9新规影响下，券商对权益投资规模预计保持谨慎，考虑到今年投资环境较去年显著回暖，华泰证券自营资产配置较为均衡，2019年有望在低基数基础上迎来增长，预计公司2019年自营投资收益率约为5.3%。

5、两融余额和股权质押余额

两融业务规模主要取决于市场需求，预计两融余额与成交金额同向波动；股票质押业务整体处于控规模、调结构阶段，预计整体规模将进一步回落。

表13: 主要市场假设 (亿元)

分业务关键假设	2017	2018	2019E	2020E	2021E
日均成交金额	4,584	3692	5538	6369	7324
yoy	-12%	-19%	50%	15.0%	15.0%
沪深300	4,031	3,011	3,161	3,319	3,485
当年收益率	22%	-23%	5.0%	5.0%	5.0%
自营: 中证全债	175	190.48	200.00	210.00	220.50
当年收益率	-0.30%	6.60%	5.0%	5.0%	5.0%
IPO规模	2,301	1378	1516	1668	1668
yoy	54%	-40.10%	10.00%	10.00%	10.00%
定增规模	12,705	7524	7900	8295	8710
yoy	-25%	-40.80%	5.0%	5.0%	5.0%
集合规模	21,125	17956	19752	21727	23900
yoy	-4%	-15%	10.00%	10.00%	10.00%
融资融券余额	10263	7557	6204	5528	5190
yoy	9%	-26%	-18%	-11%	-6%
股权质押回购:待购回余额	16,200	11160	8640	7380	6750
yoy	26.20%	-31%	-22.58%	-14.58%	-8.54%

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

基于以上假设，我们预计华泰证券2019-2021年分别实现总收入206.2、235.2、261.3亿元，分别同比变动+28.0%、+14.1%、+11.1%，分别实现归母净利润77.2、94.9、110.1亿元，分别同比变动+53.3%、+23.0%、+16.0%；对应ROE水平分别为6.6%、7.8%、8.4%。

表14：华泰证券主要财务数据预测（亿元）

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
手续费及佣金净收入	87	81	95	110	127
经纪业务	42	34	54	63	73
投行业务	20	19	21	26	31
资管业务	23	25	19	21	23
利息收入	36	30	25	31	32
投资收益（包括公允价值变动）	86	42	79	86	92
总营业收入	211	161	206	235	261
同比	24.8%	-23.7%	28.0%	14.1%	11.1%
归母净利润	93	50	77	95	110
归母股东权益	873	1034	1154	1225	1305
ROE	10.6%	4.8%	6.6%	7.8%	8.4%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

六、投资建议：持续看好公司在财富管理领域的发展前景

行业层面，金融供给侧改革下，新兴业务赋予券商发展新动力。借助供给侧改革，我国证券行业有望通过财富管理、投行资本化、衍生品等高ROA业务促进券商实现战略发展。从美国经验来看，证券行业的整体盈利能力有望进入提升周期。我们看好中国证券行业的中长期发展机会。

公司层面，受益于清晰的战略定位及极强的战略执行能力，公司近年来发展步伐进一步加快，在稳居证券行业第一梯队的同时，前瞻布局财富管理转型，并在投行资本化、衍生品领域占据优势。复盘回顾显示，15H1-2018年公司A股对应最新一期财报的静态PB估值波动区间为1.2-2.0倍，波动区间中枢处于1.4-1.8倍，估值中枢处于1.6倍，当前公司动态估值处于中枢附近。

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，华泰证券客户基础稳固，已在信息系统建设、战略股东引进等方面抢占先发优势，持续看好公司在财富管理领域的发展前景。预计公司2019-2021年每股净利润为0.85、1.05、1.21元，对应2019-2021年PE为25、20、17倍，预计公司2019-2021年每股净资产为12.72、13.49、14.38元，对应2019-2021年PB为1.66、1.57、1.47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，给予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。

图24：华泰证券PB-Band（A股）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

七、风险提示

1. 资本市场大幅波动，导致公司各项业务受到干扰和冲击；
2. 权益市场调整导致股票质押回购减值损失持续提升；
3. 信用风险溢价上升，使得外需环境不确定性增加。

表15: 华泰证券财务预测指标摘要 (单位: 百万)

资产负债表摘要		2018	2019E	2020E	2021E
资产		368,666	410,081	447,575	491,632
	客户资金	58,947	71,391	85,669	102,802
	自有资金	31,224	52,033	55,600	59,736
	交易性金融资产	122,244	94,833	101,334	108,872
	其他权益工具投资	9,850	11,854	12,667	13,609
	其他债权投资	16,274	20,321	21,714	23,330
	长期股权投资	13,178	10,161	10,857	11,665
	固定资产	3,499	3,387	3,619	3,888
	无形资产	5,462	5,505	5,882	6,320
	商誉	2,099	2,113	2,257	2,425
	其他资产	105,888	87,680	93,690	100,660
负债		263,916	293,139	323,488	359,417
	代理买卖证券款	59,492	71,391	85,669	102,802
	其他负债	204,424	221,749	237,819	256,614
权益		104,750	116,942	124,087	132,215
	股本	8,252	9,077	9,077	9,077
	归属于母公司的股东权益	103,394	115,428	122,481	130,504
	少数股东权益	1,356	1,514	1,606	1,712
	负债及股东权益总计	368,666	410,081	447,575	491,632
损益表摘要		2018	2019E	2020E	2021E
一、营业收入		16,108	20,616	23,524	26,134
	手续费及佣金净收入	8,062	9,470	10,964	12,705
	经纪佣金	3,386	5,429	6,287	7,280
	投行收入	1,949	2,144	2,572	3,087
	资管收入	2,473	1,898	2,105	2,338
	投资收益 (含公允价值变动收益)	4,209	7,918	8,626	9,175
	利息净收入	3,015	2,494	3,053	3,195
	其他收入	822	8,653	9,508	10,234
二、营业支出		-9,633	-10,456	-11,029	-11,638
	业务及管理费	-8,167	-8,508	-8,863	-9,233
	其他业务成本	-1,466	-1,948	-2,166	-2,405
三、营业利润		6,475	10,160	12,495	14,496
	营业外支出	-30	-1	-1	-1
四、利润总额		6,449	10,163	12,498	14,499
	所得税	1,288	-2,338	-2,875	-3,335
五、净利润		5,161	7,826	9,624	11,164

	归属于母公司所有者的净利润	5,033	7,716	9,489	11,008
	少数股东损益	128	109	134	156
六、每股收益					
	基本每股收益(元)	0.66	0.85	1.05	1.21
七、其他综合收益		-550	0	0	0
八、综合收益总额		4,611	7,826	9,624	11,164

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) 广发证券在过去 12 个月内与国泰君安(601211)公司有投资银行业务关系。
- (2) 广发证券在过去 12 个月内与国泰君安(02611)公司有投资银行业务关系。

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。