

2021年03月24日

财富管理 & 机构服务双轮驱动，科技赋能平台化优势突出

华泰证券 (601688)

事件概述

公司发布2020年年报，2020公司实现营业收入314.4亿元，同比+26.5%；归母净利108.2亿元，同比+20.2%；ROE（加权）8.61%，同比增0.67个百分点；稀释EPS为1.19元。

分析判断：

► 各项业务全面增长，经纪与投行贡献最大增量

分项业务增速来看，投行业务增速最高，实现营收36.4亿元，同比+87.1%；经纪业务次之，营收64.6亿元，同比+57.3%；利息收入26.1亿元，同比+22.8%；自营业务收入101.6亿元，同比+10.7%；资管业务收入29.8亿元，同比+7.5%。

业绩贡献来看，经纪业务手续费对于业绩增量贡献最大，为36%；其次为投行业务，贡献26%；再次为证券自营业务贡献15%；利息净收入与资管业务收入分别贡献7%和3%。

汇兑业务净收入为-8.2亿元，同比-665.3%，拖累营收15%。此外管理费用增速与减值计提增速快于营收增速致使归母净利增速低于营收，报告期管理费用151.2亿元，同比+33.4%，主要因为收入增加相应人工费用计提增加；减值计提13.1亿元，同比+81.5%，主要由于公司基于审慎原则对于融出资金减值计提13.6亿元（去年同期转回0.06亿元）。

► 科技赋能推动财富管理和机构服务“双轮驱动”，平台化全业务产业链优势突出

1) 科技赋能财富管理优势持续，融券业务暴增市场份额近20%
报告期公司股基交易额市场份额增加0.29pct至7.82%，市场份额行业第一地位进一步稳固，经纪业务手续费收入64.6亿元，同比+57.3%，贡献了最大的业务增量。公司借鉴国内外先进的财富管理服务体系和经验，从产品、服务、流程和技术平台等方面加快财富管理业务发展，面向客户的移动服务平台“涨乐财富通”与面向投资顾问的工作云平台“AORTA”继续不断迭代升级，深化贯通，高效、精准赋能一线投资顾问。根据易观智库，2020年12月底，“涨乐财富通”月活数已突破911万，位居证券公司类APP第一名。报告期公司首批获得基金投资顾问业务试点资格，并推出基于“人+平台”投顾服务体系的基金投顾服务“涨乐星投”。不含现金管理产品“天天发”，金融产品保有数量6,160只，销售规模7,053.31亿元。

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	17.18
股票代码：	601688
52周最高价/最低价：	25.0/16.61
总市值(亿)	1,559.37
自由流通市值(亿)	1,264.04
自由流通股数(百万)	7,357.60



分析师：吕秀华
邮箱：lvxh@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520040001

分析师：罗惠洲
邮箱：luohz@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520070004

分析师：魏涛
邮箱：weitao@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519070003

*冯可是本文重大贡献者

相关研究

1. 【华西非银】华泰证券(601688)深度：财富管理 & 机构服务双轮驱动 平台化战略行业领先
2020.09.14

资本中介业务继续强两融、压质押，科技助力融券业务先发优势。报告期末，公司融资融券余额 1,241.2 亿元，同比+84.9%，市场份额达 7.67%；其中，融券业务余额 254.1 亿元，同比+985%，市场份额达 18.55%；股押业务待购回余额 314.6 亿元，其中表内余额 64.8 亿元。公司发布全市场首个开放式线上证券借贷交易平台“融券通”，开启证券借贷行业数字化运营新模式。

2) 投行业务份额提升；交易业务坚持以客户需求为中心，去方向化。

报告期公司投行业务净收入 36 亿元，同比+87%；IPO 承销金额 240.26 亿元，同比+258%，市占率提升 2.52pct 至 5.20%；再融资金额 696 亿元，同比+361%，市占率提升 0.81pct 至 11.35%；核心债承销金额 2819 亿元，同比+163%，市占率提升 2.12pct 至 5.99%。

PB 业务体重塑以客户为导向的全业务链服务体系，2020 年基金托管业务规模 2458.3 亿元，同比+87%。

自营交易坚持去方向化，以客户需求为导向。1) 权益自营继续推进业务模式全面向交易导向转型，坚持去方向化，挖掘多样化的交易策略手段，打造具备核心竞争力、可持续发展的权益投资与交易体系；2) 持续构建以客户需求为导向、以交易为核心的 FICC 业务体系，打造跨品种、跨市场的产品线。不断推进 HEADS 大交易平台建设和 CAMS 信用分析管理系统开发，体系化、平台化提升投资交易能力和风险管理能力。3) 构建以客户为核心的场外衍生品业务体系，报告期场外衍生品新增交易量排名跻身行业前列。截至报告期末，收益互换存量名义本金为 509.54 亿元；场外期权存量名义本金为 362.45 亿元。

► 国际业务 GDR 领域有绝对优势，AssetMark 在 TAMP 地位稳固

华泰境外通过华泰国际及其持有的华泰金控（香港）、AssetMark、华泰证券（美国）等运营主体经营国际业务。华泰国际资产规模突破千亿港元，跻身香港中资券商第一梯队。凭借投行境内外联动优势以及自身 GDR 成功发行经验，先后助力中国太保和长江电力成功实现 GDR 发行，登陆伦交所，继续保持了在 GDR 领域的绝对优势。同时，华泰国际在年内取得 GDR 做市商资格，是全亚洲唯一取得该资质的金融机构，为英国业务的发展奠定了基础。报告期内，华泰国际参与完成 IPO 项目 23 个，保荐金额位列香港中资券商第四。AssetMark 通过领先的业务模式和先进的技术平台保持管理资产规模稳步增长，行业领先地位稳固，截至报告期末，AssetMark 平台资产总规模达到 745.20 亿美元，同比+21%，服务的终端账户覆盖了近 18.7 万个家庭，同比+15%。华泰证券（美国）于 2019 年获得经纪交易商牌照，可在美国开展经纪交易商业业务，包括证券承销、面向机构投资者投资者的证券经纪、并购财务顾问等业务，并于 2020 年获得自营牌照，业务资格进一步扩展。

► 股权激励计划绑定核心员工，进一步激发公司活力

2021年3月23日华泰证券公布股权激励计划，拟向824名员工（占总人数的8.12%）授予不超过4564万股限制性股票（占总股本的0.503%），授予价格为9.10元/股（为3月23日收盘价的53%）。作为地方国企，部分管理层薪酬偏低，股权激励计划的推出预计激励效应显著，有助于建立更加市场化的机制，激发公司活力。

投资建议

作为科技驱动的行业转型开拓者，科技赋能财富管理与机构客户服务双轮驱动继续推进，公司平台化战略值得持续关注。但需要同时关注公司业务管理费过快上升情况。

我们将2021-2022年预测归母净利润分别由126.29亿元/137.01亿元调整至128.33亿元/140.67亿元，新增2023年预测归母净利润155.06亿元；2021-2022年预测每股收益分别由1.39元/1.51元调整至1.41元/1.55元，新增2023年每股收益预测1.71元。维持此前“买入”评级。

风险提示

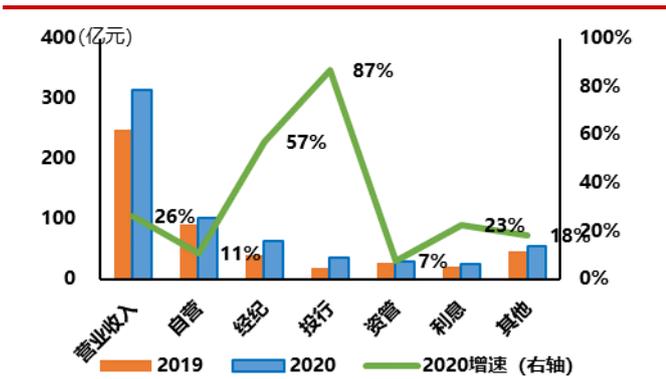
- 1) 权益市场大幅下跌，券商股票质押业务风险与证券投资业务风险；
- 2) 注册制下投行责任加大，投行业务尽责及合规风险；
- 3) 交易量大幅萎缩，资本市场改革低于预期的风险；
- 4) 业务管理费用大幅上升风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	248.63	314.45	366.59	399.60	437.92
YoY (%)	54.35	26.47	16.58	9.01	9.59
归母净利润(亿元)	90.02	108.22	128.33	140.67	155.06
YoY (%)	78.86	20.23	18.58	9.61	10.23
毛利率 (%)	36.20	34.42	35.01	35.20	35.41
每股收益 (元)	0.99	1.19	1.41	1.55	1.71
ROE	7.97	8.60	9.47	9.44	9.52
市盈率	17.32	14.41	12.15	11.09	10.06

资料来源：Wind，华西证券研究所

图 1 2020 年各项业务收入及增速



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 2 2020 年各项业务收入贡献度

单位: 亿元	2019	2020	增量	贡献度
自营	91.8	101.6	9.8	15%
经纪	41.1	64.6	23.5	36%
投行	19.5	36.4	17.0	26%
资管	27.7	29.8	2.1	3%
利息	21.2	26.1	4.8	7%
其他	47.3	56.0	8.6	13%
营业收入	248.6	314.4	65.8	

资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 3 2015 年至今公司股基交易额及份额



资料来源: 公司年报, Wind, 华西证券研究所

图 4 2015 年至今公司融资融券余额及份额



资料来源: 公司年报, Wind, 华西证券研究所

图 5 2015 年至今公司股票质押业务规模



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 6 IPO 业务规模及市场份额



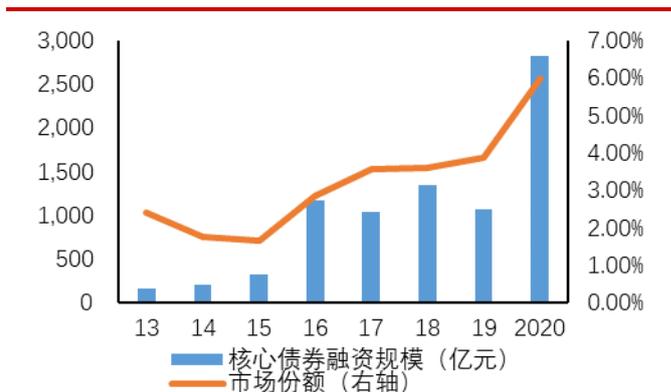
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图7 再融资业务规模及市场份额



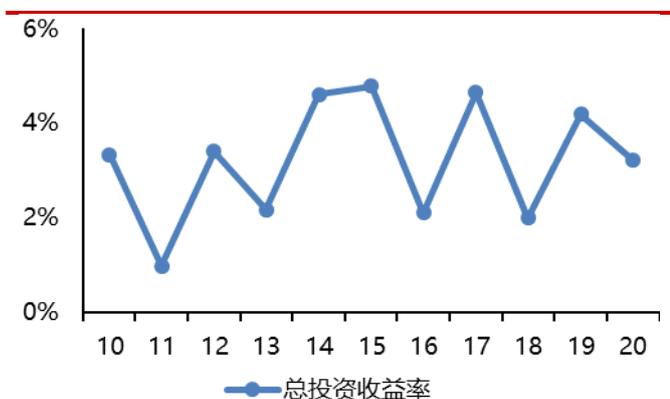
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图8 核心债业务规模及市场份额



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图9 公司总投资收益率稳定



资料来源: 公司年报, 华西证券研究所

图10 核心债业务规模及市场份额



资料来源: 公司年报, Wind, 华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

资产负债表					利润表				
单位:亿元					单位:亿元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,531.6	1,877.3	2,130.4	2,410.3	营业收入	314.45	366.59	399.60	437.92
其中:客户资金	1,035.1	1,321.8	1,520.0	1,748.0	代理买卖证券业务净收入	64.60	64.51	63.77	63.74
存款					证券承销业务净收入	36.44	44.73	53.48	64.38
结算备付金	281.1	347.9	396.1	449.9	受托客户资产管理业务净收入	29.80	31.88	35.41	40.22
其中:客户备付金	211.2	269.7	310.2	356.7	利息净收入	26.05	38.83	41.38	45.27
融出资金	1,025.7	1,128.3	1,241.1	1,365.3	投资净收益	171.11	164.01	181.38	198.41
金融投资	3,390.5	3,793.5	4,168.0	4,522.6	公允价值变动净收益	-27.48	0.00	0.00	0.00
交易性金融资产	2,927.0	3,274.9	3,598.2	3,904.3	汇兑净收益	-8.21	0.00	0.00	0.00
债权投资	304.1	340.3	373.9	405.7	其他业务收入	14.14	15.55	17.11	18.82
其他债权投资	52.7	58.9	64.8	70.3	营业支出	179.44	206.23	223.83	244.18
其他权益工具投资	106.8	119.5	131.3	142.4	营业税金及附加	2.09	2.44	2.66	2.91
持有至到期投资	-	-	-	-	管理费用	151.66	176.81	192.73	211.21
买入返售金融资产	195.4	195.4	195.4	195.4	信用减值损失	13.06	13.06	13.06	13.06
长期股权投资	184.4	206.4	226.7	246.0	其他业务成本	12.63	13.95	15.41	17.02
固定资产	37.8	42.3	46.5	50.4	营业利润	135.01	160.35	175.77	193.74
无形资产	52.8	59.0	64.9	70.4	利润总额	135.04	160.41	175.83	193.82
递延所得税资产	3.4	3.8	4.2	4.5	所得税	26.34	31.29	34.29	37.80
投资性房地产	4.1	4.6	5.0	5.4	归属母公司净利润	108.22	128.33	140.67	155.06
其他资产	460.7	552.9	622.3	697.6	主要财务比率				
资产总计	7,167.5	8,211.3	9,100.6	10,017.9	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
短期借款	113.0	144.2	161.5	177.6	成长能力				
应付短期融资款	439.5	483.5	531.8	585.0	营业收入(%)	26.5	16.6	9.0	9.6
拆入资金	48.2	61.4	68.8	75.7	归母净利润(%)	20.2	18.6	9.6	10.2
交易性金融负债	153.8	153.8	153.8	153.8	收入结构				
衍生金融负债	134.0	134.0	134.0	134.0	手续费净收入(%)	20.5	17.6	16.0	14.6
卖出回购金融资产款	1,399.0	1,622.8	1,817.6	1,999.3	承销收入(%)	11.6	12.2	13.4	14.7
代理买卖证券款	1,363.9	1,741.6	2,002.8	2,303.2	资产管理收入(%)	9.5	8.7	8.9	9.2
其他负债	610.3	671.3	738.5	812.3	利息净收入(%)	8.3	10.6	10.4	10.3
负债合计	5,844.4	6,772.4	7,517.3	8,291.6	投资收益(%)	32.3	32.1	32.7	32.5
股本	90.8	90.8	90.8	90.8	其他业务收入(%)	17.8	18.8	18.8	18.7
资本公积金	707.5	707.5	707.5	707.5	获利能力				
盈余公积金	57.1	69.9	84.0	84.0	自营投资收益率(%)	3.3	3.3	3.3	3.3
未分配利润	290.0	392.7	505.2	629.2	(%)				
一般风险准备	157.9	170.8	184.8	200.3	杠杆率	4.5	4.6	4.6	4.5
归属于母公司所有者权益	1,290.7	1,419.0	1,559.7	1,699.3	ROE(%)	8.6	9.5	9.4	9.5
负债及股东权益	7,167.5	8,211.3	9,100.6	10,017.9	ROA(%)	1.7	1.7	1.6	1.6
每股指标(单位:元)					估值				
每股净利润	1.19	1.41	1.55	1.71	PE	14.41	12.15	11.09	10.06
每股净资产	14.22	15.63	17.18	18.72	PB	1.21	1.10	1.00	0.92

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出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。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。