

强烈推荐-A (维持)

华泰证券 601688.SH

目标估值: 25.41 元

当前股价: 20.97 元

2020 年 08 月 30 日

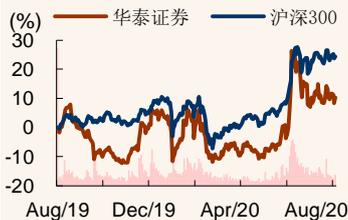
科技助力转型, 业务多有亮点

基础数据

上证综指	3350
总股本 (万股)	907665
已上市流通股 (万股)	735760
总市值 (亿元)	1903
流通市值 (亿元)	1543
每股净资产 (MRQ)	13.8
ROE (TTM)	9.1
资产负债率	78.4%
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	-6	4	6
相对表现	-10	-11	-19



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《华泰证券 (601688) — 业绩稳健增长, 优于同业》2020-05-04
- 2、《华泰证券 (601688) — 客户基础优势扎实, 剑指行业领先者》2019-10-22
- 3、《华泰证券 (601688) — 客户优势继续保持, 业务升级转型坚定有力》2019-09-01

郑积沙

zhengjisha@cmschina.com.cn
S1090516020001

刘雨辰

liuyuchen3@cmschina.com.cn
S1090518100002

曾广荣

zengguangrong@cmschina.com.cn
S1090520040001

20H1, 华泰证券实现营业收入 155 亿, 同比+40%; 归母净利润 64 亿, 同比+58%; 扣非后归母净利润 64 亿, 同比+58%。归母净资产 1251 亿元, 较上年末+2%; ROE 4.98%, 同比提升 1.16PCT。

总体概览: 业绩高增, 各项业务均有亮点

- 1、ROE 同比提升 1.16PCT 至 4.98%, 远超行业 4.05% 的水平, 年化后接近 10%。
- 2、科技赋能经纪业务转型财富管理, 投行业务收入翻倍, 投资收益高增长。
- 3、利息净收入同比负增长, 主因债务融资利息支出增加。

收费类业务: 经纪业务领先优势扩大, 投行收入翻倍, 资管主动管理规模提升

- 1、**经纪业务收入 28 亿, 同比+24%, 占营收 18%**。上半年公司实现股基交易额 14.62 万亿, 同比+32%, 市占率较 2019 年底提升 0.19PCT 至 7.72%, 保持行业第一。科技赋能与良好的客户基础助力公司转型财富管理, 6 月底“涨乐财富通”月活突破 911 万, 行业第一。
- 2、**投行业务收入 13 亿, 同比+109%, 占营收 8%**。投行业务收入翻倍得益于公司全业务线条共同发力, 上半年公司股权主承销额 737 亿, 排名行业第三, 同比+55%, 承销家数 33 家, 同比+136%。债承 2230 亿, 同比+47%; 并购重组金额 482 亿, 行业第二。
- 3、**资管业务收入 16 亿, 同比+13%, 占营收 10%**。主动管理规模 2705 亿, 排名行业第三, 较去年底+7%, 占比提升 4PCT 至 47%。

资金类业务: 投资业务同比大增, 利息支出增加拖累利息净收入

- 4、**投资业务收入 54 亿, 同比+57%, 占营收 35%**。公司坚定权益投资去方向化, 固收自营投资业绩领先市场, 公司金融资产 2686 亿, 与年初基本持平。场外衍生品业务进步迅猛, 收益互换存量名义本金 291 亿元, 较年初+39%, 场外期权存量名义本金 357 亿, 较年初 52%。
- 5、**利息净收入 10 亿, 同比-19%, 占营收 7%**。公司两融规模 770 亿, 较去年底+15%, 市占率提升 0.03PCT 至 6.6%; 股票质押待回购余额 357 亿, 较去年底-5.6%, 平均履约保障比例 289%, 总体信用风险可控。公司利息支出同比+25%至 37 亿, 债务融资利息增加拉低利息净收入水平。

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, 在资本市场深化改革和流动性充裕共振的背景下, 尤为受益。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一个标准差对应估值为 1.8 倍 PB), 上调目标价至 25.41 元, 空间+21%。

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	34.4	21.1	19.1	16.9	14.6
PB	1.67	1.55	1.49	1.42	1.42

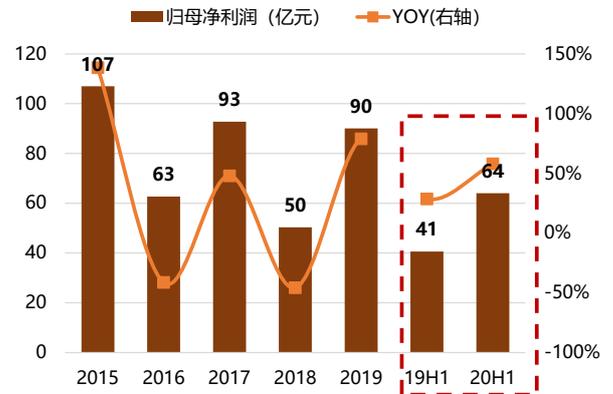
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 营业收入 155 亿, 同比+40%



资料来源: wind, 招商证券

图 2: 归母净利润 64 亿, 同比+58%



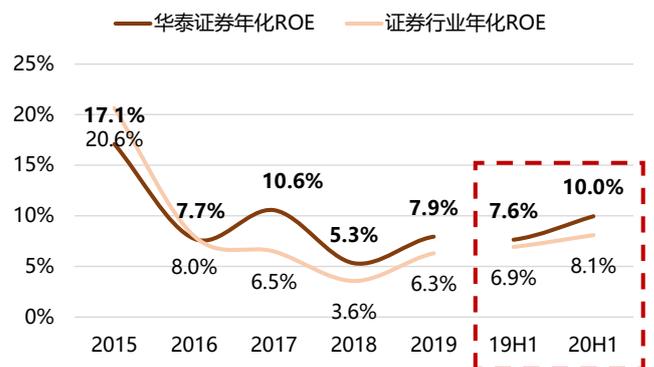
资料来源: wind, 招商证券

图 3: 归母净资产 1251 亿, 较去年底+2%



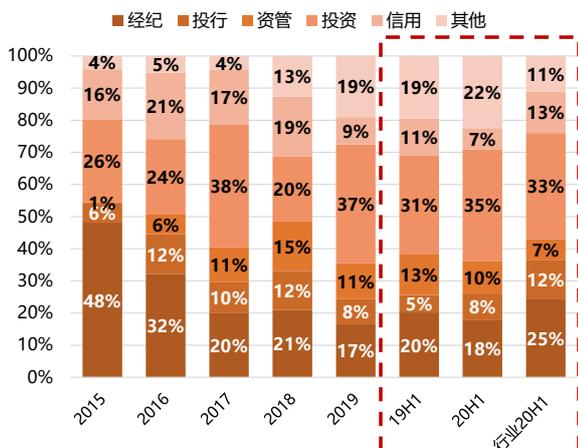
资料来源: wind, 招商证券

图 4: 年化 ROE 10%, 去年同期 7.6%, 证券行业 8.1%



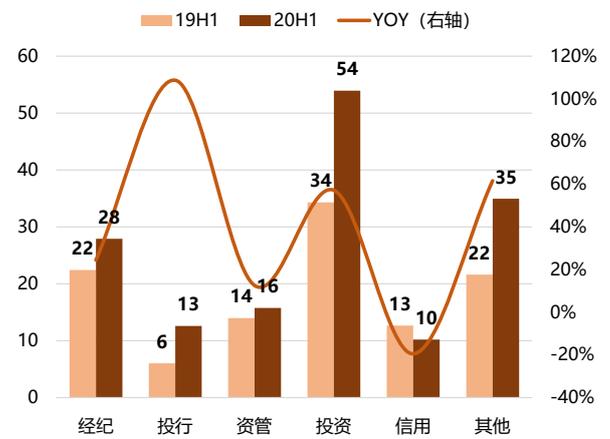
资料来源: wind, 招商证券

图 5: 业务结构投资占比最高, 达 35%



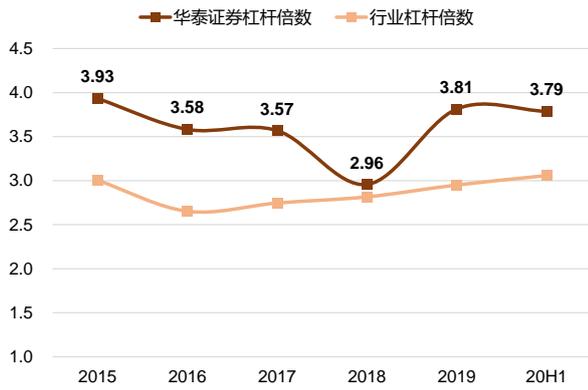
资料来源: wind, 招商证券

图 6: 经纪、投行、资管、投资收入同比增长



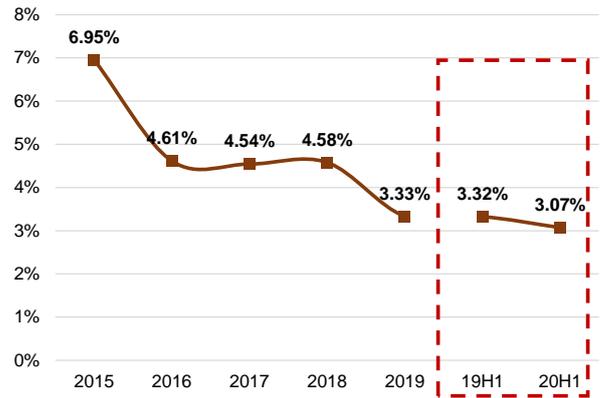
资料来源: wind, 招商证券

图 7: 杠杆倍数 3.79 倍, 行业 3.06 倍



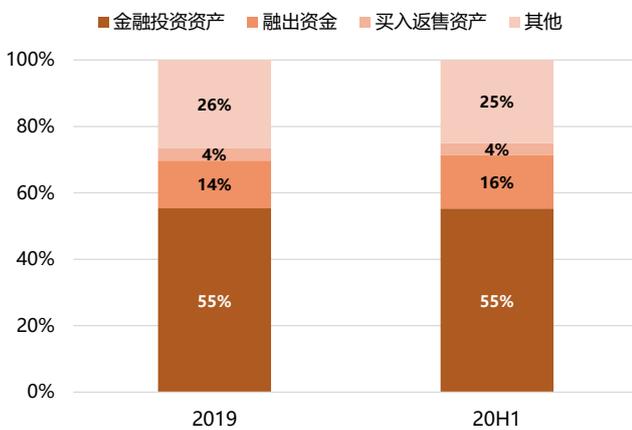
资料来源: wind, 招商证券

图 8: 平均年化负债成本率 3.07%



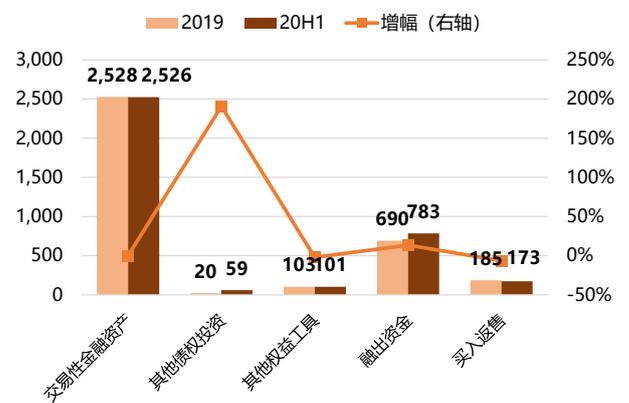
资料来源: wind, 招商证券

图 9: 自有资产中金融投资资产占比 55%



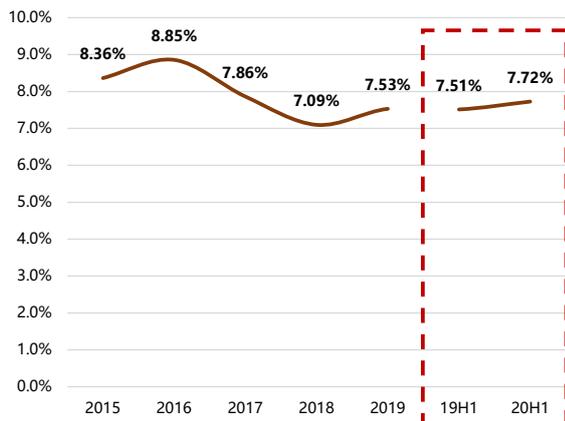
资料来源: wind, 招商证券

图 10: 融出资金同比增长



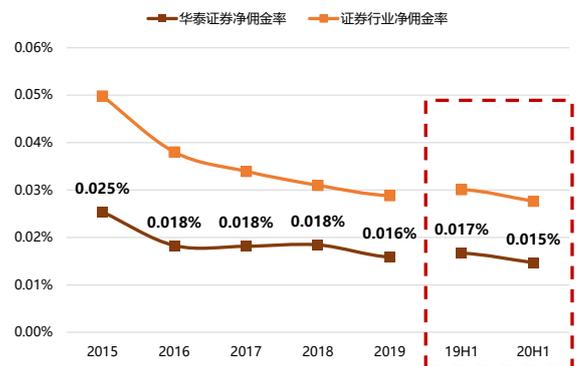
资料来源: wind, 招商证券

图 11: 股基交易市占率 7.72%



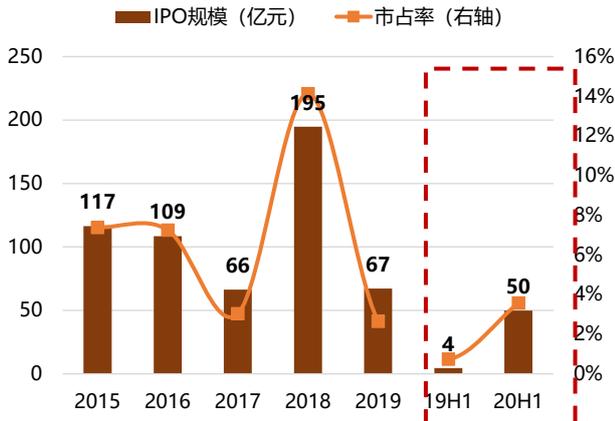
资料来源: wind, 招商证券

图 12: 净佣金率 0.015%, 行业 0.028%



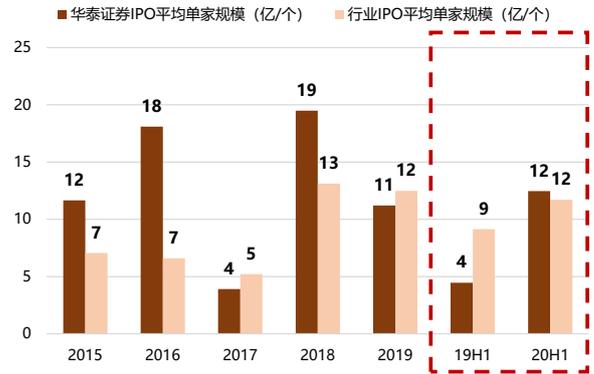
资料来源: wind, 招商证券

图 13: IPO 规模 50 亿, 市占率 4%



资料来源: wind, 招商证券

图 14: IPO 平均单家规模 12 亿, 行业 12 亿



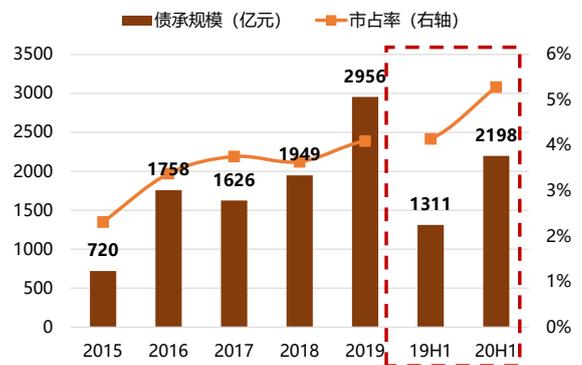
资料来源: wind, 招商证券

图 15: 再融资规模 552 亿, 市占率 10%



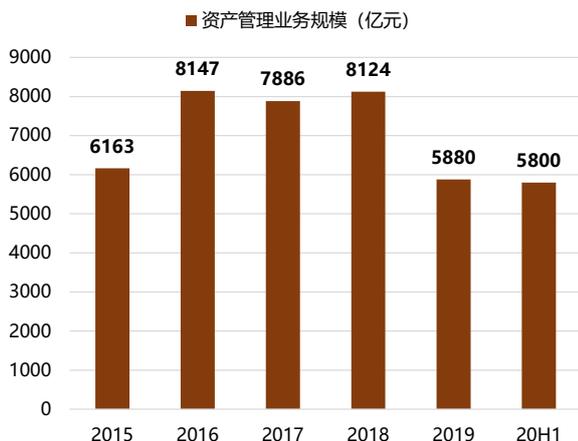
资料来源: wind, 招商证券

图 16: 债承规模 2198 亿, 市占率 5%



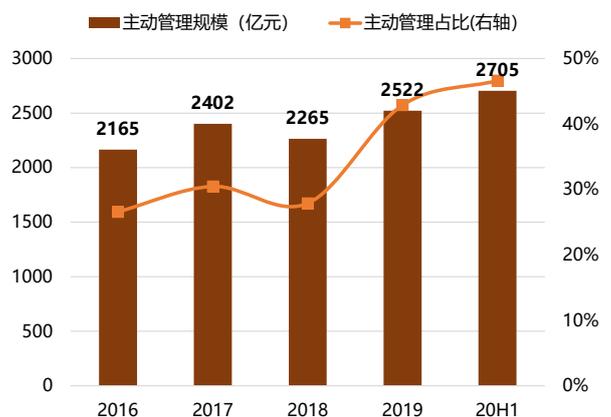
资料来源: wind, 招商证券

图 17: 资管规模 5800 亿



资料来源: wind, 招商证券

图 18: 主动管理费规模 2705 亿, 占比 47%



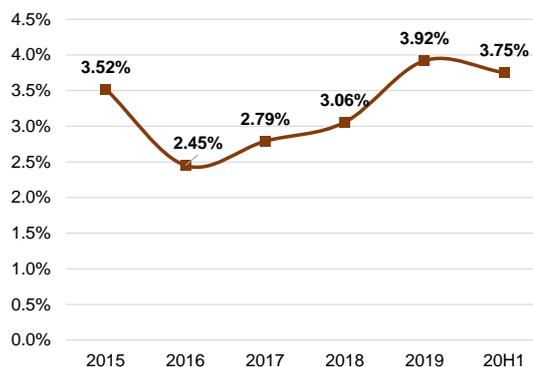
资料来源: wind, 招商证券

图 19: 两融规模 770 亿, 市占率 6.6%



资料来源: wind, 招商证券

图 20: 年化两融利差 3.75%



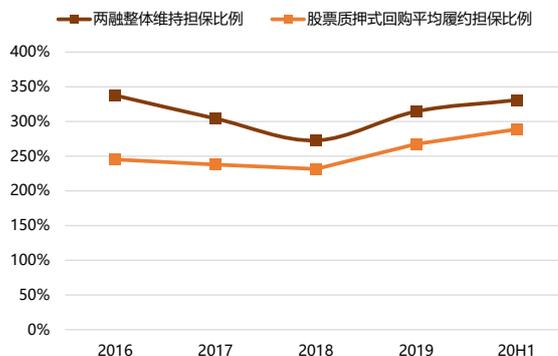
资料来源: wind, 招商证券

图 21: 股票质押式回购资产 58 亿, 较去年底基本持平



资料来源: wind, 招商证券

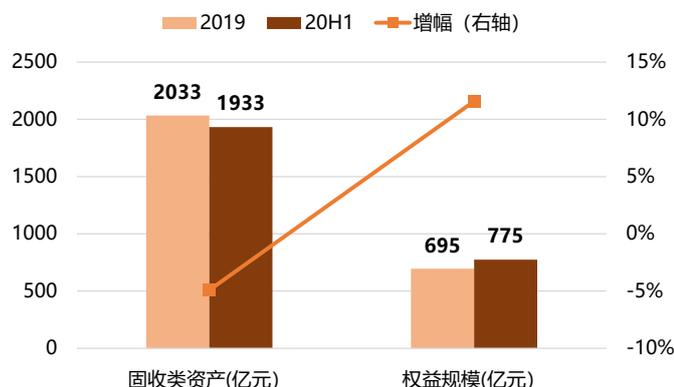
图 22: 两融维保比 331%, 股票质押履约担保比 289%



资料来源: wind, 招商证券

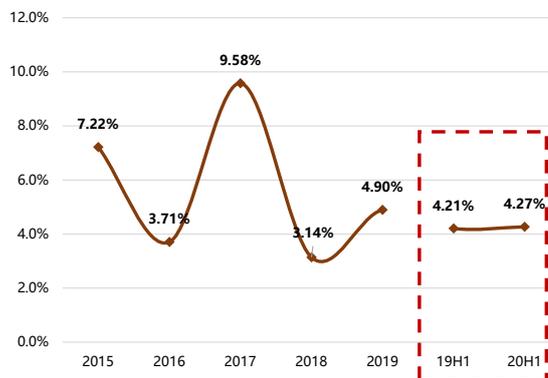
图 23: 固收类资产 2033 亿, 较去年底-5%

权益类资产 775 亿, 较去年底+12%



资料来源: wind, 招商证券

图 24: 年化投资收益率 4.3%



资料来源: wind, 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

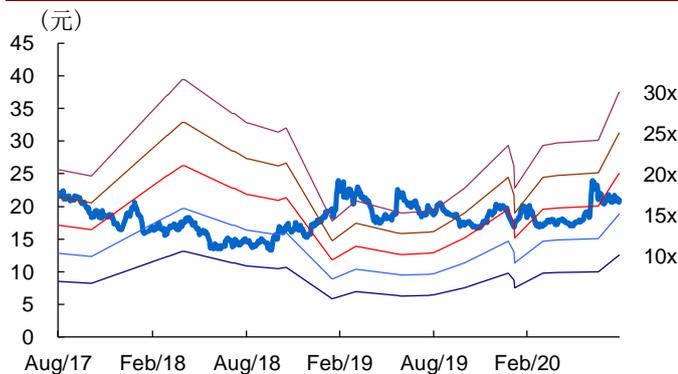
资料来源: wind、招商证券

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

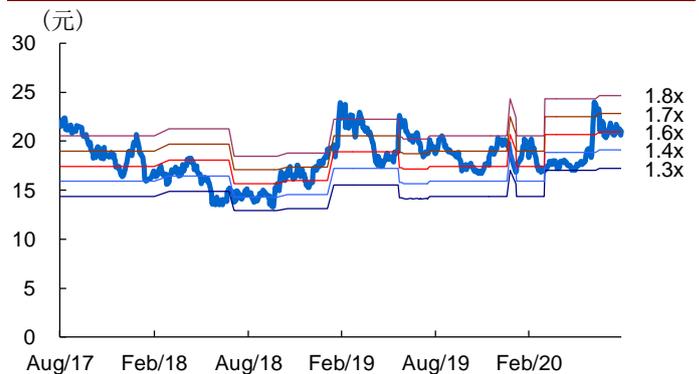
资料来源: wind、招商证券

图 25 华泰证券历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 26 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，非银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年获得金牛奖第5名（团队），2017年新财富第7名，2018年金牛奖第3名。

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。