

**公司点评**
**华泰证券（601688）**
**非银金融 | 证券**
**科技赋能下稳健发展，股权激励彰显信心**

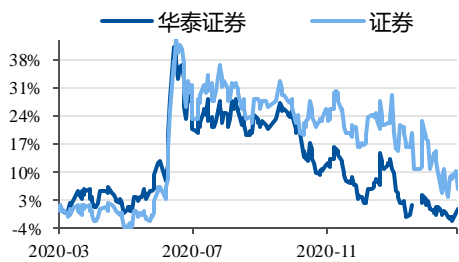
2021年03月24日

**评级 推荐**

评级变动 维持

**合理区间 28-30 元**
**交易数据**

当前价格（元）	17.18
52周价格区间（元）	16.61-25.00
总市值（百万）	155936.85
流通市值（百万）	126403.64
总股本（万股）	907665.00
流通股（万股）	735760.43

**涨跌幅比较**


%	1M	3M	12M
华泰证券	-3.37	-3.37	-0.3
证券	-5.89	-6.82	10.57

**刘敏 分析师**

 执业证书编号：S0530520010001  
 liumin@cfzq.com

**相关报告**

- 《华泰证券：华泰证券（601688）公司点评：股权激励计划获批，彰显公司未来发展信心》 2021-02-05
- 《华泰证券：华泰证券（601688.SH）2020年中报点评：投行重启增长，投资增厚业绩》 2020-09-08
- 《华泰证券：华泰证券（601688.SH）2019年年报点评：股权激励即将启动，财富管理转型持续深化》 2020-04-03

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入（亿元）	248.63	314.45	340.89	374.43	391.68
净利润（亿元）	90.02	108.22	120.83	137.09	142.14
每股收益（元）	1.04	1.20	1.33	1.51	1.57
每股净资产（元）	13.50	14.22	15.33	16.34	17.41
P/E	19.53	15.01	12.91	11.37	10.97
P/B	1.50	1.27	1.12	1.05	0.99

资料来源：wind，财信证券

**投资要点：**

➢ **公司2020年业绩整体基本符合我们的预期。**华泰证券披露2020年度年报，公司2020年营业收入314.45亿元，同比增长26.47%，归母净利润为108.22亿元，同比增长20.23%，加权平均净资产收益率8.61%，同比增长0.67个百分点，基本每股收益1.20元/股，同比增长15.38%，公司拟每10股发放现金红利4元（含税），分配现金红利总额为36.13亿元（含税）。2020年公司主要通过提高杠杆倍数扩大公司资产规模，杠杆倍数（扣除代理买卖证券款）由3.76提升到4.39倍，截至2020年末公司总资产规模7168亿元，同比增长27.5%。

➢ **投行、经纪业务同比高增，自营业务稳健发展。**2020年在资本市场改革深化及交投活跃度提升背景下，公司主要业务类别收入均实现了同比增长，2020年公司各块业务净收入及增速分别为投行36.44亿元（同比+87.2%）、经纪64.60亿元（同比+57.3%）、资本中介业务26.05亿元（同比+22.8%）、自营101.60亿元（同比+10.7%）、资管29.80亿元（同比+7.5%）。业务结构来看，各块业务净收入占比分别为自营32.07%、经纪20.39%、投行11.50%、资管9.41%、资本中介8.22%。

经纪业务方面，公司股基市场份额7.75%（较2019年增加0.23个百分点），截至报告期末“涨乐财富通”平均月活数为911.53万，月活数稳居证券公司类APP第一名。投行业务方面，公司抓住经济转型升级和资本市场全面深化改革的市场红利，2020年投行业务实现了高增长，年报信息显示，2020年公司股权承销金额1475.46亿元，已连续3年稳居行业第三，债权承销金额5669.63亿元，行业排名由2019年的第七名提升到第五名（测算市场份额5.46%，连续三年提升）。综上，我们认为在资本市场深化改革背景且公司经纪、投行在市占率较高基础上，有望稳健发展。自营业务作为公司收入占比最大的业务，公司坚持多元化和去方向化道路，持续提升权益类投资与交易业务的规模化资金管理能力和进一步夯实FICC业务的领先地位，预计公司自营业务未来将稳健发展。

➢ **资管业务预计仍将处于转型阵痛期。**受资产管理业务去通道化、产品净值化和消除监管套利等持续推进的影响，2020年公司资管业务规模5674.83亿元，仍处于下滑态势（同比-21.80%），公司主动管理规模

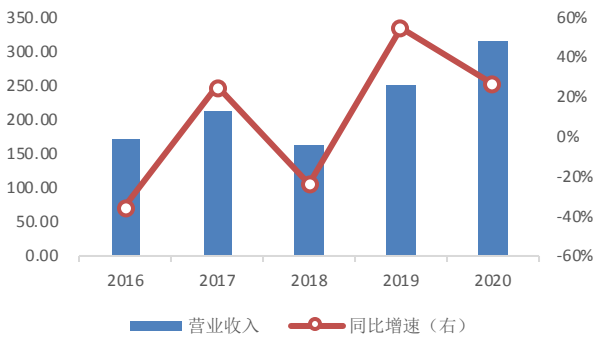
占比持续提升，2020年末主动管理规模2647.28亿元，占比为46.65%，较2019年提升12个百分点。预计公司资产管理业务仍将处于转型阵痛期，资管规模仍面临下滑态势，资管产品仍在主动化转型阶段。

- **信用业务市占高，减值计提充分降风险。**2020年，公司累计计提信用减值13.06亿元，占归母净利润比重为12.07%，主要是2020年公司融资融券业务规模扩大（融出资金1025.74亿元，同比+48.64%，市占率6.34%），公司根据谨慎原则计提信用减值13.56亿元，其他业务如买入返售、应收账款及其他应收款、货币资金2020年累计计提额均为转回。公司股票质押规模较小，且早在2019年已降低到57亿元，2020年末股票质押规模为67亿元。
- **股权激励即将落地，彰显公司未来发展信心。**3月23日，公司董事会审议通过了《关于调整公司A股限制性股票股权激励计划相关事项的议案》《关于向激励对象授予A股限制性股票的议案》。调整事项主要是因离职等个人原因拟授予激励对象由824人减少为813人，同时，董事会确定2021年3月29日为授予日，向813名激励对象授予4564万股A股限制性股票，授予价格为人民币9.10元/股。根据股权激励考核指标内容来看，公司注重股东分红，坚持科技赋能转型的战略，且营收、营收利润率指标力争前两年前四、2023年前三，彰显公司稳固头部地位的信心。股权激励有利于公司充分调动董事、高级管理人员及核心员工的积极性，稳定核心队伍，在减少人才流失的基础上进一步增强对于外部优秀人才的吸引力，提升公司的核心竞争力，确保公司发展战略和经营目标的实现。
- **投资建议：**我们认为公司在科技赋能下的财富管理与机构服务“双轮驱动”发展战略下，数字化转型牵引商业模式创新开始释放价值。公司作为科技驱动的行业转型开拓者，产品供给体系完备，资本实力雄厚，通过总部驱动的境内外一体化财富管理平台，包括“涨乐财富通”、“涨乐全球通”APP与投顾工作云平台，以及2020年10月推出的基金投顾服务“涨乐星投”等平台，客户资产规模稳步增长，财富管理业务呈现体系化发展态势。另一方面，公司以平台化、生态化发展思路打磨全业务链服务体系。我们看好公司未来体系化的服务模式，凭借“投行基因+全业务链”的优势，业务协同机制下为公司创造更大的价值。总之，我们继续看好公司未来数字化转型下的业绩稳健增长。

根据年报披露数据及相关分析，预计2021/2022/2023年公司营业收入340.89/374.43/391.68亿元，归属于母公司所有者净利润分别为120.83/137.09/142.14亿元，EPS分别为1.33/1.51/1.57元/股，每股净资产分别为15.33/16.34/17.41元/股。根据2010年至今自身历史估值情况来看，PB估值中位数为1.56倍，目前PB估值位于历史后5.8%分位，参考行业估值及头部券商估值情况，给予公司2021年1.9-2.0倍PB，对应股价合理区间为28.37-30.24元，维持公司“推荐”评级。

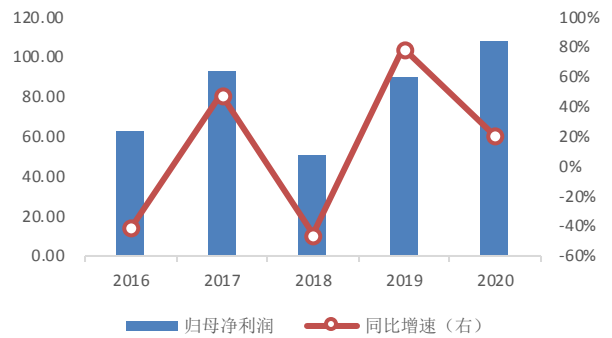
- **风险提示：**市场交投活跃度下降拖累经纪业务；财富管理转型受阻；海外业务发展不及预期；政策收紧导致投行业务发展不及预期；市场波动加剧拖累资管、自营投资业务；金融监管趋严。

图 1：营收及同比增速（亿元）



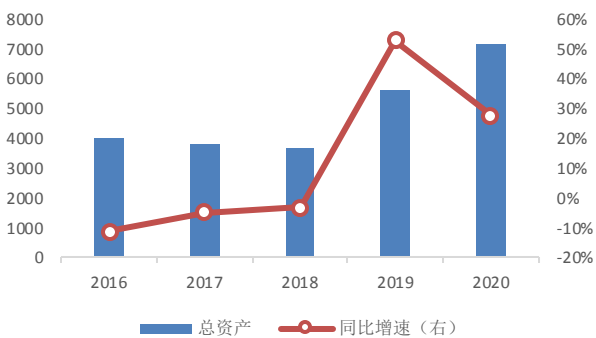
资料来源：wind，公司年报，财信证券

图 2：归母净利润及同比增速（亿元）



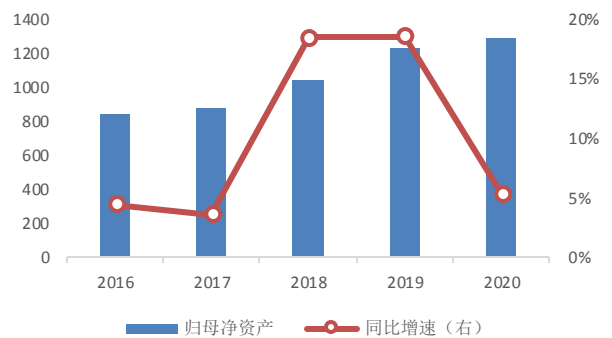
资料来源：wind，公司年报，财信证券

图 3：总资产规模及同比增速（亿元）



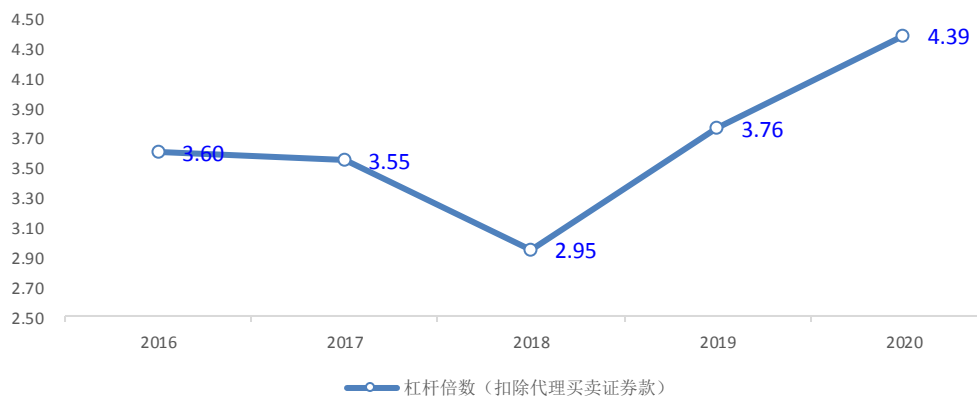
资料来源：wind，公司年报，财信证券

图 4：归母净资产规模及同比增速（亿元）



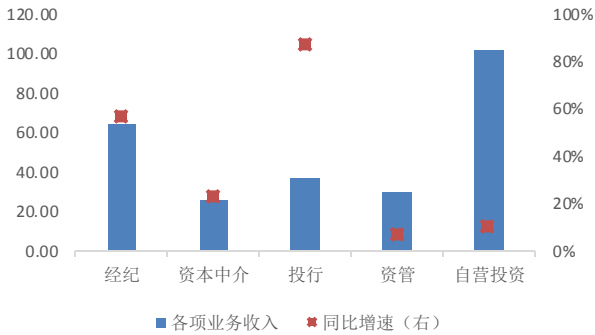
资料来源：wind，公司年报，财信证券

图 5：杠杆倍数（扣除代理买卖证券款）



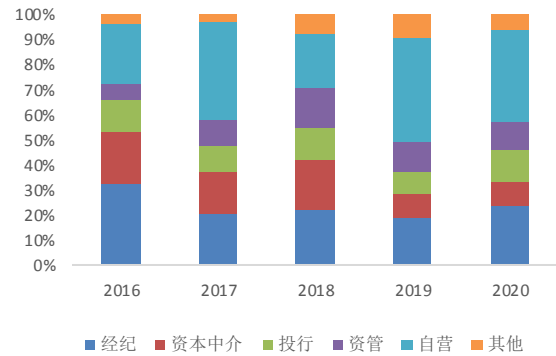
资料来源：wind，公司年报，财信证券

图 6：各项业务收入及同比增速（亿元）



资料来源：wind，公司年报，财信证券

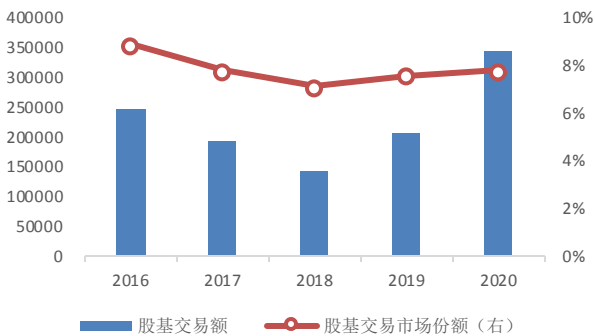
图 7：业务结构



资料来源：wind，公司年报，财信证券

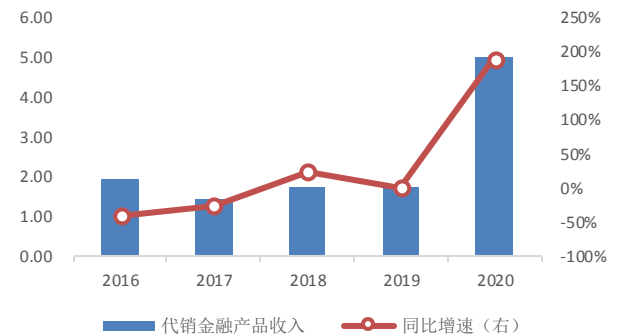
注：业务结构的分母为：证券经纪业务净收入+投资银行业务净收入+受托管理客户资产业务净收入+自营业务收益+期货经纪业务净收入+投资咨询业务净收入+其他手续费及佣金净收入+汇兑净收益+其他收益+其他业务收入

图 8：股基交易额及股基交易市场份额（亿元）



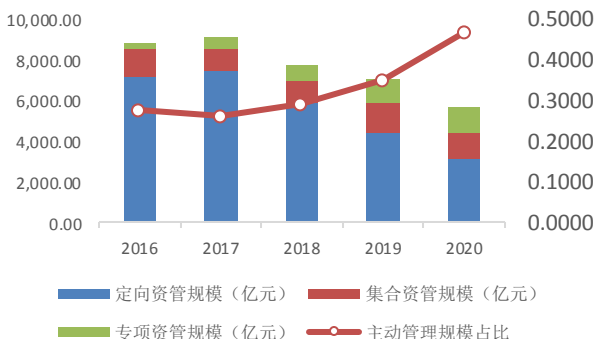
资料来源：wind，公司年报，财信证券

图 9：代销金融产品收入及同比增速（亿元）



资料来源：wind，公司年报，财信证券

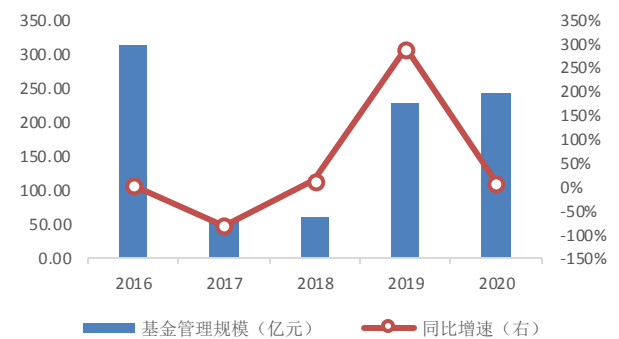
图 10：各类别资管规模及主动管理规模占比（亿元）



资料来源：wind，公司年报，基金业协会，财信证券

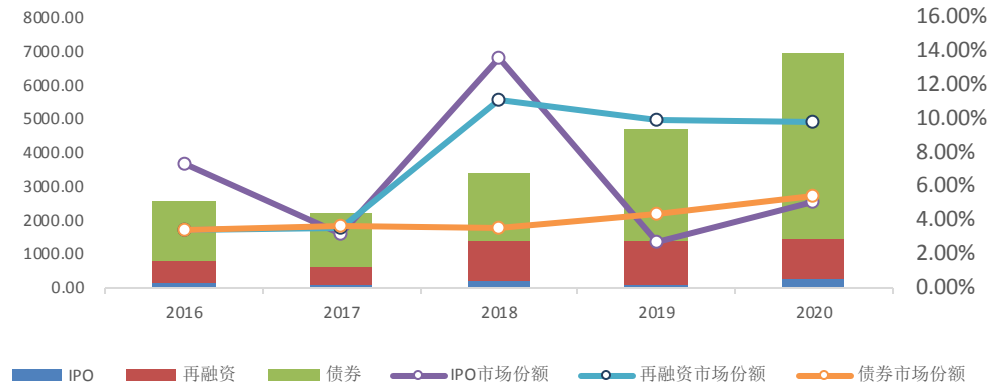
注：因 2016 年主动管理规模数据未披露，采用中国证券投资基金业协会公布的 2016 年三季度主动管理规模数据与 2017 年一季度月均主动管理规模的平均数。

图 11：基金管理规模及同比增速（亿元）



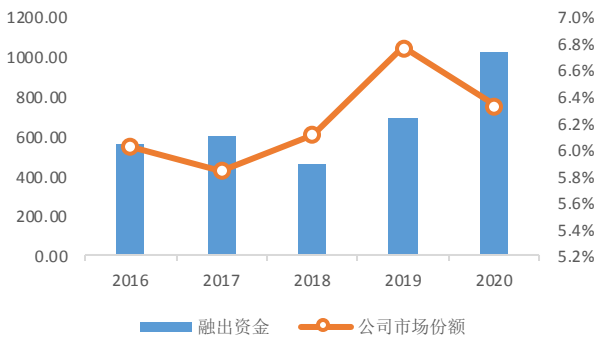
资料来源：wind，公司年报，财信证券

图 12: IPO、再融资及债权承销金额及市场份额 (亿元)



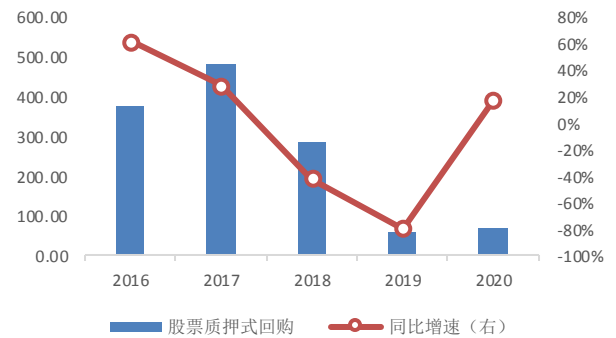
资料来源: wind、公司年报、证券业协会、财信证券

图 13: 融出资金及所占市场份额 (亿元)



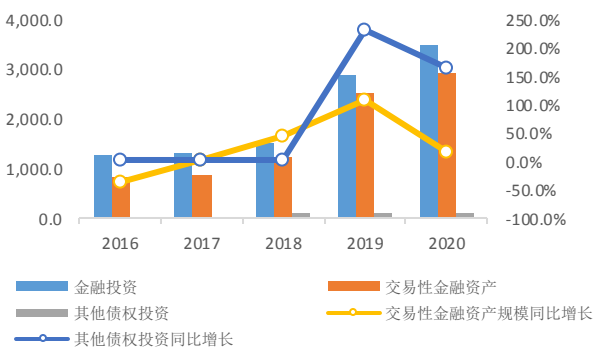
资料来源: wind, 公司年报, 财信证券

图 14: 股票质押式回购规模及同比增速 (亿元)



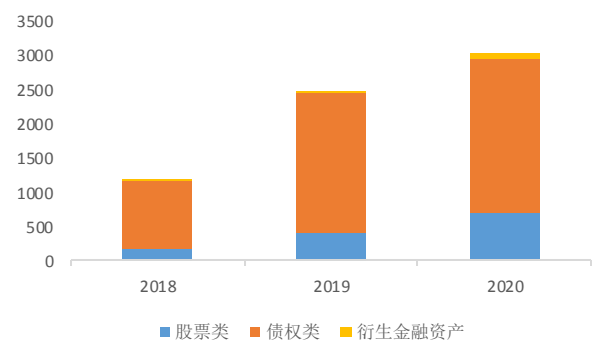
资料来源: wind, 公司年报, 财信证券

图 15: 金融投资、交易性金融资产、其他债权投资规模及增速 (亿元)



资料来源: wind, 公司年报, 财信证券

图 16: 股票类、债权类、衍生金融资产投资规模 (亿元)



资料来源: wind, 公司年报, 财信证券

**表 1：华泰证券（601688.SH）盈利预测表**

单位：人民币亿元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>利润表</b>						<b>基本比率和每股指标</b>					
营业收入	248.63	314.45	340.89	374.43	391.68	每股收益(元)	1.04	1.20	1.33	1.51	1.57
手续费及佣金净收入	92.88	136.08	139.30	145.19	158.06	每股净资产(元)	13.50	14.22	15.33	16.34	17.41
-代理买卖证券业务	41.08	64.60	60.66	55.61	57.04	P/E	19.53	15.01	12.91	11.37	10.97
-证券承销业务	19.47	36.44	42.78	50.38	59.86	P/B	1.50	1.27	1.12	1.05	0.99
-资产管理业务	27.72	29.80	29.85	32.33	33.98	<b>同比增长</b>					
利息净收入	21.22	26.05	31.67	25.09	24.40	营业收入	54.4%	26.5%	8.4%	9.8%	4.6%
投资净收益	98.49	171.11	173.69	199.25	204.12	营业利润	79.3%	16.3%	12.4%	13.3%	3.7%
公允价值变动净收益	20.57	-27.48	-17.00	-10.00	-10.00	净利润	75.5%	20.0%	11.6%	13.4%	3.7%
其他收入	15.47	8.67	13.23	14.90	15.10	总资产	52.5%	27.5%	8.1%	5.4%	5.8%
营业支出	132.55	179.44	189.11	202.41	213.30	<b>收入结构</b>					
营业税金及附加	1.52	2.09	2.44	2.73	2.86	经纪	16.5%	20.4%	17.8%	14.9%	14.6%
管理费用	113.67	151.66	164.41	180.59	188.91	资本中介	8.5%	8.2%	9.3%	6.7%	6.2%
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投行	7.8%	11.5%	12.6%	13.5%	15.3%
信用减值损失	7.20	13.06	9.63	9.96	10.88	资管	11.1%	9.4%	8.8%	8.7%	8.7%
营业利润	116.08	135.01	151.78	172.02	178.37	自营	36.8%	32.1%	38.3%	42.1%	41.1%
利润总额	115.86	135.04	151.69	171.99	178.31	其他	8.3%	5.1%	5.5%	5.6%	5.5%
所得税	25.29	26.34	30.34	34.40	35.66	长期股权投资	10.9%	13.3%	7.7%	8.5%	8.5%
净利润	90.57	108.70	121.35	137.59	142.65	<b>杜邦分析法</b>					
归母净利润	90.02	108.22	120.83	137.09	142.14	手续费及佣金净收入	2.00%	2.13%	1.87%	1.82%	1.88%
<b>资产负债表</b>						-代理买卖证券业务	0.88%	1.01%	0.81%	0.70%	0.68%
货币资金	1171	1532	1519	1496	1509	-证券承销业务	0.42%	0.57%	0.57%	0.63%	0.71%
结算备付金	225	281	272	264	268	-资产管理业务	0.60%	0.47%	0.40%	0.41%	0.40%
其中：客户备付金	157	211	199	187	187	利息净收入	0.46%	0.41%	0.42%	0.32%	0.29%
融出资金	690	1026	988	1014	1014	投资净收益	2.12%	2.68%	2.33%	2.50%	2.43%
金融投资	2849	3391	3967	4324	4670	营业收入	5.34%	4.92%	4.57%	4.71%	4.66%
衍生金融资产	19	73	109	164	205	营业成本	2.85%	2.81%	2.54%	2.54%	2.54%
买入返售金融资产	185	195	195	195	195	营业利润	2.49%	2.11%	2.04%	2.16%	2.12%
资产总计	5622	7168	7749	8164	8640	ROA	1.93%	1.69%	1.62%	1.72%	1.69%
代理买卖证券款	898	1364	1309	1242	1227	杠杆倍数	3.76	4.39	4.52	4.56	4.59
负债合计	4365	5844	6324	6647	7026	ROE	7.94%	8.61%	9.01%	9.54%	9.28%
归母所有者权益合计	1225	1291	1392	1483	1580						
少数股东权益	31	32	33	33	34						
所有者权益合计	1257	1323	1425	1517	1614						

资料来源：wind、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	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	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有限责任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：www.cfzq.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