

# 代销、融券贡献闪光点，自营去方向化保障业绩稳健增长

——华泰证券 2020 年年报点评



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2021年03月24日)	17.14元
目标价格	20.07元
52周最高价/最低价	24.68/16.61元
总股本/流通A股(万股)	907,665/907,665
A股市值(百万元)	155,574
国家/地区	中国
行业	非银行金融
报告发布日期	2021年03月24日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	2.15	-1.4	-2.94	0.59
相对表现	5.99	4.66	-8.74	-22.6
沪深300	-3.84	-6.06	5.8	23.19



资料来源: WIND、东方证券研究所

**证券分析师** 唐子佩  
021-63325888\*6083  
tangzipei@orientsec.com.cn  
执业证书编号: S0860514060001  
香港证监会牌照: BPU409

**证券分析师** 孙嘉庚  
021-63325888\*6094  
sunjiageng@orientsec.com.cn  
执业证书编号: S0860520080006

## 相关报告

人工成本与信用减值增加致业绩增速放缓，2020-10-31  
全条线业务转型仍有序推进：——华泰证券  
2020 年三季度报点评

投资交易转型推动自营收入大增，20H1 业  
绩超预期增长：——华泰证券 2020 年中报  
点评

金融科技赋能+机构财管双轮驱动，创新龙  
头出击中：——华泰证券首次覆盖报告

## 核心观点

- **业绩表现符合预期,ROE 同比小幅增加。**1) 公司 2020 年实现营业收入 314.45 亿元,同比+26%,实现归母净利润 108.22 亿元,同比+20%。2) 公司 2020 年实现 ROE8.60%,同比+0.6pct,较行业平均高出 1.3pct。截至 20 年末权益乘数达 4.5,较年初增加 0.64。3) 其中,自营、经纪、投行、资管、利息净收入占比分别为 46%、21%、12%、10%、8%。
- **经纪市占率提升,融券发力市占率大增, IPO 显著回暖助投行收入大增。**1) 20 年公司实现经纪收入 64.60 亿元,同比+57%,其中代销收入 4.98 亿元,同比增长 188%。股基成交额市占率由 7.56%增至 7.75%。2) “融券通”成效显著,截至 20 年末融券余额高达 254 亿元(市占率 18.55%),占两融比重增至 20.47%(行业最高);两融余额同增 82%至 1241 亿元,市占率提升 1pct 至 7.67%(行业第一)。3) 20 年公司实现投行收入 36.44 亿元,同比+87%。公司股债承销规模 6946 亿元,市占率 6.52%,同比+1.5pct;其中 IPO 业务显著回暖,规模达 240 亿元,市占率由 19 年的 2.65%回升至 5.11%。
- **去方向化自营收入稳健增长 21%,主动管理转型助资管收入+7%。**1) 截至 20 年末公司自营资产规模较年初+19%至 3391 亿元;得益于股票衍生品等去方向化模式的持续发展,股票资产较年初+96%至 590 亿元,占比由 11%增至 17%。20 年公司实现自营收入 143.63 亿元,高基数下同+21%。2) 20 年末公司资管规模较年初下滑 19%至 5675 亿元。据中基协数据,公司 20 年私募资管月均规模 4849 亿元,主动管理占比由年初的 43%增至 55%,主动管理转型下,公司资管收入同比+7%至 31.55 亿元。3) 公司 20 年计提信用减值损失 13.06 亿元,同比增加 82%,股质风险有望逐步出清。

## 财务预测与投资建议

- 减值影响下,将 21-22BVPS 由 16.19/18.06 下调至 15.44/16.90,新增 23BVPS 为 18.61,可比公司法目标 21PB 为 1.30x,对应 20.07 元,维持增持评级。

## 风险提示

- 政策出台对行业的影响超预期;市场波动对行业业绩、估值的双重影响。

### 公司主要财务信息

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	24,863	31,445	36,794	41,989	47,108
同比增长(%)	54%	26%	17%	14%	12%
营业利润(百万元)	11,608	13,501	16,976	20,505	24,191
同比增长(%)	79%	16%	26%	21%	18%
归属母公司净利润(百万元)	9,002	10,822	13,717	16,557	19,647
同比增长(%)	79%	20%	27%	21%	19%
每股收益(元)	1.04	1.19	1.51	1.82	2.16
总资产收益率(%)	2%	2%	2%	2%	2%
净资产收益率(%)	8%	8%	10%	11%	12%
市盈率	16.5	14.4	11.4	9.4	7.9
市净率	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
经纪业务佣金率(%)	0.0200	0.0189	0.0184	0.0184	0.0189

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格, 据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

2021-23 年公司 BVPS 分别为 15.44/16.90/18.61 (21-22 年原预测 16.19/18.06, 主要由于公司成本支出增加与信用减值损失增加超出预期)。我们采用相对估值法, 综合考虑华泰证券作为龙头券商的相对优势, 选择综合实力较强的中信证券、招商证券、海通证券, 同时将经纪业务收入占比较高的中国银河也作为可比公司。四家可比公司对应 21PB 估值为 1.30 倍, 我们预测公司 2021 年 BVPS 为 15.44 元, 对应目标价 20.07 元, 维持公司增持评级。

**表 1: 可比公司 PB 估值表**

代码	可比公司	2019	2020	2021	2022
600030	中信证券	1.93	1.72	1.58	1.44
600999	招商证券	2.00	1.56	1.42	1.28
600837	海通证券	1.23	0.99	0.92	0.84
601881	中国银河	1.48	1.38	1.25	1.13
	平均值	<b>1.70</b>	<b>1.40</b>	<b>1.30</b>	<b>1.20</b>

数据来源: WIND、东方证券研究所

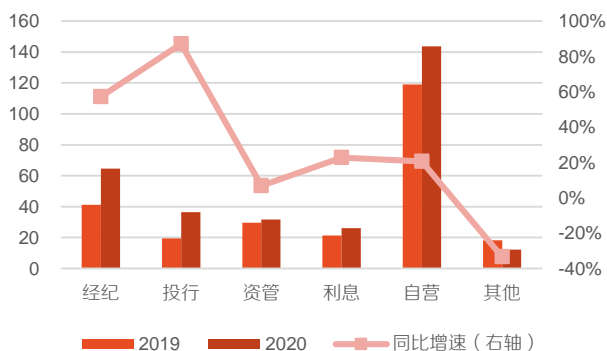
**表 2: 2020 年业绩摘要**

单位: 百万元	2019	2020	同比 (%)
一、营业收入	24,863	31,445	26.47
手续费及佣金净收入	9,288	13,608	46.52
经纪业务手续费净收入	4,108	6,460	57.26
投资银行业务手续费净收入	1,947	3,644	87.13
资产管理业务手续费净收入	2,952	3,155	6.87
利息净收入	2,122	2,605	22.79
投资净收益	9,849	17,111	73.74
对联营企业和合营企业的投资收益	2,726	4,204	54.18
公允价值变动净收益	2,057	(2,748)	(233.58)
其他业务收入	1,152	1,414	22.79
二、营业支出	13,255	17,944	35.37
营业税金及附加	152	209	37.70
管理费用	11,367	15,166	33.42
减值损失合计	717	1,306	82.15
其他业务成本	1,019	1,263	23.94
三、营业利润	11,608	13,501	16.31
四、利润总额	11,586	13,504	16.56
减: 所得税	2,529	2,634	4.16
五、净利润	9,057	10,870	20.02
归属于母公司所有者的净利润	9,002	10,822	20.23
总资产	562,181	716,751	27.49
归属于母公司所有者的净资产	122,537	129,071	5.33

代理买卖证券款	89,818	136,388	51.85
权益乘数	3.85	4.50	16.64

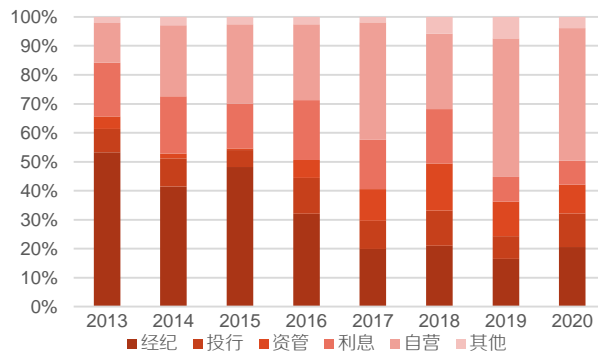
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 1：2020 年公司分业务收入（亿元）及同比增速



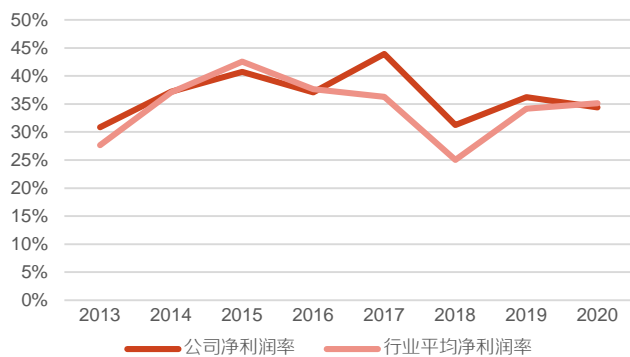
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 2：2013-2020 年公司分业务收入结构



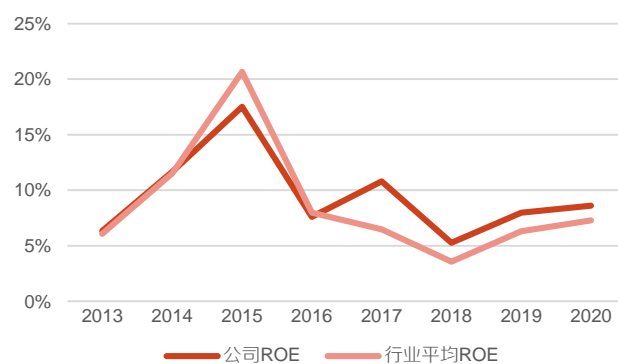
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 3：2013-2020 年公司净利润率

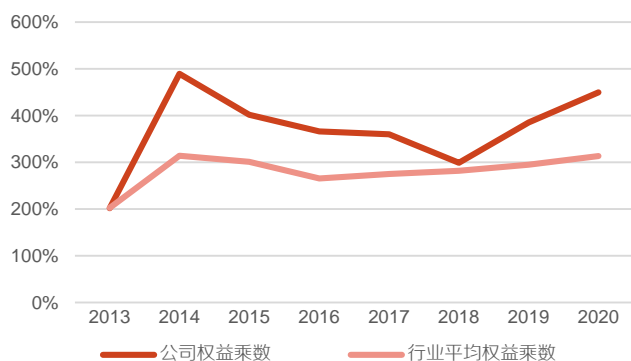


数据来源：WIND、东方证券研究所

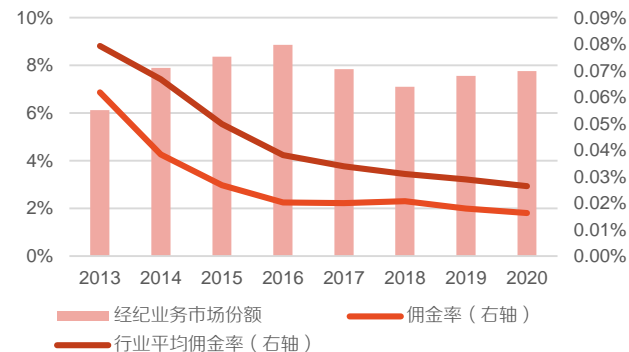
图 4：2013-2020 年公司 ROE



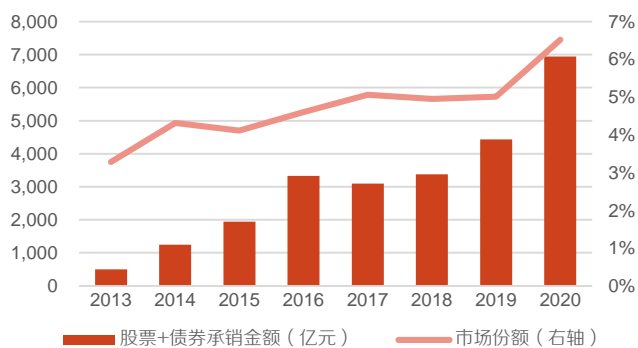
数据来源：WIND、东方证券研究所

**图 5：2013-2020 年公司权益乘数（剔除代理买卖证券款）**


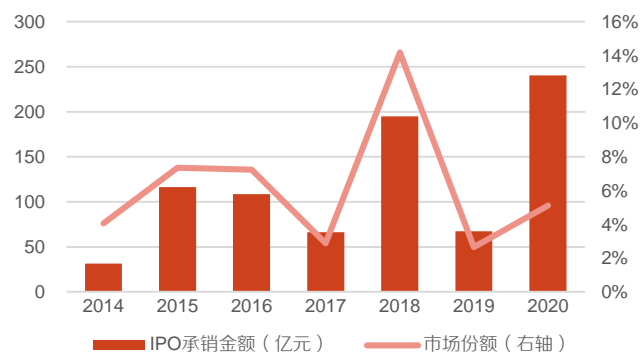
数据来源：WIND、东方证券研究所

**图 6：2013-2020 年公司经纪市占率及佣金率**


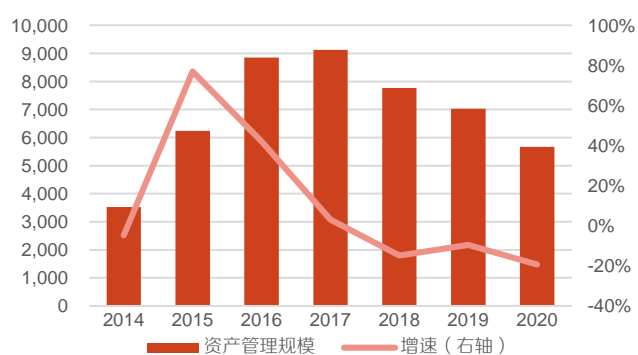
数据来源：WIND、东方证券研究所

**图 7：2013-2020 年公司股债承销金额及市占率**


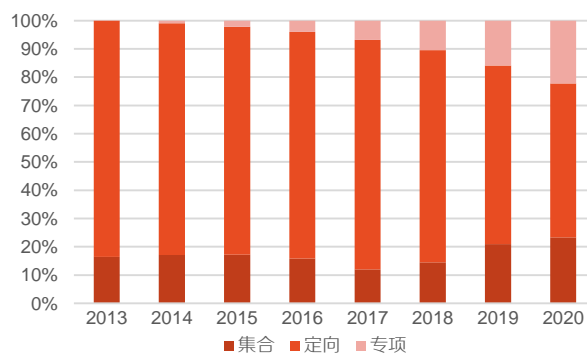
数据来源：WIND、东方证券研究所

**图 8：2014-2020 年公司 IPO 承销金额及市占率**


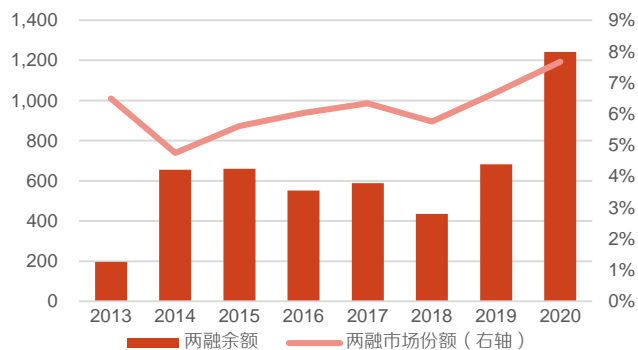
数据来源：WIND、东方证券研究所

**图 9：2014-2020 年公司资产管理规模及增速**


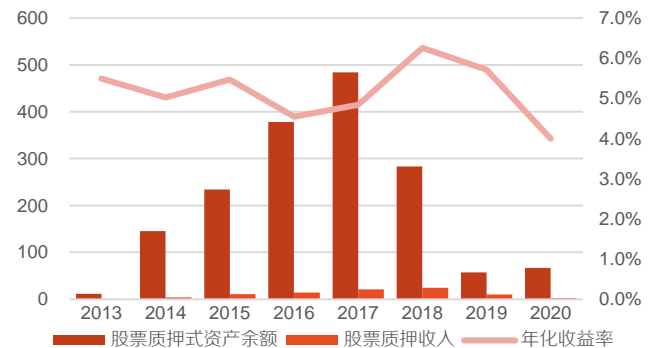
数据来源：WIND、东方证券研究所

**图 10：2013-2020 年公司资产管理构成**


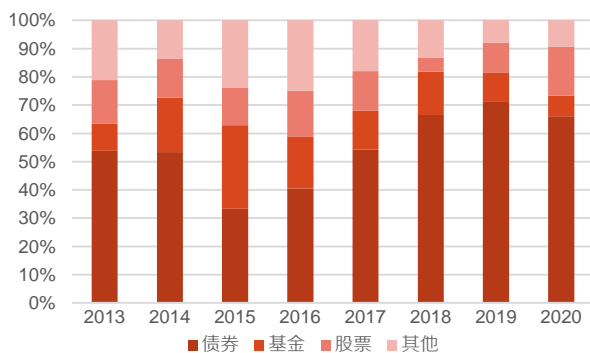
数据来源：WIND、东方证券研究所

**图 11：2013-2020 年公司两融余额及市场份额**


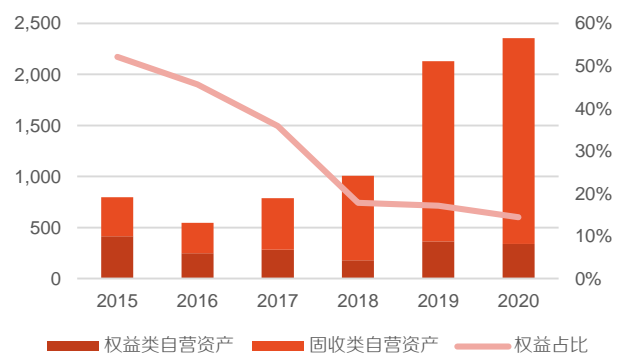
数据来源：WIND、东方证券研究所

**图 12：2013-2020 年表内股票质押余额及收入（亿元）**


数据来源：WIND、东方证券研究所

**图 13：2013-2020 年公司金融投资资产构成**


数据来源：WIND、东方证券研究所

**图 14：2015-2020 年自营资产规模（亿元）及权益占比**


数据来源：WIND、东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
银行存款	117,098	153,162	173,534	185,647	197,335	<b>成长能力</b>					
其中：客户存款	67,245	103,511	117,279	125,465	133,364	营业收入	54.3%	26.5%	17.0%	14.1%	12.2%
公司存款	49,853	49,651	56,255	60,182	63,971	手续费及佣金净收入	15.2%	46.5%	9.8%	9.7%	10.5%
结算备付金	22,471	28,113	31,852	34,075	36,220	其中：经纪业务	21.3%	57.3%	10.3%	7.0%	9.2%
其中：客户备付金	15,715	21,124	23,934	25,605	27,217	投行业务	-0.1%	87.1%	9.1%	9.9%	8.9%
公司备付金	6,756	6,988	7,918	8,471	9,004	资产管理	12.5%	6.9%	8.7%	13.9%	13.8%
投资资产	252,796	292,695	329,603	383,812	447,641	净利息收入	-29.6%	22.8%	17.7%	22.3%	17.0%
其中：交易性资产	252,796	292,695	329,603	383,812	447,641	自营收入	182.5%	10.7%	10.8%	3.9%	-8.0%
可供出售资产	0	0	0	0	0	营业支出	37.6%	35.4%	10.4%	8.4%	6.7%
持有至到期资产	0	0	0	0	0	管理费用	39.2%	33.4%	12.2%	9.2%	7.1%
存出保证金	12,654	24,764	28,058	30,016	31,906	营业利润	79.3%	16.3%	25.7%	20.8%	18.0%
买入返售资产	18,466	19,536	22,135	21,824	21,224	归属于母公司净利润	78.9%	20.2%	26.7%	20.7%	18.7%
长期股权投资	15,639	18,445	20,289	22,318	24,550	<b>资产分布</b>					
固定资产（含在建工程）	3,699	3,815	4,005	4,205	4,414	自有存款/总资产	8.9%	6.9%	7.1%	6.7%	6.4%
<b>资产总计</b>	<b>562,181</b>	<b>716,751</b>	<b>796,434</b>	<b>896,617</b>	<b>1,007,143</b>	客户存款/总资产	12.0%	14.4%	14.7%	14.0%	13.2%
交易性金融负债	7,380	15,382	16,920	18,612	20,473	投资资产/总资产	45.0%	40.8%	41.4%	42.8%	44.4%
代买卖证券款	89,818	136,388	154,529	165,315	175,723	买入返售资产/总资产	3.3%	2.7%	2.8%	2.4%	2.1%
应付职工薪酬	8,934	11,132	11,635	14,560	16,591	投资资产/净资产	201.2%	221.2%	229.7%	244.8%	259.5%
<b>负债总计</b>	<b>436,526</b>	<b>584,439</b>	<b>652,964</b>	<b>739,810</b>	<b>834,643</b>	<b>收入分布</b>					
股本	9,077	9,077	9,077	9,077	9,077	手续费收入/营业收入	37.4%	43.3%	40.6%	39.0%	38.5%
资本公积	70,291	70,750	71,458	72,172	72,894	经纪业务/营业收入	16.5%	20.5%	19.4%	18.2%	17.7%
一般风险准备	23,178	28,999	31,752	35,076	39,018	投行业务/营业收入	7.8%	11.6%	10.8%	10.4%	10.1%
交易风险准备						资管业务/营业收入	11.9%	10.0%	9.3%	9.3%	9.4%
盈余公积	5,119	5,711	7,088	8,750	10,721	自营业务/营业收入	39.6%	54.4%	55.0%	56.1%	56.4%
未分配利润	14,084	15,793	22,625	30,875	40,666	净利息收入/营业收入	8.5%	8.3%	8.3%	8.9%	9.3%
少数股东权益	3,117	3,241	3,338	3,438	3,541	<b>净利润驱动指标</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>125,655</b>	<b>132,312</b>	<b>143,470</b>	<b>156,807</b>	<b>172,500</b>	公司股基交易额	20,570,000	34,190,000	38,737,737	41,441,624	44,050,605
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>562,181</b>	<b>716,751</b>	<b>796,434</b>	<b>896,617</b>	<b>1,007,143</b>	公司股基交易市占率	7.55%	7.75%	7.95%	8.10%	8.20%
						净佣金率(%)	0.20	0.19	0.18	0.18	0.19
						IPO 市占率	2.65%	5.03%	5.53%	6.03%	6.53%
						再融资市占率	3.90%	7.07%	7.07%	7.07%	7.07%
						债券承销市占率	5.59%	7.24%	7.24%	7.24%	7.24%
						营业税金/营业收入	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
						成本收入比	53.3%	57.1%	53.9%	51.2%	48.6%
						有效税率	21.8%	19.5%	19.5%	19.5%	19.0%
						资本公积变化	12,040	39	98	2	(116)
						<b>获利能力</b>					
						净利率	36.2%	34.4%	37.3%	39.4%	41.7%
						ROA	1.9%	1.7%	1.8%	2.0%	2.1%
						ROE	7.8%	8.4%	9.9%	11.0%	11.9%
						<b>每股指标（元）</b>					
						每股收益	1.04	1.19	1.51	1.82	2.16
						每股净资产	13.50	14.22	15.44	16.90	18.61
						每股经纪业务交易额	2,266.25	3,766.81	4,267.85	4,565.74	4,853.18
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	16.5	14.4	11.4	9.4	7.9
						市净率	1.27	1.21	1.11	1.02	0.92

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)