## 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

## 核心观点

- Q3 单季利润微增,业绩增速与 ROE 环比上半年有所下滑。1)公司 2020 年 1-9 月实现营业收入 243.36 亿元,同比+37%,实现归母净利润 88.39 亿元,同比+37%,其中 20Q3 单季公司实现归母净利润 24.34 亿元,同比仅+2%,主要由于人工成本支出与信用减值损失同比增幅较大,拖累了业绩增速。2)公司 2020 年 1-9 月实现年化 ROE9.44%,较上半年下滑 0.91pct。截至 20Q3 末公司权益乘数达 4.49,较半年末增长 0.67。3)前三季度公司自营、经纪、资管、投行、利息净收入占比分别为 47%、20%、11%、11%、7%。
- 低基数下投行收入大增 129%, 自营非方向性转型持续推进自营收入+40%。
  1)20年 1-9月公司实现投行收入 27.46亿元, 低基数下同比+129%。前三季度公司股债承销规模 4939亿元,市占率 6.36%,同比+1pct;其中 IPO规模 134亿元,市占率由 19年的 2.65%回升至 3.76%,注册制改革下后续仍有望持续提升。2)截至 20Q3公司金融投资资产规模较年初+23%至 3450亿元。公司持续推进自营业务去方向化,转型权益、FICC及衍生品交易业务,20年前三季度公司实现自营投资收入 113.64亿元,同比+40%。
- 高活跃度助经纪收入+51%,两融业务市占率稳居行业前三。1)受益于三季度市场行情的高活跃度,公司实现经纪业务收入48.48亿元,同比+51%。2)截至三季末公司融出资金998亿元,预计两融市占率6.78%,稳居行业前三,,但公司利息支出同比大增24%,利息净收入18.04亿元,同比+9%。3)20年1-9月公司实现资管业务收入26.12亿元,同比增长15%,预计主要由于公募基金管理业务(华泰柏瑞与南方基金)表现优异。

## 财务预测与投资建议

● 由于人工成本支出与信用减值超预期增加,我们将公司 20-22 年 BVPS 预测值由 14.78/16.35/18.27 下调至 14.68/16.19/18.06, 按相对估值法, 可比公司 20PB 为 1.70x, 对应 24.95 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								
	2018	2019	2020E	2021E	2022E			
营业收入(百万元)	16,108	24,863	34,452	40,184	46,789			
同比增长(%)	-24%	54%	39%	17%	16%			
营业利润(百万元)	6,475	11,608	16,285	21,214	25,817			
同比增长(%)	-40%	79%	40%	30%	22%			
归属母公司净利润(百万元)	5,033	9,002	12,702	16,766	20,663			
同比增长(%)	-46%	79%	41%	32%	23%			
每股收益(元)	0.66	0.99	1.40	1.85	2.28			
总资产收益率(%)	1%	2%	2%	2%	2%			
净资产收益率(%)	5%	8%	10%	12%	13%			
市盈率	30.8	20.5	14.5	11.0	8.9			
市净率	1.6	1.5	1.4	1.3	1.1			
经纪业务佣金率(%)	0.0237	0.0200	0.0195	0.0195	0.0195			

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,

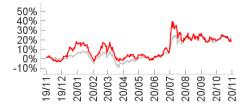


投资评级
投资评级

股价(2020年10月30日)	20.36 元
目标价格	24.95 元
52 周最高价/最低价	24.32/16.9 元
总股本/流通 A 股(万股)	907,665/735,760
A 股市值(百万元)	184,801
国家/地区	中国
行业	非银行金融
报告发布日期	2020年10月31日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-3.78	-0.83	-1.31	17.55
相对表现	-3.29	-3.18	-2.15	-3.11
沪深 300	-0.49	2.35	0.84	20.66

# ——华泰证券 ——沪深**300**



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

香港证监会牌照: BPU409

证券分析师 孙嘉赓

021-63325888\*6094 sunjiageng@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860520080006

#### 相关报告

投资交易转型推动自营收入大增,20H1业 2020-08-27 绩超预期增长:——华泰证券 2020 年中报 点评 金融科技赋能+机构财管双轮驱动,创新龙 2020-07-21

头进击中: ——华泰证券首次覆盖报告

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。



2020-22 年公司 BVPS 分别为 14.68/16.19/18.06 (原预测 14.78/16.35/18.27, 主要由于公司人工成本支出增加与信用减值损失增加超出预期)。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,同时将经纪业务收人占比较高的中国银河也作为可比公司。四家可比公司对应 20PB 估值为 1.70 倍,我们预测公司 2020 年 BVPS 为 14.68 元,对应目标价 24.95 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	2020	2021	2022			
600030	中信证券	2.37	2.08	1.87	1.68			
600999	招商证券	2.15	1.71	1.56	1.42			
600837	海通证券	1.49	1.21	1.11	1.02			
601881	中国银河	1.75	1.63	1.48	1.34			
	平均值	1.90	1.70	1.50	1.40			

数据来源: WIND、东方证券研究所

表 2: 2020 年 1-9 月业绩摘要			
单位: 百万元	2019年1-9月	2020年1-9月	同比(%)
一、营业收入	17,750	24,336	37.10
手续费及佣金净收人	6,867	10,323	50.33
经纪业务手续费净收人	3,217	4,848	50.69
投资银行业务手续费净收人	1,200	2,746	128.72
资产管理业务手续费净收人	2,270	2,612	15.09
利息净收人	1,655	1,804	8.97
投资净收益	5,922	13,757	132.29
对联营企业和合营企业的投资收益	2,149	3,240	50.76
公允价值变动净收益	2,179	(2,393)	(209.82)
其他业务收入	868	963	10.91
二、营业支出	9,301	12,889	38.58
营业税金及附加	114	167	46.38
管理费用	7,809	10,714	37.21
减值损失合计	595	1,143	92.23
其他业务成本	783	865	10.45
三、营业利润	8,449	11,447	35.47
四、利润总额	8,448	11,434	35.34
减: 所得税	1,960	2,492	27.13
五、净利润	6,488	8,942	37.82
归属于母公司所有者的净利润	6,441	8,839	37.24
总资产	510,450	692,131	35.59
归属于母公司所有者的净资产	119,946	127,092	5.96



代理买卖证券款	82,932	121,069	45.99
杠杆率(剔除代理买卖证券款)	3.56	4.49	26.07

数据来源: WIND、东方证券研究所

## 图 1: 2020 年 1-9 月公司分业务收入(亿元)及同比增速



数据来源: WIND、东方证券研究所

图 2: 2013-2020 年 1-9 月公司分业务收入结构



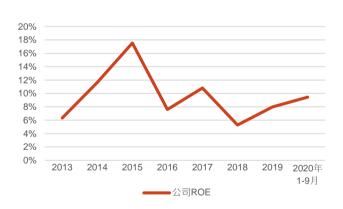
数据来源: WIND、东方证券研究所

图 3: 2013-2020 年 1-9 月公司净利润率



数据来源: WIND、东方证券研究所

图 4: 2013-2020 年 1-9 月公司 ROE



数据来源: WIND、东方证券研究所

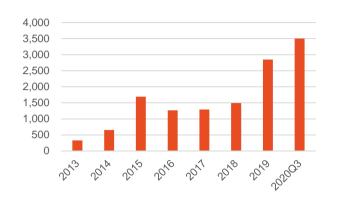






数据来源: WIND、东方证券研究所

图 6: 2013-2020Q3 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: 2013-2020 年 1-9 月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: 2014-2020 年 1-9 月公司 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

所 衣・ 刈 カ I 収 衣 J 攻 ළ 一 i 资产负债表						利润表					
						13/17/2					
单位:百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
银行存款	71,103	117,098	173,086	193,900	209,019	成长能力	00.70/	E4 00/	20.00/	40.00/	40.40/
其中:客户存款	42,902	67,245	108,179	121,188	130,637	营业收入	-23.7%	54.3%	38.6%	16.6%	16.4%
公司存款	28,201	49,853	64,907	72,713	78,382	手续费及佣金净收入	-7.1%	15.2%	51.2%	15.7%	11.7%
结算备付金 B.D. 农口名付金	19,068	22,471	36,149	40,496	43,653	其中: 经纪业务	-19.6%	21.3%	70.1%	7.7%	7.6%
其中:客户备付金	16,045	15,715	25,281	28,321	30,529	投行业务	-4.4%	-0.1%	47.6%	28.0%	14.7%
公司备付金 投资资产	3,023	6,756 252,796	10,868	12,175	13,124	资产管理 净利息收入	13.8%	12.5% -29.6%	30.3%	20.8% 51.6%	15.1% 3.4%
(X.0.0.) 其中:交易性资产	122,244 122,244	252,796	283,504	328,370	395,797	自营收入	-16.2% -59.5%	182.5%	-13.0% 55.2%	13.9%	
	0	232,796	283,504 0	328,370 0	395,797 0	营业支出	-59.5% -6.1%	37.6%	37.1%	4.4%	24.4% 10.6%
可供出售资产	0	0	0	0	0	き业文山 管理费用		39.2%			
持有至到期资产 存出保证金	7,837	12,654	18,388	20,599	22,205	营业利润	-16.2% -40.3%	79.3%	39.4% 40.3%	4.0% 30.3%	10.8% 21.7%
好山床证並 买人返售资产	43,557	18,466	34,617	34,902	31,353	自业利码 归属于母公司净利润	-40.3% -45.7%	78.9%	41.1%	32.0%	23.2%
头八应告页) 长期股权投资	13,178					<b>资产分布</b>	-43.7%	70.9%	41.170	32.0%	23.2%
区别成仪仪页 固定资产(含在建工程)	3,548	15,639 3,699	17,203 3,883	18,923 4,077	20,816 4,280	自有存款/总资产	7.6%	8.9%	8.8%	8.7%	8.3%
回足页)(古任建工性 <i>)</i> <b>资产总计</b>	368,666			837,786	942,059		11.6%	12.0%	14.7%	14.5%	13.9%
	•	562,181	733,687	-	•	客户存款/总资产	33.2%	45.0%			
交易性交融负债 代买卖证券款	5,200	7,380	8,118	8,930	9,823	投资资产/总资产 买人返售资产/总资产		3.3%	38.6% 4.7%	39.2%	42.0%
心 心付职工薪酬	59,492 7,915	89,818 8,934	144,492 4,513	161,868 4,752	174,489 5,263	投资资产/净资产	11.8% 116.7%	201.2%	207.8%	4.2% 218.5%	3.3% 236.5%
应的联工新 <u>断</u> 负债总计	263,916	436,526	597,259	4,732 <b>687,492</b>	774,700	牧风风 / (伊风) <b>收入分布</b>	110.7%	201.276	207.0%	210.5%	230.5%
	•	-	•	-	,		E0 00/	27 40/	40.00/	40 50/	20.00/
股本 资本公积	8,252	9,077	9,077	9,077	9,077	手续费收入/营业收入 经纪业务/营业收入	50.0% 21.0%	37.4% 16.5%	40.8% 20.3%	40.5% 18.7%	38.8% 17.3%
の本ム点 一般风险准备	58,860 19,416	70,291 23,178	70,291 25,741	70,291	70,291 33,276	投行业务/营业收入	12.1%	7.8%	8.3%	9.2%	9.0%
交易风险准备	13,410	23,170	25,741	29,118	33,270	资管业务/营业收入	16.3%	11.9%	11.2%	11.6%	11.4%
文勿风险准由 盈余公积	4.400	E 110	6 400	0.000	10 167				41.4%		42.0%
金赤石板 未分配利润	4,490 12,197	5,119 14,084	6,400 19,099	8,088 25,734	10,167 33,923	自营业务/营业收入 净利息收入/营业收入	15.0% 18.7%	39.6% 8.5%	5.4%	40.2% 7.0%	6.2%
小刀配利用 少数股东权益	1,356	3,117	3,211	3,307	3,406	净利 <b>润驱动指标</b>	10.7%	0.5%	3.476	7.0%	0.2%
ア	104,750	125,655	136,428	1 <b>50,294</b>	167,359	公司股基交易额	14 271 021	20,570,000	35 904 934	29 661 701	<i>1</i> 1 615 517
负债和股东权益总计	368,666	562,181	733,687	837,786	942,059	公司股基交易市占率	7.10%	7.55%	7.75%	7.95%	8.15%
<b>火灰心及水火血心</b> ()	300,000	302,101	133,001	657,760	342,033	净佣金率(%)	0.24	0.20	0.19	0.19	0.19
利润表						IPO 市占率	13.65%	2.65%	5.00%	6.13%	6.30%
<b>村時後</b> 単位:百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E	再融资市占率	4.05%	3.90%	4.04%	4.04%	4.01%
幸业.6777. <b>营业收入</b>	16,108	24,863	34,452	40,184	46,789	债券承销市占率	3.89%	5.59%	6.39%	7.29%	8.30%
<b>吕亚收入</b> 手续费及佣金净收入	8,062	9,288	14,045	16,256	18,151	营业税金/营业收入	0.9%	0.6%	0.39%	0.6%	0.6%
于绿贡及丽亚伊收入 其中: 经纪收人	3,386	4,108	6,989	7,528	8,103	成本收入比	59.8%	53.3%	52.7%	47.2%	44.8%
证券承销收入	1,949	1,947	2,873	3,677	4,216	有效税率	20.0%	21.8%	22.0%	21.0%	20.0%
资产管理收入			3,846	4,648		资本公积变化	11,771	12,040	1,822	2,069	
利息净收入	2,624 3,015	2,952 2,122	1,846	2,799	5,348 2,895	<b>获利能力</b>	11,771	12,040	1,022	2,009	2,540
投资收益	2,411	9,849	14,259	16,140	19,662	净利率	31.2%	36.2%	36.9%	41.7%	44.2%
公允价值变动	1,798	2,057	2,988	3,394	4,167	ROA	1.3%	1.9%	2.0%	2.1%	2.3%
左九川直支4川 <b>营业支出</b>						ROE	5.2%		9.7%		
<b>含业文面</b> 营业税金及附加	<b>9,633</b> 140	<b>13,255</b> 152	<b>18,167</b> 253	18,970	<b>20,973</b> 281	年 毎股指标(元)	5.2%	7.8%	9.1 %	11.7%	13.0%
吕亚依亚及附加 业务及管理费用	8,167	11,367	253 15,848	241 16,476	18,248	<b>母版指称(ル)</b> 毎股收益	0.66	0.99	1.40	1.85	2.28
业务及官珪货用 <b>营业利润</b>	6,475	11,608	16,285	21,214	25,817	母股收益 每股净资产	12.53	13.50	1.40	16.19	18.06
名业利用 利润总额	6,449			21,214	25,817 25,989	每股伊瓦广 每股经纪业务交易额	1,729.62		3,954.63	4,259.47	4,584.90
<b>利用心锁</b> 所得税		11,586 2,520	16,426		•	母放经纪业务义勿额 <b>估值比率</b>	1,729.02	2,200.25	3,334.03	4,203.47	4,504.90
m存机 少数股东损益	1,288 128	2,529 56	3,614 111	4,488 118	5,198 128	市盈率	30.8	20.5	14.5	11.0	8.9
少数成本预量 <b>归属于母公司股东的净利润</b>	5,033	9,002	12,702	16,766	20,663	市净率	1.62	1.51	1.39	1.26	1.13
沙角」安立可及不明净利用	3,033	3,002	12,102	10,700	20,003	リングナ	1.02	1.51	1.59	1.20	1.13

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

买人: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

