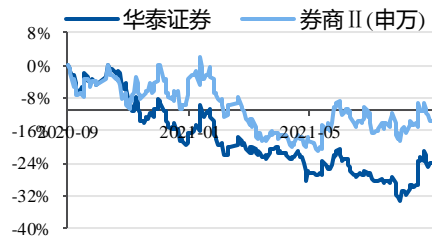


公司点评
华泰证券 (601688)
非银金融 | 证券
资本中介、投行业务高增，自营业务稳健发展
2021年08月31日
评级 推荐

评级变动 维持

合理区间 22.56-26.03 元
交易数据

当前价格 (元)	15.95
52周价格区间 (元)	13.83-21.78
总市值 (百万)	144772.57
流通市值 (百万)	116628.26
总股本 (万股)	907665.00
流通股 (万股)	903116.20

涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
华泰证券	13.52	-4.25	-24.46
证券	6.35	-4.97	-13.51

刘敏 分析师

 执业证书编号: S0530520010001
 liumin@cfzq.com

相关报告

- 《华泰证券：华泰证券 (601688) 2020 年报点评：科技赋能下稳健发展，股权激励彰显信心》
2021-03-26
- 《华泰证券：华泰证券 (601688) 公司点评：股权激励计划获批，彰显公司未来发展信心》
2021-02-05
- 《华泰证券：华泰证券 (601688.SH) 2020 年中报点评：投行重启增长，投资增厚业绩》
2020-09-08

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入 (亿元)	248.63	314.45	367.10	378.03	410.85
净利润 (亿元)	90.02	108.22	136.93	139.92	151.51
每股收益 (元)	1.04	1.20	1.51	1.54	1.67
每股净资产 (元)	13.50	14.22	15.68	17.36	19.02
P/E	19.53	15.01	10.57	10.35	9.56
P/B	1.50	1.27	1.02	0.92	0.84

资料来源: wind, 财信证券

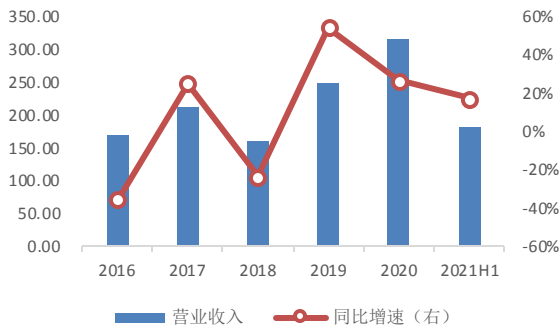
投资要点:

- 公司 2021 年上半年业绩略超此前预期。**华泰证券披露 2021 年半年报，公司 2021 年上半年营业收入 182.33 亿元，同比增长 17.32%，归母净利润为 77.70 亿元，同比增长 21.32%，加权平均净资产收益率 5.73%，同比增长 0.75 个百分点，基本每股收益 0.86 元/股，同比增长 21.13%。总的来说，公司业绩略超我们此前预期，此前我们预计 2021 年全年 120 亿元左右的净利润。
- 资本中介、投行业务同比高增，自营业务收入占比提升。**2021 年上半年各业务收入数据来看，收入贡献第一的自营业务收入（投资收益-对联合营企业投资收益+公允价值变动损益）较高增长（+33.3%）、收入占比提升，增速最大的为资本中介业务收入（利息净收入）+87.0%，其次为投行业务收入+44.2%，资管业务小幅下滑。自营、经纪、资本中介、投行、资管收入占比分别为 40.46%、17.98%、10.75%、10.23%、9.01%，各块业务净收入及增速分别为资本中介业务 19.11 亿元（同比+87.0%）、投行 18.18 亿元（同比+44.2%）、自营 71.91 亿元（同比+33.3%）、经纪 31.95 亿元（同比+21.1%）、资管 16.02 亿元（同比-5.6%）。资本中介业务大增主要是因为公司两融业务规模同比大增至 1282 亿元（同比+63.68%），两融利息收入大增至 43.56 亿元（同比+77.2%）。
- 去方向化转型叠加跟投业务，自营业务有望稳健发展。**自营业务为公司收入占比最大的业务，2021 年上半年末，公司金融投资规模为 3646 亿元，同比增长 25.24%，环比增长 5.26%，测算金融投资收益率 4.05%，同比+0.31 个百分点，环比+0.58 个百分点。一方面，公司坚持多元化和去方向化道路，持续提升权益类投资与交易业务的规模化资金管理能力和进一步夯实 FICC 业务的领先地位；另一方面，注册制背景下科创板及创业板跟投业务增厚公司投资收益，公司通过华泰创新投资开展另类投资业务，截至 2021 年上半年，华泰创新投资营业收入 6.05 亿元，净利润 4.07 亿元，同比增长 63.35%。投资规模来看，2021 年 6 月底，华泰创新投资存续投资项目 40 个，投资规模 16.46 亿元。
- 公司全业务链大平台下，关注投行业务与私募股权基金业务的发展机遇。**公司以平台化、产品化及生态化发展思路打磨全业务链服务体系。投行业务方面，依托全业务链大平台，公司投行业务重点聚焦新兴行业，全面提升全产品链的专业服务能力，围绕行业头部客户积极打造

大投行“生态圈”，推动对头部客户多元化和一体化全覆盖。私募股权基金业务方面，旗下子公司华泰紫金投资在业内具有一定影响力，私募投资基金规模位于行业第二（来源中基协数据），华泰紫金投资在医疗健康、TMT等战略新兴行业积累了丰富的行业经验与资源，多个项目如博瑞生物、荣昌生物等先后在科创板挂牌上市。截止2021年二季度末，华泰紫金投资及其子公司管理私募股权投资基金22只、管理规模合计407.42亿元。科创板及创业板注册制改革等资本市场红利下，公司利用全业务链优势以及私募股权基金、投行业务专业优势，通过加强对科创企业全生命周期的金融服务，私募股权基金业务与投行业务有望高效协同、相互促进。

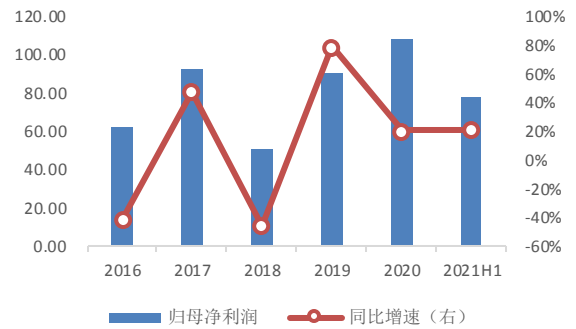
- **建议关注公司资管业务转型进展及境外业务发展情况。**资管业务预计仍将处于转型阵痛期，公司资管业务规模5243.87亿元，仍处于下滑态势（较年初-11.35%），不过，公司资管业务正加速向主动管理转型，2021年上半年，公司主动管理规模占比由2020年末的54.6%提升至80%。境外资产管理业务方面，公司旗下AssetMark作为美国领先的统包资产管理平台，2021年6月末，AssetMark平台资产总规模达到845.94亿美元，较年初增长13.52%，在美国TAMP（统包资产管理平台）行业中的市场占有率维持在11.0%，排名维持在第三，AssetMark通过领先的业务模式和先进的技术平台保持管理资产规模稳步增长，2021年半年财务数据来看，AssetMark金融控股公司2019年以来首现盈利，上半年营收11.13亿元，净利润1.25亿元。
- **投资建议：**我们认为公司在科技赋能下的财富管理 with 机构服务“双轮驱动”发展战略下，数字化转型牵引商业模式创新有望释放价值，我们看好公司未来体系化的服务模式，凭借“投行基因 + 全业务链”的优势，业务协同机制下有望为公司创造更大价值。根据半年报披露信息及相关分析，我们上修了盈利预测，预计2021/2022/2023年公司营业收入367.10/378.03/410.85亿元（原为340.89/374.43/391.68亿元），归属于母公司所有者净利润分别为136.93/139.92/151.51亿元（原为120.83/137.09/142.14亿元），对应增速分别为26.5%/2.2%/8.3%，EPS分别为1.51/1.54/1.67元/股，每股净资产分别为15.68/17.36/19.02元/股。测算2021/2022/2023ROE水平分别为10.09%/9.33%/9.18%，根据2010年至今自身历史估值情况来看，PB估值中位数为1.55倍，目前PB估值位于历史后3.0%分位，结合公司测算净利润增速及ROE水平情况，给予公司2022年1.3-1.5倍PB，对应股价目标区间为22.56-26.03元，维持公司“推荐”评级。
- **风险提示：**市场交投活跃度下降拖累经纪业务；财富管理转型遇阻；海外业务发展不及预期；政策收紧导致投行业务发展不及预期；市场波动加剧拖累资管、自营投资业务；金融监管趋严；私募股权基金投资业绩不及预期。

图 1：营收及同比增速（亿元）



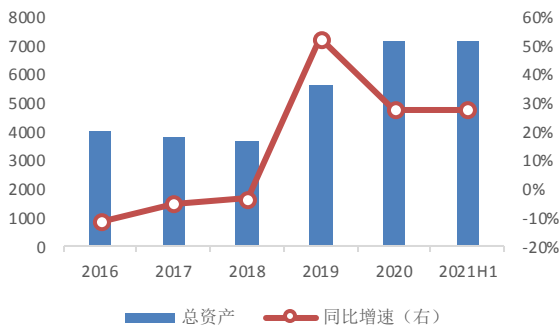
资料来源：wind，公司年报，财信证券

图 2：归母净利润及同比增速（亿元）



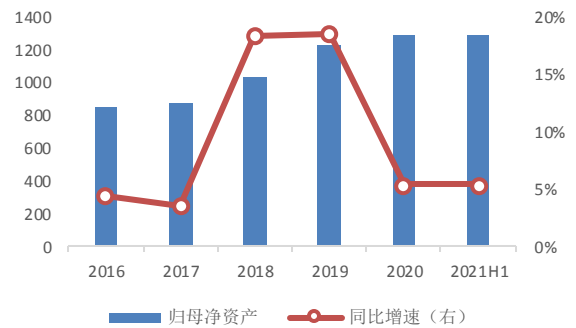
资料来源：wind，公司年报，财信证券

图 3：总资产规模及同比增速（亿元）



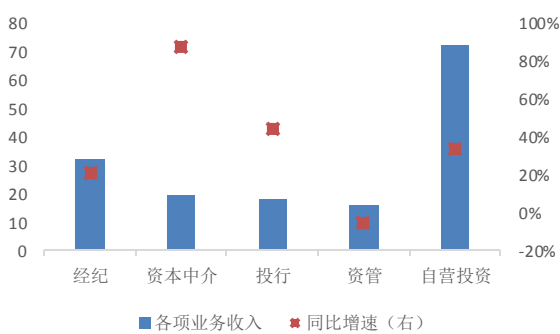
资料来源：wind，公司年报，财信证券

图 4：归母净资产规模及同比增速（亿元）



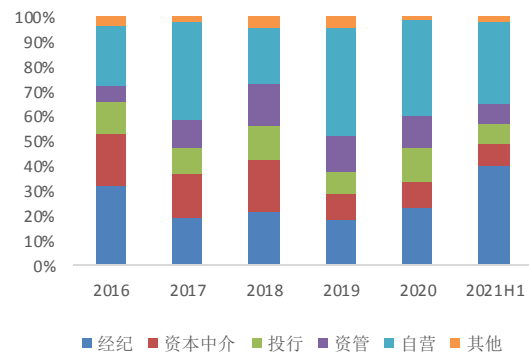
资料来源：wind，公司年报，财信证券

图 5：各项业务收入及同比增速（亿元）



资料来源：wind，公司年报，财信证券

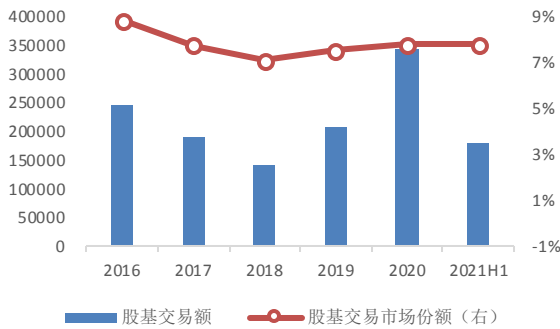
图 6：业务结构



资料来源：wind，公司年报，财信证券

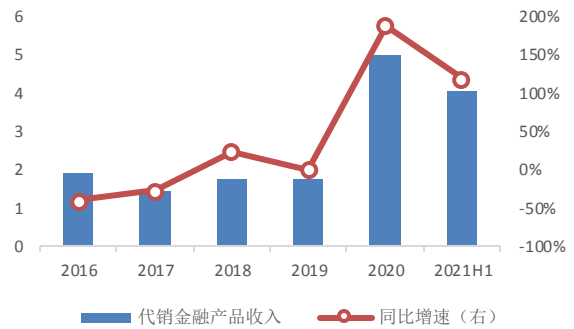
注：业务结构的分母为：证券经纪业务净收入+投资银行业务净收入+受托管理客户资产业务净收入+自营业务收益+期货经纪业务净收入+投资咨询业务净收入+其他手续费及佣金净收入+汇兑净收益+其他收益+其他业务收入-其他业务支出。

图 7：股基交易额及股基交易市场份额（亿元）



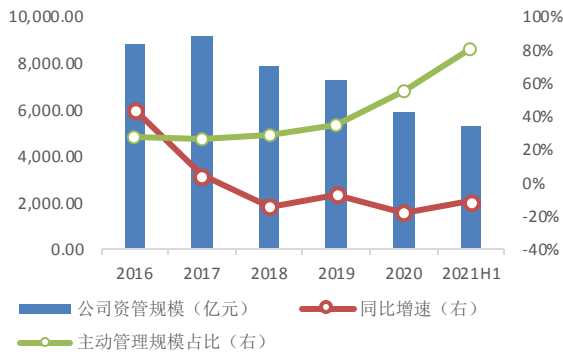
资料来源：wind，公司年报，财信证券

图 8：代销金融产品收入及同比增速（亿元）



资料来源：wind，公司年报，财信证券

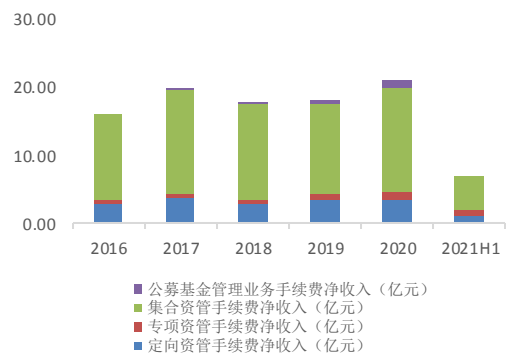
图 9：资管规模、同比增速及主动管理规模占比（亿元）



资料来源：wind，公司年报，基金业协会，财信证券

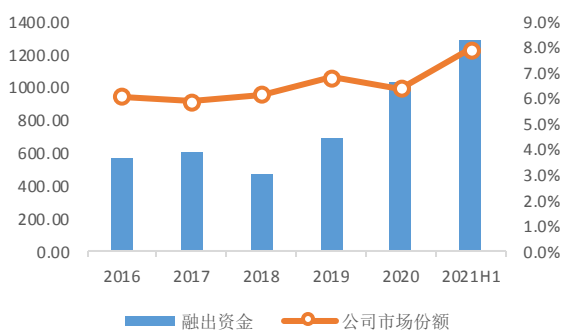
注：因 2016 年主动管理规模数据未披露，采用中国证券投资基金业协会公布的 2016 年三季度主动管理规模数据与 2017 年一季度月均主动管理规模的平均数。

图 10：各类别资产管理产品手续费净收入（亿元）



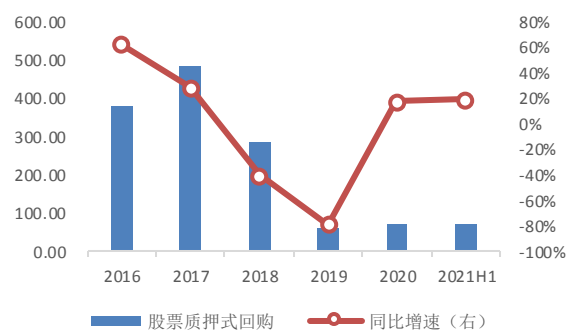
资料来源：wind，公司年报，财信证券

图 11：融出资金及所占市场份额（亿元）



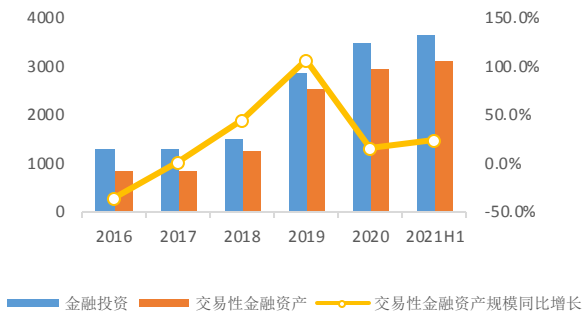
资料来源：wind，公司年报，财信证券

图 12：股票质押式回购规模及同比增速（亿元）



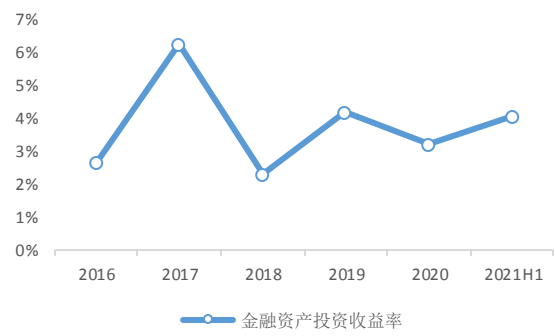
资料来源：wind，公司年报，财信证券

图 13: 金融投资、交易性金融资产及交易性金融资产规模增速 (亿元)



资料来源: wind, 公司年报, 财信证券

图 14: 金融资产投资测算收益率 (亿元)



资料来源: wind, 公司年报, 财信证券

盈利预测表

单位：人民币亿元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
利润表						基本比率和每股指标					
营业收入	248.63	314.45	367.10	378.03	410.85	每股收益(元)	1.04	1.20	1.51	1.54	1.67
手续费及佣金净收入	92.88	136.08	137.24	140.47	155.19	每股净资产(元)	13.50	14.22	15.68	17.36	19.02
-代理买卖证券业务	41.08	64.60	67.35	62.91	69.55	P/E	19.53	15.01	10.57	10.35	9.56
-证券承销业务	19.47	36.44	38.18	47.99	56.86	P/B	1.50	1.27	1.02	0.92	0.84
-资产管理业务	27.72	29.80	27.10	26.36	25.44	同比增长					
利息净收入	21.22	26.05	41.93	39.86	37.77	营业收入	54.4%	26.5%	16.7%	3.0%	8.7%
投资净收益	98.49	171.11	159.11	195.56	215.55	营业利润	79.3%	16.3%	29.1%	1.7%	8.5%
公允价值变动净收益	20.57	-27.48	18.42	-10.00	-10.00	归母净利润	78.9%	20.2%	26.5%	2.2%	8.3%
其他收入	15.47	8.67	10.40	12.15	12.33	总资产	52.5%	27.5%	11.6%	6.0%	5.9%
营业支出	132.55	179.44	192.85	200.86	218.71	净资产	18.51%	5.33%	10.26%	10.70%	9.62%
营业税金及附加	1.52	2.09	2.21	2.65	2.86	经纪	23.5%	56.5%	2.9%	-5.2%	10.4%
管理费用	113.67	151.66	179.79	185.14	201.22	资本中介	-29.6%	22.8%	60.9%	-4.9%	-5.3%
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投行	-0.1%	87.2%	4.8%	25.7%	18.5%
信用减值损失	7.20	13.06	1.78	4.00	4.00	资管	19.4%	6.9%	-14.1%	-2.7%	-3.5%
营业利润	116.08	135.01	174.25	177.17	192.14	自营	182.5%	10.7%	43.5%	4.2%	11.8%
利润总额	115.86	135.04	174.26	177.20	192.17	收入结构					
所得税	25.29	26.34	35.54	36.14	39.19	经纪	15.5%	19.2%	17.0%	15.6%	15.9%
净利润	90.57	108.70	138.72	141.06	152.97	资本中介	8.5%	8.3%	11.5%	10.5%	9.2%
归母净利润	90.02	108.22	136.93	139.92	151.51	投行	7.8%	11.6%	10.4%	12.7%	13.8%
资产负债表						资管	11.9%	10.0%	7.4%	7.0%	6.2%
货币资金	1171	1532	1609	1626	1618	自营	36.9%	32.3%	39.9%	40.2%	41.3%
结算备付金	225	281	216	214	218	其他	8.3%	5.2%	5.1%	5.1%	4.9%
其中：客户备付金	157	211	155	154	158	长期股权投资	11.0%	13.4%	8.7%	8.9%	8.7%
融出资金	690	1026	1282	1260	1260	财务分析指标					
金融投资	2849	3391	3622	4022	4422	净利润/营业收入	37.97%	36.04%	38.35%	38.22%	37.99%
衍生金融资产	19	73	124	186	232	-营业利润/营业收入	46.69%	42.94%	47.47%	46.87%	46.77%
买入返售金融资产	185	195	181	172	163	-管理费用/营业收入	45.72%	48.23%	48.98%	48.98%	48.98%
资产总计	5622	7168	7998	8478	8974	-信用减值/营业收入	2.90%	4.15%	0.48%	1.06%	0.97%
代理买卖证券款	898	1364	1256	1262	1270	资产周转率	4.42%	4.39%	4.59%	4.46%	4.58%
负债合计	4365	5844	6539	6866	7209	权益乘数	4.59	5.55	5.62	5.38	5.20
归母所有者权益合计	1225	1291	1423	1575	1727	ROA	1.93%	1.69%	1.81%	1.70%	1.74%
少数股东权益	31	32	35	37	38	杠杆(剔除客户资产)	3.85	4.50	4.74	4.58	4.46
所有者权益合计	1257	1323	1459	1612	1765	ROE	7.94%	8.61%	10.09%	9.33%	9.18%

资料来源：wind、公司公告、财信证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438