

自营两融双擎驱动+投行持续回暖，资产质量存忧拖累业绩增速

——华泰证券 2021 年一季报点评



投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2021年04月29日)	16.03 元
目标价格	18.53 元
52周最高价/最低价	24.68/15.38 元
总股本/流通A股(万股)	907,665/903,116
A股市值(百万元)	145,499
国家/地区	中国
行业	非银行金融
报告发布日期	2021年04月30日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-4.06	-7.23	-7.81	-10.44
相对表现	-4.83	-9.77	-11.41	-29.35
沪深300	0.77	2.54	3.6	18.91



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

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

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 2021-03-24

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

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 2020-08-27

核心观点

- **归母净利润同比增长 15%，ROE 重回 10%+。** 1) 公司 21Q1 实现营业收入 87.88 亿元，同比+28%，实现归母净利润 33.09 亿元，同比+15%。 2) 公司 21Q1 实现年化 ROE10.16%，较 20Q1 提升近 1pct。截至 21Q1 公司权益乘数达 4.60，较年初进一步提升 0.1。 3) 剔除其他业务，自营、经纪、投行、利息、资管净业务收入占比分别为 45%、23%、12%、12%、9%。其中资管、经纪占比同比下滑 6pct、4pct。
- **自营成功转型助收入维持高增趋势，高活跃度助经纪收入同增 18%。** 1) 截至 21Q1 末，公司自营资产规模 3253 亿元，较年初微降 4%，但公司自营转型 FICC、衍生品等客需型交易业务成效显著，助公司 21Q1 实现自营收入 35.51 亿元，同比+42%。 2) 受 A 股市场高活跃度的催化，公司 21Q1 实现经纪收入 17.86 亿元，同比+18%。公司拥有全行业最低的佣金率与最高的市场份额，为财富管理转型持续蓄力。 3) 公司 21Q1 实现资管收入 7.01 亿元，同比下滑 17%。较行业平均水平公司大资管板块表现略显逊色。
- **投行持续回暖助收入低基数下同增 146%，两融催化下利息净收入实现大增。** 1) 公司 21Q1 实现投行业务收入 9.40 亿元，同比+146%。一季度公司实现股债承销金额 1955 亿元，排名行业第四，市场份额同比上升 3.38pct 至 8.1%，其中 IPO 金额达 64 亿元，高居行业第三，市占率达 8.43%。 2) 截至 21Q1 公司融出资金 1123 亿元，较年初+9.49%；在两融业务尤其是融券业务的助推之下，公司 21Q1 实现利息收入 9.45 亿元，同比大幅增长 112%。 3) 公司资产质量仍然存忧，一季度计提信用减值损失 3.28 亿元，同比增长超 18 倍，成为拖累业绩增速的主因。

财务预测与投资建议

- 维持 21-23 年 BVPS 预测值 15.44/16.90/18.61，按可比公司估值，对应公司目标估值 21PB 为 1.20x，对应目标价 18.53 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	15.4	13.4	10.6	8.8	7.4
市净率	1.2	1.1	1.0	0.9	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。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 1.20 倍，对应目标价 18.53 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	2020E	2021E	2022E
600030	中信证券	1.83	1.63	1.49	1.36
600999	招商证券	1.90	1.52	1.38	1.25
600837	海通证券	1.10	0.91	0.84	0.78
601881	中国银河	1.40	1.22	1.10	1.00
	平均值	1.60	1.30	1.20	1.10

数据来源：WIND、东方证券研究所

表 2：2021Q1 业绩摘要

单位：百万元	2020Q1	2021Q1	同比
一、营业收入	6,865	8,788	28%
手续费及佣金净收入	2,792	3,486	25%
经纪业务手续费净收入	1,515	1,786	18%
投资银行业务手续费净收入	382	940	146%
资产管理业务手续费净收入	847	701	-17%
利息净收入	446	945	112%
投资净收益	3,858	2,908	-25%
对联营企业和合营企业的投资收益	810.94	437.64	-46%
公允价值变动净收益	-547	1,081	-297%
其他业务收入	155	367	137%
二、营业支出	3,067	4,582	49%
营业税金及附加	43	56	30%
管理费用	2,871	3,895	36%
减值损失合计	17	328	1837%
其他业务成本	135	302	123%
三、营业利润	3,798	4,206	11%
四、利润总额	3,773	4,204	11%
减：所得税	863	842	-2%
五、净利润	2,910	3,362	16%
归属于母公司所有者的净利润	2,888	3,309	15%
总资产	599,233	744,601	24%
归属于母公司所有者的净资产	125,152	131,998	5%
代理买卖证券款	105,993	138,048	30%

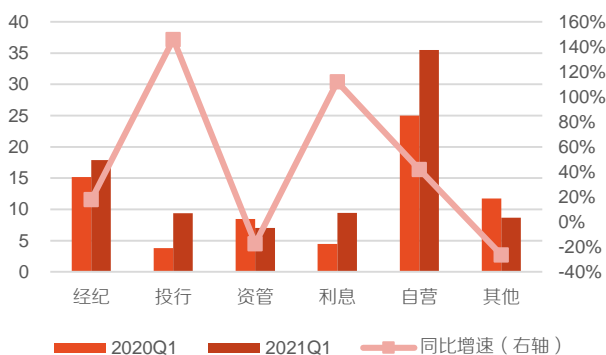
杠杆率（剔除代理买卖证券款）

3.94

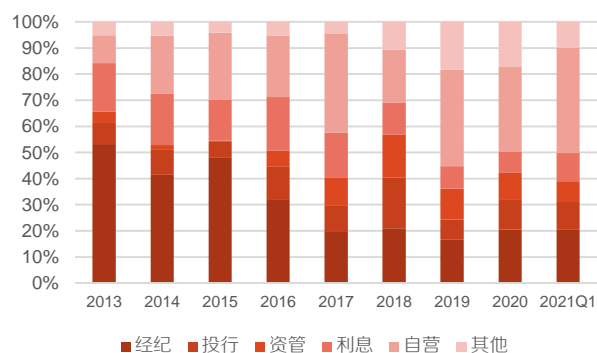
4.60

17%

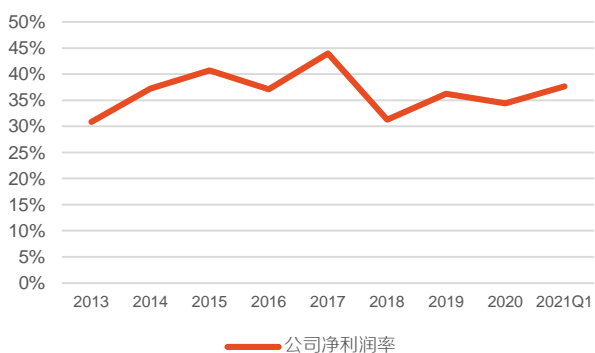
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 1：2021Q1 公司分业务收入（亿元）及同比增速


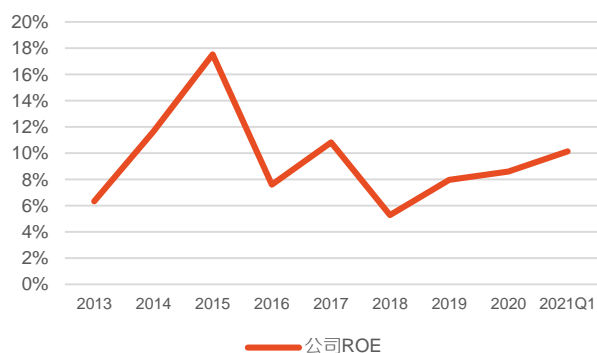
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 2：2013-2021Q1 公司分业务收入结构


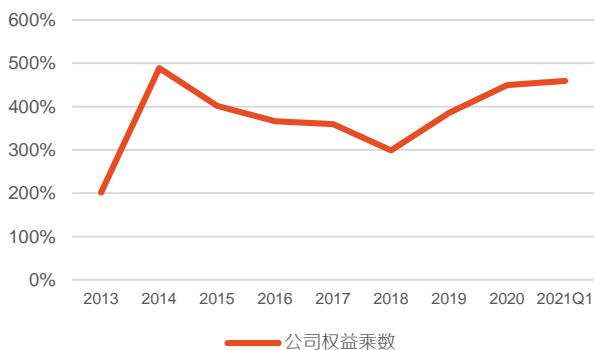
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 3：2013-2021Q1 公司净利润率


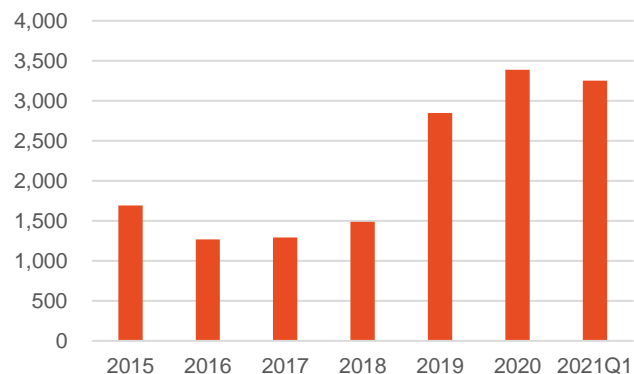
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 4：2013-2021Q1 公司 ROE


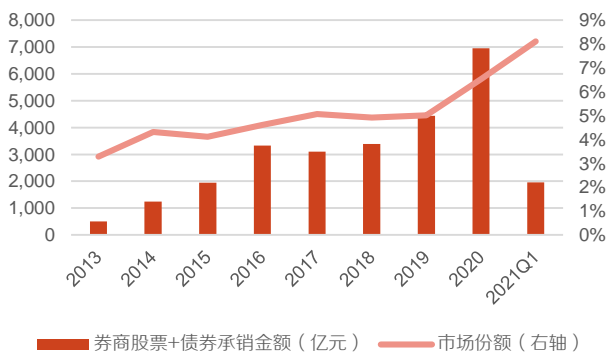
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 5：2013-2021Q1 公司权益乘数（剔除证券款）


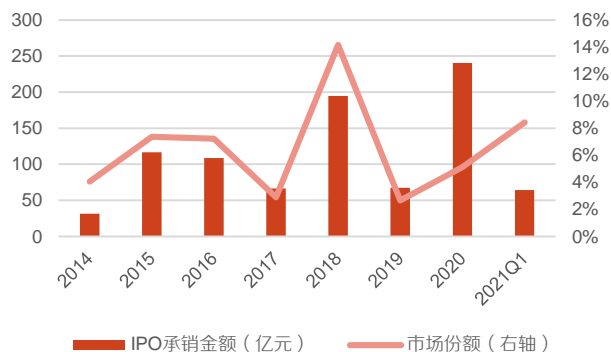
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 6：2015-2021Q1 公司金融投资资产规模（亿元）


数据来源：WIND、东方证券研究所

图 7：2013-2021Q1 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 8：2014-2021Q1 公司 IPO 承销金额及市占率


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	成长能力					
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	资产分布					
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%
资产总计	562,181	716,751	796,434	896,617	1,007,143	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%
负债总计	436,526	584,439	652,964	739,810	834,643	收入分布					
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	净利润驱动指标					
股东权益合计	125,655	132,312	143,470	156,807	172,500	公司股基交易额	20,570,000	34,190,000	38,737,737	41,441,624	44,050,605
负债和股东权益总计	562,181	716,751	796,434	896,617	1,007,143	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)
						获利能力					
						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%
						每股指标（元）					
						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
						估值比率					
						市盈率	15.4	13.4	10.6	8.8	7.4
						市净率	1.19	1.13	1.04	0.95	0.86

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