

强烈推荐-A (维持)

华泰证券 601688.SH

目标估值: 25.41 元

当前股价: 20.36 元

2020 年 11 月 01 日

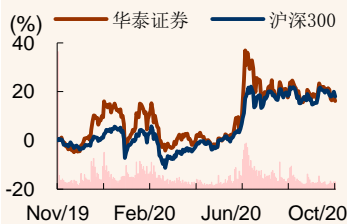
经纪、投行持续领先，减值计提夯实发展质量

基础数据

上证综指	3225
总股本 (万股)	907665
已上市流通股 (万股)	735760
总市值 (亿元)	1848
流通市值 (亿元)	1498
每股净资产 (MRQ)	14.0
ROE (TTM)	9.0
资产负债率	81.2%
主要股东	江苏省国信资产管理
主要股东持股比例	23.53%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2	17	18
相对表现	-4	-3	-3



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《华泰证券 (601688) — 科技助力转型, 业务多有亮点》2020-08-30
- 2、《华泰证券 (601688) — 业绩稳健增长, 优于同业》2020-05-04
- 3、《华泰证券 (601688) — 客户基础优势扎实, 剑指行业领先者》2019-10-22

郑积沙

0755-83081514  
zhengjisha@cmschina.com.cn  
S1090516020001

刘雨辰

liuyuchen3@cmschina.com.cn  
S1090518100002

曾广荣

zengguangrong@cmschina.com.cn  
S1090520040001

前三季度, 华泰证券营收 243 亿, 同比+37%; 归母净利润 88 亿, 同比+37%; 扣非后归母净利润 88 亿, 同比+40%。第三季度, 营收 88 亿, 同比+32%, 环比+1%; 归母净利润 24 亿, 同比+2%, 环比-31%。三季度末, 归母净资产 1271 亿元, 较上年末+4%; ROE 7.04%, 同比提升 1.21PCT

总体概览: 投行与经纪业务驱动收入高增, 信用减值压低三季度单季度净利润

- 1、第三季度营收高达 88 亿, 同比、环比继续提升, 创下 2016 年以来新高。
- 2、受益于市场环境投行、经纪收入大增, 前三季度, 同比分别+129%、+51%; 第三季度, 同比分别+149%、111%, 环比分别+69%、+61%。
- 3、第三季度信用减值损失 9 亿一定程度拖累单季度利润, 预计与公司审慎的会计政策有关。

收费类业务: 经纪业务领先优势扩大, 投行收入翻倍

- 1、经纪业务收入 48 亿, 同比+51%, 占营收 20%。第三季度, 经纪业务收入 21 亿, 同比+111%, 增速跑赢全市场股基交易金额增速, 考虑公司相对较低的佣金率策略, 预计公司市场率大概进一步提升。
- 2、投行业务收入 27 亿, 同比+129%, 占营收 11%。投行业务收入翻倍得益于公司全业务线条共同发力。股权主承销额 1051 亿, 市占率高达 9%。其中 IPO192 亿, 规模接近去年全年三倍。债承 2653 亿, 占比高达 12%。
- 3、资管业务收入 25 亿, 同比+16%, 占营收 10%。

资金类业务: 投资业务坚持去方向化, 利息支出增加拖累利息净收入

- 4、投资业务收入 81 亿, 同比+36%。从收入占比看投资业务依然是公司第一大收入来源, 公司坚定权益投资去方向化, 预计未来将继续平衡收益率与风险控制, 稳定保持高比例的收入贡献。
- 5、利息净收入 18 亿, 同比+9%, 占营收 7%。公司融出资金规模 998 亿, 在上半年末基础上大增 215 亿。但由于债务融资利息增加拉低利息净收入水平。此外, 三季度计提信用减值 9 亿, 创下历史新高, 审慎会计政策继续夯实资产质量

投资建议: 维持强烈推荐-A 评级。维持盈利预测, 公司 20/21/22 年净利润分别为 100 亿/113 亿/130 亿, 同比+11%/+13%/+16%。公司前瞻性布局科技创新领域, 进一步构筑竞争优势, 资本市场改革背景下公司投行、经纪业务红利持续释放。由此我们给予公司 1.8 倍 20 年 PB 估值 (行业平均 2.3 倍 PB, 2016 年以来华泰股价均值与行业平均相差一个标准差对应估值为 1.8 倍 PB), 维持目标价至 25.41 元, 空间+25%。

风险提示: 权益市场大幅波动、创新政策低于预期、监管政策明显趋严、同业竞争加剧

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入 (百万元)	16108	24863	28608	33023	38345
同比增长	-23.7%	54.3%	15.1%	15.4%	16.1%
营业利润 (百万元)	6475	11608	13002	14675	16900
同比增长	-40.3%	79.3%	12.0%	12.9%	15.2%
净利润 (百万元)	5033	9002	9978	11257	13006
同比增长	-45.7%	78.9%	10.9%	12.8%	15.5%
每股收益 (元)	0.61	0.99	1.10	1.24	1.43
PE	33.4	20.5	18.5	16.4	14.2
PB	1.62	1.51	1.44	1.38	1.31

资料来源: 公司数据、招商证券

表 1: 损益表

单位:百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	16,108	24,863	28,608	33,023	38,345
手续费及佣金净收入	8,062	9,288	10,425	11,732	12,663
其中: 经纪收入	3,386	4,108	5,124	5,724	6,211
证券承销收入	1,949	1,947	1,870	2,370	2,715
资产管理收入	2,473	2,772	2,962	3,159	3,250
利息净收入	3,015	2,122	2,796	4,295	5,526
投资收益	2,411	9,849	7,964	8,916	11,667
对联营合营企业投资收益	959	2,726	2,913	3,662	3,659
公允价值变动	1,798	2,057	5,689	5,944	5,834
营业支出	9,633	13,255	15,606	18,348	21,445
营业税金及附加	140	152	175	202	234
信用减值损失	863	720	858	991	959
业务及管理费用	8,167	11,367	13,271	15,519	18,175
营业利润	6,475	11,608	13,002	14,675	16,900
利润总额	6,449	11,586	12,958	14,624	16,842
所得税	1,288	2,529	2,828	3,192	3,676
净利润	5,161	9,057	10,130	11,432	13,166
少数股东损益	128	56	152	175	160
归属于母公司股东的净利润	5,033	9,002	9,978	11,257	13,006

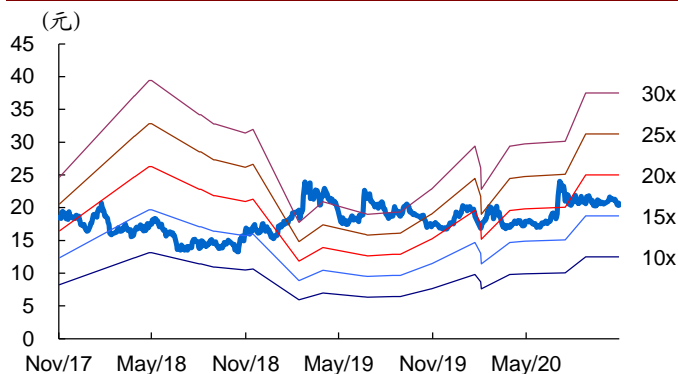
资料来源: wind、招商证券

表 2: 资产负债表

单位:百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
银行存款	71,103	117,098	107,471	123,429	133,591
其中: 客户存款	42,902	67,245	89,559	102,857	111,326
公司存款	28,201	49,853	17,912	20,571	22,265
结算备付金	19,068	22,471	33,098	39,295	40,273
其中: 客户备付金	16,045	15,715	28,133	33,400	34,232
公司备付金	3,023	6,756	4,965	5,894	6,041
投资资产	132,701	265,154	266,706	270,273	274,171
其中: 交易性金融资产	122,244	252,796	254,248	257,709	261,496
其它债权投资	607	2,013	2,114	2,220	2,331
其他权益工具投资	9,850	10,345	10,345	10,345	10,345
存出保证金	7,837	12,654	12,998	11,827	12,647
融出资金	46,189	69,006	82,412	86,991	99,417
买入返售资产	43,557	18,466	21,494	24,686	26,718
长期股权投资	13,178	15,639	16,421	17,242	18,104
固定资产(含在建工程)	3,499	3,669	3,641	3,716	3,740
资产总计	368,666	562,181	594,584	632,157	691,809
交易性金融负债	5,200	7,380	8,118	8,930	9,823
代理买卖证券款	59,492	89,818	121,548	139,838	150,369
应付职工薪酬	7,915	8,934	10,431	12,197	14,285
负债总计	263,916	436,526	464,248	495,309	547,381
股本	8,252	9,077	9,077	9,077	9,077
资本公积	58,860	70,291	70,291	70,291	70,291
一般风险准备	12,197	14,084	15,097	16,241	17,557
盈余公积	4,490	5,119	5,119	5,119	5,119
未分配利润	19,416	23,178	27,079	31,477	36,583
归属于母公司所有者权益合计	103,394	122,537	128,119	134,381	141,574
少数股东权益	1,356	3,117	2,217	2,466	2,853
股东权益合计	104,750	125,655	130,336	136,847	144,427
负债和股东权益总计	368,666	562,181	594,584	632,157	691,809

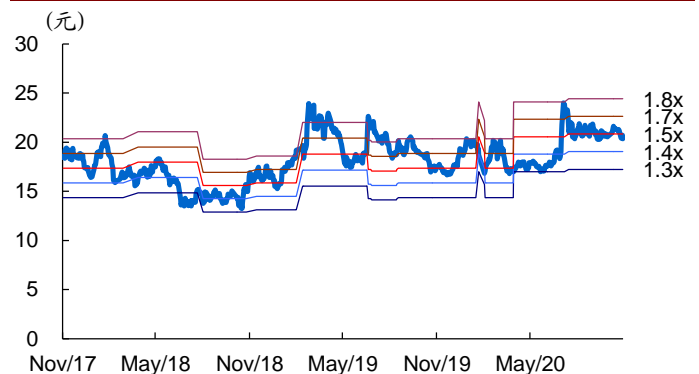
资料来源: wind、招商证券

图 1 华泰证券历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2 华泰证券历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑积沙，招商证券非银行金融行业首席分析师，美国纽约大学硕士。7年证券从业经历。2015年加入招商证券，获得2019年新财富第5、金牛奖第3，2018年金牛奖第3，2017年新财富入围，2016年新财富第2（团队）。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。