

华泰证券（601688.SH） 经纪及投行业务高增，股权激励提升竞争优势

2021年03月24日

——华泰证券2020年年报点评

投资评级：买入（维持）
高超（分析师）
龚思匀（联系人）

gaochao1@kysec.cn

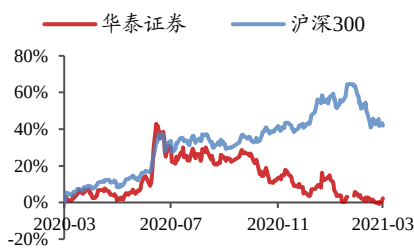
gongsiyun@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790120110033

日期	2021/3/23
当前股价(元)	17.18
一年最高最低(元)	25.00/16.61
总市值(亿元)	1,559.37
流通市值(亿元)	1,264.04
总股本(亿股)	90.77
流通股本(亿股)	73.58
近3个月换手率(%)	62.66

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《华泰证券首次覆盖报告-双轮战略增强成长性，科技赋能塑造新龙头》
-2021.1.6

● 经纪和投行业务驱动业绩高增，维持“买入”评级

2020年公司营业收入/归母净利润分别为314.4/108.2亿元，分别同比+26.47%/+20.23%，ROE 8.61%，同比增加0.67个百分点，业绩低于我们预期，公司资管和投资收入增速不达预期，管理费增长略超预期。注册制及市场活跃度提升下，投行和经纪业务收入同比分别+87%/+57%，为业绩主要驱动因素。我们下调公司投资业务收益率及资管业务收入，下调公司2021-2023年净利润至127.64/157.61/191.31亿元（调前2021-2022年净利润143.25/170.06亿元），2021-2023年EPS1.41/1.74/2.11元。公司财富管理转型先发优势明显，注册制下投行业务有望保持扩张，轻资本业务占比不断提升，科技投入领先，股权激励机制下，竞争优势有望进一步增强。当前股价对应2021-2023年PE分别为12.2/9.9/8.2倍，维持“买入”评级。

● IPO驱动投行业务大幅增长，代销金融产品收入高增

（1）2020年公司投行业务收入同比+87%，其中IPO、再融资、债承收入分别同比+272%/+170%/+35%。公司IPO承销规模236亿元，同比+252%，IPO单数21单，同比增加15单；再融资规模649亿元，同比+132%，IPO驱动投行业绩大增。（2）2020年市场日均股基成交额同比+62%，公司市占率7.99%，行业排名第一，同比+0.13pct，2020年公司交易单元席位收入和代销金融产品收入同比分别+75%/+188%，金融产品销售规模同比+88%，财富管理转型初见成效。（3）2020年末母公司两融规模1241亿元，同比+85%，市占率7.67%，同比+1.08pct，其中融券余额254亿元，同比+985%，市占率18.55%，两融业务增长较快。

● 基金管理业务收入增速较快，股权激励提升公司竞争力

（1）2020年末公司资管规模5675亿元，同比-19%，定向和集合资管规模同比分别-30%/-10%，集合资管收入同比+15%，集合资管费率同比+0.07pct；公司公募基金业务收入1.33亿元，同比+259%。（2）2020年公司投资收益144亿元，同比+21%，其中金融工具投资收益、对联营企业投资收益同比分别+11%/+54%，2020年参股公司南方基金净利润同比+65%，驱动投资收益明显增长。（3）2020年公司实施股权激励，激励机制下公司竞争优势有望不断提升。

● 风险提示：股权激励不确定性；市场波动风险。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	24,863	31,445	35,407	41,733	48,455
YOY(%)	54.3	26.5	12.6	17.9	16.1
归母净利润(百万元)	9,002	10,822	12,764	15,761	19,131
YOY(%)	78.9	20.2	17.9	23.5	21.4
毛利率(%)	46.7	42.9	45.0	47.1	49.3
净利率(%)	36.2	34.4	36.0	37.8	39.5
ROE(%)	8.0	8.6	9.5	10.8	12.0
EPS(摊薄/元)	0.99	1.19	1.41	1.74	2.11
P/E(倍)	17.3	14.4	12.2	9.9	8.2
P/B(倍)	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	479,085	603,613	710,593	818,193	951,553
现金	117,098	153,162	205,658	225,055	263,623
应收票据及应收账款	5,511	9,096	9,336	11,245	13,182
其他应收款	-0	-0	-0	-0	-0
预付账款	-0	-0	-0	-0	-0
存货	-0	-0	-0	-0	-0
其他流动资产	356,475	441,356	495,600	581,893	674,748
非流动资产	83,096	113,138	127,428	147,192	167,150
长期投资	15,639	18,445	21,695	25,582	30,201
固定资产	3,669	3,779	3,879	3,979	4,079
无形资产	5,711	5,276	5,376	5,401	5,426
其他非流动资产	58,077	85,639	96,478	112,231	127,444
资产总计	562,181	716,751	838,021	965,385	1,118,703
流动负债	283,023	408,911	488,105	568,077	663,903
短期借款	5,724	11,300	15,255	19,831	25,781
应付票据及应付账款	11,311	43,706	48,706	53,706	58,706
其他流动负债	265,987	353,906	424,144	494,540	579,416
非流动负债	153,503	175,528	207,234	241,779	283,891
长期借款	851	475	642	834	1,085
其他非流动负债	152,652	175,052	206,592	240,944	282,806
负债合计	436,526	584,439	695,339	809,856	947,794
少数股东权益	3,117	3,241	3,495	3,809	4,186
股本	9,077	9,077	9,077	9,077	9,077
资本公积	70,291	70,750	70,750	70,750	70,750
留存收益	28,297	34,710	43,569	56,101	71,104
归属母公司股东权益	122,537	129,072	139,188	151,721	166,724
负债和股东权益	562,181	716,751	838,021	965,385	1,118,703

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	20440	27754	35203	43714	52600
净利润	9057	10870	12820	15831	19216
折旧摊销	1629	1729	1829	1929	2029
财务费用	8	0	0	0	0
投资损失	-6957	-7057	-7157	-7257	-7357
营运资金变动	127303	132303	137303	142303	147303
其他经营现金流	-110591	-110091	-109591	-109091	-108591
投资活动现金流	-3943	-3843	-3743	-3643	-3543
资本支出	0	0	0	0	0
长期投资	220	320	420	520	620
其他投资现金流	2494	2594	2694	2794	2894
筹资活动现金流	35669	-28774	-20715	-35677	-26991
短期借款	2708	2808	2908	3008	3108
长期借款	134155	134255	134355	134455	134555
普通股增加	8	0	0	0	0
资本公积增加	13649	13649	13649	13649	13649
其他筹资现金流	0	0	0	0	0
现金净增加额	52442	-4864	10745	4394	22065

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	24,863	31,445	35,407	41,733	48,455
营业成本	13,255	17,944	19,485	22,070	24,588
营业税金及附加	152	209	235	278	323
营业费用	12	16	20	24	28
管理费用	11,367	15,166	16,372	18,555	20,621
研发费用	-0	-0	-0	-0	-0
财务费用	-0	-0	-0	-0	-0
资产减值损失	720	1,306	1,437	1,581	1,739
其他收益	1,019	1,263	1,441	1,657	1,906
公允价值变动收益	2,057	-2,748	0	0	0
投资净收益	9,849	17,111	16,964	21,053	24,765
资产处置收益	12	16	20	24	28
营业利润	11,608	13,501	15,922	19,662	23,867
营业外收入	16	86	96	114	132
营业外支出	38	82	92	109	126
利润总额	11,586	13,504	15,926	19,667	23,872
所得税	2,529	2,634	3,106	3,836	4,656
净利润	9,057	10,870	12,820	15,831	19,216
少数股东损益	56	48	57	70	85
归母净利润	9,002	10,822	12,764	15,761	19,131
EBITDA	13215	15233	17755	21596	25901
EPS(元)	0.99	1.19	1.41	1.74	2.11

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	54.3	26.5	12.6	17.9	16.1
营业利润(%)	79.3	16.3	17.9	23.5	21.4
归属于母公司净利润(%)	78.9	20.2	17.9	23.5	21.4
获利能力					
毛利率(%)	46.7	42.9	45.0	47.1	49.3
净利率(%)	36.2	34.4	36.0	37.8	39.5
ROE(%)	8.0	8.6	9.5	10.8	12.0
ROIC(%)	6.8	7.5	8.1	9.0	9.7
偿债能力					
资产负债率(%)	77.6	81.5	83.0	83.9	84.7
净负债比率(%)	1.3	1.9	2.3	2.8	3.0
流动比率	1.7	1.5	1.5	1.4	1.4
速动比率	1.7	1.5	1.5	1.4	1.4
营运能力					
总资产周转率	5.3	4.9	4.6	4.6	4.7
应收账款周转率	578.1	430.5	384.2	405.6	396.7
应付账款周转率	234.4	65.2	42.2	43.1	43.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.99	1.19	1.41	1.74	2.11
每股经营现金流(最新摊薄)	2.25	3.06	3.88	4.82	5.80
每股净资产(最新摊薄)	13.50	14.22	15.33	16.72	18.37
估值比率					
P/E	17.3	14.4	12.2	9.9	8.2
P/B	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	28.0	31.7	23.1	25.1	22.4

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn