

业绩小增+ROE 低于可比头部，多重 风险因素夹击估值破净

——海通证券 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30日)	11.09元
目标价格	13.55元
52周最高价/最低价	16.89/10.98元
总股本/流通A股(万股)	1,306,420/1,189,225
A股市值(百万元)	144,882
国家/地区	中国
行业	非银行金融
报告发布日期	2021年03月31日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-6.96	-8.27	-13.77	-11.81
相对表现	-9.32	-6.88	-18.71	-32.88
沪深300	2.36	-1.39	4.94	21.07



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

业绩增速环比显著改善,重资产与轻资产产业
务冰火两重天: ——海通证券 2020 年三季
报点评 2020-10-29

减值计提拖累业绩小幅下滑,资管业务贡献
最大业绩亮点: ——海通证券 2020 年中报
点评 2020-08-29

手续费及佣金收入显著提升,自营投资、减
值计提拖累业绩不及预期: ——海通证券
2020 年一季报点评 2020-04-30

核心观点

- **业绩小增 14% 低于行业平均, ROE 同比微降。** 1) 公司 2020 年实现营业收入 382.20 亿元, 同比+11%, 实现归母净利润 108.75 亿元, 同比+14%。2) 公司 2020 年实现 ROE 7.78%, 同比-3bp, 仍较行业平均高出 0.6pct。截至 20 年末权益乘数达 3.82, 较年初下滑 0.54。3) 分业务来看, 自营、经纪、投行、利息、资管净收入贡献度分别为 29%、14%、13%、13%、9%。
- **经纪收入顺势大增 46%, IPO 大幅放量带动投行收入同增 43%。** 1) 20 年公司股基成交额市占率由 3.88% 降至 3.77%, 同时佣金率降至万分之 2.8, 但受益于市场高活跃度, 经纪收入同比+46% 至 52.08 亿元。2) 20 年公司实现投行收入 49.39 亿元, 同比+43%。报告期公司完成股债承销规模 5653 亿元, 市占率提升 0.4pct 至 5.31%; 其中 IPO 规模 608 亿元, 高居 A 股第二, 市占率增至 13%。3) 20 年公司实现资管业务收入 33.72 亿元, 同比+41%, 主要受益于海通资管主动管理改造与基金管理板块的共同发力, 其中海通资管主动管理规模达 1707 亿元, 占比较年初提升 22% 至 70%。
- **两融余额大增 62%, 自营收入小幅下滑 3%。** 1) 截止 20 年末公司两融余额达 677 亿元, 同比+62%, 市占率提升 8bp 至 4.18%; 利息净收入同比增长 18% 至 48.91 亿元。2) 截至 20 年末自营资产规模较年初+2% 至 2535 亿元; 其中股票类规模同比+31% 至 312 亿元, 债券类规模同比-7% 至 1272 亿元。20 年公司实现自营收入 110.77 亿元, 同比微降 3%。3) 20 年公司计提 45.97 亿元减值损失, 同比增加 62%, 主要受股票质押与融资租赁业务负面影响, 此外永煤债违约、投顾业务处罚暂停等风险事件显著拖累公司估值水平。

财务预测与投资建议

- 考虑到 21 年市场行情及活跃度的负面影响, 将公司 21-22BVPS 由 12.53/13.38 下调至 12.32/13.02, 新增 23BVPS 为 13.83 元, 按可比公司法, 目标 21PB 为 1.10x, 对应 13.55 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

	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	34,429	38,220	38,912	41,375	44,885
同比增长(%)	45%	11%	2%	6%	8%
营业利润(百万元)	13,376	15,862	17,134	19,049	21,009
同比增长(%)	88%	19%	8%	11%	10%
归属母公司净利润(百万元)	9,523	10,875	12,134	13,435	14,804
同比增长(%)	83%	14%	12%	11%	10%
每股收益(元)	0.83	0.90	0.93	1.03	1.13
总资产收益率(%)	1.57%	1.63%	1.67%	1.69%	1.72%
净资产收益率(%)	7.81%	7.78%	7.72%	8.12%	8.44%
市盈率	13.39	12.32	11.94	10.78	9.79
市净率	1.01	0.94	0.90	0.85	0.80
经纪业务佣金率(%)	0.034%	0.031%	0.029%	0.028%	0.028%

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 12.32/13.02/13.83 (21-22 年原预测 12.53/13.38, 考虑到 21 年市场行情及活跃度的负面影响, 并根据 2020 年财务数据作出调整)。我们采用可比公司估值法, 考虑到公司是龙头券商, 选取华泰证券、国泰君安、广发证券、申万宏源作为可比公司 (我们剔除在财富管理领域优势显著、经营稳定度更高、估值享有明显溢价的头部券商中信证券、招商证券, 同时考虑到海通证券因风险事件的拖累导致其估值水平大幅压降, 因此我们增补经营风险水平较高、估值水平较低的可比头部券商广发证券、申万宏源进入可比公司名单), 对应 2021 年 PB 为 1.10 倍, 对应股价 13.55 元, 维持增持评级。

表 1: 可比公司 PB 估值表 (2021 年 3 月 30 日)

代码	可比公司	2019	2020	2021	2022
601688	华泰证券	1.28	1.21	1.10	1.00
601211	国泰君安	1.07	1.07	0.98	0.89
000776	广发证券	1.33	1.24	1.11	1.00
000166	申万宏源	1.41	1.32	1.19	1.07
	平均值	1.30	1.20	1.10	1.00

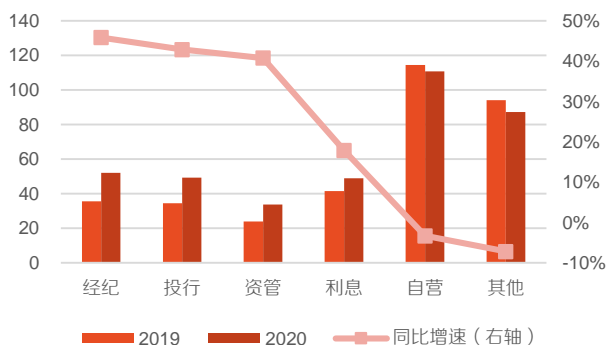
数据来源: 朝阳永续、WIND、东方证券研究所

表 2: 2020 年业绩摘要

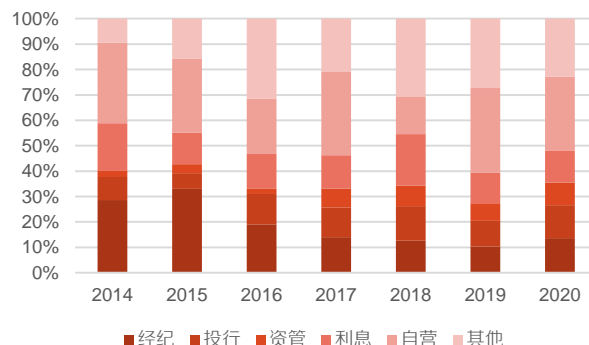
单位: 百万元	2019	2020	同比 (%)
一、营业收入	34,429	38,220	11.01
手续费及佣金净收入	9,929	13,852	39.51
经纪业务手续费净收入	2,668	5,208	95.17
投资银行业务手续费净收入	3,457	4,939	42.87
资产管理业务手续费净收入	2,395	3,372	40.79
利息净收入	4,148	4,891	17.91
投资净收益	9,231	10,349	12.12
对联营企业和合营企业的投资收益	150	543	262.87
公允价值变动净收益	2,369	1,271	(46.36)
其他业务收入	8,428	7,039	(16.47)
二、营业支出	21,053	22,358	6.20
营业税金及附加	162	182	12.00
管理费用	11,095	11,947	7.68
减值损失合计	2,839	4,597	61.90
其他业务成本	6,956	5,633	(19.03)
三、营业利润	13,376	15,817	18.25
四、利润总额	13,872	15,757	13.59
减: 所得税	3,331	3,720	11.67
五、净利润	10,541	12,037	14.20
归属于母公司所有者的净利润	9,523	10,875	14.20

总资产	636,794	694,073	9.00
归属于母公司所有者的净资产	126,091	153,448	21.70
代理买卖证券款	87,464	108,168	23.67
权益乘数	4.36	3.82	(12.36)

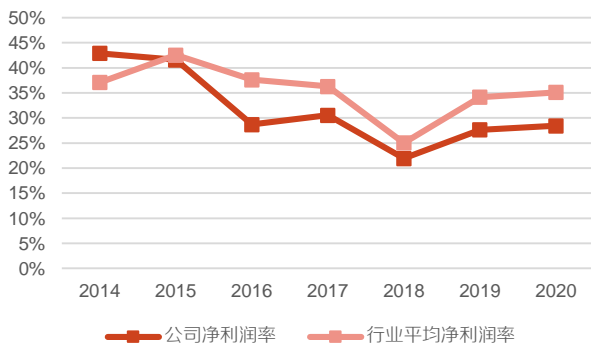
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 1：2020 年公司分业务收入（亿元）及同比增速


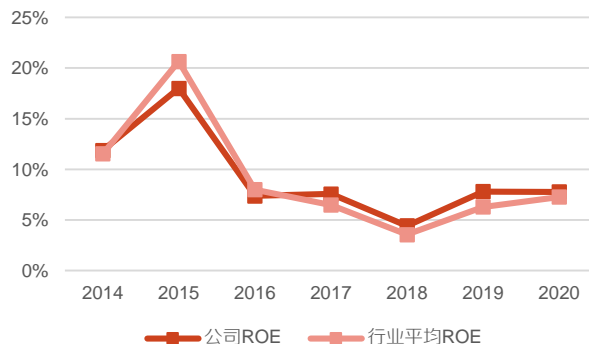
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 2：2014-2020 年公司分业务收入结构


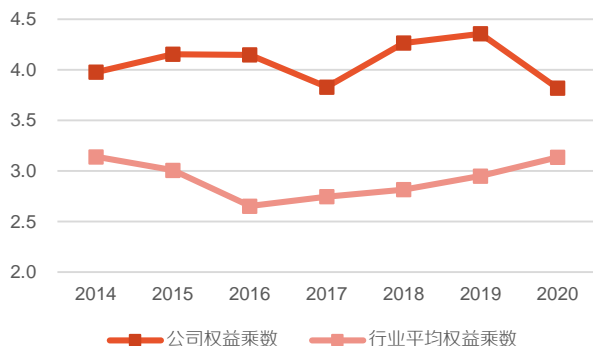
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 3：2014-2020 年公司净利润率


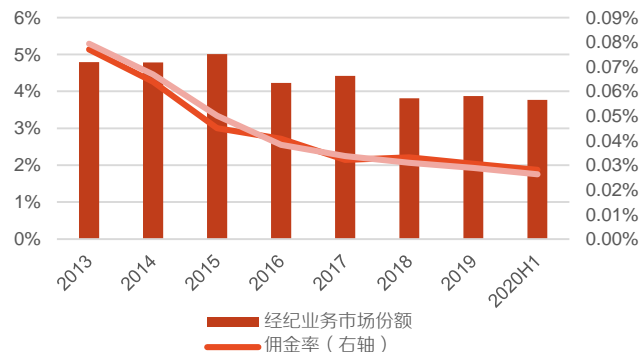
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 4：2014-2020 年公司 ROE


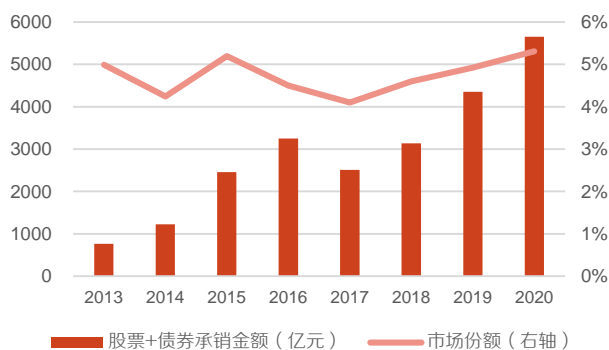
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 5：2014-2020 年公司权益乘数（剔除代理买卖证券款）


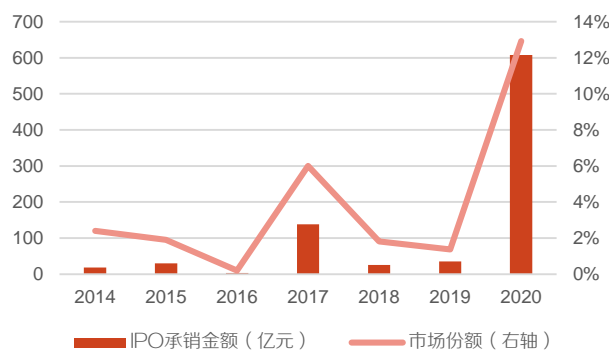
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 6：2013-2020 年公司经纪市占率及佣金率


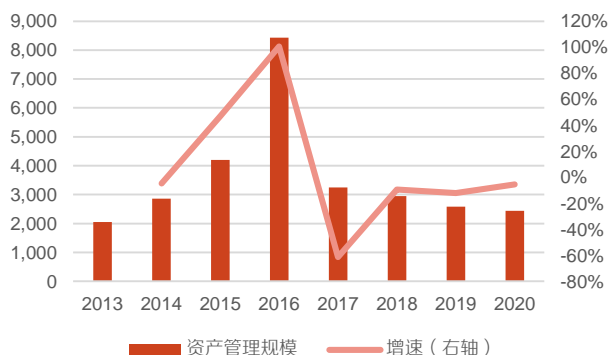
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 7：2013-2020 年公司股债承销金额及市占率


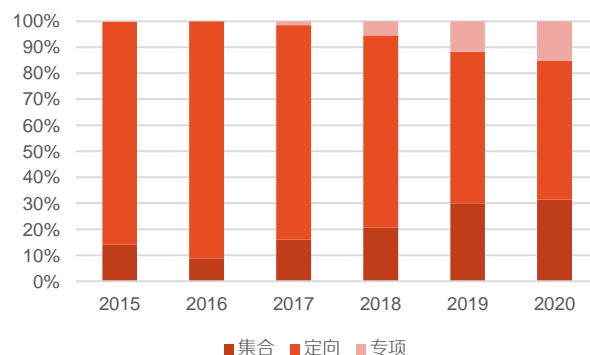
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 8：2014-2020 年公司 IPO 承销金额及市占率


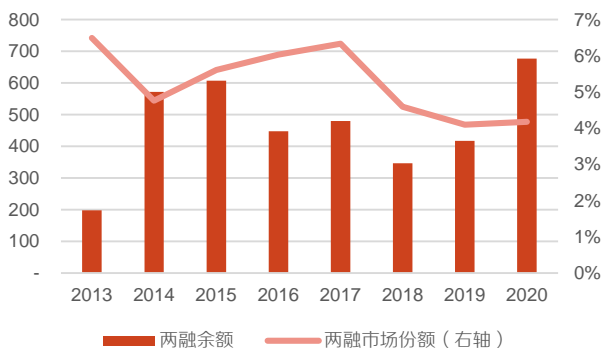
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 9：2013-2020 年公司资产管理规模（亿元）及增速


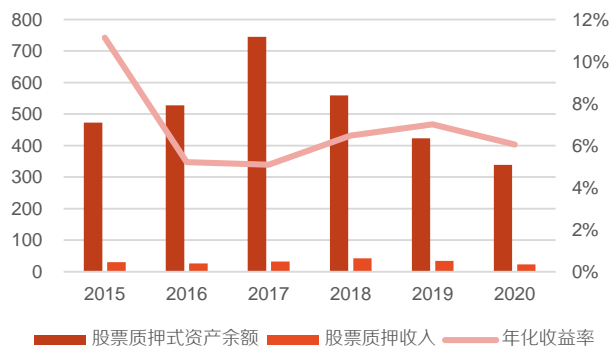
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 10：2015-2020 年公司资产管理构成


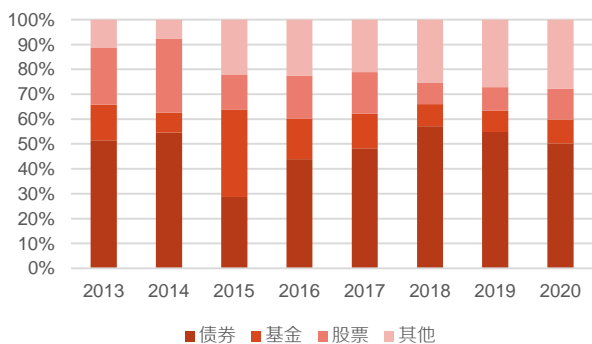
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 11：2013-2020 年公司两融余额及市场份额


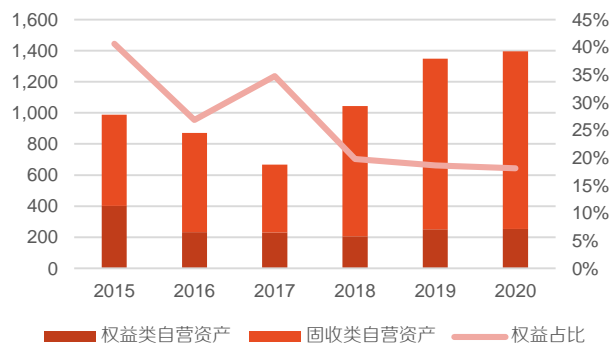
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 12：2015-2020 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	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E		2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
银行存款	117,017	127,847	141,210	148,270	155,684	成长能力					
其中：客户存款	76,179	91,692	101,276	106,340	111,657	营业收入	44.9%	11.0%	1.8%	6.3%	8.5%
公司存款	40,838	36,155	39,934	41,931	44,027	手续费及佣金净收入	16.6%	39.5%	6.0%	7.2%	8.5%
结算备付金	8,611	11,852	13,091	13,746	14,433	其中：经纪业务	18.8%	45.8%	3.4%	1.4%	3.1%
其中：客户备付金	6,755	8,439	9,322	9,788	10,277	投行业务	7.4%	42.9%	3.8%	8.8%	10.9%
公司备付金	1,856	3,413	3,770	3,958	4,156	资产管理	24.4%	40.8%	9.8%	11.8%	11.0%
投资资产	246,531	249,744	277,466	304,545	322,244	净利息收入	-13.9%	17.9%	3.3%	15.3%	14.6%
其中：交易性资产	219,593	220,397	245,152	269,479	285,809	自营收入	228.7%	-3.3%	10.7%	5.0%	7.4%
其他债权投资	11,154	13,108	14,419	15,861	17,447	营业支出	26.4%	6.2%	-2.6%	2.5%	6.9%
其他权益工具投资	15,784	16,239	17,895	19,204	18,988	管理费用	18.2%	7.7%	4.2%	3.0%	8.5%
存出保证金	10,756	17,375	19,191	20,151	21,158	营业利润	88.1%	18.6%	8.0%	11.2%	10.3%
买入返售资产	57,485	57,965	64,024	66,722	70,058	归属于母公司净利润	82.7%	14.2%	11.6%	10.7%	10.2%
长期股权投资	4,943	4,428	3,967	3,554	3,184	资产分布					
固定资产（含在建工程）	6,305	14,287	15,001	15,751	16,538	自有存款/总资产	6.4%	5.2%	5.2%	5.1%	4.9%
资产总计	636,794	694,073	761,820	826,439	899,806	客户存款/总资产	12.0%	13.2%	13.3%	12.9%	12.4%
交易性金融负债	30,086	32,238	37,074	42,635	49,030	投资资产/总资产	38.7%	36.0%	36.4%	36.9%	35.8%
代买卖证券款	87,464	108,168	119,474	125,448	131,720	买入返售资产/总资产	9.0%	8.4%	8.4%	8.1%	7.8%
应付职工薪酬	5,700	6,478	6,752	6,955	7,545	投资资产/净资产	174.7%	148.5%	157.6%	164.0%	163.8%
负债总计	495,675	525,947	585,727	640,780	703,032	收入分布					
股本	11,502	13,064	13,064	13,064	13,064	手续费收入/营业收入	28.8%	36.2%	37.7%	38.1%	38.1%
资本公积	56,526	74,888	74,888	74,888	74,888	经纪业务/营业收入	10.4%	13.6%	13.8%	13.2%	12.6%
一般风险准备	36,859	41,222	43,905	46,873	50,129	投行业务/营业收入	10.0%	12.9%	13.2%	13.5%	13.8%
其他综合收益	(889)	(651)	(1,234)	(1,104)	(377)	资管业务/营业收入	7.0%	8.8%	9.5%	10.0%	10.2%
盈余公积	6,936	7,663	9,004	10,488	12,116	自营业务/营业收入	26.8%	27.1%	28.0%	27.4%	27.0%
未分配利润	15,157	17,261	21,348	25,878	30,914	净利息收入/营业收入	12.0%	12.8%	13.0%	14.1%	14.9%
少数股东权益	15,028	14,678	15,118	15,572	16,039	净利润驱动指标					
股东权益合计	141,119	168,126	176,093	185,659	196,774	公司股基交易额	10,546,500	16,627,500	18,365,519	19,283,794	20,247,984
负债和股东权益总计	636,794	694,073	761,820	826,439	899,806	公司股基交易市占率	3.87%	3.77%	3.77%	3.77%	3.77%
						净佣金率(%)	0.34	0.31	0.29	0.28	0.28
						IPO市占率	3.34%	4.96%	4.50%	4.00%	4.00%
						再融资市占率	3.34%	4.96%	4.50%	4.00%	4.00%
						债券承销市占率	4.82%	4.44%	4.48%	4.48%	4.48%
						营业税金/营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
						成本收入比	61.1%	58.5%	56.0%	54.0%	53.2%
						有效税率	24.0%	23.6%	23.0%	23.0%	23.0%
						资本公积变化	435	18,600	(584)	130	727
						获利能力					
						净利率	27.7%	28.5%	31.2%	32.5%	33.0%
						ROA	1.6%	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%
						ROE	7.8%	7.8%	7.7%	8.1%	8.4%
						每股指标（元）					
						每股收益	0.83	0.90	0.93	1.03	1.13
						每股净资产	10.96	11.75	12.32	13.02	13.83
						每股经纪业务交易额	916.95	1272.75	1405.79	1476.08	1549.88
						估值比率					
						市盈率	13.39	12.32	11.94	10.78	9.79
						市净率	1.01	0.94	0.90	0.85	0.80

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