

华泰证券（601688.SH）

科技搭建机构与财富生态

增持

核心观点

科技赋能数字化转型，综合实力位居行业前列。华泰证券成立于1991年，总部位于南京，是一家科技驱动型综合证券集团，是国内首家在上海、中国香港和伦敦三地上市的证券公司。公司高度重视科技赋能，全面推进数字化转型，打造金融科技核心竞争力。近年来，公司信息技术投入规模保持行业第一。当前公司资产规模和净资产规模、营业收入和归母净利润、杠杆率均位于行业前列。

市场化改革持续推进，提升公司经营效率。2018年8月，公司引进阿里巴巴、苏宁易购等六家战略投资者，完善公司治理机制；2019年12月，公司的职业经理人制度正式落地；2021年4月，华泰证券股权激励计划实施完毕，将员工利益与公司利益一体化。以战略投资者丰富股东背景，以市场化方式选聘职业经理人，以股票期权建立激励约束机制，公司组织活力和发展动力得到有效释放，经营效率持续改善。

双轮驱动，协同共振：拓宽财富管理护城河，打造机构服务生态圈。公司聚焦客户服务需求，提出科技赋能下的财富管理与机构服务“双轮驱动”发展战略，以平台化、生态化的运营模式打通业务，为客户提供一站式金融服务，有助于业务链条之间协同共振，打开业绩发展空间。一方面，公司将财富管理转型作为“双轮驱动”发展战略之一，以渠道协同、客户规模、产品种类和配套服务为发力点，打造了我国证券行业最具活力的财富管理平台之一。另一方面，公司持续加强机构服务业务布局，推动以并购重组为特色的投行业务与其他业务高效协同，为产业和金融机构客户提供从初创、成长到成熟、衰退的全方位、全生命周期服务。

盈利预测与估值：预计公司2022年-2024年营业收入分别为338.97亿元/413.72亿元/523.41亿元，同比增速分别为-11%/22%/27%；归属母公司净利润分别为91.88亿元/113.63亿元/148.24亿元，同比增速分别为-31%/24%/30%。我们采用相对估值法，考虑到华泰证券作为证券行业头部券商有望享受更多发展红利，我们在同类公司市场一致预期估值的均值上给予20%-30%的溢价，对应目标价为14.50-15.72元/股，认为公司股票合理估值区间在14.50-15.72元之间，较当前还有14%-23%的增长空间。基于我们认为2023年权益市场温和上涨的预期，我们对公司盈利预测较前值有所下调，本次覆盖对公司投资评级由“买入”下调至“增持”。

风险提示：盈利预测偏差较大的风险；二级市场大幅波动风险；资产管理业务面临监管政策变动风险；资本市场全面深化基础性制度改革推进不及预期的风险；投资收益的大幅波动风险；境外监管风险。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	31,445	37,905	33,897	41,372	52,341
(+/-%)	26.0%	21.0%	-11.0%	22.0%	27.0%
净利润(百万元)	10,822	13,346	9,188	11,363	14,824
(+/-%)	20.0%	23.0%	-31.0%	24.0%	30.0%
摊薄每股收益(元)	1.2	1.5	1.0	1.3	1.6
净资产收益率(ROE)	8.6%	9.6%	6.1%	7.2%	8.8%
市盈率(PE)	10.7	8.8	12.4	8.0	6.0
市净率(PB)	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

非银金融·证券 II

证券分析师：王剑

021-60875165

wangjian@guosen.com.cn

S0980518070002

证券分析师：戴丹苗

0755-81982379

daidanniao@guosen.com.cn

S0980520040003

基础数据

投资评级	增持(下调)
合理估值	14.50 - 15.72 元
收盘价	12.63 元
总市值/流通市值	114625/114625 百万元
52 周最高价/最低价	15.30/11.64 元
近 3 个月日均成交额	589.72 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《华泰证券（601688.SH）-资管表现亮眼，投资业务承压》——2022-05-02
- 《华泰证券（601688.SH）-财富管理影响力持续提升》——2022-03-31
- 《华泰证券-601688-2021 年三季报点评：零售客户优势显著》——2021-11-02
- 《华泰证券-601688-2021 年中报点评：财富管理业务快速发展》——2021-08-31
- 《华泰证券-601688-2021 年一季报点评：投行业务大增，投资贡献突出》——2021-05-07

内容目录

公司简介	6
行业环境	8
监管引导打造“航母级”券商，证券行业“强者恒强”	8
多样化财富管理需求，构建财富管理新生态	9
金融供给侧结构性改革，引领机构服务业务发展新阶段	10
公司治理	12
引进多元化战略投资者，优化公司治理机制	12
人才激励机制市场化，提升公司经营效率	12
业务经营深耕江苏，版图扩张迈向世界	14
双轮驱动之一轮：拓宽财富管理护城河	15
渠道：线上线下有效协同，多渠道夯实客户触达	15
客户：科技赋能低佣策略，市场份额行业第一	17
产品：金融产品种类逐渐丰富，主动管理能力持续提升	18
服务：信用业务质量优异，股票质押风险可控	19
赋能：收购 AssetMark 形成战略协同，助力财富管理转型升级	21
双轮驱动之二轮：打造机构服务生态圈	23
私募股权投资优势显著，另类投资释放盈利空间	23
股债承销业务行业领先，提升服务实体经济效能	24
基本面投资交易能力提升，场外衍生品助力风险管理	26
并购重组形成特色品牌，服务客户优化资源配置	28
盈利能力优于行业，业务体系持续优化	29
业绩呈现增长态势，盈利能力优于行业	29
业务体系持续优化，战略成效初步显现	30
盈利预测	32
核心假设	33
未来 3 年业绩预测	34
盈利预测的敏感性分析	35
估值与投资建议	36
相对估值	36
相对估值的敏感性分析	36
投资建议	37
风险提示	38
财务预测与估值	39

图表目录

图 1: 华泰证券营业部分布	6
图 2: 华泰证券净资产位居上市证券公司第三名	6
图 3: 华泰证券净利润位居上市证券公司第三名	6
图 4: 华泰证券发展战略	7
图 5: 华泰证券数字金融服务生态圈	7
图 6: 华泰证券信息技术投入规模持续提升	8
图 7: 华泰证券信息技术投入排名靠前	8
图 8: 我国证券行业总资产规模	9
图 9: 我国证券行业营业收入规模	9
图 10: 我国证券行业净利润规模	9
图 11: 我国证券行业总资产集中度	9
图 12: 我国证券行业营业收入集中度	9
图 13: 我国证券行业净利润集中度	9
图 14: 中国个人持有的可投资资产总体规模	10
图 15: 中国高净值人群数量	10
图 16: 中国高净值人群持有可投资资产规模	10
图 17: 中国居民部门持有金融资产比重	10
图 18: 沪深两市股票募集金额	11
图 19: 证监会核发 IPO 数量	11
图 20: 证券行业投资银行业务集中度	11
图 21: 华泰证券人均创利位于头部券商前列（单位：万元）	13
图 22: 证券公司在江苏省设置营业部数量	14
图 23: 华泰证券营业收入地区分布	14
图 24: 华泰证券营业利润地区分布	14
图 25: “涨乐财富通”发布以来累计下载量	16
图 26: 华泰证券移动终端开户及交易占比	16
图 27: “涨乐财富通”平均月活数	16
图 28: “涨乐财富通”月活数位居证券公司类 APP 前列	16
图 29: 华泰证券营业部经营质量位居可比券商前列	17
图 30: 华泰证券投资顾问占比位居可比券商前列	17
图 31: 华泰证券客户需求与投资顾问服务供给高效匹配	17
图 32: 华泰证券佣金率低于行业平均佣金率	18
图 33: 华泰证券客户规模稳步增长	18
图 34: 华泰证券股基市占率稳居行业第一	18
图 35: 华泰证券经纪业务成本率持续降低	18
图 36: 华泰证券金融产品保有数量及销售规模持续提升	19
图 37: 华泰证券代销金融产品收入快速增长	19

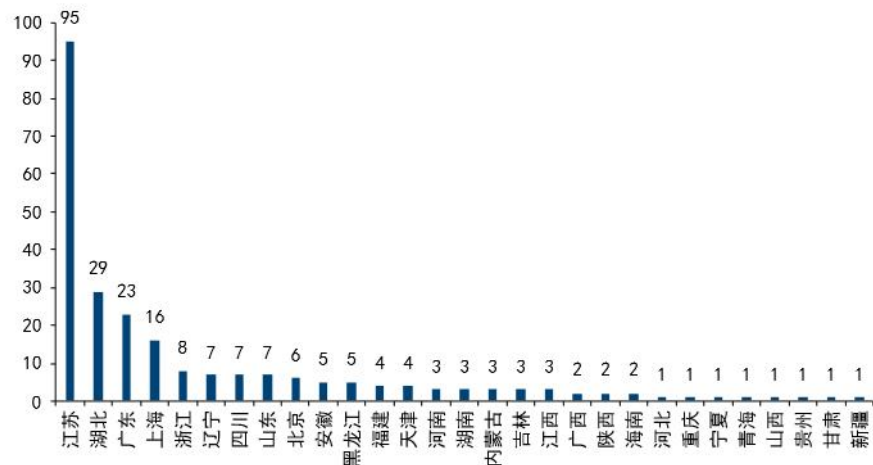
图 38: 华泰证券主动管理资产规模占比持续提升	19
图 39: 华泰证券基金投顾业务发展位于行业前列	19
图 40: 华泰证券两融业务规模持续提升	20
图 41: 华泰证券融券业务市场份额优势显著	20
图 42: 我国两融业务结构失衡	20
图 43: 华泰证券股票质押业务规模快速压降	21
图 44: 华泰证券股票质押业务风险可控	21
图 45: TAMP 三大核心优势优化投资顾问的时间配置	22
图 46: AssetMark 平台资产规模及增速	22
图 47: AssetMark 平台投顾数量和账户覆盖家庭数量	22
图 48: AssetMark 服务平台	23
图 49: 华泰证券私募股权投资情况	24
图 50: 华泰证券私募股权基金规模行业领先	24
图 51: 华泰证券另类投资业务开展情况	24
图 52: 华泰证券另类投资净利润贡献率呈现上升趋势	24
图 53: 华泰证券股权承销业务行业领先	25
图 54: 华泰证券 IPO 承销规模快速增长	25
图 55: 华泰证券 IPO 承销费率高于行业平均水平	25
图 56: 华泰证券“注册制板块”项目储备占比较高	26
图 57: 华泰证券债券承销规模稳步扩张	26
图 58: 华泰证券债券承销市场份额持续提升	26
图 59: 华泰证券金融资产规模快速增长	27
图 60: 华泰证券金融资产杠杆率高于行业平均水平	27
图 61: 华泰证券金融资产以固收类资产为主	27
图 62: 华泰证券投资收益率相对稳定	28
图 63: 华泰证券收益互换业务快速扩张	28
图 64: 华泰证券场外期权业务发展迅速	28
图 65: 华泰证券并购重组交易家数位居行业前列	29
图 66: 华泰证券并购重组交易金额优势显著	29
图 67: 华泰证券营业收入规模及同比增速	29
图 68: 华泰证券归母净利润及同比增速	29
图 69: 华泰证券盈利能力持续优于行业	30
图 70: 华泰证券杠杆率高于行业平均水平	30
图 71: 华泰证券杠杆率位于上市券商第三位	30
图 72: 华泰证券净利润位于上市券商第三位	30
图 73: 华泰证券营业收入结构（传统分类）	31
图 74: 华泰证券营业收入结构（内部分类）	31
图 75: 华泰证券财富管理业务收入及同比增速	32
图 76: 华泰证券财富管理业务利润及同比增速	32
图 77: 华泰证券机构服务业务收入及同比增速	32
图 78: 华泰证券机构服务业务利润及同比增速	32

图 79：华泰证券财富管理业务重要性变化	32
图 80：华泰证券机构服务业务重要性变化	32
表 1：华泰证券前十大股东（截至 2022 年 9 月底）	12
表 2：华泰证券高级管理人员及股权激励计划实施情况	13
表 3：“涨乐财富通”服务持续创新	15
表 4：营业收入预测（单位：亿元）	34
表 5：营业支出预测（单位：亿元）	34
表 6：华泰证券核心财务指标预测	35
表 7：归属母公司净利润增速及 ROE 对 A 股市场成交额增速的敏感性分析	35
表 8：归属母公司净利润增速及 ROE 对投资收益率的敏感性分析	35
表 9：华泰证券可比公司估值表	36
表 10：华泰证券估值对 EPS 和 PE 的敏感性分析	37

公司简介

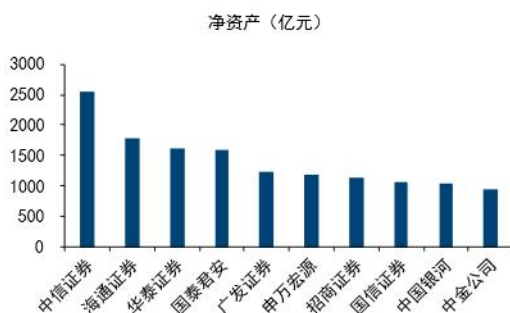
华泰证券股份有限公司（简称“华泰证券”）是一家总部位于南京的科技驱动型综合证券集团，成立于1991年，前身为江苏省证券公司，1999年更名为“华泰证券有限责任公司”，2007年正式更名为“华泰证券股份有限公司”。公司成长于江苏，业务范围覆盖全国。截至2022年6月底，公司在全国范围内设有28家分公司和245家营业部，其中95家营业部位于江苏省，覆盖江苏省所有地级市。2010年2月，公司在上交所挂牌上市；2015年6月，公司在港交所主板挂牌上市；2019年6月，公司发行的GDR在伦交所主板上市交易，成为国内首家在上海、中国香港和伦敦三地上市的证券公司，资本实力跻身行业前列。截至2022年第三季度末，华泰证券净资产1612.44亿元，2022年前三季度实现净利润80.66亿元，均位居上市证券公司第三名。

图1：华泰证券营业部分布



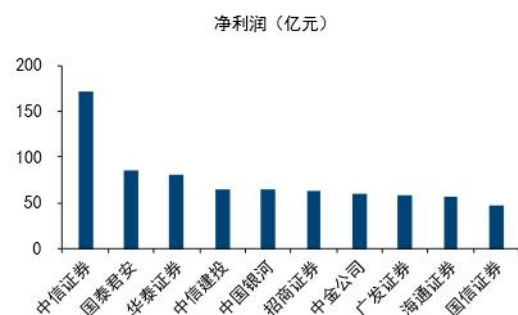
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：华泰证券净资产位居上市证券公司第三名



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：华泰证券净利润位居上市证券公司第三名



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

客户服务需求的综合化趋势正在引致证券业务体系重构，需要证券公司打破业务壁垒，为客户提供全生命周期的多重金融服务。华泰证券聚焦客户服务需求，重新架构业务体系，提出科技赋能下的财富管理与机构服务“双轮驱动”发展战略，以平台化、生态化的运营模式打通业务竖井，业务链条之间协同共振，为客户提

供一站式金融服务。

公司自 2012 年开始便着力构建财富管理平台，前瞻性地持续深化财富管理业务全面转型，在财富管理领域已经具备领先优势，形成了较宽的业务护城河。截至 2022 年 6 月底，公司财富管理平台拥有 2000 多万客户，是行业最具活力的财富管理平台之一。同时，公司不断加强投行业务与其他业务的联动协同，积极打造“买方+卖方+研究”三位一体的机构客户服务生态圈，以并购重组业务为特色的投行全业务链服务体系已然成型。

公司高度重视科技赋能，全面推进数字化转型，打造金融科技核心竞争力。2009 年，公司率先在行业内提出互联网战略，多年来始终保持饱和的信息技术投入，形成业内领先的数字金融服务生态圈。2021 年，公司信息技术投入 23.38 亿元，占营业收入比例为 11.01%，信息技术投入规模位居行业第一。

图4：华泰证券发展战略



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：华泰证券数字金融服务生态圈



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图6: 华泰证券信息技术投入规模持续提升



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：2019 年之前信息技术投入规模为“信息技术投入考核值”

图7: 华泰证券信息技术投入排名靠前



资料来源：中证协，国信证券经济研究所整理（注：信息技术排名=1/信息技术排名位次，信息技术排名数值越大，说明排名越靠前）

行业环境

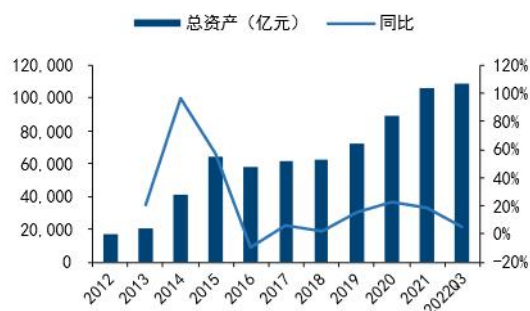
监管引导打造“航母级”券商，证券行业“强者恒强”

打造“航母级”券商，头部公司充分享受政策红利。在深化金融供给侧结构性改革和金融业对外开放不断提速的背景下，提升我国券商综合竞争力，做大、做优、做强头部券商成为行业发展的必然要求。2019 年 11 月，证监会发布《关于做强做优做大打造航母级头部券商，构建资本市场四梁八柱确保金融安全的提案》的答复，明确鼓励和引导证券公司充实资本，支持打造“航母级”券商，推动证券行业做大做强。

截至 2022 年 9 月底，我国证券行业总资产为 10.88 万亿元，同比增长 5.33%，2012 年-2021 年总资产年复合增长率为 22.38%；2022 年前三季度，实现营业收入 3042.42 亿元，净利润 1167.63 亿元，同比增速分别为-16.95%和-18.90%，2012 年-2021 年营业收入年复合增长率为 16.26%，净利润年复合增长率为 21.58%。

与此同时，我国证券行业集中度呈现上升趋势。2022 年上半年证券行业前五家公司总资产、营业收入和净利润占比分别达到 32.92%、34.80%和 37.15%。在政策引导打造“航母级”券商的过程中，中小券商较难实现弯道超车，头部券商将会强者恒强，充分享受政策红利。可以预见，我国证券行业集中度将会进一步上升，头部券商综合实力存在较大提升空间。

图8：我国证券行业总资产规模



资料来源：中证协，国信证券经济研究所整理

图9：我国证券行业营业收入规模



资料来源：中证协，国信证券经济研究所整理

图10：我国证券行业净利润规模



资料来源：中证协，国信证券经济研究所整理

图11：我国证券行业总资产集中度



资料来源：中证协，国信证券经济研究所整理

图12：我国证券行业营业收入集中度



资料来源：中证协，国信证券经济研究所整理

图13：我国证券行业净利润集中度



资料来源：中证协，国信证券经济研究所整理

多样化财富管理需求，构建财富管理新生态

客户多元财富管理需求，引致财富管理业务模式转型。随着我国多层次资本市场不断发展完善和社会总财富持续增长，居民资产配置需求日益增长和综合化，客户更加重视财富管理服务的专业性、多元性和全周期性。坚持以客户为中心，重视多元业务协同互动，提供全业务链专业服务是财富管理业务发展的必然趋势，客户服务需求升级引致财富管理业务模式转型升级。重视构建创新驱动的财富管

理业务新生态，为客户提供“一站式”综合金融服务的财富管理机构有望充分把握发展机遇，在激烈的市场化竞争中赢得先机。

截至 2021 年末，中国个人持有的可投资资产规模达到 268 万亿元，同比增长 11.20%；中国高净值人群数量达到 296 万人，可投资资产规模达到 96 万亿元，同比增长 14.29%。根据中国社科院国家资产负债表研究中心（CNBS）发布的《中国国家资产负债表 2020》，中国居民部门持有金融资产占居民总资产的比重不断上升，金融资产结构不断丰富。截至 2019 年，居民部门持有金融资产 325 万亿元，占居民总资产的比重为 56.53%。其中股票及股权投资、证券投资基金份额、债券投资分别为 170 万亿元、19 万亿元、3 万亿元，占金融资产比重分别为 52.37%、5.92%、0.84%。

图14：中国个人持有的可投资资产总体规模



资料来源：招商银行和贝恩公司联合发布《2021 中国私人财富报告》，国信证券经济研究所整理

图15：中国高净值人群数量



资料来源：招商银行和贝恩公司联合发布《2021 中国私人财富报告》，国信证券经济研究所整理 注：高净值人群为可投资资产在千万人民币以上，下同

图16：中国高净值人群持有可投资资产规模



资料来源：招商银行和贝恩公司联合发布《2021 中国私人财富报告》，国信证券经济研究所整理

图17：中国居民部门持有金融资产比重



资料来源：《中国国家资产负债表 2020》，国信证券经济研究所整理

金融供给侧结构性改革，引领机构服务业务发展新阶段

资本市场全面深化基础性制度改革，机构服务业务迎来高阶转型新契机。2020 年，我国新《证券法》颁布实施，沪深交易所正式发布“退市新规”；2021 年，深市主板与中小板合并，北交所正式注册成立。随着资本市场基础性制度的全面优化，我国多层次市场体系不断健全，资本市场发挥资源配置能力持续释放，机构服务业务空间充分展开。

从 2019 年首批科创板公司上市交易，到 2020 年 8 月创业板试点注册制落地，我国从科创板到创业板、再到全市场的“三步走”注册制改革稳步推进。全面实行股票发行注册制，为机构服务业务迎来跨越式发展提供了新契机。注册制背景下，市场准入门槛降低，信息披露要求提高，财务指标不再是企业唯一评价因素，机构服务需要更多地承担挖掘早期优质企业的工作，并为其提供全生命周期的金融服务。机构服务业务高阶转型对证券公司的资本实力、业务协同和风险定价能力提出更高要求，头部券商有望凭借全方位、一体化的运营优势占据更多市场份额，从而催生“航母级”投行。

截至 2022 年第三季度末，沪深两市股票募集金额为 10395 亿元，2018 年-2021 年，沪深两市股票募集金额的年复合增长率为 17.69%；证监会核发 IPO 数量为 278 家，其中创业板 122 家、科创板 100 家，2018 年-2021 年，证监会核发创业板 IPO 数量的年复合增长率为 84.90%，2019 年-2021 年，证监会核发科创板 IPO 数量的年复合增长率为 43.18%，机构服务业务空间正在充分展开。2022 年前三季度，前五家券商 IPO 数量占比达到 43.79%，承销收入占比达到 49.75%，相较于 2018 年分别提升 6.89 和 10.04 个百分点，证券行业投资银行业务集中度进一步提升。

图18：沪深两市股票募集金额



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图19：证监会核发 IPO 数量



资料来源：Choice，国信证券经济研究所整理

图20：证券行业投资银行业务集中度



资料来源：Choice，国信证券经济研究所整理

公司治理

引进多元化战略投资者，优化公司治理机制

通过混合所有制改革引进多元化战略投资者，多方优势互补实现战略协同。华泰证券是江苏省首批“混改”试点企业，2018年8月，公司通过非公开发行A股股票的方式引进阿里巴巴、苏宁易购等六家战略投资者，其中阿里巴巴和苏宁易购分别成为当时的第六大和第七大股东。江苏省国资委是公司的实际控制人，在保证国有控股的前提下，丰富公司股东背景结构，有利于完善公司治理机制。同时，阿里巴巴在大数据、云计算和人工智能等领域具有科技优势，苏宁易购在零售领域具有长期积累的经验优势。

通过引进多元化战略投资者，公司有望受益于阿里巴巴带来的金融科技赋能和苏宁易购带来的零售业务赋能，从而实现政策优势、科技优势和零售优势的协同发挥。华泰证券股权结构较为分散，截至2022年9月底，江苏省国信集团持股比例为15.13%，是公司的第一大股东，阿里巴巴持股比例为2.96%，是公司的第五大股东。

表1：华泰证券前十大股东（截至2022年9月底）

股东名称	持股数量(股)	持股比例	实际控制人
江苏省国信集团有限公司	1,373,481,636	15.13%	江苏省国资委
香港中央结算(代理人)有限公司	1,276,196,727	14.06%	H股股东
江苏交通控股有限公司	489,065,418	5.39%	江苏省人民政府
江苏高科技投资集团有限公司	355,979,006	3.92%	江苏省人民政府
阿里巴巴(中国)网络技术有限公司	268,199,233	2.96%	Taobao China Holding Limited
江苏省苏豪控股集团有限公司	255,159,314	2.81%	江苏省国资委
中国证券金融股份有限公司	152,906,738	1.68%	深圳市人民政府
香港中央结算有限公司	143,792,949	1.58%	香港特别行政区政府
江苏苏豪国际集团	131,637,550	1.45%	浙江省国资委
中国建设银行股份有限公司-国泰中证全指证券公司交易型开放式指数证券投资基金	130,662,873	1.44%	基金
合计	4,577,081,444	50.42%	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

人才激励机制市场化，提升公司经营效率

落地职业经理人制度，实施股权激励计划，公司经营效率持续释放。职业经理人制度是深化国有企业混合所有制改革的重要举措，有助于树立国有企业市场主体地位，提升企业家的经营管理效率。2019年12月，华泰证券正式公布市场化选聘的最高经营管理机构“执行委员会”名单，标志着公司的职业经理人制度正式落地。职业经理人制度实施之后，公司不再设置“总裁、副总裁”职位，由执行委员会主任负责公司经营管理。周易先生自2007年开始担任公司总裁、2016年

至 2019 年担任公司董事长，并于 2019 年由总裁转任执行委员会主任，有助于保持公司经营战略的延续性和经营发展的稳健性。2021 年 4 月，华泰证券股权激励计划实施完毕，授予 9 名高级管理人员和 801 名其他核心骨干共计 4548.80 万股 A 股限制性股票。

股权激励机制有助于将员工利益与公司利益一体化，提升内部经营活力，实现公司的长期可持续发展。以市场化方式选聘职业经理人，以股票期权建立长效的人才激励约束机制，公司组织活力和发展动力得到有效释放，经营效率持续改善。截至 2022 年 6 月底，华泰证券人均创利 36.63 万元，在头部券商中仅次于中信证券。

表2：华泰证券高级管理人员及股权激励计划实施情况

姓名	职务	任职起始日	获授的限制性股票数量上限 (万股)	占授予限制性股票 总数的比例上限
周易	执行委员会主任	2019-10-29	72	1.58%
	首席执行官	2019-12-16		
姜健	执行委员会委员	2019-12-16	60	1.32%
孙含林	执行委员会委员	2019-12-16	60	1.32%
张辉	董事会秘书	2017-04-26	60	1.32%
	执行委员会委员	2019-12-16		
陈天翔	执行委员会委员	2020-02-18	60	1.32%
李世谦	执行委员会委员	2020-03-10	60	1.32%
焦晓宁	首席财务官	2020-01-23	50	1.10%
王翀	首席风险官	2017-03-16	50	1.10%
韩臻聪	首席信息官	2019-12-16		
	执行委员会委员	2022-04-08		
焦凯	合规总监	2020-02-17	50	1.10%
股权激励计划：其他核心骨干（801 人）			4026.80	88.52%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图21：华泰证券人均创利位于头部券商前列（单位：万元）



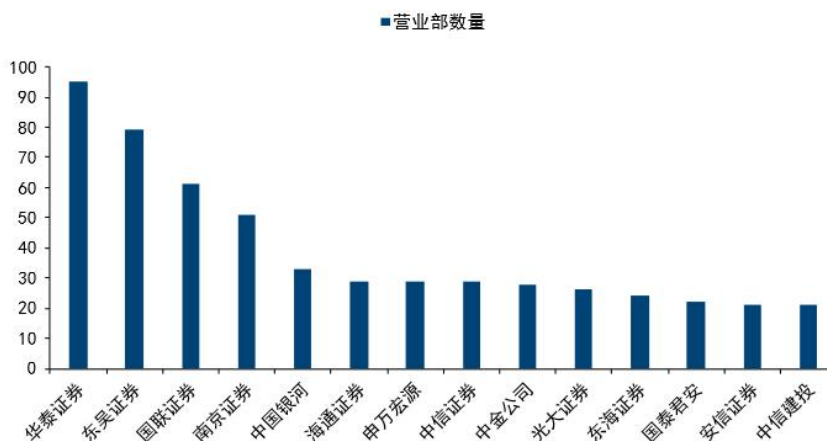
资料来源：iFinD，公司公告，国信证券经济研究所整理

业务经营深耕江苏，版图扩张迈向世界

立足江苏实现近半营收，兼并收购助力国际化战略布局。华泰证券“致力于成为兼具本土优势和全球影响力的一流投资银行”，借助控股股东江苏省国资委的资源优势和营业部分布的地理优势深耕江苏，为公司扬帆起航打造坚实基础。截至2022年6月底，公司在江苏省设有营业部95家，是在江苏省拥有营业部数量最多的券商。2022年上半年，公司在江苏省实现营业收入65.65亿元，占公司营业收入比例为40.61%；实现营业利润37.95亿元，占公司营业利润比例为55.83%，江苏地区为公司贡献近半经营业绩。

国际化战略布局取得显著成效。2016年，华泰证券收购美国AssetMark；2019年，华泰证券（美国）获得在美国开展经纪交易商业业务的资格；2022年上半年，华泰金控（香港）成为首批取得香港联交所的特殊目的收购公司（SPAC）交易所参与资格的在港中资券商，国际业务范围持续拓展。2022年上半年，公司在中国香港及海外地区实现营业收入31.63亿元，占公司营业收入比例为19.56%，占比相较于上年末提高约3个百分点；实现营业利润12.59亿元，占公司营业利润比例为18.52%，占比相较于上年末提高约10个百分点。

图22：证券公司在江苏省设置营业部数量



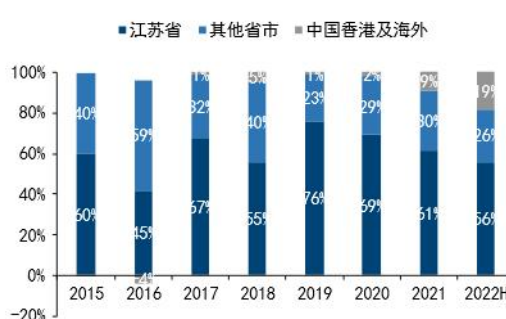
资料来源：Choice，国信证券经济研究所整理

图23：华泰证券营业收入地区分布



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图24：华泰证券营业利润地区分布



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

双轮驱动之一轮：拓宽财富管理护城河

居民多元化的财富管理需求和日益激烈的市场竞争态势持续推动财富管理转型升级，渠道、客户、产品和服务则是形成财富管理优势的四大核心要素。华泰证券将财富管理转型作为“双轮驱动”发展战略之一，以渠道协同、客户规模、产品种类和配套服务为发力点，打造了我国证券行业最具活力的财富管理平台之一。此外，华泰证券通过收购 AssetMark 对投资顾问提供全方位支持，在发展“买方投顾”的过程中形成先发优势，持续拓宽财富管理护城河。

渠道：线上线下有效协同，多渠道夯实客户触达

线上服务创新持续推进，“涨乐财富通”领先优势显著。2013年3月，中国证券业协会发布《证券公司开立客户账户规范》，明确放开对“非现场开户”的限制。华泰证券积极把握政策发展机遇，顺应互联网金融发展模式，于当年率先推出线上开户功能，并于2014年正式发布财富管理移动服务平台“涨乐财富通”。公司依托人工智能、云计算等金融科技手段赋能财富管理平台建设，持续完善和创新“涨乐财富通”服务模块，提升自身“千人千面”的专业金融服务能力。

截至2022年6月，“涨乐财富通”已优化升级至8.0版，内容涵盖账户分析、智能投顾、资产配置和投资者教育等板块，为客户提供智能化的综合金融服务。互联网金融正在向提供全方位金融服务方向发展，财富管理移动服务平台成为客户引流的重要入口。“涨乐财富通”从股票交易类移动APP逐步发展成为综合化、智能化的财富管理平台，是我国证券行业活跃度最高的财富管理平台之一。

截至2022年6月底，“涨乐财富通”累计下载量达到6770.85万，“涨乐财富通”交易客户占公司交易客户的比例高达96.18%；2022年上半年，“涨乐财富通”平均月活数为932.86万，同比增长9.98%；2022年6月，“涨乐财富通”月活数为952.39万，人均单日启动次数为7.21次，月活数位居证券公司类APP第一名，用户黏性位居证券公司类APP前列。

表3：“涨乐财富通”服务持续创新

时间	版本	主要更新内容
2014	“涨乐财富通 1.0”	正式推出“涨乐财富通”，为客户提供包括网上开户、证券交易在内的全生命周期、全品种的一站式服务。
2016	“涨乐财富通 4.0”	优化“涨乐财富通”功能模块，推出智能一键打新，新增行情白板。
2017	“涨乐财富通 5.0”	紧抓客户投资理财的需求痛点，运用人工智能、云计算、大数据等手段，全新推出“涨乐智能家族”、“全景行情”、“超级账户”、“严选理财”四大核心模块，为客户提供全新维度的综合服务。
2018	“涨乐财富通 6.0”	推出“泰牛智投”、“智能家族”、“智能实时账户”、“涨乐课堂”、“专家”、“涨乐U会员”六大核心模块，旨在将智能科技和财富管理紧密结合，为金融理财客户提供量身定制的解决方案。
2019	“涨乐财富通 7.0”	全新推出“智能资产配置”、“专业投顾在线服务”、“场景化理财”、“智能交易科技”四大核心单元，旨在为投资者提供便捷、高效、有温度的在线财富管理服务，是金融科技赋能财富管理的重要力作。
2022	“涨乐财富通 8.0”	引入多元形态的内容体系，重点推出以视频内容为主体的全新内容输出和运营方式，主要包括内容号、涨乐吧服务、短视频直播等。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图25：“涨乐财富通”发布以来累计下载量



资料来源：易观千帆，国信证券经济研究所整理

图26：华泰证券移动终端开户及交易占比



资料来源：易观千帆，国信证券经济研究所整理

图27：“涨乐财富通”平均月活数



资料来源：易观千帆，国信证券经济研究所整理

图28：“涨乐财富通”月活数位居证券公司类APP前列



资料来源：易观千帆，国信证券经济研究所整理（注：数据时间 2022 年 6 月）

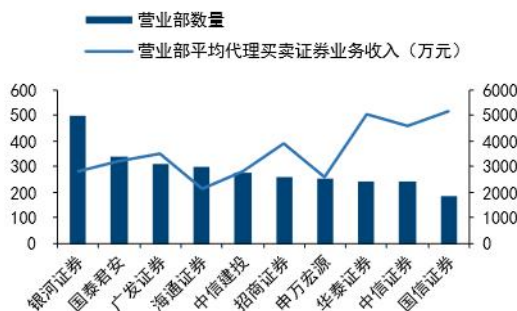
线下网点加速数字化转型，“聊TA”深度赋能投资顾问。全球金融科技方兴未艾，已经成为重塑金融服务生态的基本力量，也为证券公司加快推进数字化转型创造了历史性机遇。2018年，华泰证券率先启动“全面数字化转型”，建设智慧网点则是其在全面推进数字化转型发展过程中迈出的重要一步。公司持续优化网点布局，充分发挥金融科技赋能优势，协同线上和线下资源对网点进行智能升级，“以网点质量代替网点数量”提升客户服务体验。

截至2022年6月底，公司在全国共有营业网点245家，数量排名在可比券商中处于靠后位置。但公司网点营业质量占优，2021年公司营业部平均代理买卖证券业务收入为5046万元，以显著优势位居可比券商前列。此外，公司积极打造专业化的投资顾问队伍，以“聊TA”平台赋能投资顾问，全面提升投资顾问的资产配置服务效能。2019年，公司正式推出“聊TA”（全称“AORTA·聊TA”，即An Optimal Robot Thinking Advisor），通过数据挖掘和机器学习为客户生成画像，从而为投资顾问优化服务策略提供参考。

与此同时，公司推动“聊TA”与“涨乐财富通”的联动互通，真正实现“公司-投顾-客户”的信息贯通，客户的服务需求端与投资顾问的服务供给端高效匹配机制已初步形成，线上线下的协同效能持续释放。根据中国证券业协会数据显示，截至2022年11月初，华泰证券投资顾问人数为3032名，占从业人数比例为

33.33%，占比位居可比券商前列，有效推动客户规模和客户活跃度增长。

图29：华泰证券营业部经营质量位居可比券商前列



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理（注：数据截至2022年11月7日）

图30：华泰证券投资顾问占比位居可比券商前列



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理（注：数据截至2022年11月7日）

图31：华泰证券客户需求与投资顾问服务供给高效匹配

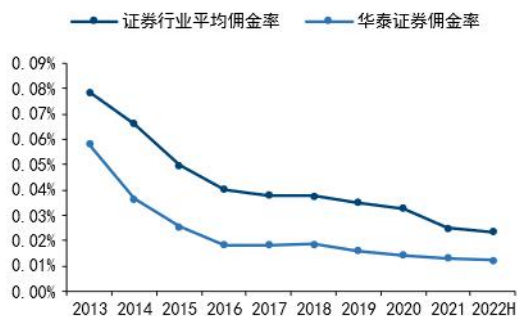


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

客户：科技赋能低佣策略，市场份额行业第一

客户规模稳步增长，股基市占率稳居行业第一。华泰证券高度重视科技赋能业务提质增效，坚定互联网金融发展布局。基于证券经纪业务日益激烈的竞争趋势，公司在2013年率先提出“足不出户，万三开户”，充分发挥“涨乐财富通”的智能化线上服务优势，以低佣策略有效实现客户规模和股票基金交易市场份额的提升。2022年上半年，公司代理买卖证券佣金率为1.22‰，同期证券行业平均佣金率为2.34‰。截至2022年6月底，公司拥有2000多万客户，客户账户总资产规模达到5.21万亿元，2017年-2022年上半年资产规模年复合增长率达到15.73%；2022年上半年，公司股票基金交易量合计19.72万亿元，市场占有率为7.88%，市场份额自2014年以来稳居行业第一。

公司通过金融科技赋能线上线下协同升级，持续推动经纪业务成本降低。2022年上半年经纪业务成本率仅为0.70‰，相比于2013年成本率降幅达到56.22%。公司的低佣策略是基于低成本的良价格竞争，有别于不具备可持续性的恶性价格竞争。

图32：华泰证券佣金率低于行业平均佣金率


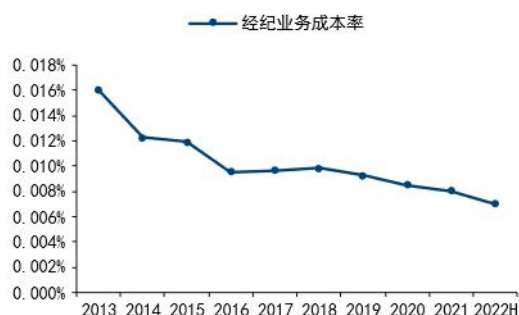
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理(注：华泰证券佣金率=代理买卖证券业务净收入/双边股基成交额)

图33：华泰证券客户规模稳步增长


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理(注：客户数量为近似值)

图34：华泰证券股基市占率稳居行业第一


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图35：华泰证券经纪业务成本率持续降低


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理(注：经纪业务成本率=经纪业务成本(代理买卖证券业务成本)/双边股基成交额)

产品：金融产品种类逐渐丰富，主动管理能力持续提升

金融产品保有数量稳步提升，实现销售规模及收入快速增长。我国财富管理市场尚处于发展的初级阶段，证券公司主要扮演“卖方投顾”的角色，金融产品代销能力是衡量其财富管理业务发展水平的重要指标。基于不同层级客户的多样化需求，华泰证券不断丰富金融产品种类，依托线上线下的渠道优势与客户规模优势，金融产品销售规模和销售收入实现稳步提升。2022年上半年，公司金融产品保有数量7969只，2016年-2022年上半年金融产品保有数量年复合增长率为18.70%；金融产品销售规模为2594.36亿元，2016年-2021年金融产品销售规模年复合增长率为33.07%；公司代销金额产品实现收入4.63亿元，2016年-2021年代销金融产品收入年复合增长率达到30.52%。

图36: 华泰证券金融产品保有数量及销售规模持续提升



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图37: 华泰证券代销金融产品收入快速增长



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

主动管理能力提升助力产品创设, 基金投资顾问引致产品丰富需求。2018年,《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(简称“资管新规”)正式出台,加速证券公司资管业务由提供“通道业务”服务的被动管理向主动型资产管理转型。华泰证券依托财富管理平台优势,积极向主动管理方向转型,主动管理资产规模占比持续提升,有助于其聚焦金融产品创设,从而形成资管产品体系的差异化竞争优势。

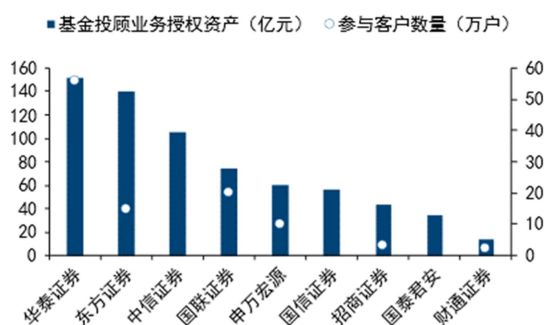
截至2021年四季度末,公司主动管理资产月均规模2353.97亿元,占资产管理规模比例为81.63%,占比同比提升27个百分点。同时,公司积极推进金融产品销售由“卖方投顾”向“买方投顾”转型,增强客户盈利和服务体验。2020年,公司推出基金投顾服务“涨乐星投”,截至2022年6月底,公司基金投顾业务授权资产达到151.36亿元,参与客户数量达到56.33万户,行业领先优势显著。“涨乐星投”更加坚持以客户为中心,对投顾产品的维度和梯度提出更高要求,从需求端促进公司不断丰富产品供给。

图38: 华泰证券主动管理资产规模占比持续提升



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图39: 华泰证券基金投顾业务发展位于行业前列



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理(注: 2016年为三季度数据; 部分证券公司数据为近似值)

服务: 信用业务质量优异, 股票质押风险可控

两融业务市场份额持续提升, “融券通”释放融券业务发展空间。信用业务是为客户提供流动性和风险管理服务的重要方式,也是证券公司为客户提供全方位一站式综合服务的重要载体。信用业务依赖的核心要素包括资本、客户和牌照,华泰证券在2018年通过非公开发行股票募集资金142.08亿元,并依托财富管理平

台的客户规模优势，实现融资融券业务规模的显著增长。截至 2022 年 6 月底，公司融资融券业务余额为 1158.70 亿元，市场份额为 7.23%，2018 年-2022 年上半年两融业务余额年复合增长率达到 32.29%。

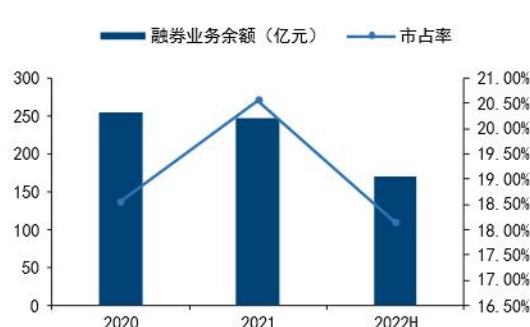
华泰证券 2020 年正式推出“融券通”，通过金融科技赋能实现券源供求双方的高效联通，有效降低融券业务的撮合成本和借贷成本。我国两融业务发展失衡问题较为突出，融券业务发展乏力，主要是因为券源规模较小导致交易成本较高。以金融市场发展相对成熟的美国为例，截至 2022 年 9 月底，美国融券业务余额占两融余额比例为 20.67%，而同期中国的占比仅为 6.16%。截至 2022 年 6 月底，公司融券业务余额为 169.76 亿元，市场份额高达 18.14%。依托“融券通”，公司融券业务的市占率有望进一步提升，充分享受融券业务发展空间的释放红利。

图40：华泰证券两融业务规模持续提升



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图41：华泰证券融券业务市场份额优势显著



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图42：我国两融业务结构失衡



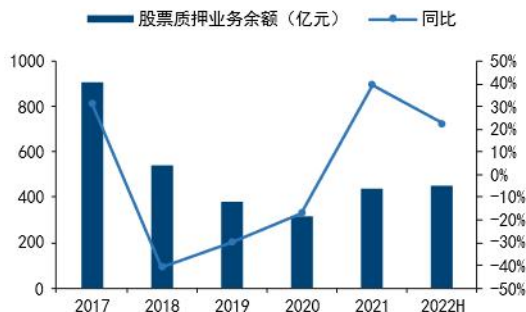
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

股票质押规模快速压降，风险管理显著优于行业。2018 年，《股票质押式回购交易及登记结算业务办法》（简称“质押新规”）修订并实施后，股票质押业务监管趋严，强化风险管理指标以防范化解股票质押业务风险成为“主旋律”。华泰证券积极响应监管要求，主动压缩股票质押规模，全面提升信用业务风险防控能力，股票质押业务平均履约保障比例显著优于行业平均水平。

截至 2022 年 6 月底，公司股票质押业务余额为 451.68 亿元，平均履约保障比例

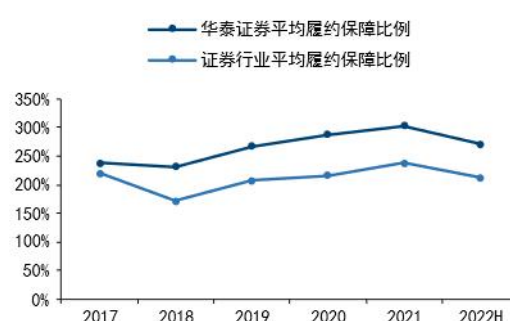
为 271.05%，平均履约保障比例高于行业平均水平逾 58 个百分点，股票质押业务风险化解成效显著。

图43: 华泰证券股票质押业务规模快速压降



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图44: 华泰证券股票质押业务风险可控



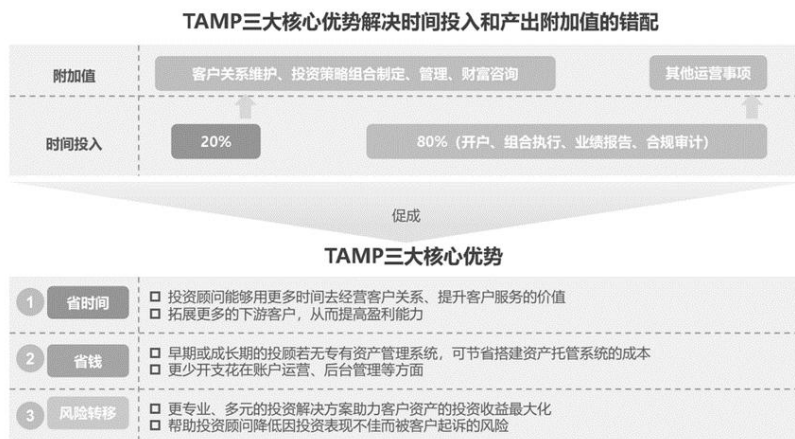
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

赋能：收购 AssetMark 形成战略协同，助力财富管理转型升级

AssetMark 平台资产规模持续增长，市占率位居美国统包资产管理服务平台行业第三。统包资产管理服务平台，即 Turn-key Asset Management Platform (TAMP)，主要为投资顾问提供包括客户获取、策略研究、投资建议、业绩披露和职业培训等内容的全方位一站式服务。TAMP 有助于优化投资顾问的时间分配，节省投资顾问在产品筛选、资产配置、后台管理等方面投入的时间，从而将其主要精力致力于可以带来高附加值的客户关系管理方面。此外，TAMP 作为专业化的资产管理服务平台，可以节省投资顾问的资产托管等系统搭建成本，并为投资顾问提供更加多元化的投资解决方案。

AssetMark 是美国领先的 TAMP，其通过完善平台服务和并购重组等方式提升竞争力，从而实现平台资产规模的持续增长。截至 2022 年 6 月底，AssetMark 平台资产总规模约为 821.27 亿美元，2017 年-2022 年上半年资产总规模年复合增长率为 15.83%；截至 2021 年末，平台资产规模市场占有率为 11.1%，位居行业第三。截至 2022 年 6 月底，AssetMark 平台总计服务 8688 名投资顾问，总计服务的终端账户覆盖超过 22 万户家庭。

图45: TAMP 三大核心优势优化投资顾问的时间配置



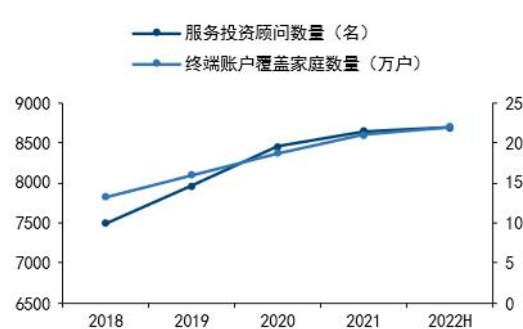
资料来源：艾瑞咨询：《2019 年中国财富管理与 TAMP 商业模式研究报告》，国信证券经济研究所整理

图46: AssetMark 平台资产规模及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图47: AssetMark 平台投顾数量和账户覆盖家庭数量



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

收购 AssetMark 引入投顾服务经验，持续拓宽财富管理护城河。华泰证券在 2016 年完成对 AssetMark 的收购，并推动其在 2019 年 7 月成功登陆纽约证券交易所。从经营层面而言，AssetMark 有助于公司发展国际业务，拓宽收入来源；从战略层面而言，AssetMark 有助于公司借鉴其先进的投顾服务经验，赋能财富管理转型升级。

AssetMark 对公司的价值主要体现在战略层面：一是以成熟的“买方投顾”服务体系促进公司投资顾问向“买方投顾”转型；二是以一体化的技术平台加速公司财富管理体系和技术体系建设；三是以丰富的海外投顾资源为客户提供全球化的资产配置服务。为客户提供全方位的“买方投顾”服务是财富管理行业发展的必然趋势，公司前瞻性地收购 AssetMark，在财富管理转型进程中赢得先机，有助于进一步拓宽财富管理护城河。

图48: AssetMark 服务平台



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

双轮驱动之二轮：打造机构服务生态圈

华泰证券主动把握资本市场全面深化基础性制度改革机遇，持续加强机构服务业务布局，推动以并购重组为特色的投行业务与其他业务高效协同，为产业和金融机构客户提供从初创、成长到成熟、衰退的全方位、全生命周期服务。

私募股权投资优势显著，另类投资释放盈利空间

私募基金月均规模行业领先，积极拓宽初创企业融资渠道。私募股权投资是拓宽初创企业融资渠道的重要方式，在私募监管从严趋势的背景下，私募股权市场发展日益规范化和专业化。2016年，监管机构发布包括《私募投资基金募集行为管理办法》在内的一系列监管政策，成为私募基金严监管元年；2021年1月，证监会发布《关于加强私募投资基金监管的若干规定》，私募投资基金监管持续收紧。华泰证券主动适应监管变化，通过子公司华泰紫金投资开展私募股权投资业务，积极挖掘投资优质项目，行业竞争优势显著。

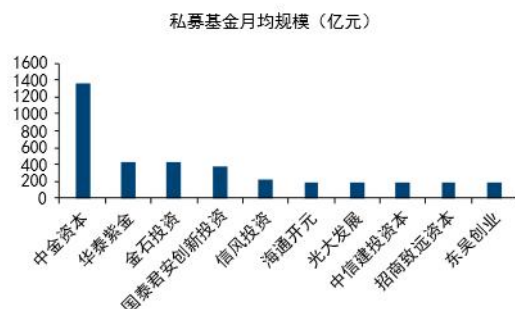
截至2022年6月底，公司私募股权投资基金实施投资项目合计16个，投资金额合计5.61亿元，投资金额同比增长10.43%；2022年二季度，华泰紫金投资私募基金月均规模428.22亿元，位居行业第二。

图49：华泰证券私募股权投资情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图50：华泰证券私募股权基金规模行业领先

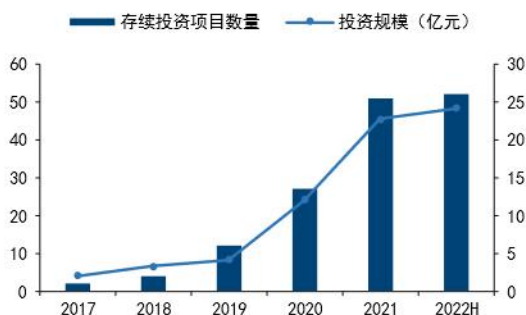


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

另类投资净利润贡献率持续上升，有望为公司开辟战略性发展空间。另类投资是股票和债券等投资工具以外的非主流投资工具的总称，可以满足企业的多元化金融服务需求，目前已经发展成为国际金融市场的重要力量。2019年4月，上海证券交易所发布《上海证券交易所科创板股票发行与承销业务指引》，试行保荐机构相关子公司跟投制度。证券公司成立另类投资子公司参与跟投，既能够协同投资银行业务提升竞争优势，也可以增厚投资收益拓宽盈利来源。

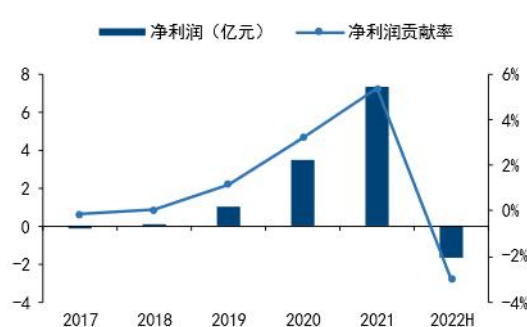
华泰证券通过子公司华泰创新投资开展另类投资业务，重点布局金融科技股权和科创板跟投业务，净利润贡献率呈现上升趋势。截至2022年6月底，公司另类投资业务存续投资项目52个，投资规模24.16亿元，投资性质主要包括科创板跟投、股权投资等。2022年上半年，华泰创新投资实现净利润-1.66亿元，占华泰证券净利润比例为-2.99%，净亏损的主要原因是2022年上半年市场负向波动较大，另类投资项目估值受到影响。但需要指出，2017年-2021年，华泰创新投资净利润贡献率从-0.14%稳步提升至7.31%，随着新冠疫情影响的逐渐减弱和注册制改革的稳步推进，另类投资业务的盈利空间有望进一步释放。

图51：华泰证券另类投资业务开展情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图52：华泰证券另类投资净利润贡献率呈现上升趋势



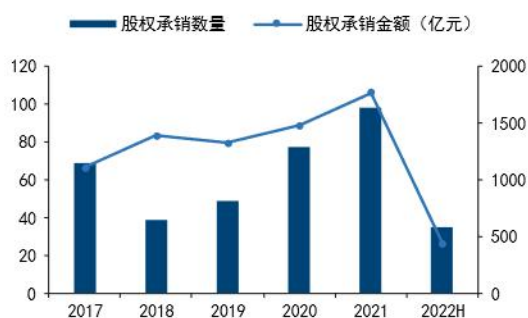
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

股债承销业务行业领先，提升服务实体经济效能

股权承销业务行业领先，IPO有望实现量价齐升。华泰证券通过子公司华泰联合专注提供投资银行服务，坚持以优质客户为中心，依托公司全业务链的体系优势积极开展股权承销业务。截至2022年6月底，公司股权主承销金额为437.52亿元，行业排名第四，2017年-2021年股权主承销规模年复合增长率为12.36%。其

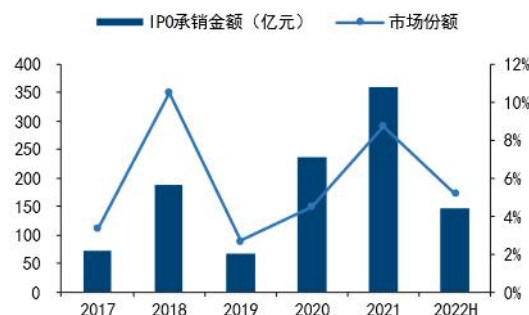
中，IPO 主承销规模实现快速增长，承销费率高于行业平均水平，IPO 储备项目数量行业排名第七。截至 2022 年 6 月底，公司 IPO 主承销金额为 147.73 亿元，市场份额为 5.19%，2017 年-2021 年 IPO 主承销规模年复合增长率高达 49.82%；公司 IPO 承销费率为 5.45%，而同期行业 IPO 平均承销费率仅为 5.09%。截至 2022 年 11 月 25 日，公司 IPO 报审家数 83 家，报审数量位居行业第七；其中北证、科创板及创业板项目 62 家，占比高达 74.70%，“注册制板块”项目储备占比位居行业前列。随着注册制改革持续推进以及北证、创业板和科创板的快速发展，公司 IPO 业务有望实现规模和费率的共同提升，从而促进主承销收入持续增长。

图53：华泰证券股权承销业务行业领先



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图54：华泰证券 IPO 承销规模快速增长



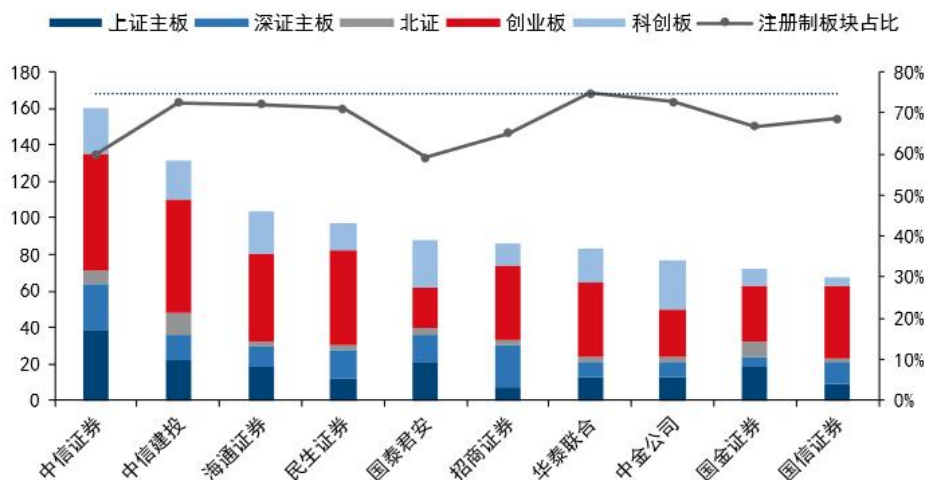
资料来源：公告公告，国信证券经济研究所整理

图55：华泰证券 IPO 承销费率高于行业平均水平



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图56: 华泰证券“注册制板块”项目储备占比较高



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：数据截至 2022 年 11 月 25 日

债券承销规模稳步扩张，市场份额持续提升。华泰证券严格控制债券产品风险，以股债联动赋能展业渠道拓展，完善客户培养机制和管理方式，债券承销业务稳居行业前列。截至 2022 年 6 月底，公司（包括华泰联合）全品种债券主承销金额为 5015.03 亿元，同比增长 24.02%，行业排名第三；2017 年-2021 年，公司债券承销规模年复合增长率高达 46.60%。截至 2022 年 6 月底，公司（包括华泰联合）债券承销市场份额达到 11.37%，相较于 2017 年提升 7.83 个百分点，市占率呈现稳步上升趋势。

图57: 华泰证券债券承销规模稳步扩张



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图58: 华泰证券债券承销市场份额持续提升



资料来源：公告公告，国信证券经济研究所整理

基本面投资交易能力提升，场外衍生品助力风险管理

金融资产规模快速增长，杠杆率高于行业平均水平。华泰证券持续提升基本面投资交易能力，坚定贯彻去方向化战略，推进业务模式全面向交易导向转型，金融资产规模不断扩张，金融资产杠杆率持续提升。截至 2022 年第三季度末，公司金融资产规模达到 4556.67 亿元，同比增长 15.07%，2016 年-2022 年第三季度年复合增长率为 24.89%；公司金融资产杠杆率为 287.46%，而同期上市证券公司的金融资产平均杠杆率仅为 234.19%，2016 年-2022 年第三季度，公司金融资产杠杆率提升约 137 个百分点。金融资产规模的快速扩张有助于实现投资收益规模的增

长，金融资产杠杆率的持续提升则有助于撬动公司 ROE 水平提升。

图59：华泰证券金融资产规模快速增长



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：金融资产=交易性金融资产+债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+可供出售金融资产+持有到期资产+衍生金融资产。口径调整前包括可供出售金融资产和持有至到期投资

图60：华泰证券金融资产杠杆率高于行业平均水平



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：金融资产杠杆率=金融资产/归母净资产；此处为上市券商的行业平均数据

固收类资产占比较高，投资收益率相对稳定。公司投资风格较为稳健，金融资产以固定收益资产为主，投资收益波动较小。截至2022年6月底，公司固收类资产占比为49.82%，2016年-2022年上半年平均占比为58.58%；2022年前三季度，公司金融资产投资收益为44.40亿元，投资收益率为0.97%，主要是因为宏观经济下行拖累投资收益。近五年以来，公司金融资产投资收益率在3%附近波动，投资收益率相对稳定。随着公司投资交易去方向化的持续推进和交易策略手段的不断丰富，投资收益韧性有望进一步加强。

图61：华泰证券金融资产以固收类资产为主



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理（注：固收类资产包括债券、银行理财产品、券商资管产品、信托计划以及其他债务工具）

图62: 华泰证券投资收益率相对稳定



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理(注：投资收入=投资净收益-对联营企业和合营企业的投资收益+公允价值变动+利息收入；投资收益率=投资收入/金融资产)

场外衍生品业务发展迅速，释放客户投资与风险管理需求。近些年，国际市场的不确定性逐渐增强，机构客户利用场外衍生品实现多样化投资和规避风险的需求日益增长。华泰证券积极创设并推广跨市场、多样化以及差异化的金融衍生产品，以交易为驱动力打造差异化的核心竞争力，场外衍生品规模快速扩张。

截至2022年6月底，公司收益互换业务存续合约笔数8087笔，存续规模1295.86亿元，2016年-2022年上半年，收益互换业务存续规模年复合增长率高达122.73%；公司场外期权业务存续合约笔数1902笔，存续规模1363.77亿元，2016年-2022年上半年，场外期权业务存续规模年复合增长率为23.59%。随着公司创新能力和交易定价能力的持续提升，场外衍生品业务有望持续扩张。

图63: 华泰证券收益互换业务快速扩张



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图64: 华泰证券场外期权业务发展迅速



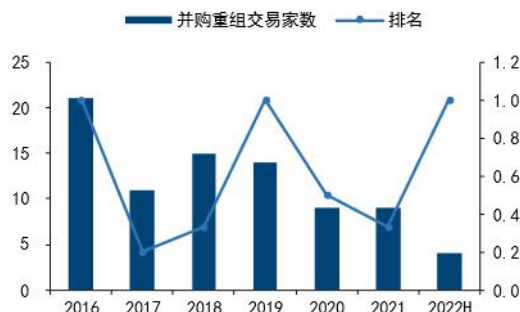
资料来源：公告公告，国信证券经济研究所整理

并购重组形成特色品牌，服务客户优化资源配置

并购重组业务规模优势显著，财务顾问核心竞争力已然成型。华泰证券持续提升创新能力、高价值交易机会发现能力以及交易撮合能力，聚焦标杆性大型项目和创新项目，在并购重组领域已形成特色化的品牌效应和领先优势。截至2022年6月底，公司经中国证监会核准及注册的并购重组交易家数为4家，排名行业第一；

交易金额为 234.19 亿元，排名行业第一。并购重组作为资本参与或退出市场的重要渠道，随着供给侧结构性改革的不断深化，公司坚持交易创新引领市场，有望持续打造具有市场影响力的并购交易。

图65: 华泰证券并购重组交易家数位居行业前列



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图66: 华泰证券并购重组交易金额优势显著



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：排名=1/行业排名位次，排名数值越大，说明排名越靠前

盈利能力优于行业，业务体系持续优化

华泰证券锚定客户需求，扎实推进科技赋能下的财富管理与机构服务“双轮驱动”发展战略，以平台化、生态化的全新运营模式谋求行业破局，以成就客户实现价值创造。多年来，公司业务链条之间协同共振能力凸显，收入结构趋于均衡，盈利能力持续优化行业。

业绩呈现增长态势，盈利能力优于行业

营业收入规模增长较为稳健，归母净利润呈现增长态势。证券公司业绩与市场环境关联度较高，不可避免地会随着市场波动而波动。华泰证券在跌宕起伏的市场环境中锚定客户需求，为客户提供全生命周期的多重金融服务能力持续提升，业绩增长较为稳健。2022 年前三季度，公司实现营业收入 236.18 亿元，同比下降 12.22%，2016 年-2021 年营业收入年复合增长率为 17.51%；公司实现归母净利润 78.21 亿元，同比下降 29.22%，2016 年-2021 年归母净利润年复合增长率为 16.31%。

图67: 华泰证券营业收入规模及同比增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图68: 华泰证券归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利能力持续优于行业，权益乘数保持上扬态势。公司积极把握证券行业发展趋势，扎实推进“双轮驱动”发展战略谋求行业破局，业务体系不断优化，盈利能力始终维持在较高水平。同时，公司不断改善杠杆水平，以提升杠杆进一步驱动长期盈利能力上扬。2022年上半年，公司ROE为3.57%，证券行业ROE为3.03%；公司杠杆率为4.49，证券行业杠杆率仅为3.38，高出行业平均水平约111个百分点。2022年前三季度，公司杠杆率水平为4.50，位于上市券商第三位，实现净利润80.66亿元，位于上市券商第三位。

图69：华泰证券盈利能力持续优于行业



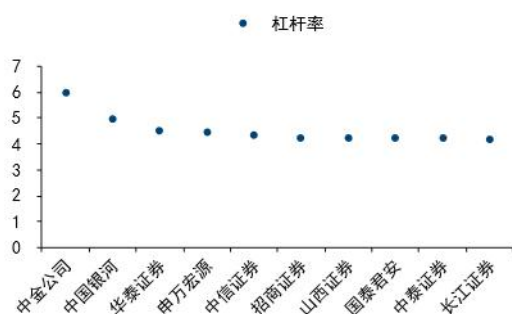
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图70：华泰证券杠杆率高于行业平均水平



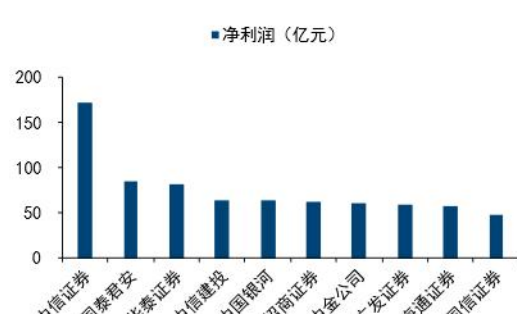
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理（注：杠杆率=（总资产-客户结算交易资金）/净资产）

图71：华泰证券杠杆率位于上市券商第三位



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图72：华泰证券净利润位于上市券商第三位



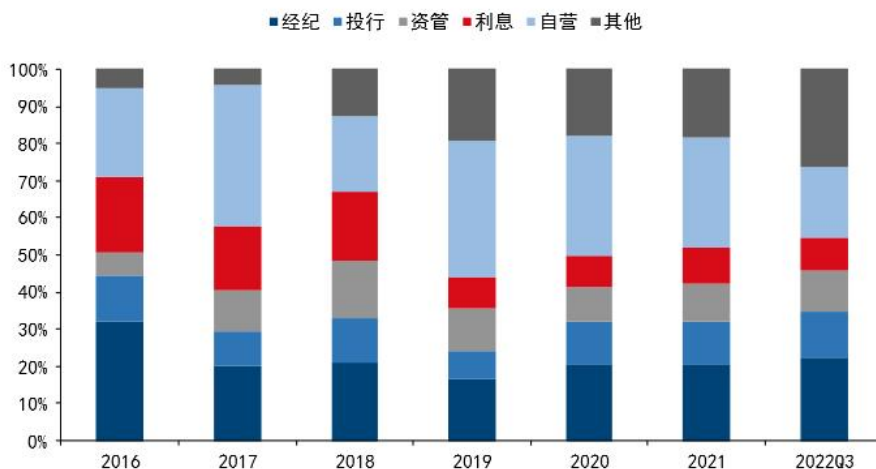
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

业务体系持续优化，战略成效初步显现

收入结构趋于均衡，全业务链已然成型。提升全业务链服务能力是推动券商全面转型发展的必由之路，公司持续加强业务板块之间的功能耦合，以协同共振赋能“全业务服务链”构建，营业收入结构趋于均衡。

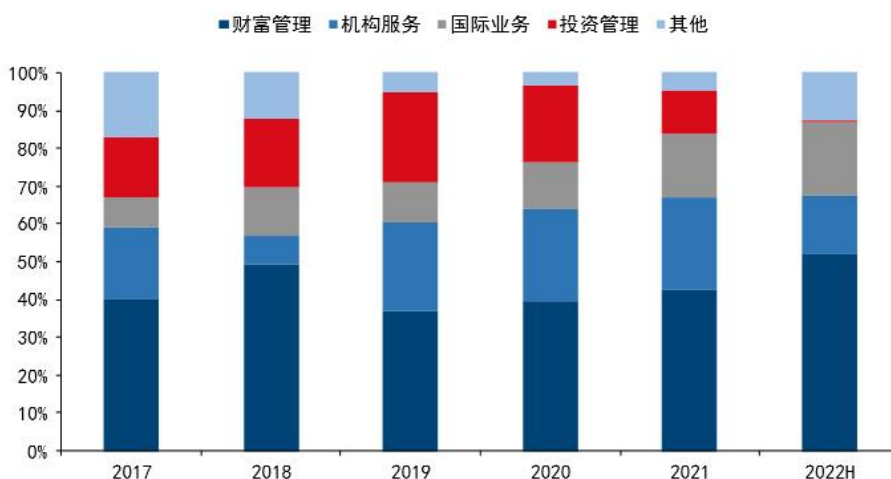
2016年-2022年第三季度，公司经纪业务收入占比从32%下降至23%，占比均值为22%；资管业务收入占比从6%提升至11%，占比均值为11%；投行业务收入占比较为稳定，在均值11%附近波动；自营及利息收入占比在均值42%附近波动，2022年前三季度占比为28%，主要系市场波动导致投资交易收入下降。以公司内部业务划分为标准，2022年上半年，财富管理、机构服务、国际业务、投资管理收入占比分别为52%、16%、20%、0.40%，2017年至2022年上半年占比均值分别为43%、19%、13%、15%。

图73: 华泰证券营业收入结构（传统分类）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理（注：自营业务收入=投资收益-对联营及合营企业的投资收益+公允价值变动损益）

图74: 华泰证券营业收入结构（内部分类）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

财富管理利润贡献率持续上升，“双轮驱动”战略成效初步显现。差异化竞争优势塑造全能型券商竞争格局的关键要素，公司“双轮驱动”战略发展目标已经初步实现，财富管理护城河持续拓宽，机构服务竞争优势正在加强。

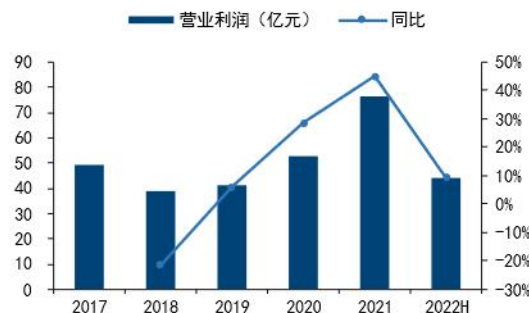
2022年上半年，公司财富管理营业收入为83.96亿元，占营业收入比例为51.94%，占比相较于2017年提升约12个百分点；财富管理营业利润为43.90亿元，占营业利润比例为19.22%，占比相较于2017年提升逾19个百分点；公司机构服务营业收入为25.17亿元，营业利润为8.09亿元，占比分别为15.57%和11.90%，2018年-2021年占比均维持上扬态势。

图75: 华泰证券财富管理业务收入及同比增速



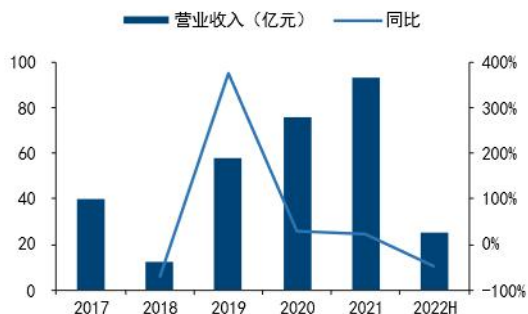
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图76: 华泰证券财富管理业务利润及同比增速



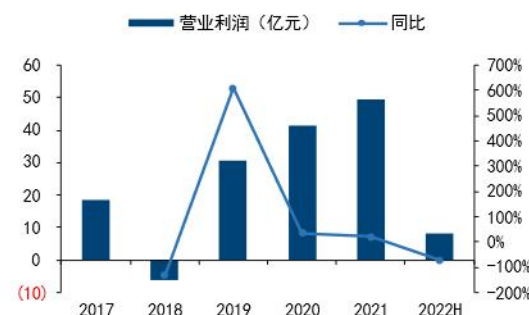
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图77: 华泰证券机构服务业务收入及同比增速



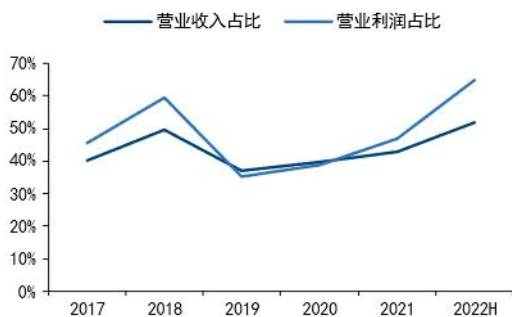
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图78: 华泰证券机构服务业务利润及同比增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图79: 华泰证券财富管理业务重要性变化



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图80: 华泰证券机构服务业务重要性变化



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

华泰证券坚持科技赋能下的财富管理与机构服务“双轮驱动”发展战略，以平台化、生态化的运营模式打通业务竖井，有助于业务链条之间协同共振，打开业绩发展空间。依据当前宏观经济环境和证券市场的未来发展趋势，我们对华泰证券2022年-2024年的经营业绩进行预测。此次配股暂未考虑配股的影响，配股完成后，我们将对盈利预测进行更新。

核心假设

(1) 经纪业务手续费净收入：股票市场成交额、市占率和佣金率是影响公司经纪业务手续费净收入的三个关键因素。1) 随着国内新冠疫情防控政策的优化调整，经济发展活力正在逐步释放，有望带动股市成交额的快速增长。因此，我们假设未来三年全部A股成交额分别为244.39万亿元/317.71万亿元/444.79万亿元。2) 公司经纪业务渠道优势显著，随着金融科技的持续赋能，“涨乐财富通”领先优势有望进一步加强，因此我们假设未来三年公司经纪业务市占率分别为7.89%/7.90%/7.92%。3) 经纪业务手续费率的激烈竞争会导致佣金率进一步下降，而公司饱和的科技投入会赋能成本下降，因此我们假设未来三年公司经纪业务佣金率分别为0.012%/0.011%/0.010%，成本率分别为0.0007%/0.0065%/0.0060%。

(2) 投行业务手续费净收入：市场融资规模、市占率和承销费率是影响投行业务手续费净收入的三个关键因素。1) 注册制的全面推进有助于证券行业投资银行业务的发展，我们假设未来三年市场股权融资规模分别为1.44万亿元/1.58万亿元/1.89万亿元，债券融资规模分别为16.89万亿元/19.43万亿元/22.34万亿元。2) 考虑到华泰证券在注册制项目储备数量方面的优势以及在债券承销方面的传统优势，随着注册制改革的全面推进，我们假设未来三年公司股权主承销金额市占率分别为8.50%/8.70%/9.00%，债券主承销金额市占率（含华泰联合）分别为11.50%/12.00%/12.00%。3) 基于前文对华泰证券IPO有望实现“量价齐升”的分析，我们假设未来三年公司股权承销费率分别为2.80%/2.80%/2.85%，债券承销费率分别为0.20%/0.20%/0.20%。

(3) 资产管理业务手续费净收入：资产管理规模和管理费率是影响资产管理业务手续费净收入的两个关键因素。随着以资管新规为核心的制度体系不断完善，资产管理业务进入规范发展新阶段，我们假设未来三年公司资产管理规模分别为5704亿元/6275亿元/7216亿元，管理费率分别为0.75%/0.80%/0.80%。

(4) 利息净收入：市场融资融券余额，市占率和融资融券利率是影响利息净收入的三个关键因素。1) 考虑到我国融资融券业务具备较大发展空间，我们假设未来三年市场融资融券余额分别为19.10万亿元/20.05万亿元/22.06万亿元。2) 我们假设未来三年公司融资融券业务市占率分别为7.45%/7.50%/7.55%。3) 我们假设未来三年公司融资融券利率分别为5.0%/5.3%/5.5%。

(5) 投资收益：金融资产规模和投资收益率是影响投资收益的两个关键因素。公司主动管理能力持续提升，我们假设未来三年公司金融资产规模分别为4628亿元/5276亿元/6226亿元，投资收益率分别为1.50%/1.80%/2.20%。

表4: 营业收入预测（单位：亿元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	248.63	314.45	379.05	338.97	413.72	523.41
YoY	54%	26%	21%	-11%	22%	27%
手续费及佣金净收入	92.88	136.08	166.73	166.5	195.0	235.6
YoY	15%	47%	23%	0%	17%	21%
其中：经纪业务手续费净收入	41.08	64.6	78.79	77.17	90.40	112.80
YoY	21%	57%	22%	-2%	17%	25%
投资银行业务手续费净收入	19.47	36.44	43.44	46.57	54.44	65.11
YoY	0%	87%	19%	7%	17%	20%
资产管理业务手续费净收入	27.72	29.8	37.72	42.78	50.20	57.73
YoY	12%	8%	27%	13%	17%	15%
利息净收入	21.22	26.05	37.51	26.26	29.41	33.82
YoY	-30%	23%	44%	-30%	12%	15%
投资收益	98.49	171.11	135.92	81.55	111.72	160.88
YoY	309%	74%	-21%	-40%	37%	44%
其他业务收入	11.52	14.14	35.92	64.66	77.59	93.11
YoY	89%	23%	154%	80%	20%	20%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

（6）费用：包括税金及附加、业务及管理费、资产减值损失、信用减值损失和其他业务成本。结合历史数据和宏观经济发展趋势，我们假设未来三年税金及附加占营业收入比例为 0.65%，业务及管理费占营业收入比例为 45%，资产减值损失分别为 0.05 亿元/0.05 亿元/0.05 亿元，信用减值损失分别为 9.86 亿元/11.83 亿元/14.20 亿元，其他业务成本占其他业务收入比例为 90%。

表5: 营业支出预测（单位：亿元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业支出	132.55	179.44	215.67	222.84	270.57	336.98
YoY	38%	35%	20%	3%	21%	25%
税金及附加	1.52	2.09	2.40	2.20	2.69	3.40
YoY	9%	38%	15%	-8%	22%	26%
业务及管理费	113.67	151.66	172.74	152.54	186.17	235.53
YoY	39%	33%	14%	-12%	22%	27%
资产减值损失	-0.03	0	—	0.05	0.05	0.05
YoY	-160%	-100%			0%	0%
信用减值损失	7.200	13.060	5.480	9.86	11.83	14.20
YoY	-17%	81%	-58%	80%	20%	20%
其他业务成本	10.19	12.63	35.05	58.19	69.83	83.80
YoY	122%	24%	178%	66%	20%	20%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

未来 3 年业绩预测

我们预计华泰证券 2022 年-2024 年营业收入分别为 338.97 亿元/413.72 亿元/523.41 亿元，同比增速分别为-11%/22%/27%；归属母公司净利润分别为 91.88

亿元/113.63 亿元/148.24 亿元，同比增速分别为-31%/24%/30%。

表6: 华泰证券核心财务指标预测

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	161.08	248.63	314.45	379.05	338.97	413.72	523.41
YOY		54%	26%	21%	-11%	22%	27%
归母净利润（亿元）	50.33	90.02	108.22	133.46	91.88	113.63	148.24
YOY		79%	20%	23%	-31%	24%	30%
ROE	5.28%	7.97%	8.60%	9.62%	6.07%	7.17%	8.82%
每股收益 EPS（元）	0.66	1.04	1.20	1.47	1.02	1.26	1.64
每股净资产 BPS（元）	12.53	13.50	14.22	15.25	17.41	18.30	19.54
PE	20.39	12.37	10.72	8.75	12.61	10.21	7.84
PB	1.07	0.95	0.90	0.84	0.74	0.70	0.66

资料来源：国信证券经济研究所整理和预测

盈利预测的敏感性分析

经纪业务手续费净收入和投资收益是公司营业收入的重要组成部分，我们认为 A 股市场成交额增速和投资收益率的变动会对公司经营业绩产生较大影响。因此，我们以 2022 年-2024 年 A 股市场成交额年复合增长率以及公司自营业务的年复合投资收益率作为敏感性因子对盈利预测进行敏感性分析。

表7: 归属母公司净利润增速及 ROE 对 A 股市场成交额增速的敏感性分析

	归母净利润同比			ROE		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
年复合增长 15%	-36%	39%	31%	5.65%	7.49%	9.21%
年复合增长 20%（基准）	-31%	28%	31%	6.10%	7.46%	9.18%
年复合增长 25%	-22%	14%	31%	6.85%	7.42%	9.13%

资料来源：国信证券经济研究所整理和预测

表8: 归属母公司净利润增速及 ROE 对投资收益率的敏感性分析

	归母净利润同比			ROE		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
年复合投资收益率 1.2%	-36%	39%	31%	5.65%	7.49%	9.21%
年复合投资收益率 1.5%（基准）	-31%	28%	31%	6.10%	7.46%	9.18%
年复合投资收益率 2.0%	-22%	14%	31%	6.85%	7.42%	9.13%

资料来源：国信证券经济研究所整理和预测

估值与投资建议

相对估值

随着资本市场全面深化基础性制度改革和居民多元财富管理需求的持续释放，证券公司未来具备较强的盈利增长潜力。因此，我们选取市盈率作为参考指标，采用相对估值法对公司进行估值。进一步地，我们选取中金公司、中信证券、国泰君安、广发证券、中信建投、招商证券、海通证券、中国银河和国信证券作为可比公司。截至 2023 年 3 月 8 日，从市场一致预期来看，上述可比公司的 PE（2022E）估值均值为 11.85x。

华泰证券是国内首家在上海、香港和伦敦三地上市的证券公司，资本实力位居行业前列。公司财富管理业务优势显著，“涨乐财富通”月活数位居证券公司类 APP 第一名，股票及混合公募基金保有规模排名行业第一；机构服务业务特色鲜明，并购重组交易家数排名行业第一，股债承销规模位居行业前列。考虑到华泰证券高度重视科技赋能，作为证券行业头部券商有望凭借全方位、一体化的运营优势享受更多发展红利，因此我们在估值均值上再给予 20%-30%的溢价，对应目标价为 14.50-15.72 元/股，较当前还有 14%-23%的增长空间。

表9：华泰证券可比公司估值表

公司	代码	最新日期	总市值（亿元）	PE（2022E）	PE（2023E）	PE（2024E）
中信证券	600030.SH	2023/3/8	2870.16	13.40	11.73	9.55
中信建投	601066.SH	2023/3/8	1786.18	21.51	17.35	14.29
中金公司	601995.SH	2023/3/8	1480.68	21.51	17.35	14.24
国泰君安	601211.SH	2023/3/8	1187.11	9.85	8.01	6.93
广发证券	000776.SZ	2023/3/8	1118.31	17.03	12.95	9.76
招商证券	600999.SH	2023/3/8	1122.52	13.69	10.87	9.31
海通证券	600837.SH	2023/3/8	1035.60	11.90	9.54	8.18
国信证券	002736.SZ	2023/3/8	914.14	12.54	10.22	9.01
中国银河	601881.SH	2023/3/8	771.88	9.62	8.47	7.91
平均值				11.85	9.35	9.91

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

相对估值的敏感性分析

相对估值法对每股收益（EPS）和市盈率（PE）较为敏感，我们以 EPS 和 PE 作为敏感性因子对华泰证券的估值水平进行敏感性分析。

表10: 华泰证券估值对 EPS 和 PE 的敏感性分析

			给予华泰证券 PE 估值的溢价水平					
			5%	10%	20%	30%	40%	50%
			12.44x	13.04x	14.22x	15.41x	16.59x	17.78x
EPS(元)	-4%	0.98	12.19	12.78	13.94	15.10	16.26	17.42
	-2%	1.00	12.44	13.04	14.22	15.41	16.59	17.78
	基准	1.02	12.69	13.30	14.50	15.72	16.92	18.14
	2%	1.04	12.94	13.56	14.79	16.03	17.25	18.49
	4%	1.06	13.19	13.82	15.07	16.33	17.59	18.85

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

投资建议

综合上述分析, 我们认为公司股票合理估值区间在 14.50-15.72 元之间。较当前还有 14%-23% 的增长空间。基于我们认为 2023 年权益市场温和上涨的预期, 我们对公司盈利预测较前值有所下调, 本次覆盖对公司投资评级由“买入”下调至“增持”。

风险提示

盈利预测偏差较大的风险

盈利预测依赖于诸多假设，前提假设的细微变动便会对预测结果产生较大影响。考虑到证券行业未来发展空间、宏观调控政策调整以及公司的头部地位，我们对公司的增长预期寄予了偏乐观的判断，即对各项业务线条给予了较为乐观的增速假设。而未来的市场环境存在较大不确定性，不利事件的发生可能会对公司盈利增长产生较大影响，导致盈利预测与未来的实际盈利出现较大偏差。

二级市场大幅波动风险

我国资本市场尚属于发展中阶段，整体波动较为剧烈，证券交易市场作为资本市场的重要组成部分，存在超预期波动风险。二级市场超预期的周期性波动会引起公司经纪业务收入较大波动，因此不能排除公司业绩增长不达预期的可能性。

资产管理业务面临监管政策变动风险

我国资产管理行业的监管政策尚处于发展完善阶段，因此存在较大变动的可能性。公司资产管理业务的开展严格受到监管政策的框架约束，未来如果监管政策发生重大调整，公司资管产品存在不再符合监管要求的风险，这会对公司资产管理业务产生重大不利影响。

资本市场全面深化基础性制度改革推进不及预期的风险

资本市场改革进展受到市场经济环境、宏观政策调控以及法律制度建设等诸多因素约束，存在基础性制度改革推进不及预期的风险，从而对公司经营业绩产生较为不利的政策影响。以注册制改革为例，若全面注册制改革推进不及预期，公司投资银行业务的营业收入和营业利润增速将会受到不利影响。

投资收益的大幅波动风险

长期股权投资、交易性金融资产和衍生金融工具是公司投资收益的主要来源，易受到投资标的盈利情况和宏观经济环境的影响。若投资标的盈利出现不利波动或者宏观经济环境面临较大扰动，均会对公司投资收益造成不利影响，进而影响公司的营收及利润水平。

境外监管风险

因经济体制、历史文化、法律体系等方面的不同，境外的交易习惯和监管政策与我国存在较大差异，公司开展境外业务面临较大合规风险。若因对当地的文化和法律了解不够充分，触碰监管红线，公司会面临高额罚款甚至失去开展业务的资格，对拓展国际市场产生较大不利影响，导致公司成长不及预期。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产总计	716751	806651	871233	1065204	1334495	营业收入	31445	37905	33897	41372	52341
货币资金	153162	147868	140475	168570	202284	手续费及佣金净收入	13608	16673	16650	19500	23560
融出资金	102574	116942	105248	126298	164187	经纪业务净收入	6460	7879	7717	9040	11280
交易性金融资产	292695	356082	409494	491393	589672	投行业务净收入	3644	4344	4657	5444	6511
买入返售金融资产	19536	11752	12927	15512	18614	资管业务净收入	2980	3772	4278	5020	5773
可供出售金融资产	0	0	0	0	0	利息净收入	2605	3751	2626	2941	3382
负债合计	584439	654615	713026	895927	1149566	投资收益	17111	13592	8155	11172	16088
卖出回购金融资产款	139900	130710	124175	136593	177571	其他收入	1414	3592	6466	7759	9311
代理买卖证券款	136388	147502	132752	146027	189835	营业支出	17944	21567	22284	27057	33698
应付债券	97053	133338	136005	156406	195508	营业外收支	4	-66	-70	-40	-20
所有者权益合计	132312	152036	158092	166598	178543	利润总额	13504	16273	11543	14275	18623
其他综合收益	369	-217	955	1000	1055	所得税费用	2634	2672	2309	2855	3725
少数股东权益	3241	3613	3587	3574	3579	净利润	10870	13601	9234	11420	14898
归属于母公司所有者权益合计	129071	148423	154505	163024	174964	归属于母公司净利润	10822	13346	9188	11363	14824
每股净资产(元)	14.22	15.25	17.42	18.36	19.67						
总股本	9077	9077	9076	9076	9076						

关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股收益	1.20	1.47	1.02	1.26	1.64
每股净资产	14.22	15.25	17.41	18.30	19.54
ROE	8.60%	9.62%	6.07%	7.17%	8.82%
收入增长	26.00%	21.00%	-11.00%	22.00%	27.00%
净利润增长率	20.00%	25.00%	-32.00%	24.00%	30.00%
资产负债率	81.54%	81.15%	81.84%	84.11%	86.14%
P/E	10.72	8.75	12.37	8.04	6.01
P/B	0.90	0.84	0.74	0.69	0.63

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032