

公司点评
华泰证券(601688.SH)
非银金融 | 证券 II
降杠杆收缩资产负债表，自营、投行、经纪拖累业绩

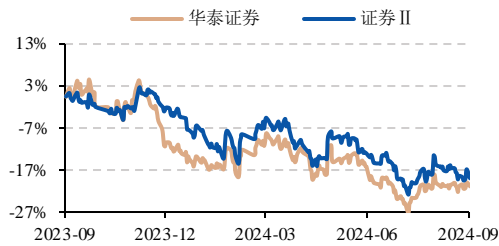
2024年09月02日

评级 买入

评级变动 维持

交易数据

当前价格(元)	12.43
52周价格区间(元)	11.88-16.80
总市值(百万)	104318.57
流通市值(百万)	90668.54
总股本(万股)	902938.50
流通股(万股)	901337.70

涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
华泰证券	-3.27	-5.48	-20.98
证券 II	-5.86	-6.71	-19.14

刘敏
分析师

 执业证书编号:S0530520010001
 liumin83@hncasing.com

刘照芊
研究助理

liuzhaoqian@hncasing.com

相关报告

- 华泰证券(601688)2024年一季报点评:自营、投行、经纪拖累一季度业绩,出售 AssetMark 有望增厚未来业绩 2024-04-30
- 华泰证券(601688)2023年年报点评:自营、资管驱动业绩增长,关注公司科技赋能进展 2024-04-03
- 公司点评*华泰证券(601688)2021年三季报点评:业绩符合预期,资本中介、经纪及自营为驱动力 2021-11-03

预测指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入(亿元)	320.32	365.78	360.21	381.56	413.15
归母净利润(亿元)	110.53	127.51	103.06	143.43	152.79
每股收益(元)	1.18	1.35	1.14	1.58	1.68
每股净资产(元)	16.07	16.90	17.11	18.21	19.38
P/E	10.66	9.32	11.08	7.96	7.47
P/B	0.78	0.74	0.74	0.69	0.65

资料来源:wind, 财信证券

投资要点:

- 事件:**华泰证券公布2024年半年报,2024H1公司实现营业收入174.41亿元,同比下滑5.05%,归母净利润53.11亿元,同比下滑18.99%,基本每股收益0.55元/股,同比下滑21.43%,加权平均ROE3.18%,同比减少1.05个百分点。公司上半年资产负债表收缩,截至2024年上半年末,公司总资产、净资产分别为8346亿元、1834亿元,净资产较2023年年底增长0.66%,总资产、负债较去年年底分别降低7.83%、9.97%。2024年上半年末,公司杠杆倍数(剔除客户资产)为3.79x,较去年年底下降0.45x。
- 自营、投行、经纪拖累公司业绩,境外业务快速发展。**2024H1公司主要受自营、投行、经纪业绩下滑影响,叠加公司其他收入骤降,公司业绩承压。具体来看,2024H1公司自营、经纪、投行、资本中介、资管业务收入及增速分别为42.14亿元(-27.6%)、25.19亿元(-11.6%)、9.31亿元(-42.2%)、7.11亿元(+10.9%)、26.92亿元(+3.6%),占调整后营收(将其他业务净收入计入营收)比重分别为34.16%/20.42%/7.55%/5.76%/21.82%。其他收入包含期货经纪、汇兑净收益、投资咨询手续费、长期股权投资收入等合计6.42亿元,占调整后营收比重10.29%,同比下滑71.2%,主要是去年同期汇兑净收益基数较高,为16.1亿元,而本期汇兑收益为2.15亿元。2024H1公司自营业务投资收益率预计受到市场波动影响较大,测算2024H1投资收益率(年化)为1.80%。在IPO持续逆周期调节下,公司投行业务收入同比下滑42.2%。根据半年报信息,公司2024H1股权主承销金额195.45亿元,行业排名第二,其中IPO保荐项目数量4单,IPO承销规模50.33亿元,同比减少49.17%。境外业务快速发展,据公司半年报,公司2024H1国际业务收入人民币64.91亿元,同比增长67.50%,主要是华泰金控(香港)收入同比增加所致。
- 经纪业务收代买收和代销双重压制,资管业务稳步发展。**上半年公司经纪业务净收入25.19亿元,同比下滑11.6%。代买收和代销金融产品收入双双下滑,其中,代理买卖证券业务手续费净收入22.71亿元,同比下滑9.35%,代销金融产品收入2.48亿元,同比下滑27.98%。财富管理业务方面,公司以资产配置和金融产品投研为核心业务驱动,

以平台化与专业化为牵引，积极构建基于买方视角的一体化资产配置服务体系，协同推动金融产品销售、配置与基金投资顾问等业务发展。

公司资产业务稳步发展。公司资管业务规模逆势增长，截至上半年末，公司资产管理规模为 5059.83 亿元，较 2023 年末增长 6.41%。据公司年报信息，报告期内，华泰资管公司企业 ABS（资产证券化）发行数量 60 单，排名行业第二；发行规模人民币 424.28 亿元，排名行业第三。参股基金公司南方基金和华泰柏瑞规模稳步增长，截止 2024 年上半年末，南方基金、华泰柏瑞公募规模分别为 1.24 万亿元、4849 亿元，较 2023 年末分别增长 16.13%、27.56%。

- **出售 AssetMark 有望增厚公司未来业绩。**公司综合考虑统包资产管理平台行业的竞争格局和公司国际业务进一步发展的需要，公司于 4 月公告拟 17.93 亿美元出售 AssetMark 全部股权（约占其总发行普通股的 68.4%），出售价格拟定每股 35.25 美元。2024 年上半年 AssetMark 平台资产规模稳步增长，业务收入不断提升。截至上半年末，AssetMark 平台资产总规模 1193.87 亿美元，较 2023 年年末增长 9.60%，行业排名前列；AssetMark 平台总计服务 9245 名独立投资顾问。据半年报信息，截至上半年末，本次交易的相关工作按计划正常推进，尚需完成特定政府部门的同意、批准、通知或备案。本次出售所持 AssetMark 的全部股权，有助于公司实现较高的投资回报。假设该交易于 2024 年年底完成，公司 2024 年有望从本次交易中实现的收益预计约为 7.9573 亿美元，公司表示交易完成后获得的资金将用于补充公司营运资金以及其他一般公司用途，将有利于公司进一步优化资产和资源配置，实现投资收益和股东回报最大化。
- **投资建议：**公司致力于成为兼具本土优势和全球影响力的一流投资银行，持续深化科技赋能下的财富管理和机构服务“双轮驱动”发展战略。我们认为公司发展战略下，公司有望加速探索 AI 技术与金融领域的深度融合，数字化转型牵引商业模式创新有望释放价值。根据监管提出适当放宽对优质证券公司的资本约束以及打造国际一流投行的政策支持，公司杠杆率有望进一步提升，从而进一步提升 ROE 水平，我们看好公司未来中长期业绩稳健增长。根据公司半年报相关信息及我们对后期市场的判断，我们调整公司的盈利预测及评级，预计 2024/2025/2026 年归母净利润分别为 103.06/143.43/152.79 亿元，对应增速分别为 -19.17%/+39.17%/+6.53%，目前股价对应 2024 年 PB 估值为 0.74x，处于破净状态，我们认为给予公司 2024 年 1.1-1.3 倍 PB 较为合理，对应价格合理区间为 20.03 元~23.68 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**市场交投活跃度下降拖累经纪业务；财富管理转型遇阻；公司出售 AssetMark 事项不确定性风险；政策收紧导致投行业务发展不及预期；市场波动加剧拖累资管、自营投资业务；金融监管趋严。

盈利预测表

单位：人民币亿元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表						基本比率和每股指标					
营业收入	320.32	365.78	360.21	381.56	413.15	每股收益(元)	1.18	1.35	1.14	1.58	1.68
手续费及佣金净收入	162.36	146.13	135.45	153.04	163.52	每股净资产(元)	16.07	16.90	17.11	18.21	19.38
-代理买卖证券业务	70.73	59.59	53.61	57.30	56.95	P/E	10.66	9.32	11.08	7.96	7.47
-证券承销业务	40.24	30.37	20.81	25.65	26.68	P/B	0.78	0.74	0.74	0.69	0.65
-资产管理业务	37.69	42.56	47.27	54.60	63.63	同比增长					
利息净收入	26.33	9.52	13.33	14.40	15.12	营业收入	-15.49%	14.19%	-1.52%	5.93%	8.28%
投资净收益	104.59	132.81	106.54	149.33	160.51	营业利润	-25.69%	20.96%	-19.97%	38.57%	5.85%
公允价值变动净收益	-32.14	9.75	0.00	0.00	0.00	归母净利润	-17.18%	15.36%	-19.17%	39.17%	6.53%
其他收入	59.18	67.58	104.88	64.80	74.00	总资产	4.95%	6.96%	-6.15%	5.13%	5.13%
营业支出	198.90	218.90	242.67	218.69	240.74	净资产	11.23%	8.49%	1.03%	5.55%	5.55%
营业税金及附加	1.90	1.88	1.98	2.25	2.44	经纪	-10.71%	-16.40%	-8.89%	5.53%	-0.18%
管理费用	168.49	170.79	147.69	156.44	169.39	资本中介	-29.81%	-63.83%	40.00%	8.00%	5.00%
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投行	-7.37%	-24.53%	-31.49%	23.25%	4.02%
信用减值损失	-4.85	-4.11	-6.00	0.00	0.00	资管	14.92%	11.47%	10.68%	14.31%	15.05%
营业利润	121.42	146.87	117.54	162.87	172.41	自营	-46.53%	93.65%	-27.09%	52.19%	6.66%
利润总额	122.28	142.05	115.56	159.47	169.71	收入结构					
所得税	8.63	11.68	9.50	13.11	13.95	经纪	20.1%	14.7%	13.6%	13.6%	12.5%
净利润	113.65	130.36	106.06	146.35	155.76	资本中介	8.2%	2.6%	3.7%	3.8%	3.7%
归母净利润	110.53	127.51	103.06	143.43	152.79	投行	12.6%	8.3%	5.8%	6.7%	6.5%
资产负债表						资管	14.7%	14.4%	16.2%	17.5%	18.5%
货币资金	1556	1503	1534	1494	1676	自营	18.8%	31.9%	23.6%	33.9%	33.4%
结算备付金	387	423	320	311	355	其他	21.7%	21.0%	31.1%	19.3%	20.0%
其中：客户备付金	300	332	265	256	300	长期股权投资	3.8%	7.1%	6.0%	5.2%	5.4%
融出资金	1006	1123	1101	1156	1213	财务分析指标					
金融投资	4108	4800	4300	4600	4900	净利润/营业收入	38.64%	40.54%	39.61%	44.86%	44.66%
衍生金融资产	158	163	179	197	216	-营业利润/营收	37.91%	40.15%	32.63%	42.69%	41.73%
买入返售金融资产	348	125	118	112	107	-管理费用/营收	52.60%	46.69%	41.00%	41.00%	41.00%
资产总计	8466	9055	8498	8934	9392	-信用减值/营收	-1.51%	-1.12%	-1.67%	0.00%	0.00%
代理买卖证券款	1526	1447	1512	1457	1709	资产周转率	3.78%	4.04%	4.24%	4.27%	4.40%
负债合计	6787	7233	6654	6987	7336	权益乘数	5.13	5.06	4.70	4.68	4.66
归母所有者权益合计	1651	1791	1809	1910	2016	ROA	1.34%	1.46%	1.17%	1.65%	1.67%
少数股东权益	28	31	34	37	40	杠杆(剔客户资产)	4.20	4.25	3.86	3.91	3.81
所有者权益合计	1678	1822	1844	1947	2056	ROE	7.49%	8.12%	6.33%	8.60%	8.61%

资料来源：wind、公司公告、财信证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438