

华泰证券 (601688.SH)

经纪投行提升业绩，“科技+人才”赋能未来

投资要点

- ◆ **公司公布 2020 年年报**，公司 2020 年实现营业收入 314.25 亿元，同比+26.47%，略高于行业平均的营业收入增速+24.41%；实现归母净利润 108.22 亿元，同比+20.22%，利润端增速不及行业平均+27.98%。
- ◆ **经纪业务：市场份额持续增长，代销业务表现亮眼**。2020 年公司股基成交额为 34.19 万亿，股基市场份额为 7.7%，处于行业第一位；实现代销收入 4.98 亿元，同比+188%，占经纪业务净收入比重提升 4pct 至 8%。
- ◆ **投行业务：IPO 显著回暖，整体市占率提升**。2020 年公司投行业务净收入 36 亿元，同比+87%；IPO 业务承销金额 240.26 亿元，同比+258%，市占率为 5.11%，较 2019 年提升 2.46pct；债券承销金额 5,482 亿元，同比+64.5%，市占率为 5.45%，排名提升至行业第五位。
- ◆ **自营业务：去方向性投资转型取得成效，场外衍生品业务快速增长**。截至 2020 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%；公司场外衍生品新增交易量排名跻身行业前列。
- ◆ **资管业务：整体规模小幅下降，主动管理规模占比提升**。截至 2020 年末，公司资管业务净收入同比+7%，资产管理规模为 4,848.58 亿元，同比-17%，其中主动管理资产规模 2647.28 亿元，同比+5%，占比提升 11.70pct。
- ◆ **资本中介业务：融资融券业务规模增长明显，股权质押业务风险平稳可控**。2020 年末，公司融资融券业务余额为人民币 1,241.23 亿元，同比+84.91%，市场份额达 7.67%，整体维持担保比例为 302.93%；股权质押业务规模进一步下降，待购回余额为人民币 314.56 亿元、平均履约保障比例为 287.46%。
- ◆ **金融科技维持高水位资金和人员投入，推动客户规模和客户活跃度增长**。2020 年华泰证券信息技术投入总额 17.6 亿，同比+24%。公司旗下涨乐财富通平台 2020 年月活达 912 万，位居券商类 APP 第一名，同比增长 17%。公司战略措施中提及未来将强化金融科技赋能，秉持“科技赋能未来，数据驱动发展”的理念，围绕“数字化转型”战略目标，持续推进数字化转型工作，为客户提供优质产品及服务。
- ◆ **股权激励计划落地，持续激发市场化组织活力**。2021 年 3 月 23 日公司公告股权激励计划，拟向占公司总人数的 7.7%的 813 名的员工授予不超过 4564 万股限制性股票（占总股本 0.5%）以充分调动公司董事、高管及核心员工的积极性，保留核心骨干，提升公司竞争力。
- ◆ **投资建议：预计公司 2021-2023 年每股净资产为 15.21/16.56/18.03 元**，对应 PB 为 1.10/1.01/0.93 倍，看好公司持续增加科技创新投入，打造差异化竞争优势和全新商业模式，助推公司向多元化的财富管理转型，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：市场大幅波动，业务开展不及预期

| 财务数据与估值 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 每股收益 | 0.99 | 1.19 | 1.30 | 1.50 | 1.66 |
| 每股净资产 | 13.84 | 14.58 | 15.21 | 16.56 | 18.03 |
| ROE | 7.81% | 8.39% | 8.75% | 9.47% | 9.62% |
| 营业收入增长率 | 54.35% | 26.47% | 3.41% | 14.61% | 7.34% |
| 净利润增长率 | 78.86% | 20.23% | 9.35% | 15.38% | 10.55% |
| 资产负债率 | 77.65% | 81.54% | 81.49% | 81.62% | 79.03% |
| P/E | 16.84 | 14.01 | 12.81 | 11.10 | 10.04 |
| P/B | 1.21 | 1.15 | 1.10 | 1.01 | 0.93 |

数据来源：Wind, 万和证券研究所

投资评级

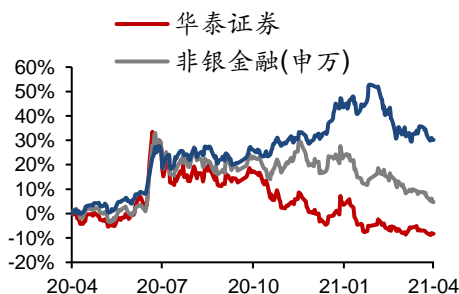
买入

首次评级

基本数据 (2021-04-15)

| | |
|-------------|-------------|
| 所属行业 | 非银金融 证券 |
| 股价(元) | 16.70 |
| 总市值(百万元) | 151,580.06 |
| 流通市值(百万元) | 150,820.41 |
| 总股本(百万股) | 9,076.65 |
| 流通股本(百万股) | 9,031.16 |
| 12个月价格区间(元) | 16.50-25.00 |

股价表现



| % | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|--------|--------|
| 相对收益 | 1.24 | -2.39 | -36.38 |
| 绝对收益 | -0.48 | -11.92 | -6.05 |

资料来源：Wind, 万和证券研究所

作者

朱志强 分析师
 SAC 执业证书：S0380517030001
 联系电话：0755-82830333 (127)
 邮箱：zhuzq@wanhese.com



请阅读正文之后的信息披露和重要声明

正文目录

| | |
|--|---|
| 一、成本费用与信用减值增加，利润端增速不及行业平均 | 3 |
| 二、轻资产业务占比上升，经纪、投行业务发力 | 3 |
| (一) 经纪业务：市场份额持续增长，代销业务表现亮眼 | 4 |
| (二) 投行业务：IPO 显著回暖显著，整体市占率提升 | 4 |
| (三) 自营业务：去方向性投资转型取得成效，场外衍生品业务快速增长 | 4 |
| (四) 资管业务：整体规模小幅下降，主动管理规模占比提升 | 5 |
| (五) 资本中介业务：融资融券业务规模增长明显，股押业务风险平稳可控 | 5 |
| 三、高水位资金和人员投入，有效推动客户规模增长 | 6 |
| 四、股权激励计划落地，持续激发市场化组织活力 | 6 |
| 五、投资建议 | 7 |
| 六、风险提示 | 7 |

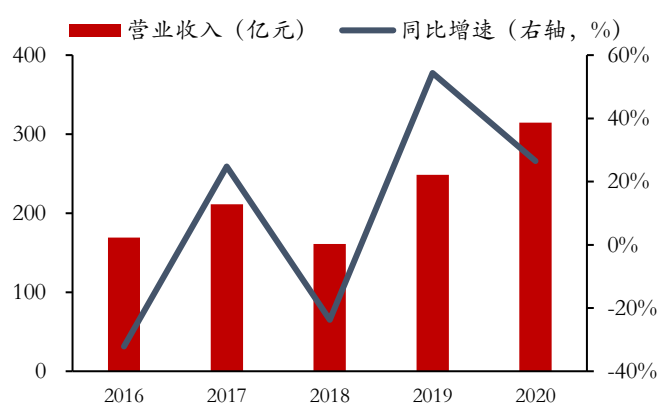
图表目录

| | |
|---|---|
| 图表 1 2016-2020 华泰证券营业收入及同比增速 | 3 |
| 图表 2 2016-2020 华泰证券归母净利润及加权 ROE | 3 |
| 图表 3 2016-2020 华泰证券业务占比 | 3 |
| 图表 4 2020 华泰证券各项业务收入及同比增速 | 3 |
| 图表 5 华泰证券经纪业务市场份额及佣金率变化 | 4 |
| 图表 6 2013-2020 华泰证券股票+债券承销金额及市场份额 | 4 |
| 图表 7 2012-2020 华泰证券 IPO 承销金额及市场份额 | 4 |
| 图表 8 华泰证券自营资产占比 | 5 |
| 图表 9 2012-2020 华泰证券资产管理规模及同比增速 | 5 |
| 图表 10 2016-2020 华泰证券资管产品构成 | 5 |
| 图表 11 2013-2020 华泰证券两融规模及市场份额 | 6 |
| 图表 12 2015-2020 华泰证券股押资产余额及同比增速 | 6 |
| 图表 13 华泰证券两融业务整体维持担保比例及股押业务平均履约保障比例 | 6 |

一、成本费用与信用减值增加，利润端增速不及行业平均

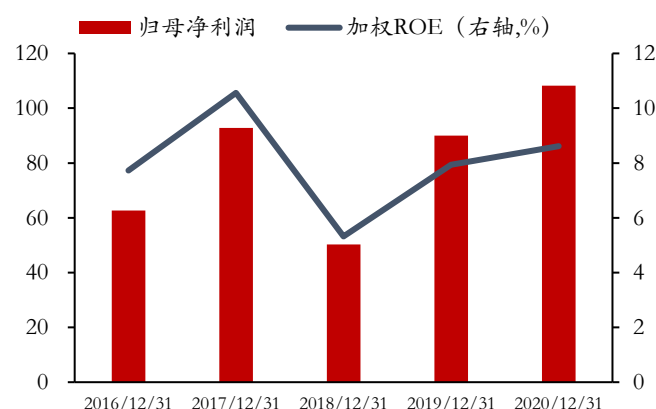
公司 2020 年实现营业收入 314.25 亿元，同比+26.47%，行业平均营业收入增速+24.41%。收入端表现优于行业平均；实现归母净利润 108.22 亿元，同比+20.22%，利润端增速不及行业平均+27.98%。主要原因如下：(1) 公司 2020 年计提信用减值损失净额 13.1 亿元，同比+81.53%，其中两融业务计提减值损失 13.56 亿元，是主要的减值来源；(2) 受到汇率变动影响，公司 2020 年汇兑损失较 2019 年增加 9.69 亿元；(3) 管理费用率增加，受员工成本和研究开发费用增加的影响，2020 年公司管理费用率为 48.2%，较 2019 年提升 2.5pct。公司 2020 年实现加权平均 ROE 8.39%，同比小幅增加 0.6pct，高于 6.82% 的行业平均水平。

图表 1 2016-2020 华泰证券营业收入及同比增速



资料来源：公司年报，万和证券研究所

图表 2 2016-2020 华泰证券归母净利润及加权 ROE

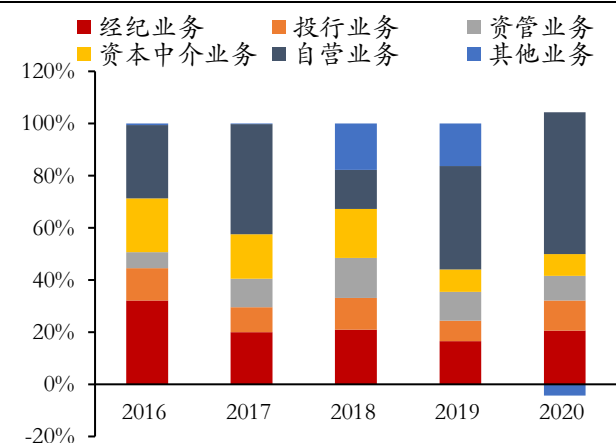


资料来源：公司年报，万和证券研究所

二、轻资产业务占比上升，经纪、投行业务发力

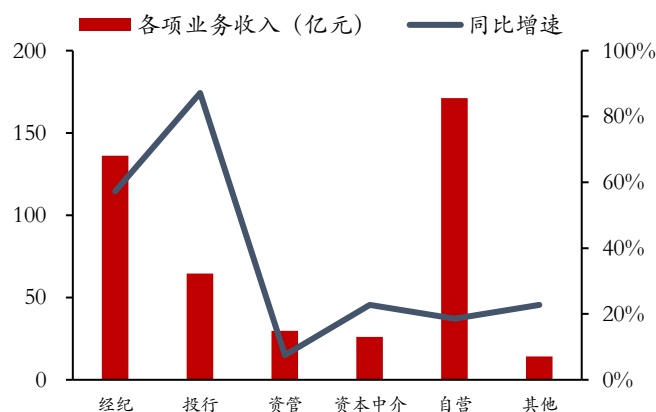
公司 2020 年实现业绩稳健增长主要受益于市场交投活跃、基金发行规模扩张、注册制改革及再融资政策松绑等积极因素带动。经纪业务方面，公司整体经纪业务净收入同比+57%，其中代理买卖证券业务净收入同比+47%，席位租赁收入同比+75%，代销金融产品收入同比+188%；投行业务方面，股债承销净收入同比+87%。收入结构方面，投行业务、经纪业务占比分别同比提升 3.8pct、4pct 至 12%、21%，其余业务占比小幅下滑，自营收入占比 46% 仍处各业务首位。

图表 3 2016-2020 华泰证券业务占比



资料来源：公司年报，万和证券研究所

图表 4 2020 华泰证券各项业务收入及同比增速

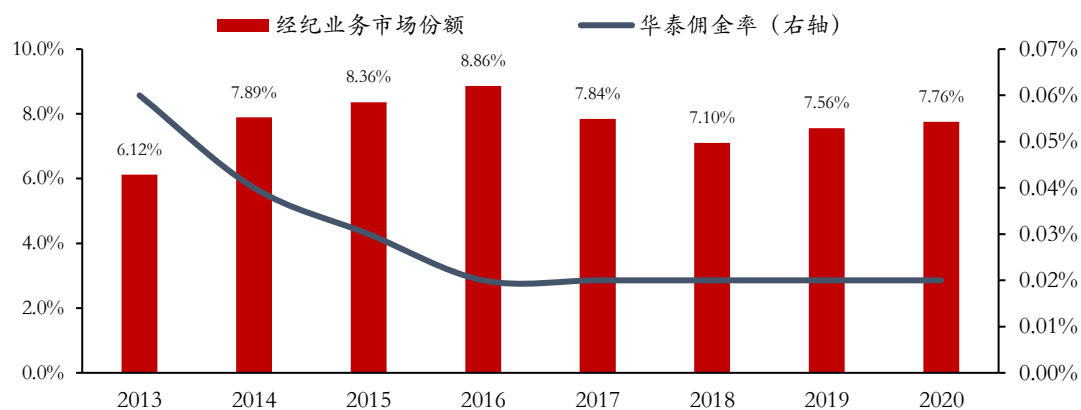


资料来源：公司年报，万和证券研究所

（一）经纪业务：市场份额持续增长，代销业务表现亮眼

2020年公司股基成交额为34.19万亿，股基市场份额为7.7%，较2019年提升0.03个pct，处于行业第一位。截至2020年末公司财管客户数量同比+23%，金融产品代销规模同比+89%，实现代销收入4.98亿元，同比+188%，占经纪业务净收入比重提升4pct至8%。

图表5 华泰证券经纪业务市场份额及佣金率变化

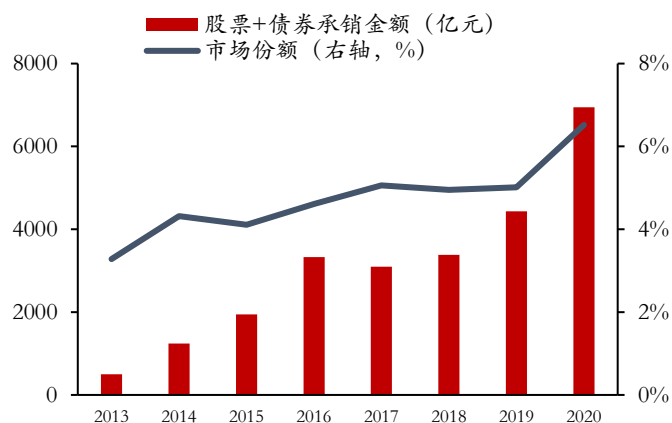


资料来源：公司年报，万和证券研究所

（二）投行业务：IPO显著回暖显著，整体市占率提升

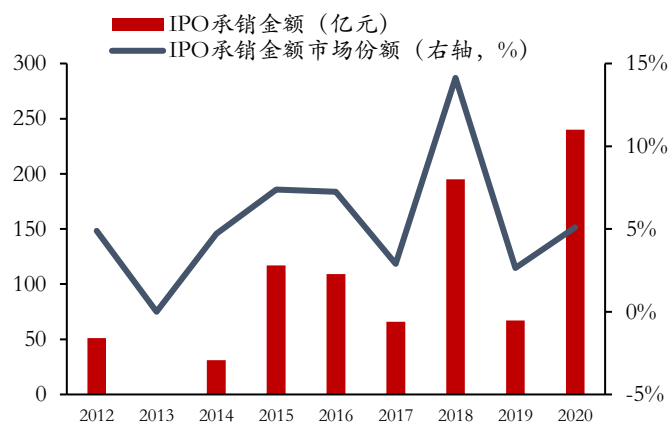
2020年公司投行业务净收入36亿元，同比+87%；IPO业务承销金额240.26亿元，同比+258%至240.26亿元，市占率为5.11%，较2019年提升2.46pct；债券承销金额5,482亿元，同比+64.5%，市占率为5.45%，排名提升一位至行业第五位。

图表6 2013-2020 华泰证券股票+债券承销金额及市场份额



资料来源：公司年报，万和证券研究所

图表7 2012-2020 华泰证券IPO承销金额及市场份额



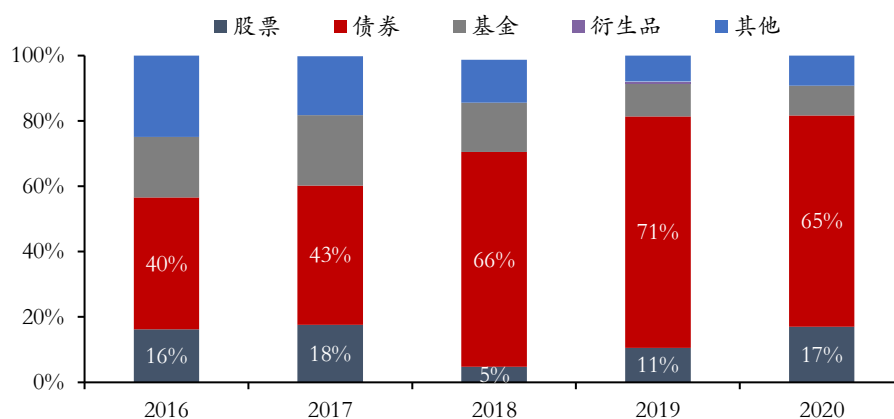
资料来源：公司年报，万和证券研究所

（三）自营业务：去方向性投资转型取得成效，场外衍生品业务快速增长

公司2020年实现自营投资收入143.63亿元，同比+21%。截至2020年末公司自营资产规模较年初+19%至3,391亿元；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%。公司近年来大力拓展场外衍生品业务，场外衍生品新增交易量排名跻身行业前列，2020年末公司存量场外期权和收益互换名义本金规模突破870亿，

同比+66%；另类子公司华泰创新投科创板跟投表现良好，2020年末华泰创新投拥有存续投资项目27个，投资规模人民币12亿元。

图表8 华泰证券自营资产占比

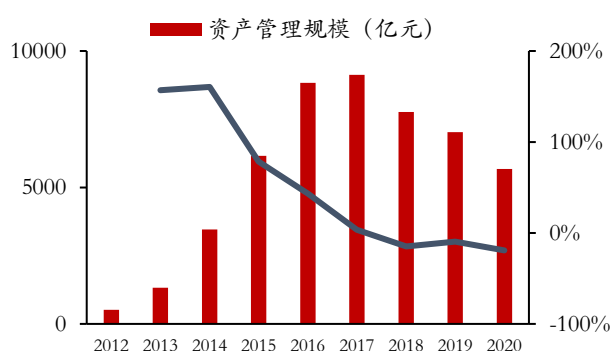


资料来源：公司年报，万和证券研究所

(四) 资管业务：整体规模小幅下降，主动管理规模占比提升

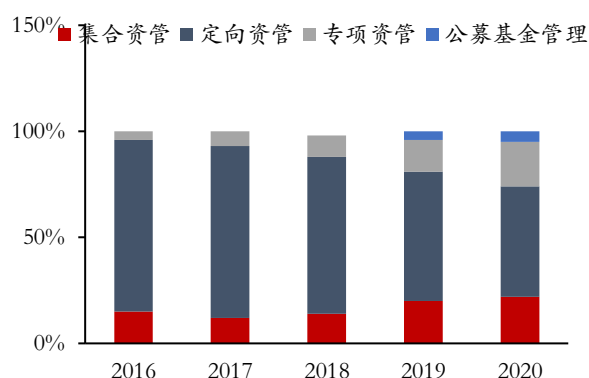
截至2020年末，公司资管业务净收入同比+7%，资产管理规模为4848.58亿元，同比-17%，其中主动管理资产规模2647.28亿元，同比+5%，占比提升11.70pct。报告期内集合资产管理业务实力稳中有升，净值型产品序列进一步丰富，管理规模1,324.84亿元，同比-10.13%，净收入14.34亿元，同比+14.89%；单一资产管理业务持续推进转型，积极探索净值型委外业务，主动管理类投资账户收益稳定，管理规模3,087.13亿元，同比-30.45%，净收入3.50亿元，同比+5.08%。专项资产管理业务继续保持特色优势，企业资产证券化项目发行数量及规模位居行业前列，管理规模1,262.86亿元，同比+13.14%，净收入0.98亿元，同比+3.40%。

图表9 2012-2020 华泰证券资产管理规模及同比增速



资料来源：公司年报，万和证券研究所

图表10 2016-2020 华泰证券资管产品构成



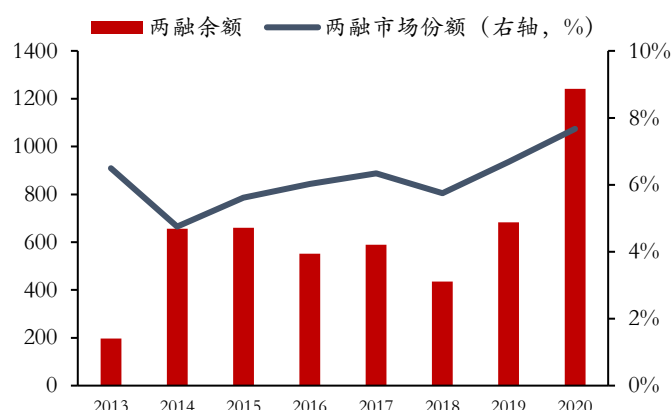
资料来源：公司年报，万和证券研究所

(五) 资本中介业务：融资融券业务规模增长明显，股押业务风险平稳可控

截止2020年末，公司融资融券业务余额为人民币1,241.23亿元，同比+84.91%，市场份额达7.67%，整体维持担保比例为302.93%，其中，融券业务余额为人民币254.10亿元，同比+984.97%，市场份额达18.55%；股权质押业务规模进一步下降，待购回余额为人民币314.56亿元、平均履约保障比例为287.46%，其中表内业务待购回余额为人民币64.76亿元、平均履约

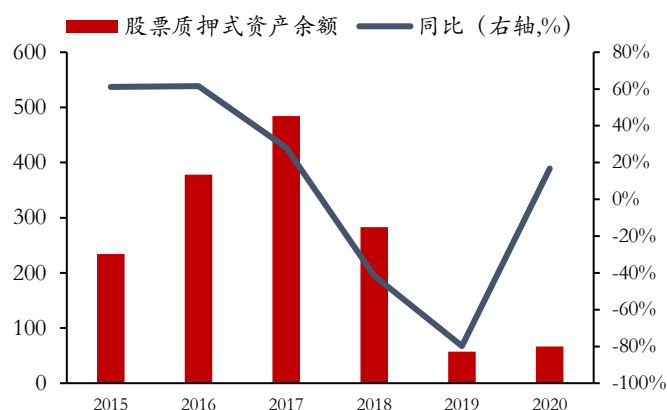
保障比例为 269.33%，表外业务待购回余额为人民币 249.80 亿元。

图表 11 2013-2020 华泰证券两融规模及市场份额



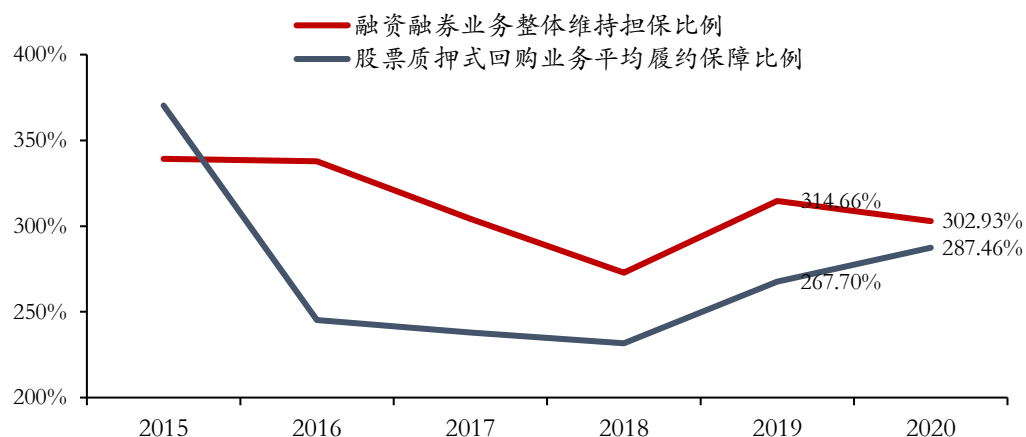
资料来源：公司年报，万和证券研究所

图表 12 2015-2020 华泰证券股押资产余额及同比增速



资料来源：公司年报，万和证券研究所

图表 13 华泰证券两融业务整体维持担保比例及股押业务平均履约保障比例



资料来源：公司年报，万和证券研究所

三、高水位资金和人员投入，有效推动客户规模增长

2020 年华泰证券信息技术投入总额 17.6 亿，同比+24%。公司近年来一直保持高水位资金和人员投入，着力构建领先的信息技术自主研发体系，力图通过数字化转型，推动线上线下一体化，以专业化的投顾队伍和有竞争力的金融产品，提升归集客户资产和变现客户价值能力，有效推动客户规模和客户活跃度增长。公司旗下涨乐财富通平台 2020 年月活达 912 万，位居券商类 APP 第一名，同比增长 17%。公司战略措施中提及未来将强化金融科技赋能，秉持“科技赋能未来，数据驱动发展”的理念，围绕“数字化转型”战略目标，持续推进数字化转型工作，为客户提供优质产品及服务。

四、股权激励计划落地，持续激发市场化组织活力

2020 年 12 月 31 日，公司第五届董事会第十一次会议审议通过《关于〈华泰证券股份有限公司 A 股限制性股票股权激励计划（草案）及其摘要〉的议案》积极推进面向核心骨干员工的

股权激励计划。2021年3月23日公司公布股权激励计划，拟向占公司总人数的约7.7%的813名的工授予不超过约4564万股限制性股票（占总股本的0.5%）。公司此时推出在未来有条件分期解除限售的股权激励计划，有利于完善公司治理结构，建立健全长期激励和约束机制，充分调动公司董事、高管及核心员工的积极性，有利于保留核心骨干，更灵活地吸引各种人才，提升公司竞争力。

五、投资建议

随着资本市场一系列市场化改革措施的持续出台、金融市场双向开放新格局的不断扩大、金融科技对证券行业的加速渗透、市场竞争的日趋激烈。近年来公司积极把握科技发展新趋势，通过金融科技应用创新全方位赋能财富管理业务价值链各环节，构筑平台化、体系化的财富管理新服务模式，实现公司内外部资源协同、整合和共享。

首次覆盖给予“买入评级”。预计公司2021-2023年每股净资产为15.21/16.56/18.03元，对应PB为1.10/1.01/0.93倍，看好公司持续增加科技创新投入，打造差异化竞争优势和全新商业模式，助推公司向多元化的财富管理新模式转型，首次覆盖给予“买入”评级。

六、风险提示

市场大幅波动，业务开展不及预期。

财务报表与财务指标

| 利润表 (百万) | | | | | 资产负债表 (百万) | | | | |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|------------|---------|---------|---------|---------|
| 会计年度 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 会计年度 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 营业收入 | 31,445 | 32,518 | 37,268 | 40,004 | 货币资金 | 153,162 | 160,820 | 168,861 | 177,304 |
| 手续费及佣金净收入 | 13,608 | 14,304 | 14,615 | 15,329 | 融出资金 | 102,574 | 107,703 | 113,088 | 118,742 |
| 代理买卖证券业务净收入 | 6,460 | 6,783 | 6,987 | 7,196 | 交易性金融资产 | 292,695 | 327,851 | 364,532 | 381,871 |
| 证券承销业务净收入 | 3,644 | 3,826 | 3,826 | 4,209 | 买入返售性金融资产 | 19,536 | 27,186 | 21,730 | 22,818 |
| 资产管理业务收入 | 2,980 | 3,278 | 3,376 | 3,477 | 其他权益工具 | 10,678 | 10,291 | 10,438 | 10,469 |
| 利息净收入 | 2,605 | 2,735 | 3,009 | 3,310 | 长期股权投资 | 18,445 | 15,754 | 16,613 | 16,937 |
| 投资净收益 | 17,111 | 15,400 | 18,480 | 20,328 | 资产合计 | 716,751 | 720,054 | 771,762 | 809,476 |
| 其他业务收入 | 1,414 | 1,058 | 1,208 | 1,227 | 卖出回购金融资产款 | 139,900 | 146,895 | 154,240 | 161,952 |
| 营业支出 | 17,944 | 17,706 | 20,219 | 21,167 | 代理买卖证券款 | 136,388 | 143,207 | 150,367 | 157,886 |
| 营业税金及附加 | 209 | 216 | 248 | 266 | 应付债券 | 97,053 | 101,906 | 107,001 | 112,351 |
| 管理费用 | 15,166 | 15,684 | 17,975 | 19,294 | 应付职工薪酬 | 11,132 | 13,358 | 16,029 | 19,235 |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 负债总计 | 584,439 | 581,998 | 621,463 | 645,817 |
| 信用减值损失 | 1,306 | 500 | 500 | 0 | 股东权益合计 | 132,312 | 138,056 | 150,299 | 163,660 |
| 其他业务成本 | 1,263 | 1,306 | 1,497 | 1,607 | 总股本 | 9,077 | 9,077 | 9,077 | 9,077 |
| 营业利润 | 13,501 | 14,812 | 17,049 | 18,837 | | | | | |
| 加: 营业外收入 | 86 | 35 | 45 | 55 | | | | | |
| 减: 营业外支出 | 82 | 50 | 57 | 63 | | | | | |
| 利润总额 | 13,504 | 14,797 | 17,038 | 18,830 | | | | | |
| 减: 所得税费用 | 2,634 | 2,886 | 3,323 | 3,673 | | | | | |
| 净利润 | 10,870 | 11,911 | 13,715 | 15,157 | | | | | |
| 减: 少数股东损益 | 48 | 77 | 60 | 62 | | | | | |
| 归母公司所有者的净利润 | 10,822 | 11,834 | 13,655 | 15,095 | | | | | |

| 关键财务和估值指标 | | | | |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 会计年度 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 每股收益 | 1.19 | 1.30 | 1.50 | 1.66 |
| 每股净资产 | 14.58 | 15.21 | 16.56 | 18.03 |
| ROE | 8.39% | 8.75% | 9.47% | 9.62% |
| 营业收入增长率 | 26.47% | 3.41% | 14.61% | 7.34% |
| 净利润增长率 | 20.23% | 9.35% | 15.38% | 10.55% |
| 资产负债率 | 81.54% | 81.49% | 81.62% | 79.03% |
| P/E | 14.06 | 12.86 | 11.15 | 10.08 |
| P/B | 1.15 | 1.10 | 1.01 | 0.93 |

资料来源: Wind, 万和证券研究所

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

分析师声明：本研究报告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，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

同步大市：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深 300 指数涨幅 15%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 5%—15%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深 300 指数跌幅 5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道 7028 号时代科技大厦西座 20 楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>