

分析师: 张洋

登记编码: S0730516040002

Zhangyang-yjs@ccnew.com 021-50586627

投资收益(含公允价值变动)占比过半

——华泰证券(601688)2020年中报点评

证券研究报告-中报点评

增持(维持)

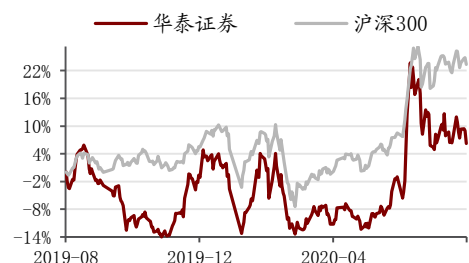
市场数据(2020-08-26)

收盘价(元)	20.61
一年内最高/最低(元)	25.00/16.76
沪深300指数	4706.13
市净率(倍)	1.53
总市值(亿元)	1,870.70
流通市值(亿元)	1,516.40

基础数据(2020-6-30)

每股净资产(元)	13.78
总资产(亿元)	5,941.64
所有者权益(亿元)	1,250.56
净资产收益率(%)	4.98
总股本(亿股)	90.77
H股(亿股)	17.19

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

- 《华泰证券(601688)2019年年报点评: 投资收益大增、市场地位稳固》2020-04-07
- 《华泰证券(601688)2018年中报点评: 市场地位和美誉进一步巩固》2018-08-31
- 《华泰证券(601688)年报点评: 差异化特色的财富管理业务已显端倪》2018-04-04

联系人: 朱宇澍

电话: 021-50586328

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号14楼

邮编: 200122

发布日期: 2020年08月27日

2020年中报概况: 华泰证券2020年上半年实现营业收入155.41亿元, 同比+39.92%; 实现归母净利润64.05亿元, 同比+57.88%。基本每股收益0.71元, 同比+44.90%; 加权平均净资产收益率4.98%, 同比+1.16个百分点。2020年半年度不分配、不转增。

点评: 1. 2020H1公司投资收益(含公允价值变动)占比出现进一步提升, 达到50.5%, 并再创近年来的最高水平; 经纪业务净收入占比也出现提高; 投行、资管、利息、其他业务净收入占比出现下降。2. 股票基金交易量持续排名行业第一位, 经纪业务手续费净收入同比+24.48%。3. 投行业务总量同比大增, 手续费净收入同比+108.77%。4. 私募主动管理月均规模持续增长且排名行业前列, 资管业务手续费净收入同比+12.65%。5. 投资收益(含公允价值变动)同比大幅增长66.48%, 权益类自营业务坚持去方向化。6. 两融市场份额续创近年来新高, 表内股票质押规模已压缩至较低水平, 利息净收入同比-19.40%。7. 国际业务收入同比大增58.50%, 收入占比快速提升至12.14%。

投资建议: 作为代表性头部券商之一, 公司拥有高度协同的业务模式、先进的数字化平台以及广泛且紧密的客户资源; 公司混合所有制改革后股东结构多元化, 公司治理透明度不断提升; 以不超过26.15亿元自有资金回购A股彰显公司对未来发展信心。综合考虑资本市场动态变化等多方面因素, 上调公司全年盈利预测。预计公司2020、2021年EPS分别为1.32元、1.35元(原为1.05元、1.08元), BVPS分别为14.14元、14.49元, 按8月26日收盘价20.61元计算, 对应P/E分别为15.61倍、15.27倍, 对应P/B分别为1.46倍、1.42倍, 维持“增持”的投资评级。

风险提示: 1. 权益类及固收类二级市场行情转弱导致公司各项业务无法得到持续改善; 2. 短期涨速过快、涨幅过大导致公司股价出现快速调整; 3. 全面深化资本市场改革的进度及力度不及预期

	2018A	2019A	2020E	2021E
营业收入(亿元)	161.08	248.63	307.86	316.33
增长比率	-24%	54%	24%	3%
归母净利(亿元)	50.33	90.02	115.28	118.17
增长比率	-46%	79%	28%	3%
EPS(元)	0.66	1.04	1.32	1.35
市盈率(倍)	14.77	26.36	15.61	15.27
BVPS(元)	12.53	13.50	14.14	14.49
市净率(倍)	1.29	1.50	1.46	1.42

资料来源: Wind, 中原证券

华泰证券 2020 年中报概况:

华泰证券 2020 年上半年实现营业收入 155.41 亿元,同比+39.92%;实现归母净利润 64.05 亿元,同比+57.88%。基本每股收益 0.71 元,同比+44.90%;加权平均净资产收益率 4.98%,同比+1.16 个百分点。2020 年半年度不分配、不转增。

根据中国证券业协会的统计,2020 年上半年行业共实现营业收入 2134.04 亿元,同比+19.26%;共实现净利润 831.47 亿元,同比+24.73%。华泰证券 2020 年上半年经营业绩增速高于行业均值,营收、净利总额持续处于行业头部位置。

点评:

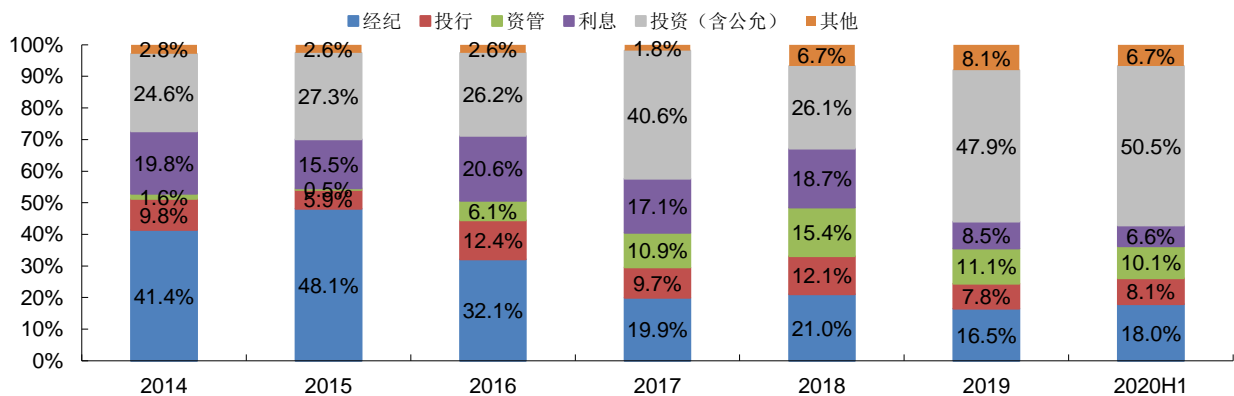
1. 投资收益(含公允价值变动)占比过半且显著高于行业均值

2020H1 公司经纪、投行、资管、利息、投资收益(含公允价值变动)和其他业务收入占比分别为 18.0%、8.1%、10.1%、6.6%、50.5%、6.7%,2019 年分别为 16.5%、7.8%、11.1%、8.5%、47.9%、8.1%;2020 年上半年行业均值为 25.4%、11.9%、6.7%、12.9%、32.9%、10.1%。

2020H1 公司投资收益(含公允价值变动)占比出现进一步提升,并再创近年来的最高水平;经纪业务净收入占比也出现提高;投行、资管、利息、其他业务净收入占比出现下降。与行业均值相比,公司资管业务净收入占比较高,投资收益(含公允价值变动)占比显著高于行业均值。

从收入结构的变化中可以看出,经纪、投资收益(含公允价值变动)是驱动公司 2020 年上半年业绩持续改善且增速高于行业均值的主要因素。

图 1: 2014-2020H1 公司收入结构



资料来源: Wind、公司财报、中原证券

注: 其他收入包括汇兑损益、资产处置收益、其他收益、其他业务收入

2. 股票基金交易量持续排名行业第一位

2020H1 公司实现经纪业务手续费净收入 27.92 亿元，同比+24.48%。

报告期内公司坚守以客户需求为中心的价值观，继续强化数字化运营和管理，有效助力财富管理业务体系化发展。持续打造专业化投资顾问队伍，不断完善以资产配置服务为核心的投资顾问业务体系，有效推动投资顾问服务质量和工作效率的共同提升。

报告期内公司代理股票交易金额 13.53 万亿元，同比+28.81%；股票基金交易量合计 14.62 万亿元，同比+31.83%，持续排名行业第一位；客户账户总资产规模达 3.92 万亿元，较 2019 年底+17.01%。

报告期内公司不断加大在新兴技术领域的探索和大数据的挖掘，持续丰富完善移动平台“涨乐财富通”的业务功能及服务内容，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。报告期内公司移动终端客户开户数 113.54 万，占全部开户数的 99.72%；91.56% 的交易客户通过“涨乐财富通”进行交易；“涨乐财富通”平均月活跃数为 847.80 万，月活跃数位居证券公司类 APP 第一名。

报告期内公司获得试点开展基金投资顾问业务资格，积极推进业务筹备工作，促进投资顾问卖方服务向买方服务转型，切实提升客户资产配置服务能力。

3. 投行业务总量同比大增

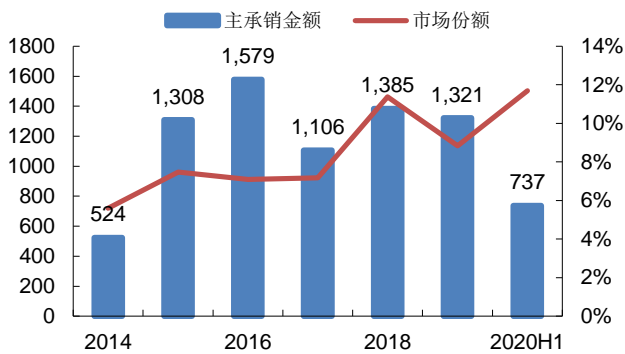
2020H1 公司实现投行业务手续费净收入 12.61 亿元，同比+108.77%。

股权融资业务方面，报告期内公司主承销金额（含 IPO、增发、配股、优先股、可转债、可交换债）737.20 亿元，同比+55.45%，排名行业第 3 位，较 2019 年底持平；其中，完成 IPO 项目 4 个，再融资项目 11 个。根据 Wind 的统计，截至 2020 年 8 月 26 日，公司 IPO 项目储备 28 个（包括联合保荐、审核状态不包括终止审查、辅导备案登记受理，含科创板已受理企业），处于行业前列。

债权融资业务方面，报告期内公司承销各类债券 836 只，主承销金额 2299.65 亿元，同比+47.43%，排名行业第 6 位，较 2019 年底+1 位。

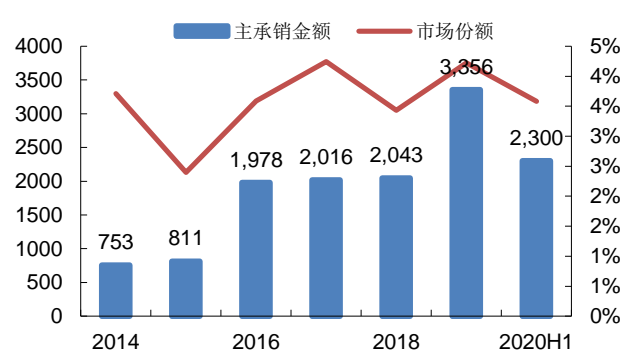
财务顾问业务方面，报告期内公司经证监会核准及注册的并购重组交易家数 8 家，排名行业第二位；交易金额 482.19 亿元，排名行业第二位。

图 2: 公司股权融资规模 (亿) 及市场份额



资料来源: Wind、公司财报、中原证券

图 3: 公司债权融资规模 (亿) 及市场份额



资料来源: Wind、公司财报、中原证券

4. 私募主动管理月均规模持续增长且排名行业前列

2020H1 公司实现资管业务手续费净收入 15.76 亿元，同比+12.65%。

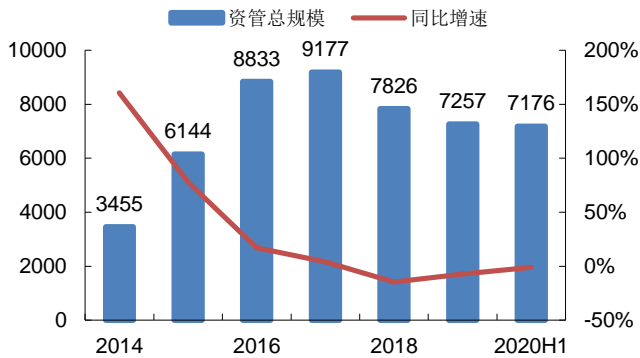
资产管理业务方面，报告期内华泰资管严格落实资管新规要求，聚焦资产管理规模质量，不断加强主动投资管理能力。截至报告期末，华泰资管管理总规模为 7176 亿元，较 2019 年底 -1.12%；私募资产管理月均规模 5880 亿元，较 2019 年底持平，排名行业第四位，较 2019 年底 -1 位；私募主动管理资产月均规模 2705 亿元，较 2019 年底 +7.26%，排名行业第 3 位，较 2019 年底持平；ABS 发行规模 299 亿元，排名行业第四位。其中，集合、单一、专项、公募基金管理规模分别为 1497 亿、4317 亿、1005 亿、357 亿，较 2019 年底分别 +23 亿、-122 亿、-111 亿、+130 亿。

私募基金业务方面，截至报告期末，华泰紫金投资及其二级子公司备案的私募股权投资基金合计 24 只，合计实缴规模 408.24 亿元。报告期内实施投资项目合计 20 家，均为股权投资类项目，投资金额合计 19.30 亿元。

另类投资业务方面，截至报告期末，华泰创新投资存续投资项目 13 个，投资规模人民币 5.54 亿元。

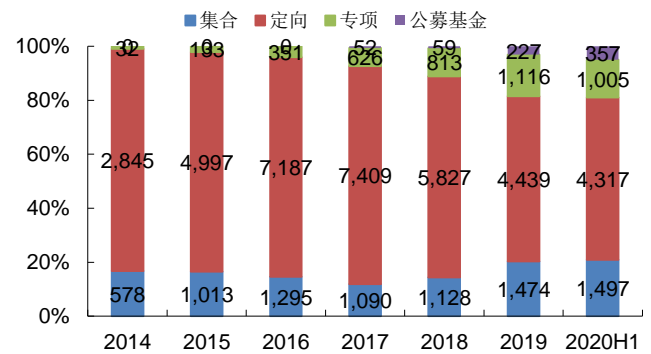
基金管理业务方面，截至报告期末，公司分别持有 45%、49% 股权的南方基金、华泰柏瑞基金管理资产规模合计分别为 10777 亿元、1519 亿元。

图 4: 公司资管总规模(亿)及同比增速



资料来源: Wind、公司财报、中原证券

图 5: 公司各类别资管规模(亿)



资料来源: Wind、公司财报、中原证券

5. 投资收益(含公允价值变动)同比大幅增长

2020H1 公司实现投资收益(含公允价值变动) 78.43 亿元, 同比+66.48%。

权益类自营业务方面, 报告期内公司继续坚定推进业务模式全面向交易导向转型, 坚持去方向化, 积极挖掘多样化的交易策略手段, 打造可持续发展的权益投资与交易体系。

固定收益类自营业务方面, 报告期内公司通过大类资产轮动, 建立策略多元化业务模式, 积极把握定价偏差及估值修复机会, 投资业绩领先市场。

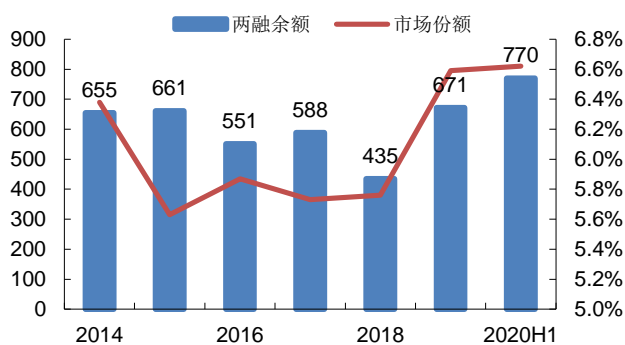
6. 两融市场份额续创近年来新高、表内股票质押规模已压缩至较低水平

2020H1 公司实现利息净收入 10.22 亿元, 同比-19.40%。

融资融券业务方面, 截至报告期末, 公司两融余额为 769.92 亿元, 较 2019 年底+14.70%; 市场份额 6.62%, 较 2019 年底+0.03 个百分点, 续创近年来新高。计提减值准备占融出资金净值的比例约为 0.14%。

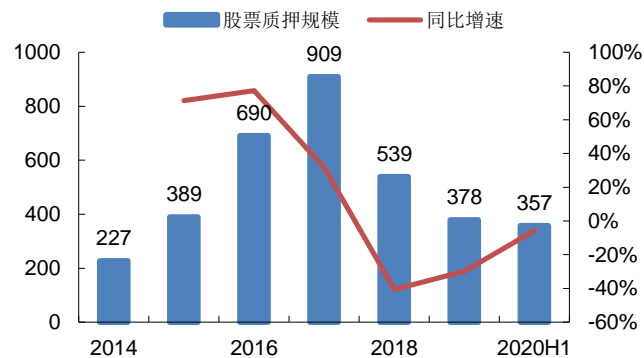
股票质押式回购业务方面, 截至报告期末, 公司股票质押待购回余额 356.97 亿元, 较 2019 年底-5.60%; 其中表内业务待购回余额为 53.10 亿元, 绝对额已经压缩至较低水平。计提减值准备占买入返售金融资产账面价值的比例约为 6.72%。

图 6: 公司两融余额 (亿) 及市场份额



资料来源: Wind、公司财报、中原证券

图 7: 公司股票质押规模 (亿) 及同比增速



资料来源: Wind、公司财报、中原证券

7. 国际业务收入大幅增长, 收入占比快速提升

2020H1 公司实现国际业务收入 18.87 亿元, 同比+58.50%; 收入占比 12.14%, 较 2019 年底+6.98 个百分点。

香港业务方面, 报告期内华泰金控 (香港) 各项业务保持健康均衡发展。

北美市场方面, 截至报告期末, AssetMark 平台资产总规模达到 632.29 亿美元, 较 2019 年底+2.63%; 总计服务 8474 名独立投资顾问, 较 2019 年底+6.48%; 总计服务的终端账户覆盖了逾 18 万个家庭, 较 2019 年底+10.44%。报告期内新增 395 名投资顾问与 AssetMark 签订合作协议。

报告期内, 华泰证券 (美国) 继续完善平台建设并积极推动业务发展, 机构销售和交易业务全面上线, 投资银行业务持续推广, 美国本土业务与境内及香港业务跨境联动协同机制不断优化。

投资建议

作为代表性头部券商之一, 公司拥有高度协同的业务模式、先进的数字化平台以及广泛且紧密的客户资源; 公司混合所有制改革后股东结构多元化, 公司治理透明度不断提升; 以不超过 26.15 亿元自有资金回购 A 股彰显公司对未来发展信心。

综合考虑资本市场动态变化等多方面因素, 上调公司全年盈利预测。预计公司 2020、2021 年 EPS 分别为 1.32 元、1.35 元 (原为 1.05 元、1.08 元), BVPS 分别为 14.14 元、14.49 元, 按 8 月 26 日收盘价 20.61 元计算, 对应 P/E 分别为 15.61 倍、15.27 倍, 对应 P/B 分别为 1.46 倍、1.42 倍, 维持“增持”的投资评级。

风险提示: 1. 权益类及固收类二级市场行情转弱导致公司各项业务无法得到持

- 续改善;
2. 短期增速过快、涨幅过大导致公司股价出现快速调整;
3. 全面深化资本市场改革的进度及力度不及预期

表 1: 资产负债表预测 (亿元)

	2018A	2019A	2020E	2021E
资产:	3686.66	5621.81	6222.70	6482.46
货币资金	711.03	1170.98	1331.13	1419.60
融出资金	461.89	690.06	828.07	852.91
金融投资	1489.75	2848.93	3057.31	3154.61
买入返售金融资产	435.57	184.66	203.13	213.29
应收利息及款项	30.90	55.11	66.13	69.44
长期股权投资	131.78	156.39	172.03	180.63
固定及无形资产	89.61	93.80	103.18	108.34
商誉	20.99	23.34	23.34	23.34
其他资产合计	315.14	398.53	438.38	460.30
负债:	2639.16	4365.26	4923.94	5135.99
流动负债	299.53	635.12	453.60	476.28
交易性金融负债	52.00	73.80	120.40	126.42
卖出回购金融资产款	400.95	1097.19	1002.44	1052.56
代理买卖证券款	594.92	898.18	1240.16	1302.17
应付费用	162.39	213.73	415.11	435.87
长期借款	16.99	8.51	8.63	8.63
应付债券	628.91	646.16	796.29	836.1
其他负债	483.47	792.55	871.81	897.96
所有者权益:	1047.50	1256.55	1314.26	1346.47
股本	82.52	90.77	90.77	90.77
资本公积金	588.60	702.91	702.91	702.91
存留收益	240.85	290.86	334.49	351.21
一般风险准备	121.97	140.84	154.92	170.41
少数股东权益	13.56	31.17	31.17	31.17

资料来源: Wind、中原证券

表 2: 利润表预测 (亿元)

	2018A	2019A	2020E	2021E
营业收入:	161.08	248.63	307.86	316.33
手续费及佣金净收入	80.62	92.88	105.37	120.97
其中: 代理买卖证券	33.86	41.08	55.46	58.23
证券承销	19.49	19.47	23.36	25.70
资产管理	24.73	27.72	30.49	33.54
利息净收入	30.15	21.22	20.16	24.19
投资收益 (含公允)	42.09	119.06	154.78	147.04
其他收入	8.22	15.47	20.11	24.13
营业支出:	96.33	132.55	159.09	163.86
管理费用	81.67	113.67	136.40	140.49
其他成本	14.61	18.91	22.69	23.37
营业外收入:	-0.27	-0.22	0	0
利润总额:	64.49	115.86	148.77	152.47
所得税	12.88	25.29	32.73	33.54
净利润:	51.61	90.57	116.04	118.93
少数股东损益	-1.28	-0.56	-0.76	-0.76
归母净利:	50.33	90.02	115.28	118.17

资料来源: Wind、中原证券

表 3: 每股指标与估值

	2018A	2019A	2020E	2021E
EPS	0.66	1.04	1.32	1.35
ROE	5.32%	7.94%	9.19%	9.10%
BVPS	12.53	13.50	14.14	14.49
P/E	14.77	26.36	15.61	15.27
P/B	1.29	1.50	1.46	1.42

资料来源: Wind、中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。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征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。