

“双轮驱动”战略持续推进，平台优势值得期待

——华泰证券（601688）深度报告

分析师：王磊

SAC NO: S1150521010001

2021年03月31日

金融服务——证券

证券分析师

王磊

wanglei3271@bhzq.com

评级：

买入

上次评级：

目标价格：

最新收盘价：17.28

最近半年股价相对走势



相关研究报告

投资要点：

● 国内领先的科技驱动型券商

（1）近年来华泰证券总资产、净资产、营业收入、净利润等多项总量指标稳居行业前五，2020年实现营收314亿元，同比+26%，归母净利润108亿元，同比+20%。（2）近年来公司资产结构不断优化，截至2020年三季度末公司信用资产、投资资产占比较可比券商均值-4.10、+4.23个百分点。（3）公司一直保持高水平的信息技术投入，致力于用数字化思维和平台彻底改造业务及管理模式，2020年信息技术投入总额17.65亿元，同比+24%。（4）2021年2月9日，向824名员工授予4564万股限制性股票激励计划落地，以现金分红比例、营业收入、扣除非经常性损益后的营业收入利润率、金融科技投入、综合风控指标作为业绩考核指标，构建员工与公司利益共享、风险共担的长效激励与约束机制。

● 财富管理：市占率领先同业，业务转型持续推进

2020年，华泰证券股基交易额市占率7.76%，较去年+0.04个百分点，稳居行业第一，期末两融余额1241.23亿元，市场份额达7.67%，较去年+1.1个百分点；以涨乐财富通、涨乐全球通、投顾工作云平台一体化平台赋能，涨乐财富通2020年平均月活889.66万，位居证券公司类APP第一名；行业首批获基金投顾业务资格，推出“涨乐星投”基金投顾服务品牌，打造基于“人+平台”的投顾服务体系。华泰证券通过面向客户的科技平台与面向投资顾问的一站式云平台，优化线上线下一体化业务体系，以专业化的投资顾问队伍和有竞争力的金融产品体系全力提升归集客户资产和变现客户价值的专业能力。

● 机构业务：以客户为中心，打造三位一体机构客户服务生态圈

投行业务聚焦重点区域，前瞻性布局成长性行业。2020年股权主承销规模1475.46亿元，行业排名第三，其中保荐科创板企业累计受理家数44家，行业排名第二。另外，IPO储备项目数量对标券商中排名第三，其中拟上科创板和创业板数量占比排名第一；投资交易业务通过完善差异化策略体系、丰富交易品种不断提高业务规模和盈利能力，持续打造平台化、体系化的投资交易能力。

● 投资建议

当前我国已进入新的发展阶段，资本市场在构建新发展格局，推动经济高质量发展过程中起到重要战略支撑作用。随着资本市场深化改革进一步推进，证券行业经营环境和发展格局正在发生深刻变化，全面推进注册制、推动各类资金入市、继续完善场内多空平衡机制、坚持资本市场对外开放等措施打开了行业收入空间，盈利能力进入上行通道。在此背景下，我们认为华泰证

券作为证券行业科技赋能的先行者，受益于财富管理转型和业务重资产化发展趋势，财富管理和机构业务的双轮驱动战略将日见成效，未来业绩增长可期。

基于前文预测，我们预计公司 2021-2023 年营收分别为 360、413、466 亿元，同比分别+14%、+15%、+13%，归母净利润 131、154、177 亿元，同比分别+21%、+17%、+15%，EPS 分别为 1.44、1.69、1.95 元，BVPS 为 15.66、17.36、19.30 元，现价对应 2021 年动态 PB 为 1.10 倍，具有较高的安全边际，给予“买入”评级。

● 风险提示

市场交投情绪回落，市场波动导致股权质押风险暴露，监管政策趋严。

财务摘要 (亿元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	249	314	360	413	466
(+/-)%	54.35%	26.47%	14.43%	14.90%	12.80%
营业利润	116	135	166	194	222
(+/-)%	79.27%	16.31%	22.73%	17.15%	14.45%
归母净利润	90	108	131	154	177
(+/-)%	78.86%	20.23%	21.42%	17.30%	14.55%
每股收益 (元)	0.99	1.19	1.44	1.69	1.95

表：公司主要财务数据

利润表（亿元）	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债表（亿元）	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	249	314	360	413	466	货币资金	1171	1532	1700	1900	2100
手续费及佣金净收入	88	131	133	151	171	结算备付金	225	281	300	350	400
其中：经纪业务	41	65	69	76	84	投资资产	2868	3463	3500	4000	4500
投行业务	20	36	32	40	49	总资产	5622	7168	7392	8142	8892
资管业务	28	30	33	35	38	股本	91	91	91	91	91
利息净收入	21	26	46	52	54	归母所有者权益	1225	1291	1422	1576	1752
总投资收益	119	144	161	190	222	股东权益合计	1257	1323	1461	1622	1806
营业支出	133	179	194	219	244	财务指标					
业务及管理费	114	152	169	194	219	营业收入增速	54.35%	26.47%	14.43%	14.90%	12.80%
利润总额	116	135	166	194	222	归母净利润增速	78.86%	20.23%	21.42%	17.30%	14.55%
所得税	25	26	33	39	44	EPS	0.99	1.19	1.44	1.69	1.95
净利润	91	109	132	155	178	BVPS	13.50	14.22	15.66	17.36	19.30
归母净利润	90	108	131	154	177	ROE	7.35%	8.38%	9.21%	9.77%	10.10%

目 录

1.国内领先的科技驱动型券商.....	7
1.1 规模指标行业排名位居前列.....	7
1.2 资产结构持续优化.....	7
1.3 高信息技术投入构筑竞争优势.....	8
1.4 股权激励实施构建长效激励约束机制.....	9
2.以客户为中心，搭建一流综合金融集团.....	10
2.1 财富管理大时代，客户优势将充分显现.....	11
2.1.1 公司拥有庞大客群基础，股基市占率行业第一.....	11
2.1.2 线上线下一体化平台赋能财富管理.....	13
2.2 机构业务：打造“买方+卖方+研究”三位一体机构客户服务生态圈.....	15
2.2.1 投行业务：打造一流投行服务生态圈.....	15
2.2.2 投资交易业务：多元、去方向化打造未来核心竞争力.....	17
3.盈利预测	19
4.投资建议	21
5.风险提示	22

图 目 录

图 1: 华泰证券资产结构变化 (剔除客户资产)	8
图 2: 对标券商 2020 年 Q3 资产结构	8
图 3: 2019 年可比券商信息技术投入及占营收比重	8
图 4: 华泰证券发展战略	11
图 5: 华泰证券股基交易额市占率行业第一	11
图 6: 华泰证券净佣金率低于行业水平	11
图 7: 华泰证券财富管理客户数 (左轴) 及资产规模 (右轴)	12
图 8: 2020H1 华泰证券财富管理人均资产规模较低	12
图 9: 华泰证券两融余额 (左轴) 及市场份额 (右轴)	12
图 10: 华泰证券股票质押式回购业务规模 (亿元)	12
图 11: 2020 年推出“涨乐星投”基金投顾平台	13
图 12: 华泰证券金融产品销售规模 (左轴) 及保有量	13
图 13: 华泰证券财富管理服务平台	13
图 14: 涨乐财富通平均月活数	14
图 15: 涨乐财富通交易人数占比	14
图 16: 各券商投顾人数及占比	15
图 17: 截至 2020 年 12 月公司营业网点分布	15
图 18: 华泰证券股权承销家数及排名	16
图 19: 华泰证券股权承销金额及排名	16
图 20: 华泰证券及可比券商 IPO 储备项目数量及占比	16
图 21: 华泰证券投资资产规模 (亿元)	17
图 22: 华泰证券 2020 年投资资产主要变动情况 (亿元)	17
图 23: 华泰证券自营投资收益率波动幅度更小	18
图 24: 华泰证券场外衍生品月度存续名义本金及市占率 (右轴)	18
图 25: 华泰证券场外衍生品月度新增名义本金及市占率 (右轴)	18

表 目 录

表 1: 2015-2020H1, 华泰证券总量指标排名不断提升	7
表 2: 华泰证券股权激励方案要点	9
表 3: 公司层面考核指标目标及得分情况	9
表 4: 个人考核系数表	10
表 5: 华泰证券并购重组金额及排名情况	17
表 6: 华泰证券盈利预测简表 (亿元)	19
表 7: 华泰证券经纪业务预测表	19
表 8: 华泰证券投行业务预测表	20
表 9: 华泰证券自营业务预测表	20
表 10: 华泰证券信用业务预测表	21

表 11: 华泰证券资管业务预测表	21
-------------------------	----

1.国内领先的科技驱动型券商

1.1 规模指标行业排名位居前列

近年来，华泰证券总资产、净资产、营业收入、净利润等多项总量规模指标稳居行业前五，与行业第一的差距在不断缩小。截至 2020 年 6 月，公司总资产 5942 亿元，净资产 1283 亿元，均排名行业第四；2020 年上半年实现营业收入 155 亿元，净利润 64 亿元，分别排名行业第四、第二。

截至 2020 年末，公司总资产 7168 亿元，较 2020 年中增加 1226 亿元，其中结算备付金增加 112 亿元、融出资金增加 243 亿元、金融投资增加 508 亿元，公司在财富管理、两融及投资等业务方面加大布局。2020 年公司营收 314 亿元，同比增长 26%；归母净利润 108 亿元，同比增长 20%。

表 1：2015-2020H1，华泰证券总量指标排名不断提升

		2015	2016	2017	2018	2019	2020H1	2020
规模	总资产（亿元）	3236	2807	2943	2851	4325	5942	7168
	排名	5	5	5	6	3	4	-
	净资产（亿元）	744	828	851	1006	1169	1283	1323
	排名	4	4	4	4	3	4	-
	净资本（亿元）	524	617	627	750	823	614	679
	排名	6	5	5	4	4	7	-
盈利	营业收入（亿元）	216	169	211	161	177	155	314
	排名	9	5	5	4	3	4	-
	净利润（亿元）	91	63	83	47	90	64	109
	排名	9	4	3	4	3	2	-

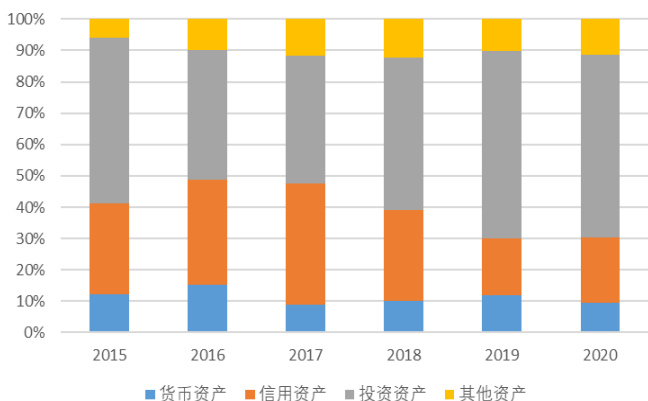
资料来源：证券业协会，wind，渤海证券。注：各指标数据统计口径存在差异，以协会网站公布为准

1.2 资产结构持续优化

2020 年末，华泰证券投资资产 3463 亿元，较年初增加 595 亿元，占总资产（剔除客户资产）比例达 58.49%；信用资产 1221 亿元，占比 20.62%，较去年增加 2.37 个百分点，其中融出资金占比提升 2.92 个百分点、买入返售金融资产占比下降 0.55 个百分点，股质规模继续收缩。

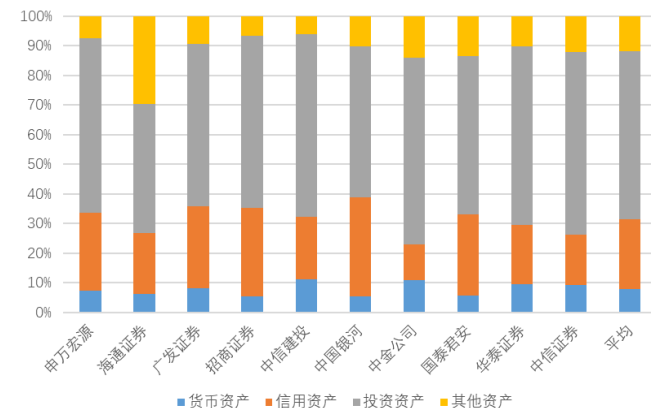
以 2020 年三季度末数据与可比券商进行对比，华泰证券投资资产占比高于可比券商均值，信用资产占比低于可比券商均值。

图 1：华泰证券资产结构变化（剔除客户资产）



资料来源：wind，渤海证券

图 2：对标券商 2020 年 Q3 资产结构



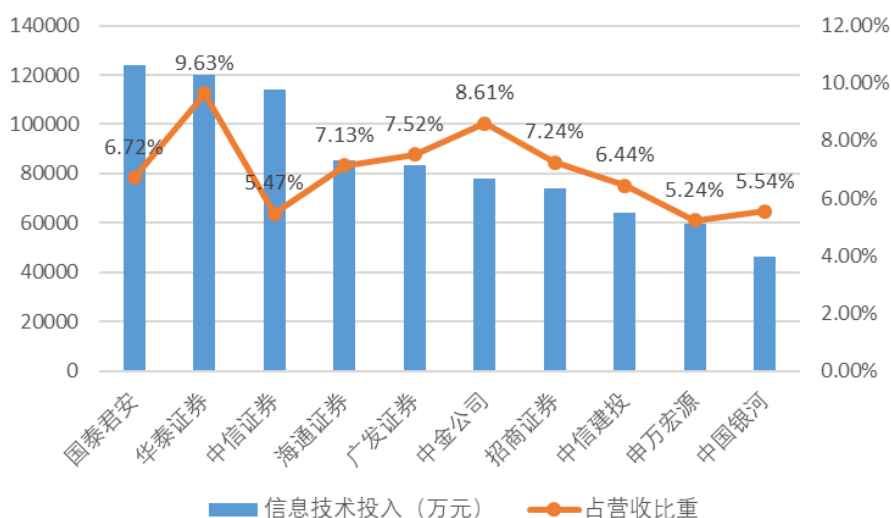
资料来源：wind，渤海证券，注：对标券商为公司股权激励公告选取的 9 家券商

1.3 高信息技术投入构筑竞争优势

公司多年来一直保持信息技术的高水平投入，致力于用数字化思维和平台彻底改造业务及管理模式，着力构建领先的自主掌控的信息技术研发体系，通过全方位科技赋能，让科技的力量穿透前中后台，打造数字化牵引下的商业模式创新与平台化支撑下的全业务链优势。

2019 年，专项合并口径下公司信息技术投入 12.02 亿元（信息技术资本性支出+信息技术费用+信息技术人员薪酬*120%），规模仅次于国泰君安 0.37 亿元。信息技术投入占营业收入比例达 9.63%，行业排名第一。2020 年，公司信息技术投入总额 17.65 亿元，继续打造行业前列的技术竞争力。

图 3：2019 年可比券商信息技术投入及占营收比重



资料来源：证券业协会，渤海证券

1.4 股权激励实施构建长效激励约束机制

2021年2月9日，公司股权激励计划获股东大会通过。具体方案如下：1）采用的激励工具为限制性股票，股票来源为从二级市场回购的A股普通股。2）授予规模不超过4564万股，不超过公司股本总额的0.503%。3）激励对象为包括公司董事、高级管理人员及其他核心骨干人员，激励对象总人数824人，占公司截至2020年6月30日在册员工总人数的8.12%。4）授予价格为9.10元/股。5）授予的限制性股票自相应授予部分股票登记完成之日起满24个月后，满足解除限售条件的，激励对象可以在未来36个月内按33%、33%、34%的比例分三期解除限售。

表 2：华泰证券股权激励方案要点

激励方案要点	内容
激励工具	从二级市场回购的A股普通股
授予规模	本激励计划拟向激励对象授予不超过4,564.00万股A股限制性股票，不超过本激励计划公告日公司股本总额（9,076,650,000股）的0.503%。
授予对象	本激励计划授予的激励对象包括公司董事、高级管理人员及其他核心骨干人员，但不包括公司非执行董事（含独立董事）、监事。激励对象总人数为824人，占公司截至2020年6月30日在册员工总人数10,147人的8.12%。
授予价格	本激励计划授予限制性股票的授予价格为9.10元/股
限售期	本激励计划授予的限制性股票自相应授予部分股票登记完成之日起满24个月后，满足解除限售条件的，激励对象可以在未来36个月内按33%、33%、34%的比例分三期解除限售。

资料来源：公司公告，渤海证券

公司限制性股票考核指标采用公司层面业绩考核和个人层面绩效考核相结合方式。考核指标选取现金分红比例、营业收入、扣除非经常性损益后的营业收入利润率、金融科技创新投入、综合风控指标等，对促进公司业绩增长，提高股东回报、增强可持续发展能力均有涉及。

个人当年解除限售额度 = 个人授予总量 × 当年解除限售比例 × 公司绩效系数 × 个人绩效系数

表 3：公司层面考核指标目标及得分情况

解锁期	考核目标及指标得分
	门槛指标：证券公司分类结果达到A类A级或以上且未发生重大违法违规事件
第一个解锁期	1、2021年度现金分红金额占当年度归属于母公司股东的净利润的比例高于或等于30%时，得1分；其余情况不得分。2、2021年营业收入在当年对标企业中排名第1-4名，得1分；排名第5-6名，得0.8分；其余情况不得分。3、2021年扣除非经常性损益后的营业收入利润

	率在当年对标企业中排名第 1-4 名，得 1 分；排名第 5-6 名，得 0.8 分；其余情况不得分。4、以 2019 年金融科技创新投入金额为基准，2021 年金融科技创新投入较基准增长 5%及以上，得 1 分；其余情况不得分。
第二个解锁期	1、2022 年度现金分红金额占当年度归属于母公司股东的净利润的比例高于或等于 30%时，得 1 分；其余情况不得分。2、2022 年营业收入在当年对标企业中排名第 1-4 名，得 1 分；排名第 5-6 名，得 0.8 分；其余情况不得分。3、2022 年扣除非经常性损益后的营业收入利润率在当年对标企业中排名第 1-4 名，得 1 分；排名第 5-6 名，得 0.8 分；其余情况不得分。4、以 2019 年金融科技创新投入金额为基准，2022 年金融科技创新投入较基准增长 8%及以上，得 1 分；其余情况不得分。
第三个解锁期	1、2023 年度现金分红金额占当年度归属于母公司股东的净利润的比例高于或等于 30%时，得 1 分；其余情况不得分。2、2023 年营业收入在当年对标企业中排名第 1-3 名，得 1 分；排名第 4-6 名，得 0.8 分；其余情况不得分。3、2023 年扣除非经常性损益后的营业收入利润率在当年对标企业中排名第 1-3 名，得 1 分；排名第 4-6 名，得 0.8 分；其余情况不得分。4、以 2019 年金融科技创新投入金额为基准，2023 年金融科技创新投入较基准增长 11%及以上，得 1 分；其余情况不得分。

资料来源：公司公告，渤海证券。注：对标券商为中信证券、海通证券、国泰君安、广发证券、招商证券、申万宏源、中信建投、中国银河、中金公司

在达成综合风控指标的前提下，公司层面考核结果对应的公司绩效系数如下：

公司绩效系数 = 现金分红比例指标得分 × 15% + 营业收入相关指标得分 × 35% + 扣除非经常性损益后的营业收入利润率相关指标得分 × 35% + 金融科技创新投入指标得分 × 15%

个人层面的绩效系数根据激励对象上一年度的绩效考核结果确定，不同考核成绩对应不同解锁比例。

表 4：个人考核系数表

考核结果	B 及以上	C	D	E
个人绩效系数	100%	90%	70%	0%

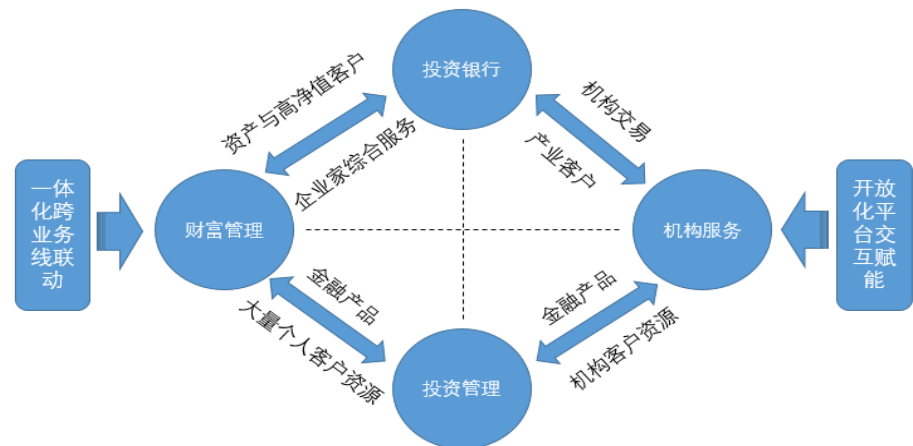
资料来源：公司公告，渤海证券

2.以客户为中心，搭建一流综合金融集团

公司以客户需求为导向，全力推进科技赋能下的财富管理和机构服务双轮驱动再上新台阶，利用平台化打法拓展新的成长空间，做大客户体量和客户生态圈。

2021 年，公司将继续深化科技赋能下的财富管理和机构服务双轮驱动发展战略。财富管理全面向客户运营和资产配置转型，实现做大客户体量的“再破局”；机构业务聚焦头部客群，实现投行、交易等业务线核心能力“再升级”。

图 4：华泰证券发展战略



资料来源：公司公告，渤海证券

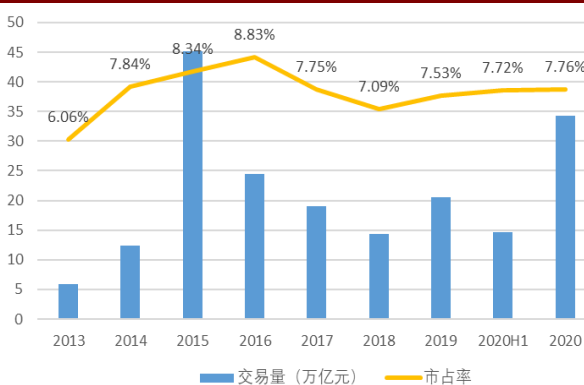
2.1 财富管理大时代，客户优势将充分显现

2.1.1 公司拥有庞大客群基础，股基市占率行业第一

公司股基交易额市占率稳居行业第一，佣金率小幅下滑。依托先进的平台体系和一体化的运营模式，公司股基交易量继续位居行业第一，客户数量和客户资产规模显著增长。2014 年至今，公司股基交易量市占率稳居行业第一，近几年随着行情转暖，市占率呈上升趋势，2020 年股基交易额市占率达 7.76%。

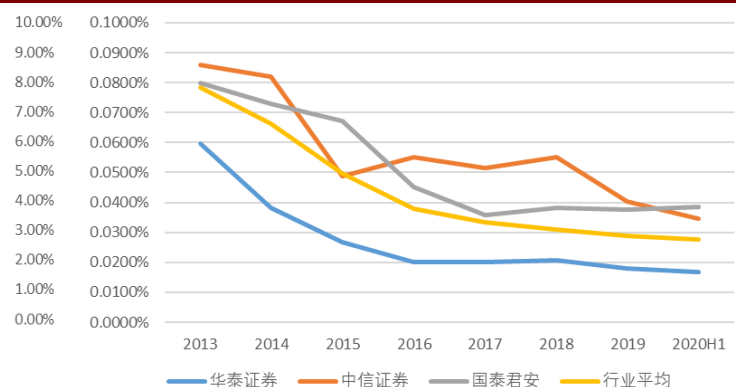
低佣金率是公司在维护客群基础上的重要手段，2020 年以代理买卖证券和席位租赁为基础计算的净佣金率为万分之 1.62，代理买卖业务净佣金率持续低于行业平均水平，与中信证券、国泰君安等市占率靠前券商相比差异更大。

图 5：华泰证券股基交易额市占率行业第一



资料来源：公司公告，渤海证券

图 6：华泰证券净佣金率低于行业水平



资料来源：公司公告，渤海证券

从财富管理客户数量及资产规模看，公司获客能力突出。2020H1，公司财富管理客户数 1505.7 万人，客户资产规模 3.92 万亿元，绝对规模高于可比头部券商。从人均资产规模来看，公司人均资产 26.03 万元，仅高于海通证券的 16.45 万元，与机构客户占比较高的中信证券、中金公司等差距较大，表明低佣金策略吸引了更多的长尾客户。针对公司客群性质，华泰证券深入挖掘客户需求，线上和线下联动，对客户进行分层分级服务，有助于提升财富管理服务的质量和效率。

图 7：华泰证券财富管理客户数（左轴）及资产规模（右轴）

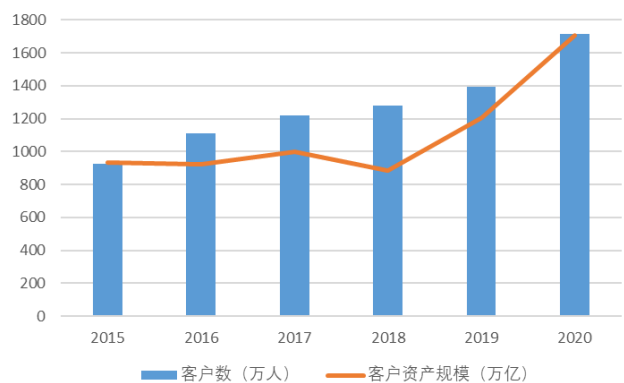
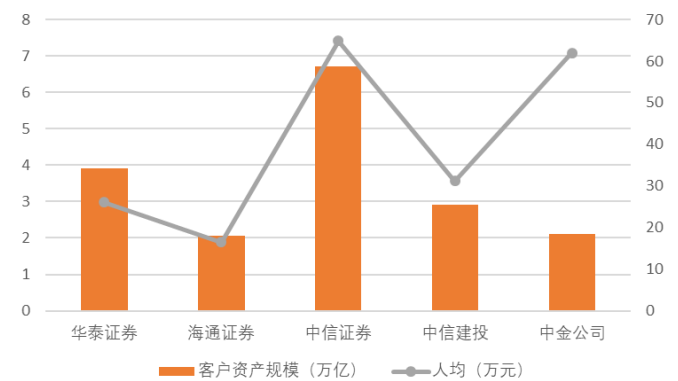


图 8：2020H1 华泰证券财富管理人均资产规模较低



资料来源：公司公告，渤海证券

资料来源：公司公告，渤海证券

资本中介业务发展态势良好，“融券通”平台高效连接券源供需方。随着 2020 年市场交易活跃度提升，公司融资融券业务规模增长明显，市场份额持续提升，融券业务快速发展，股票质押式回购业务结构改善，业务风险平稳可控。

2020 年末，公司两融余额 1241 亿元，同比增长 85%，市场份额达 7.67%，整体维持担保比例为 302.93%，其中，融券余额为人民币 254.10 亿元，同比增长 984.97%，市场份额达 18.55%，“融券通”平台能够高效联通券源供给方和需求方，开启证券借贷数字化运营新模式。股权质押规模 315 亿元，较去年减少 63 亿元，平均履约保障比例 287.46%。

图 9：华泰证券两融余额（左轴）及市场份额（右轴）

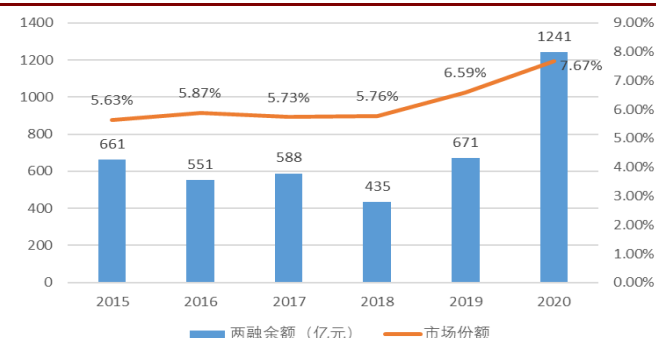
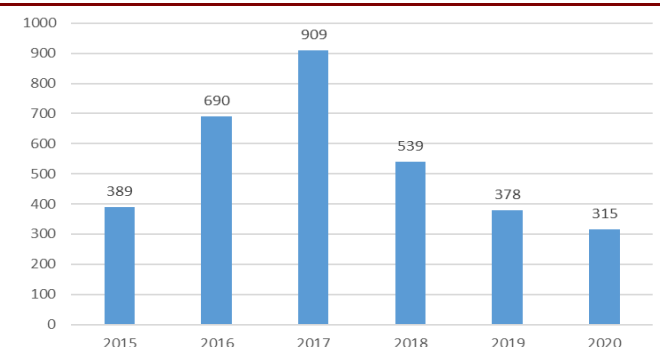


图 10：华泰证券股票质押式回购业务规模（亿元）



资料来源：公司公告，渤海证券

资料来源：公司公告，渤海证券

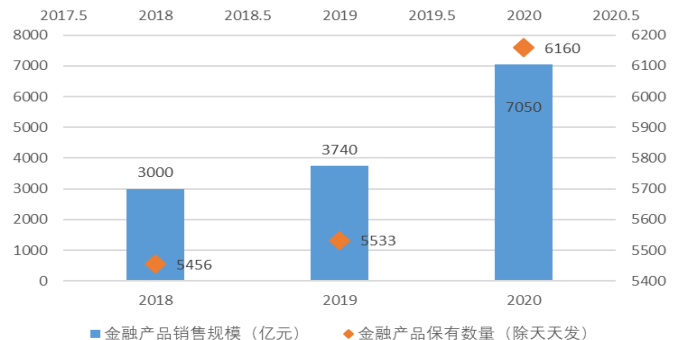
以客户需求为中心的金融产品业务全面推进。公司首批获得开展基金投顾业务试点资格，推出“涨乐星投”基金投顾服务品牌，可根据市场变化、服务约定，完成基金组合买入、卖出及调仓等所有投资选择，客户无须亲自打理，促进投资顾问卖方服务向买方服务转型。2020 年公司金融产品保有数量 6160 只，全年金融产品销售规模 7053 亿元，同比增长 89%。

图 11：2020 年推出“涨乐星投”基金投顾平台



资料来源：公司公告，渤海证券

图 12：华泰证券金融产品销售规模（左轴）及保有量



资料来源：公司公告，渤海证券

我们认为，在财务管理大时代，客群基础比当前较高的代理买卖业务利润率更为重要。首先，在行业竞争不断加剧背景下，代买卖业务净佣金率不断下行，各券商之间差距在不断缩小；其次，在财富管理转型背景下，以代理买卖业务通道类收入为主的盈利模式将转变为代客理财的管理费收入，客户规模和客户资产将是重要变量。

2.1.2 线上线下一体化平台赋能财富管理

财富管理业务肩负着大规模聚集客户资源和客户资产的重要职能，是客户价值挖掘和创造的重要基础。公司不断强化数字化运营和管理，打造了总部驱动的线上线下、境内境外一体化财富管理平台。

图 13：华泰证券财富管理服务平台

数字化赋能财富管理服务



涨乐财富通

持续完善服务场景和策略支持，
提供智能化资产配置服务



AORTA

与涨乐财富通无缝衔接，帮助投
资顾问即时掌握客户需求



智慧网点

整合零售客户服务平台、自助柜员
和排队系统等，识别客户需求，重
构业务流程



AssetMark

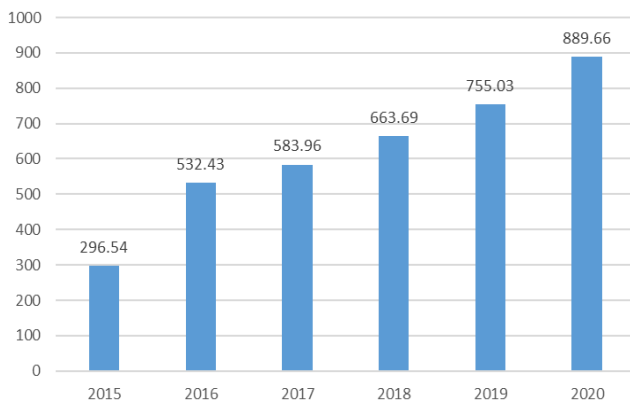
吸收借鉴美国成熟市场经验模
式，不断强化科技赋能投资顾问

资料来源：公司官网，渤海证券

线上：面向客户的“涨乐财富通”和面向投顾的“AORTA”数字化财富管理平台。2009年，公司领先行业开发“涨乐理财”手机客户端，除便捷下单外还能和理财专家在线交流。2014年，能为客户提供全生命周期、全品种一站式服务的新一代移动理财终端“涨乐财富通”正式上线。公司不断加大在新兴技术领域的探索和大数据的挖掘，积极打造专业化、标杆型的财富管理平台，为客户提供一站式财富管理解决方案。

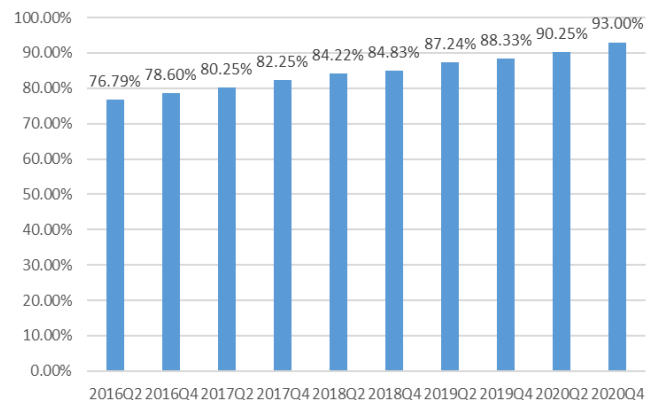
截至2020年年底，“涨乐财富通”累计下载量突破5806.25万，移动终端客户开户数322.90万，占全部开户数的99.72%，客户通过“涨乐财富通”进行交易比例为94.27%。根据易观智库统计数据，2020年“涨乐财富通”平均月活数为889.66万，月活数位居证券公司类APP第一名。

图 14：涨乐财富通平均月活数



资料来源：公司公告，渤海证券

图 15：涨乐财富通交易人数占比



资料来源：公司公告，渤海证券

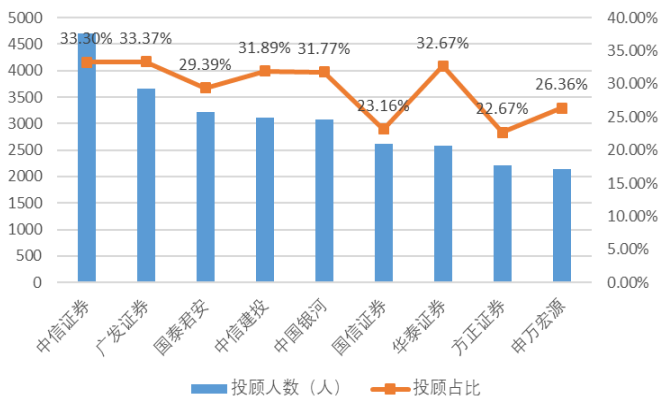
2019年，华泰投顾工作云平台“AORTA”上线，该平台以满足客户需求为根本出发点，从投顾的工作场景出发，结合华泰证券过往数字化智能化的优势，通过对海量数据的分析和处理，为投顾集成了客户、投顾、服务这三个关键要素并以合理的机制高效运作。

1) 投顾可以通过“客户中心”模块，借助大数据和客户画像，洞察客户诉求及投资偏好；并通过“产品中心”和“资产配置”两大模块，获取产品资讯、市场动态、总部最新研究成果等，以便为客户定制个性化资产配置计划。

2) “AORTA”可以与C端平台“涨乐财富通”实现底层互联互通，投顾能在线会话方式，更加便捷地响应客户需求，实现了B2B2C（公司到投顾到客户）业务链路的实质性贯通，成为华泰财富管理服务的重要中台支撑。截至2020年6月，“AORTA”平台月度活跃人数4748人，依托强大的金融科技实力，华泰证券将不断强化中台对前台的支持，为投资者提供更好的投顾服务。

线下：专业化财富管理队伍和线下网点优化。公司积极推进投资顾问专业队伍和财富管理服务能力建设，依托分布于 243 个经营网点的 2574 名投资顾问，为客户提供更针对性的资产配置服务。投顾作为公司财富管理的触角，将为公司提升财富管理客户粘性，吸引更多优质客户及资产，帮助公司抢占财富管理业务份额。

图 16：各券商投顾人数及占比



资料来源：证券业协会，渤海证券

图 17：截至 2020 年 12 月公司营业网点分布



资料来源：公司公告，渤海证券

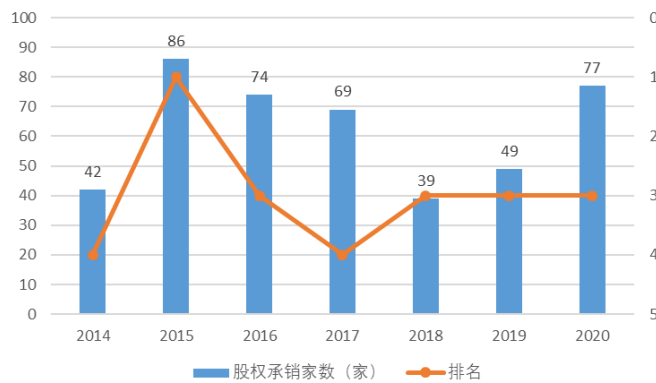
2.2 机构业务：打造“买方+卖方+研究”三位一体机构客户服务生态圈

2.2.1 投行业务：打造一流投行服务生态圈

公司充分把握经济转型升级和以注册制为引领的资本市场改革机遇，持续推进全业务链战略，完善以客户为中心的大投行一体化运作体系，继续加快行业布局、优化团队结构，切实加强跨市场执行和服务能力，围绕重点客户的实际需求和资本战略积极挖掘业务机会，投资银行业务市场地位和品牌优势进一步巩固提升。

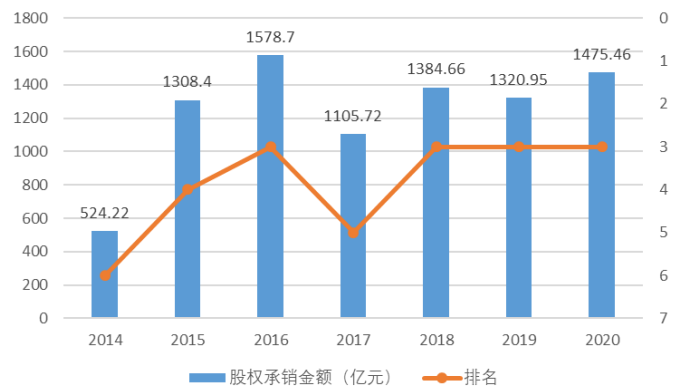
公司股权承销保持行业领先。公司股权承销业务持续加大对重点区域及优质客户的覆盖力度，前瞻布局成长性行业，积极储备科创板及创业板注册制项目，业务布局取得全面成效。按发行日 2020 年公司股权承销家数 77 家，承销金额 1475.46 亿元，均排名行业第三。其中，IPO 承销规模为 240.26 亿元，排名行业第五，再融资承销规模 1037.62 亿元，排名行业第二。

图 18: 华泰证券股权承销家数及排名



资料来源: 公司公告, 渤海证券

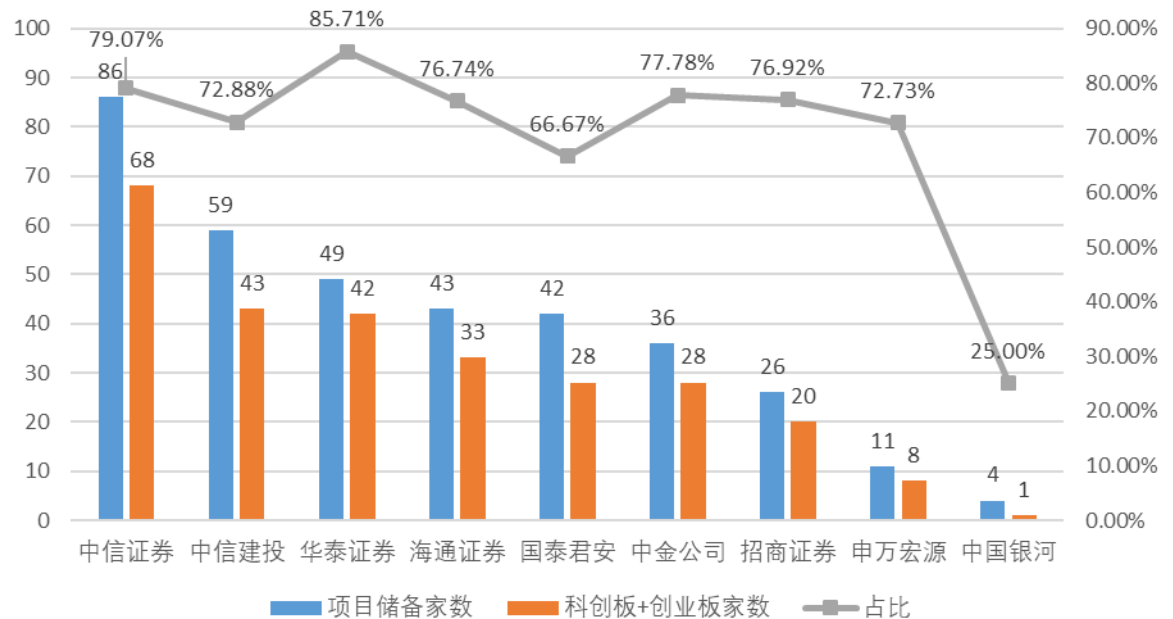
图 19: 华泰证券股权承销金额及排名



资料来源: 公司公告, 渤海证券

IPO 储备项目数量对标券商中排名第三, 其中科创板和创业板数量占比排名第一。公司投行业务储备丰富, 目前 IPO 排队企业数量 49 家, 排名行业第三。公司战略聚焦科技创新领域, 充分把握开设科创板和创业板注册制改革机遇, 目前科创板和创业板储备项目 42 家, 占全部项目数量的 86%, 高于其他可比券商。

图 20: 华泰证券及可比券商 IPO 储备项目数量及占比



资料来源: wind, 渤海证券

并购重组财务顾问业务在保持行业领先地位的基础上, 重点推进标杆性大型项目与创新项目, 不断提升行业研究能力、高价值交易机会发现能力及交易撮合能力, 积极拓展客户持续服务。

2020 年经中国证监会核准及注册的并购重组交易家数 9 家, 行业排名第二; 交易金额 504.19 亿元, 行业排名第二。

表 5: 华泰证券并购重组金额及排名情况

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
家数	29	21	11	15	14	9
家数排名	1	1	5	3	1	2
交易金额 (亿元)	1007.31	1889.53	413.04	1104.27	1280.65	504.19
交易金额排名	3	2	4	1	1	2

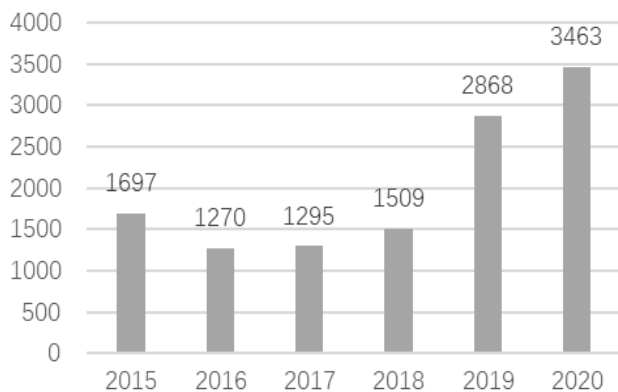
资料来源: 公司公告, 渤海证券

2.2.2 投资交易业务: 多元、去方向化打造未来核心竞争力

公司投资类业务主要为权益、固收和场外衍生品投资。2020 年华泰证券投资资产规模继续扩张至 3463 亿元, 较 2019 年底增加 596 亿元。其中, 股票规模增加 289 亿元, 债券规模增加 175 亿元。从投资收益率看, 公司 2020 年综合投资收益率为 3.21%, 中信证券、国泰君安分别为 3.94%、3.08%, 虽然 2020 年收益率低于中信证券但华泰证券历年投资收益率更加平缓并且波动幅度更小, 收益更加稳健。

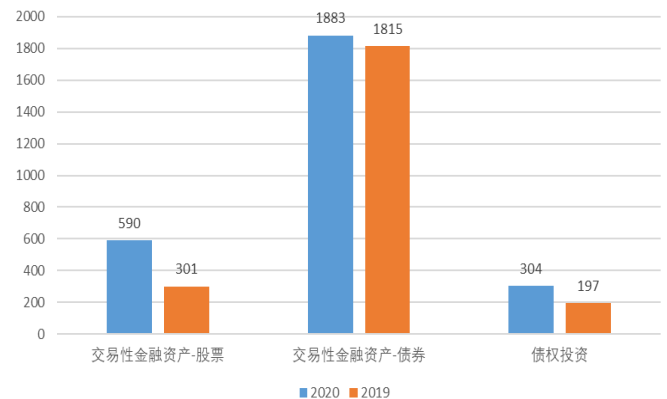
公司权益投资坚持去方向化, 通过构建多品种、多周期、多策略的大数据交易业务体系不断推动交易规模和盈利水平提升。固收类业务综合运用衍生品组合、杠杆息差、大类资产宏观对冲等多种交易策略实现自营投资稳健增长。

图 21: 华泰证券投资资产规模 (亿元)



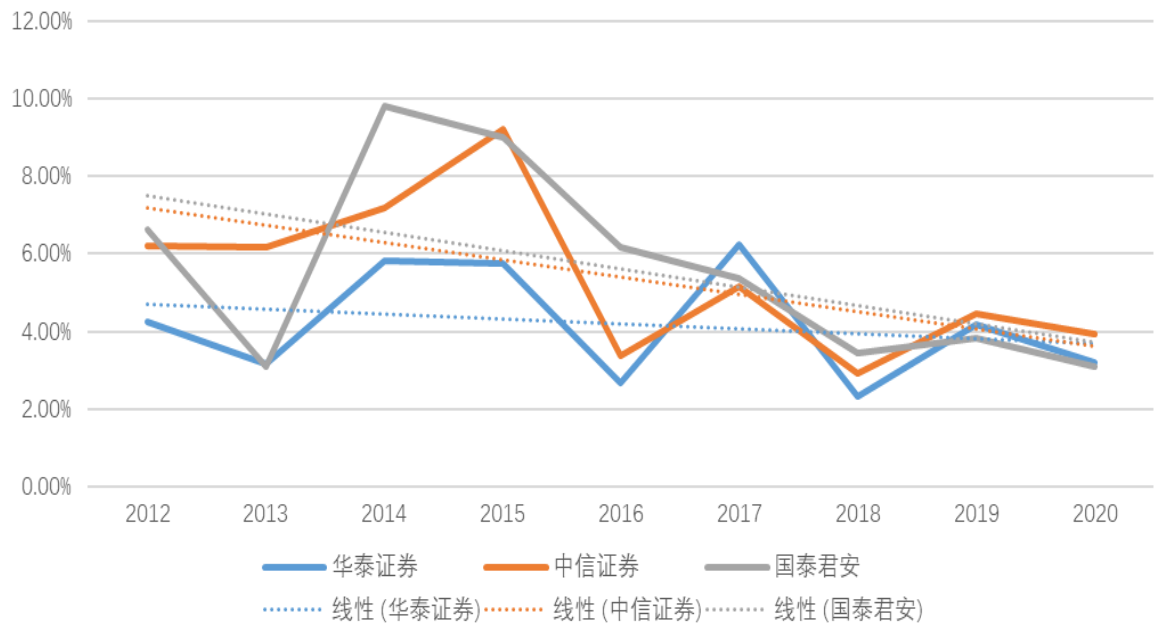
资料来源: wind, 渤海证券

图 22: 华泰证券 2020 年投资资产主要变动情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 23: 华泰证券自营投资收益率波动幅度更小

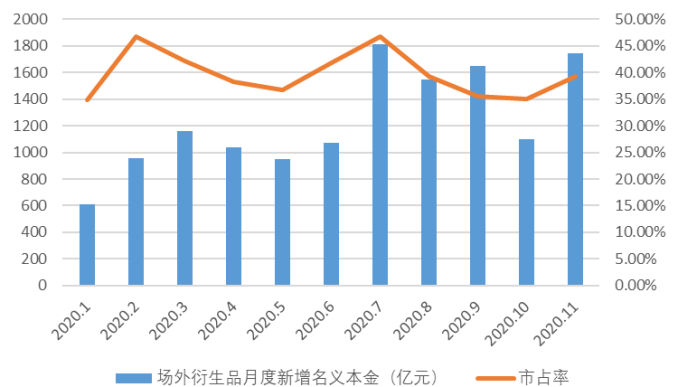
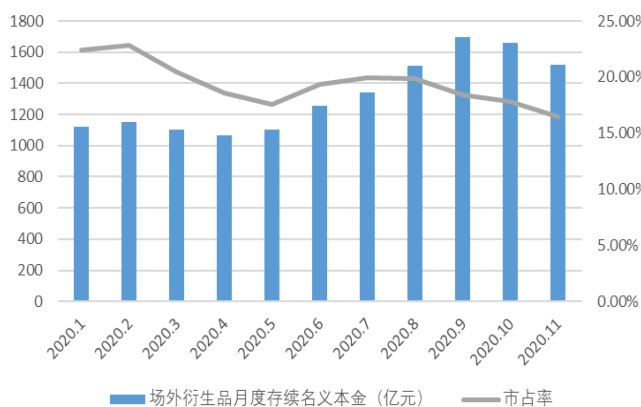


资料来源: wind, 渤海证券

场外衍生品交易增强公司权益投资稳定性。目前证券公司开展的场外衍生品业务主要包括收益互换和场外期权, 通过满足机构客户的个性化投资以及风险规避需求, 有利于增加券商的机构客户粘性进而丰富券商收入来源。2020 年以来公司场外衍生品月度存续名义本金一直保持在行业前五, 场外衍生品存续规模市占率稳定在 15%以上, 场外衍生品月度新增规模稳居行业前列。

公司通过提高业务创新能力、产品设计与定价能力、交易与风险对冲能力, 深度对接机构服务体系和客户需求, 以体系化的机构服务优势和差异化的机构服务能力, 打造机构客户金融生态圈。

图 24: 华泰证券场外衍生品月度存续名义本金及市占率(右轴) 图 25: 华泰证券场外衍生品月度新增名义本金及市占率(右轴)



资料来源: 中证场外衍生品市场, 渤海证券

资料来源: 中证场外衍生品市场, 渤海证券

3.盈利预测

我们预计华泰证券 2021-2023 年营业收入分别为 360、413、466 亿元，同比分别增长 14%、15%、13%，净利润分别为 132、155、178 亿元，同比分别增长 22%、17%、14%。

表 6：华泰证券盈利预测简表（亿元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	161.08	248.63	314.45	359.82	413.43	466.34
手续费及佣金净收入	78.09	88.30	130.84	133.02	151.31	170.53
利息净收入	30.15	21.22	26.05	46.24	52.01	54.21
总投资收益	42.09	119.06	143.63	160.50	190.00	221.50
其他业务收入	10.75	20.05	13.93	20.00	20.00	20.00
营业支出	96.33	132.55	179.44	194.11	219.31	244.18
业务及管理费用	81.67	113.67	151.66	169.11	194.31	219.18
信用减值损失	8.63	7.20	13.06	10.00	10.00	10.00
其他支出	6.03	11.68	14.72	15.00	15.00	15.00
营业利润	64.75	116.08	135.01	165.70	194.12	222.16
利润总额	64.49	115.86	135.04	165.50	193.92	221.96
净利润	51.61	90.57	108.7	132.40	155.13	177.57

资料来源：渤海证券

分业务预测如下：

经纪业务：预计 2021-2023 年经纪业务收入为 69、76、84 亿元，同比增速为+6%、+11%、+10%。主要基于以下假设：2021-2023 年两市日均股基成交额 10000、11000、12000 亿元，公司市占率逐年提升 7.8%、7.9%、8%，净佣金率维持 2020 年水平万分之 0.18。

表 7：华泰证券经纪业务预测表

	2018	2019	2020	2021 (1.1-3.26)	2021E	2022E	2023E
市场日均股基成交额（亿元）	4139	5599	9072	10291	10000	11000	12000
公司股基交易市占率	7.09%	7.53%	7.76%		7.8%	7.9%	8%
净佣金率（万分之）	2.37	2.00	1.89		1.80	1.80	1.80
经纪业务收入	33.86	41.08	64.60		68.52	76.33	84.33

资料来源：渤海证券，注：为便于估计，此处净佣金率与文中净佣金率计算方式存在差异

投行业务：预计 2021-2023 年投行业务收入为 32、40、49 亿元，同比增速为-12%、+25%、+22%。主要基于以下假设：2021-2023 年市场 IPO 规模 4000、5000、6000 亿元，股权再融资规模 1.0、1.2、1.4 万亿元，债券承销规模均为 10 万亿

元。公司 IPO 市占率 5%、5.5%、6%，股权再融资市占率 12%、12.5%、13%，债券承销市占率 3%、3.5%、4%。公司承销保荐费率 0.85%、0.9%、0.95%。

表 8：华泰证券投行业务预测表

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市场 IPO 规模（亿元）	1375	2534	4726	4000	5000	6000
市场股权再融资规模（亿元）	8194	9562	9219	10000	12000	14000
证券公司债券承销规模（亿元）	58928	77761	102482	100000	100000	100000
公司 IPO 市占率	13.67%	2.64%	5.08%	5.00%	5.50%	6.00%
公司股权再融资市占率	13.58%	13.71%	11.90%	12.00%	12.50%	13.00%
公司债券承销市占率	2.09%	2.67%	3.61%	3.00%	3.50%	4.00%
承销保荐费率	0.91%	0.67%	0.82%	0.85%	0.90%	0.95%
承销保荐净收入	13.01	14.4	32.23	27.2	33.98	41.42
财务顾问净收入	6.49	5.00	4.21	4.80	6.00	7.28
投行业务净收入	19.50	19.40	36.44	32.00	39.98	48.70

资料来源：渤海证券

自营业务：预计公司 2021-2023 年自营投资业务收入为 161、190、222 亿元，同比增速分别为+12%、+18%、+17%。其中，2021-2023 年投资净收益（不含对联营企业和合营企业的投资收益）为 116、140、167 亿元，分别同比增长+14%、+21%、+19%，假设 2021-2023 年投资资产（金融投资和衍生金融资产）分别为 3500、4000、4500 亿元，投资收益率分别为 3.30%、3.50%、3.70%；2021-2023 年对联营企业和合营企业的投资收益分别为 45、50、55 亿元。

表 9：华泰证券自营业务预测表

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
投资资产（亿元）	1509	2868	3463	3500	4000	4500
投资收益（亿元）	32.5	91.8	101.59	115.5	140	166.5
投资收益率	2.32%	4.19%	3.21%	3.30%	3.50%	3.70%
对联营企业和合营企业的投资收益（亿元）	9.59	27.26	42.04	45	50	55
投资业务总收入（亿元）	42.09	119.06	143.63	160.50	190.00	221.50

资料来源：渤海证券，注：计算投资收益率时，投资资产取年初和年末数均值。

信用业务：预计公司 2021-2023 年利息净收入为 46、52、54 亿元，同比增速为 +78%、+12%、+4%。主要基于以下假设：2021-2023 年市场日均两融余额 1.6、1.65、1.8 万亿元，公司两融业务市占率为 9.5%、9.7%、10%，两融利率为 6.2%、6.1%、6.1%；买入返售金融资产维持在 190 亿元，买入返售利率为 3.5%。利息支出方面，2021-2023 年主要有息负债（卖出回购金融资产、短期融资券、应付债券、短期借款等）规模为 3125、3595、4055 亿元，综合借款成本 3.2%、3.1%、3.0%。

表 10: 华泰证券信用业务预测表

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市场日均两融余额 (亿元)	9131	9116	12956	16000	16500	18000
公司两融市占率	4.77%	7.36%	9.58%	9.50%	9.70%	10.00%
两融利率	7.64%	7.25%	6.43%	6.20%	6.10%	6.10%
两融利息收入 (亿元)	39.07	40.13	61.49	85.60	95.18	103.72
买入返售金融资产 (亿元)	436	185	195	190	190	190
买入返售利率	5.17%	3.83%	2.31%	3.50%	3.50%	3.50%
买入返售利息收入 (亿元)	27.24	11.88	4.39	6.74	6.65	6.65
利息总收入 (亿元)	94.82	86.83	109.64	143.86	156.17	168.96
主要有息负债规模 (亿元)	1346	2387	2976	3125	3595	4055
综合借款成本	4.78%	3.51%	3.12%	3.20%	3.10%	3.00%
利息支出 (亿元)	64.67	65.61	83.59	97.62	104.16	114.75
利息净收入 (亿元)	30.15	21.22	26.05	46.24	52.01	54.21

资料来源: 渤海证券, 注: 计算买入返售利率、综合借款成本及利息收入、利息支出时, 资产和负债各项目均取年初和年末数均值。

资管业务: 预计 2021-2023 年资管业务收入为 33、35、38 亿元, 同比增速为+9%、+8%、7%。主要基于以下假设: 2021-2023 年公司受托管理规模为 6500、7000、7500 亿元, 随着券商资管向主动管理转型持续推进, 资管费率较之前有所提升, 均为 0.5%。

表 11: 华泰证券资管业务预测表

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资管规模 (亿元)	7826	7257	5916	6500	7000	7500
资管费率	0.29%	0.37%	0.45%	0.50%	0.50%	0.50%
资管业务收入 (亿元)	24.73	27.72	29.80	32.50	35.00	37.50

资料来源: 渤海证券, 注: 计算资管费率及资管业务收入时, 资管规模取年初和年末数均值。

4.投资建议

当前我国已进入新的发展阶段, 资本市场在构建新发展格局, 推动经济高质量发展过程中起到重要战略支撑作用。随着资本市场深化改革进一步推进, 证券行业经营环境和发展格局正在发生深刻变化, 全面推进注册制、推动各类资金入市、继续完善场内多空平衡机制、坚持资本市场对外开放等措施打开了行业收入空间, 盈利能力进入上行通道。在此背景下, 我们认为华泰证券作为证券行业科技赋能的先行者, 受益于财富管理转型和业务重资产化发展趋势, 财富管理和机构业务的双轮驱动战略将日见成效, 未来业绩增长可期。

基于前文预测, 我们预计公司 2021-2023 年营收分别为 360、413、466 亿元, 同比分别+14%、+15%、+13%, 归母净利润 131、154、177 亿元, 同比分别+21%、

+17%、+15%，EPS 分别为 1.44、1.69、1.95 元，BVPS 为 15.66、17.36、19.30 元，现价对应 2021 年动态 PB 为 1.10 倍，具有较高的安全边际，给予“买入”评级。

5.风险提示

市场交投情绪回落，市场波动导致股权质押风险暴露，监管政策趋严。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，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书面或口头承诺均为无效。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券股份有限公司研究所

副所长&产品研发部经理

崔健

+86 22 2845 1618

汽车行业研究小组

郑连声

+86 22 2845 1904

陈兰芳

+86 22 2383 9069

机械行业研究

郑连声

+86 22 2845 1904

宁前羽

+86 22 2383 9174

银行业研究

王磊

+86 22 2845 1802

吴晓楠

+86 22 2383 9071

非银金融行业研究

王磊

+86 22 2845 1802

医药行业研究

陈晨

+86 22 2383 9062

计算机行业研究

徐中华

+86 10 6810 4898

家电行业研究

尤越

+86 22 2383 9033

传媒行业研究

姚磊

+86 22 2383 9065

食品饮料行业研究

刘瑀

+86 22 2386 1670

宏观、战略研究&部门经理

周喜

+86 22 2845 1972

固定收益研究

马丽娜

+86 22 2386 9129

张靖怡

+86 22 2383 9130

李济安

+86 22 2383 9175

金融工程研究

宋旻

+86 22 2845 1131

陈菊

+86 22 2383 9135

韩乾

+86 22 2383 9192

杨毅飞

+86 22 2383 9154

金融工程研究

祝涛

+86 22 2845 1653

郝惊

+86 22 2386 1600

策略研究

宋亦威

+86 22 2386 1608

严佩佩

+86 22 2383 9070

博士后工作站

张佳佳 资产配置

+86 22 2383 9072

张一帆 公用事业、信用评级

+86 22 2383 9073

博士后工作站

苏菲 绿色债券

+86 22 2383 9026

刘精山 货币政策与债券市场

+86 22 2386 1439

综合管理

齐艳莉 (部门经理)

+86 22 2845 1625

李思琦

+86 22 2383 9132

机构销售•投资顾问

朱艳君

+86 22 2845 1995

王文君

+86 10 6810 4637

合规管理&部门经理

任宪功

+86 10 6810 4615

风控专员

张敬华

+86 10 6810 4651

渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn