

华泰证券 (601688)

证券研究报告
2021年04月30日

业绩增长符合预期，投行与投资业务表现强劲

投资要点：受益于市场交投活跃度提升，公司手续费及佣金净收入稳健增长，自营业务收入增速较高，提振业绩。未来重点关注数字化转型牵引商业模式创新，我们预计公司2021年归母净利润129.3亿元，同比+19.5%，当前股价对应2021E1.05xPB，维持“买入”评级。

业绩概述：华泰证券发布2021年一季报，公司实现营业收入87.9亿元，同比增长28.0%；归母净利润33.1亿元，同比增长14.6%，加权平均ROE2.54%，较去年同期增加0.21pct，业绩增长符合预期。公司的经纪、投行、资管、利息净收入、自营收入占比分别为20.3%、10.7%、8.0%、10.8%和40.4%。

手续费及佣金净收入稳健增长，投行收入大增。2021年一季度，公司手续费及佣金净收入34.9亿元，同比+24.9%，其中，经纪业务收入17.9亿元，同比+17.9%，略高于Q1市场股基成交额(+12%)。投行业务收入9.4亿元，同比增长146.0%，主要是公司Q1ipo规模较去年有较明显提升(由4.58亿元增加至67.06亿元)。资管业务实现收入7亿元，较去年同下滑17.3%。

自营业务收入高增长，贡献业绩增量。2021年一季度，公司自营业务收入35.5亿元，同比+42.1%，环比+74%。期末，金融投资规模3253亿元，与去年底基本持平。期末，公司其他权益工具投资规模下降98.5%至1.54亿元，从公司2020年报披露数据，截至2020年12月31日，公司投资于证金公司设立的专户投资的年末公允价值为104.9亿元。我们预计公司投资于证金专户的资金或已赎回。

信用减值损失计提增多拖累公司业绩增速。2021年一季度，公司计提信用减值损失3.3亿元，主要系融出资金计提信用减值损失增加所致。利息净收入同比增长112.1%至9.5亿元，期末公司融出资金规模1123亿元，较去年年底增加9.5%，预计两融市场占有率继续提升。

限制性股票股权激励计划正式落地，机制优化有望进一步拓宽公司发展前景。公司将授出4564万股A股限制性股票，现确定2021年3月29日为授予日，向813名激励对象授予4564.00万股A股限制性股票，授予价格为人民币9.10元/股。

投资建议：我们预计公司2021-2023年的归母净利润分别为129.3亿元、151.5亿元和170.0亿元，分别同比增长19.5%、17.2%和12.2%，对应的EPS分别为1.42元、1.67元和1.87元。当前股价对应21E为1.05倍PB，估值处于历史中枢以下，维持“买入”评级。

风险提示：市场波动风险、资本市场改革低于预期、行业竞争加剧风险、信用风险

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	24,863.01	31,444.55	35,904.10	40,126.30	45,062.11
增长率(%)	-23.69	26.47	14.18	11.76	12.30
净利润(百万元)	9,001.64	10,822.50	12,927.91	15,152.56	16,995.11
增长率(%)	-45.75	20.23	19.45	17.21	12.16
净利润率	36.20%	34.42%	36.01%	37.76%	37.71%
净资产收益率	7.35%	8.38%	9.34%	10.21%	10.66%
市盈率(倍)	16.16	13.44	11.25	9.60	8.56
市净率(倍)	1.19	1.13	1.05	0.98	0.91
每股净利润(元/股)	0.99	1.19	1.42	1.67	1.87
每股净资产(元/股)	13.50	14.22	15.25	16.36	17.57

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	非银金融/证券
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	16.03元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	7,357.60
流通A股股本(百万股)	7,312.12
A股总市值(百万元)	117,942.40
流通A股市值(百万元)	117,213.22
每股净资产(元)	14.54
资产负债率(%)	81.83
一年内最高/最低(元)	25.00/15.38

作者

夏昌盛 分析师
SAC执业证书编号：S1110518110003
xiachangsheng@tfzq.com

罗钻辉 分析师
SAC执业证书编号：S1110518060005
luozuanhui@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《华泰证券-公司定期报告点评:交投活跃提振业绩，关注数字化转型赋能业务》2021-03-24
- 《华泰证券-公司定期报告点评:经纪与投行业务表现亮眼，激励机制有望迎来突破》2020-10-31
- 《华泰证券-公司定期报告点评:中报业绩增速超预期，核心业务增长强劲》2020-08-28

表 1：华泰证券 2021 年一季度实现营业收入 87.9 亿元，归母净利润 33.1 亿元（单位：亿元）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1
营业收入	71.7	120.6	262.6	169.2	211.1	161.1	248.6	314.4	87.9
代理买卖证券业务净收入	38.2	50.0	126.4	54.3	42.1	33.9	41.1	64.6	17.9
证券承销业务净收入	5.8	11.8	15.5	21.0	20.4	19.5	19.5	36.4	9.4
受托客户资产管理业务净收入	3.1	2.0	1.4	10.4	23.1	24.7	27.7	29.8	7.0
利息净收入	13.3	23.9	40.8	34.8	36.0	30.2	21.2	26.1	9.5
投资收益+公允变动	7.6	26.8	67.6	39.8	80.3	32.5	91.8	101.6	35.5
其他收入	0.4	2.3	1.1	1.7	2.2	6.1	11.5	56	8.7
营业成本	42.5	62.1	119.9	85.2	102.6	96.3	132.6	179.4	45.8
管理成本（业务及管理费）	38.2	52.9	101.2	80.1	97.5	81.7	113.7	151.7	39.0
利润总额	29.4	59.2	142.6	85.9	115.9	64.5	115.9	135.0	42.0
所得税	6.7	13.8	34.7	20.7	21.8	12.9	25.3	26.3	8.4
归母净利润	22.1	44.9	107.0	62.7	92.8	50.3	90.0	108.2	33.1

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 2：华泰证券的营收结构（2013-2021Q1）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1
经纪业务	53.2%	41.4%	48.1%	32.1%	19.9%	21.0%	16.5%	20.5%	20.3%
投资银行业务	8.1%	9.8%	5.9%	12.4%	9.7%	12.1%	7.8%	11.6%	10.7%
资产管理业务	4.4%	1.6%	0.5%	6.1%	10.9%	15.4%	11.1%	9.5%	8.0%
利息净收入	18.5%	19.8%	15.5%	20.6%	17.1%	18.7%	8.5%	8.3%	10.8%
投资收益	10.7%	22.2%	25.7%	23.5%	38.0%	20.2%	36.9%	32.3%	40.4%
其他收入	0.6%	1.9%	0.4%	1.0%	1.1%	3.8%	4.6%	17.8%	9.8%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

财务预测摘要

单位: 百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	117,098.12	153,161.85	154,196.95	160,543.68	171,295.33	营业收入	24,863.01	31,444.55	35,904.10	40,126.30	45,062.11
其中: 客户资金存款	67,244.93	103,510.81	104,545.91	105,591.37	106,647.29	手续费及佣金净收入					
结算备付金	22,470.51	28,112.60	29,706.90	29,981.79	31,921.66	其中: 代理买卖证券业务净收入	4,107.91	6,460.25	6,653.66	7,022.71	7,141.23
其中: 客户备付金	15,714.91	21,124.20	22,718.50	22,247.24	22,822.43	证券承销业务净收入	1,947.28	3,643.93	4,369.07	5,095.13	5,988.22
融出资金	69,006.28	102,574.01	112,503.85	125,909.13	140,654.94	资产管理业务净收入	2,772.08	2,979.73	3,035.06	3,458.81	4,013.59
交易性金融资产	252,795.67	292,695.31	330,961.74	366,298.71	430,928.11	利息净收入	2,121.67	2,605.18	4,020.51	3,836.10	3,505.56
衍生金融资产	1,858.04	7,295.36	7,295.36	8,074.29	9,498.91	投资净收益	11,906.39	14,363.23	16,224.74	18,792.28	22,107.97
买入返售金融资产	18,466.28	19,536.41	19,860.21	20,200.20	20,557.19	其他业务收入	2,007.68	1,392.23	1,601.07	1,921.28	2,305.53
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业支出	13,255.08	17,943.72	19,744.15	21,199.52	23,839.71
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金及附加	151.89	209.16	247.67	275.85	308.71
长期股权投资	15,639.00	18,444.81	18,444.81	20,414.17	24,016.03	管理费用	11,367.31	15,165.85	17,372.24	19,034.66	21,278.84
应收利息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	719.55	1,306.21	718.08	200.63	225.31
存出保证金	12,653.54	24,763.79	25,011.43	25,261.54	25,514.16	其他业务成本	1,018.95	1,262.85	1,406.15	1,687.37	2,024.85
固定资产	3,669.14	3,778.56	3,778.56	4,181.99	4,919.86	营业利润	11,607.93	13,500.82	16,159.96	18,926.78	21,222.39
无形资产	5,711.46	5,276.07	5,276.07	5,839.40	6,869.70	加: 营业外收入	16.01	85.51	40.77	57.96	77.32
其他资产	9,984.94	14,006.76	14,006.76	15,183.11	17,265.93	减: 营业外支出	37.98	81.96	69.20	77.29	93.12
总资产	562,180.64	716,751.23	776,947.20	883,528.82	1,012,032.77	利润总额	11,585.97	13,504.38	16,131.52	18,907.46	21,206.59
短期借款	5,724.13	11,299.86	13,559.83	16,271.80	19,526.16	减: 所得税	2,528.75	2,633.93	3,146.34	3,687.76	4,136.19
拆入资金	11,362.60	4,815.24	5,778.28	6,933.94	8,320.73	净利润	9,057.21	10,870.45	12,985.19	15,219.69	17,070.40
交易性金融负债	7,380.18	15,381.53	18,457.84	23,995.19	28,794.22	减: 少数股东损益	55.57	47.95	57.28	67.13	75.30
衍生金融负债	1,278.40	13,398.83	20,098.25	30,147.37	45,221.05	归属于母公司所有者的净利润	9,001.64	10,822.50	12,927.91	15,152.56	16,995.11
卖出回购金融资产款	109,719.04	139,899.97	167,879.96	201,455.95	241,747.15						
代理买卖证券款	89,817.92	136,387.63	137,751.51	139,129.03	140,520.32	基本比率和每股指标					
代理承销证券款	4.03	70.93	70.93	70.93	70.93	净利率	36.20%	34.42%	36.01%	37.76%	37.71%
应付职工薪酬	8,934.39	11,131.51	12,750.97	13,971.16	15,618.36	总资产收益率	1.60%	1.51%	1.66%	1.72%	1.68%
应付债券	64,616.36	97,053.19	111,611.17	128,352.84	147,605.77	净资产收益率	7.35%	8.38%	9.34%	10.21%	10.66%
长期借款	851.00	475.41	499.18	524.14	550.35	市盈率 (倍)	16.16	13.44	11.25	9.60	8.56
总负债	436,525.93	584,439.20	635,047.73	731,327.61	848,586.21	市净率 (倍)	1.19	1.13	1.05	0.98	0.91
总股本	9,076.65	9,076.65	9,076.65	9,076.65	9,076.65	每股净利润 (元/股)	0.99	1.19	1.42	1.67	1.87
所有者权益合计	125,654.71	132,312.03	141,899.47	152,201.21	163,446.56	每股净资产 (元/股)	13.50	14.22	15.25	16.36	17.57
少数股东权益	3,117.23	3,240.53	3,475.35	3,727.65	4,003.07						
归属于母公司所有者权益合计	122,537.48	129,071.50	138,424.13	148,473.55	159,443.49						

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com