

华泰证券(601688.SH)/HTSC(06886.HK)

从估值折价到再定价的逻辑

核心观点:

- **为什么从估值溢价到估值折价?** 过去三年,华泰的 PB 估值由与中信证券、招商证券基本一致到现在被拉开差距,市场有多种解释,我们认为,从业务的角度出发,估值折价的原因有三:一是经纪业务市占率优势减弱且低佣金率导致弹性下降;二是注册制下大投行时代来临,但华泰 IPO 业务 2019 年出现阶段性排名下降;三是再融资频繁拉低估值。
- **我们研究认为,在当前估值体系下,市场对华泰反应过于悲观,近年来,华泰在泛财富管理、投行综合布局、衍生品业务、科技赋能等维度上已经具有很大看点,边际上的变化足够对其重新定价。**
- **泛财富管理:降低对交易佣金的依赖,多业务线条变现。**华泰对零售业务的定位是打造泛财富管理,把更多的交易主体吸引到华泰的体系内,扩大客户的资产规模,收入变现的方式由交易佣金延伸至产品代销收入、两融息差、场外衍生品做市收入等。
- **投行业务:以并购重组为亮点,布局大投行。**并购业务持续强势,稳居行业前列。IPO 业务齐头并进,2020 年科创板/创业板 IPO 数目排名第 3/5。投行资本化深化,2020H1 科创板跟投浮盈占归母净利润 15.80%。
- **衍生品业务快速发展,补足创新业务短板。**截至 2020 年 11 月华泰新增场外衍生品规模已连续 17 个月排名行业第一,场外业务有助于提升资金使用效率和 ROE 水平,强化自营业务的风险对冲效果。
- **科技赋能,贴上标签。**华泰的 IT 投入力度历年居行业首位,信息技术从后台支持转向业务驱动乃至整体赋能,成为公司重要标签之一。
- **投资建议:再定价,给予“买入”评级。**华泰在泛零售、大投行、衍生品和科技赋能等维度具备较大看点,如果股权融资节奏放缓,依托当前运行状态,未来 ROE 提升幅度有望领先同行。结合历史估值中枢 1.32-1.76xPB,给予公司 A 股 2021 年 1.55xPB 估值,对应合理价值 23.53 元/股,给予“买入”评级;考虑 A 股/港股溢价,给予 H 股 2021 年 0.9xPB 估值,对应合理价值 13.66 港元/股。给予“买入”评级。
- **风险提示:**宏观环境恶化,资本市场大幅波动,业务竞争进一步加剧等。

盈利预测:

(人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	16108	24863	32696	36193	40521
增长率(%)	-24%	54%	32%	11%	12%
归母净利润(百万元)	5033	9002	12239	14781	17542
增长率(%)	-46%	79%	36%	21%	19%
EPS(元/股)	0.61	0.99	1.35	1.63	1.93
市盈率(P/E)	30.20	18.57	13.66	11.31	9.53
ROE(%)	5.3%	8.0%	9.7%	11.1%	12.3%

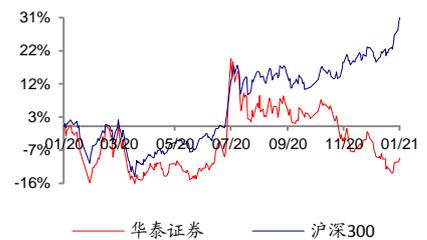
数据来源:公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	18.42 元/12.50 港元
合理价值	23.53 元/13.66 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2021-01-09

基本数据

	601688.SH	06886.HK
股票代码	601688.SH	06886.HK
总股本(百万股)	9076.65	9076.65
流通股本(百万股)	7357.60	1719.05
总市值(百万)	165,740 元	115,455 港元
一年内最高/低价	24.32-17.02 元	16.04-10.40 港元
30 日日均成交量(百万股)	66.53	6.05
30 日日均成交额(百万)	1,205 元	72 港元
近 3 个月涨跌幅(%)	-12.92	-0.78

相对市场表现



分析师:



陈福

SAC 执证号: S0260517050001

SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

分析师:



陈卉

SAC 执证号: S0260519040001

SFC CE No. BOX142



021-38003619



gfchenh@gf.com.cn

相关研究:

华泰证券(601688.SH)/ (06886.HK):持续补偿资本实 力,泛投资业务表现靓丽	2020-10-31
华泰证券(601688.SH)/ (06886.HK):业绩高增长,投资 收益表现亮眼	2020-08-27

目录

一、为什么从估值溢价到估值折价？	5
（一）经纪业务市占率优势减弱	5
（二）2019年注册制下IPO业务阶段性滑坡	7
（三）频繁融资拖累估值表现	9
二、泛财富管理：多业务同时赋能，战略布局深入	11
（一）流量优势显著，客户净值上升	11
（二）打造大财富管理体系：做大客户资产规模，多业务条线变现	13
三、投行资本化：以并购重组为亮点，布局大投行	17
（一）并购重组业务表现强势	17
（二）投行资本化进入结果期	19
四、衍生品业务：全力开拓场外衍生品业务	21
（一）场外衍生品业务天然利好头部券商，利润空间开阔	21
（二）积极发展衍生品业务，场外衍生品新增规模行业领先	23
五、科技赋能：提升公司软实力	24
六、盈利预测	26
七、投资建议：给予“买入”评级	28
八、风险提示	29

图表目录

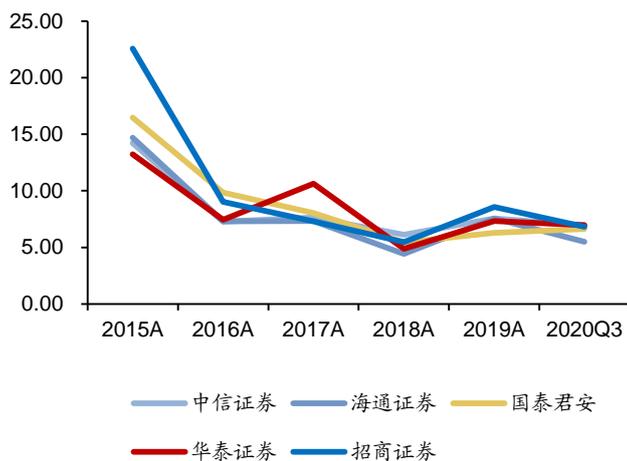
图 1: 各家券商摊薄 ROE (%)	5
图 2: 各家券商 PB (LF)	5
图 3: 部分券商市占率 (%)	6
图 4: 部分券商佣金率 (%)	6
图 5: 各家券商股基交易量同比 (%)	6
图 6: 各家券商经纪业务收入弹性	6
图 7: 2020 年科创板 IPO 主承销、保荐数目 top10 (单位: 个, 已发行)	8
图 8: 2020 年创业板华南地区 IPO 受理数目占比最高	8
图 9: 2020 年创业板 IPO 券商承销保荐家数 (已发行)	8
图 10: 华泰交易性金融资产规模变动 (亿元)	10
图 11: 营收前 30 券商 2019PB 和重资产业务比例散点图	10
图 12: 涨乐财富通平均月活数 (万人)	11
图 13: 涨乐财富通交易人数占公司总交易人数比重 (%)	11
图 14: 2019 年券商自营 APP 日均活跃用户规模 (万人)	11
图 15: 近 12 个月涨乐财付通月活居券商自营 APP 首位 (万人)	11
图 16: 2019 年部分券商投顾人员规模及变动情况 (人, %)	12
图 17: 客均资产测算 (万元)	12
图 18: 客均资产同比增速 (%)	12
图 19: 华泰财务管理业务	14
图 20: 各家券商经纪业务净收入 (亿元)	14
图 21: 各家券商股基交易量 (亿元)	14
图 22: 华泰投资顾问人员占比及行业排名 (% , 名)	15
图 23: 各家券商代销金融产品收入 (亿元)	15
图 24: 各家券商代销收入同比增速 (%)	15
图 25: 各家券商两融标的个数 (个)	17
图 26: 部分头部券商融出资金规模 (亿元)	17
图 27: 华泰两融业务规模及市占率 (亿元, %)	17
图 28: 华泰股权承销家数及排名 (家, 名)	18
图 29: 华泰股权承销金额及排名 (亿元, 名)	18
图 30: 华泰债券承销家数 (家)	19
图 31: 华泰债券承销金额及排名 (亿元, 名)	19
图 32: 华泰证券股权投资收益 (亿元, %)	21
图 33: 2020 年场外衍生品行业集中度 (%)	22
图 34: 2020H1 华泰和中信衍生金融工具名义本金及增速 (较上期末) (亿元, %)	23
图 35: 华泰、中信衍生金融资产名义本金及环比 (亿元, %)	23
图 36: 衍生金融资产占比 (%)	23
图 37: 2020 年华泰证券场外金融衍生品月名义本金增加额及市占率 (亿元, %)	24
图 38: 2019 年部分国内券商信息技术投入及占比 (亿元, %)	25
图 39: 2017-2019 年华泰和中信 IT 员工人数及占比 (位, %)	25

图 40: 公司 A 股 2015-2020.12.17 估值 (PB-LF)	29
图 41: 2015-2020.12.17 估值 PB_LF 的波动区域:	29
表 1: 华泰证券 2012-2020 年投行业务细分业务排名	7
表 2: 2019 年 IPO 主承销商承销保荐数量前 15 名	7
表 3: 部分头部券商 2017-2020Q3 实际股权融资金额 (H 股、GDR 金额 (RMB) 按公告当日汇率计算)	9
表 4: 华泰、海通和中信户均资产 (万元)	13
表 5: 各券商代销金融产品收入及其他数据	16
表 6: 华泰证券 2015 至 2019 并购重组情况 (收入、家数和排名)	18
表 7: 2019H1-2020H1 券商投行业务收入及排名 (亿元)	19
表 8: 部分券商私募股权投资业务情况 (亿元)	20
表 9: 衍生品业务资质名单	22
表 10: 2020 年新增名义本金月排名	24
表 11: 华泰证券与外部科技公司的合作	26
表 12: 核心假设 (亿元)	27
表 13: 盈利预测 (百万)	27
表 14: 券商行业比较 (亿元)	29

一、为什么从估值溢价到估值折价？

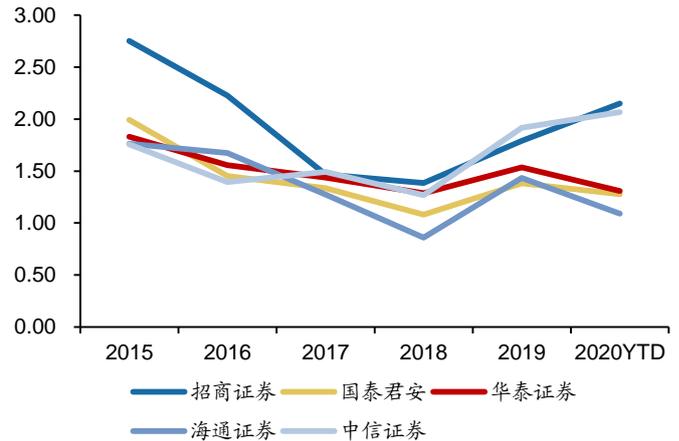
自2010上市以来，华泰各业务迅速发展，跻身行业第一梯队，估值水平也较行业排名靠前的多家大型综合券商享有溢价。但近年来，华泰的估值水平整体呈现下行态势，与中信、招商的估值逐渐被拉开。为什么？资本市场有多种解释，我们认为，从业务的角度出发，主要原因可能是三个方面：1. 经纪业务市占率优势减弱，经纪业务对业绩的弹性下降；2. 注册制时代IPO业务重要性凸显，但市场排名有所下滑；3. 近年来股权融资较为频繁，频繁融资拉低估值。

图1：各家券商摊薄ROE (%)



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图2：各家券商PB (LF)



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

（一）经纪业务市占率优势减弱

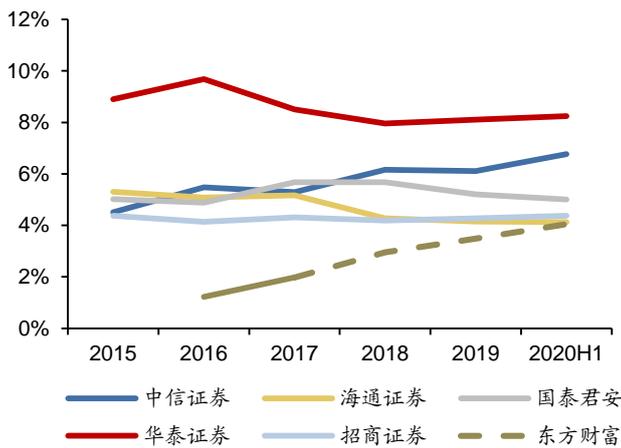
历史回顾：经纪业务市占率常年第一，低佣战略+涨乐财富通独领风骚。

2009年，华泰证券率先开始设计开发了涨乐理财手机客户端，支持客户和理财专家在线交流，理念上领先同类证券APP。2013年3月15日证监会发布《证券公司开立客户账户规范》，正式批准证券公司进行网上开户，华泰证券利用上海地区交易佣金不限价的规定，打出“足不出户，万三开户”的口号，全力进行互联网开户，提高客户增量，自此华泰证券经纪业务市占率反超中信证券，并连续7年保持股基交易量市场第一。此后华泰证券不断提升互联网金融服务水平，保持行业领先态势。2014年4月，“涨乐”更新升级为“涨乐财富通”，为客户提供一站式的理财服务。2016年，华泰涨乐财富通率先在业内推出十档行情，据《2016移动金融应用行业报告》显示，传统券商应用中华泰证券的涨乐财富通用户覆盖率排在首位，高出第二名30.7%。2017年，公司继续以金融交易科技为核心，推动经纪业务深化转型，涨乐财富通移动终端开户数100.85万，占公司当年开户数98.49%，互联网战略效果显著。

不过，自2016年起，公司经纪业务市占率开始下滑，我们认为是公司财富管理转型中，业务重点由追求新开户数量变为追求客户质量，战略性不对新开户数量做硬性要求所致。2016年公司年报中，华泰首次写入“高价值客户”的目标：完善客户分类分级和分配规则，着重打造高净值客户投顾服务体系，升级完善服务形。随后几年仍然以高价值客户为重要目标，2018年明确财富管理为公司核心战略之一，更加重视高净值客户服务。

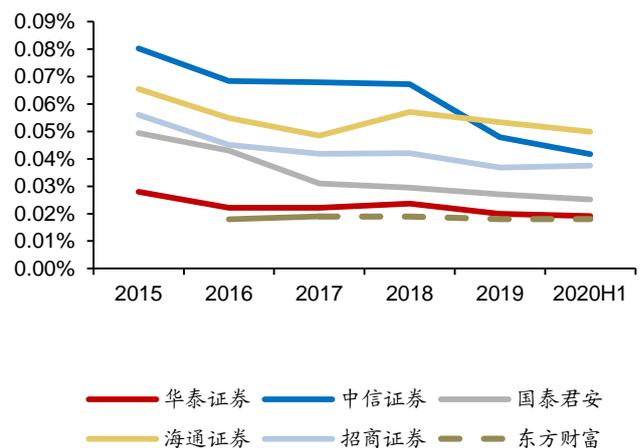
与此同时，同行在全力追逐账户数量。同期东方财富证券凭借低佣金和互联网平台引流优势，乘坐互联网金融东风，削弱线下营业部在经纪业务作用，市占率快速上升，根据我们测算（佣金率万分之1.8假设下测算），截至2020年6月末，东方财富市占率达4.04%。综上，我们认为华泰经纪业务市占率下降，主要原因有：（1）经纪业务战略由账户数量向客户质量转变；（2）与传统营业部经纪业务格局相比，互联网金融时代，以东方财富为代表的中小券商经纪业务竞争力有所上升。某种程度上，华泰的策略转变，让其他券商具备了经纪业务市占率指标上反超的可能性，如中信证券，吸收合并广州证券后，缩小了与华泰的差距。

图3：部分券商市占率（%）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心
注：东方财富2018、2019、2020H1数据为市占率万分之1.8假设下的推测；测算方法：股基交易量/全部AB股成交额

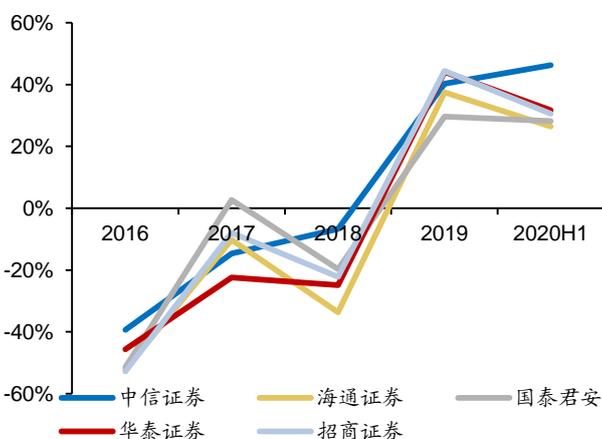
图4：部分券商佣金率（%）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心
注：东方财富2018、2019、2020H1数据为市占率万分之1.8假设下的推测；测算方法：代理买卖证券净收入/股基交易量

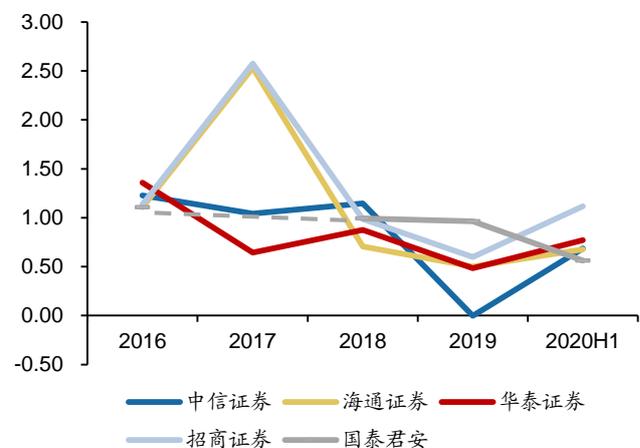
同时，华泰经纪业务收入缺乏弹性。由于更低的佣金率，华泰经纪业务业绩弹性（收入变化率/股基交易量变化率）2016-2019年快速下降，2019年为0.48（五家券商中排名第4）。而且，按经纪业务佣金收入看，华泰2016-2019年分别排第5-7名。这一点，会让投资者产生交易量放大但华泰经纪业务弹性不足判断。

图5：各家券商股基交易量同比（%）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图6：各家券商经纪业务收入弹性



数据来源：wind、公司年报、广发证券发展研究中心
注：国泰君安2017数据为-8.51，属极端值，未体现在上图

（二）2019年注册制下IPO业务阶段性滑坡

投行业务是机构业务的入口，可以带动直投、资管、财富管理、股票质押、研究业务等众多业务。在全面注册制预期下，投行业务强的券商将占据领先优势。而投行业务中，IPO业务是起点，而再融资业务、并购重组业务和债券业务是后续延伸。

纵观华泰的投行业务，并购重组强，贴上了明显的标签，而IPO业务弱于公司整体市场排名。2012至2020年10月，IPO承销数目和金额的行业排名为第5-7名，而科创板开闸的2019年下滑至第10和第12名。

表1：华泰证券2012-2020年投行业务细分业务排名

（发行日统计）	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
首发主承销家数	5	-	5	5	11	7	2	12	7
首发主承销金额	5	-	7	5	5	11	2	10	5
增发主承销家数	16	3	5	4	5	4	3	3	2
增发主承销金额	24	5	8	8	4	5	4	2	3
债权主承销家数	16	11	11	11	6	7	15	10	15
债权主承销金额	13	11	9	11	7	7	8	12	9

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

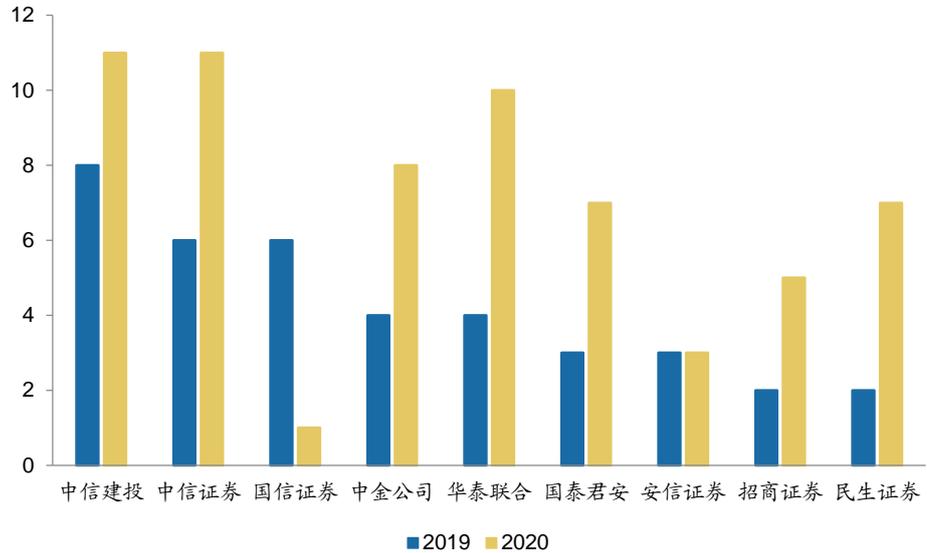
表2：2019年IPO主承销商承销保荐数量前15名

机构简称	首发	
	家数(个)	市场份额(%)
中信证券	28	11.72
中信建投	21	8.79
中金公司	18	7.53
广发证券	16	6.69
国信证券	13	5.44
招商证券	12	5.02
国泰君安	10	4.18
东兴证券	9	3.77
长江承销保荐	8	3.35
中泰证券	8	3.35
民生证券	7	2.93
安信证券	6	2.51
华泰联合证券	6	2.51
光大证券	5	2.09
海通证券	5	2.09

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

以科创板IPO为例，华泰开了一个好头，但后续阶段性下行。科创板开市25家企业中，华泰承保3.5家（联合保荐算0.5家），排名行业第二，打出“三中一华”的气势。但截至2020年底，华泰联合科创板已上市企业保荐数为18家，排名下降至第四。2019年末，华泰科创板的IPO承保数仍然为4家，同期中信承保数已达8家，年末IPO承保数量也由第2名下滑至第6名。

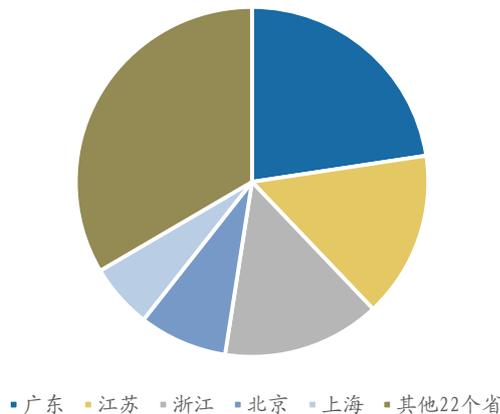
图7：2020年科创板IPO主承销、保荐数目top10（单位：个，已发行）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

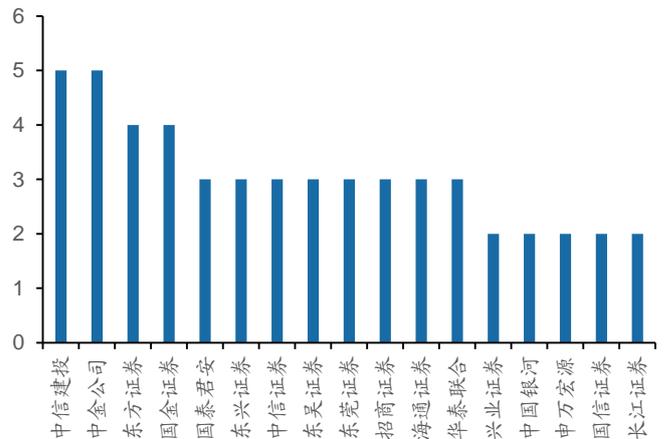
创业板IPO方面：创业板注册制实施后，由于上市公司注册地多为南方省市，如广东（22.60%）、浙江（14.50%），华南证券优势明显，作为“华南五虎”之一的华泰联合，优势并不突出。创业板注册制实施后，截至2020年底各家券商创业板IPO承销保荐数量差异小，并未形成明显格局。截至2020年底，华泰IPO承销保荐3家（已发行），市占率4.76%，行业排名第5。

图8：2020年创业板华南地区IPO受理数目占比最高



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图9：2020年创业板IPO券商承销保荐家数（已发行）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

(三) 频繁融资拖累估值表现

从近三年股权再融资规模看，继2015年H股IPO后，华泰证券于2018年8月3日引入苏宁、阿里等战投，定增募集资金142.08亿元。2019年6月17日，公司于伦敦证券交易所举完成GDR发行上市仪式，成为国内首家“A+H+G”上市公司，GDR发行共募集资金16.91亿美元，2017-2020Q3合计募集资金248.05亿元人民币，净资产前十（2020Q3）券商中排名第一。

表3: 部分头部券商2017-2020Q3实际股权融资金额（H股、GDR金额（RMB）按公告当日汇率计算）

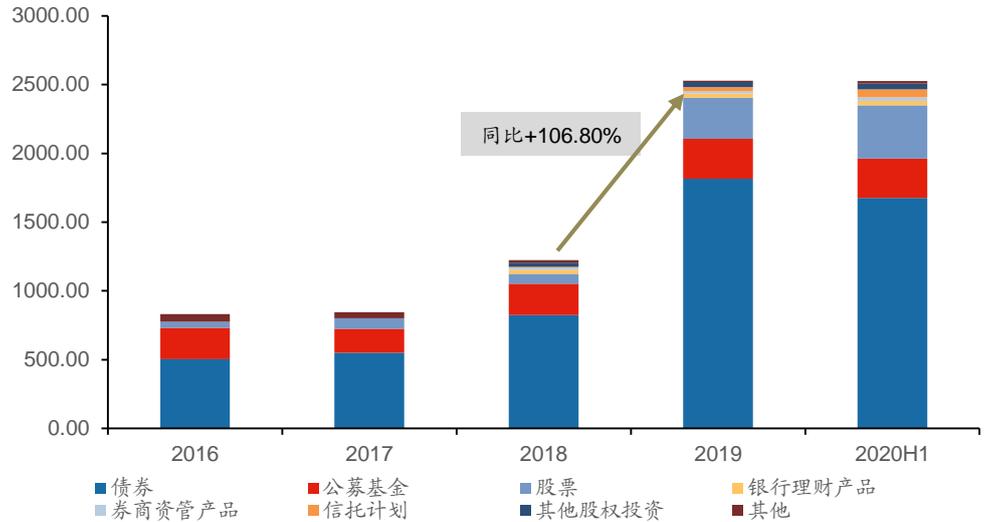
公司名称(按股权融资金额降序)	融资方式				额度合计 (亿元)	2020Q3 净资产排 名
	2017	2018	2019	2020YTD		
华泰证券	无	定向增发	GDR	无	248.05	4
海通证券	无	无	无	定向增发	200.00	2
申万宏源	无	有	有	无	196.89	7
国泰君安	H股首发	无	H股增发	无	169.28	3
国信证券	无	无	无	定向增发	150.00	8
中信证券	无	无	无	定向增发	134.60	1
中国银河	IPO	无	无	无	40.86	9
中信建投	无	IPO	无	定向增发: 证监会通过但尚未发行	20.69	10
招商证券	无	无	无	无	0.00	5

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

从华泰的资产规模看，截至2020年9月30日，华泰总资产规模6921.31亿元，较2018年12月31日增加87.74%，几乎翻了一倍。从资产分类看，总资产规模上升主要归因于金融投资类资产规模快速上升。

2019年公司交易性金融资产增加了债券、股票和信托计划。年末三者规模分别为1815.13亿、300.73亿、28.23亿，同比增速分别达120.59%、311.99%、534.99%。交易性金融资产中包括了代客部分，2019年公司交易性金融资产规模快速上升，总规模达2037.79亿元，占总资产44.97%，规模同比增加106.80%。截至6月末，股票类衍生品增长29.38%，信托类衍生品增长103.90%。

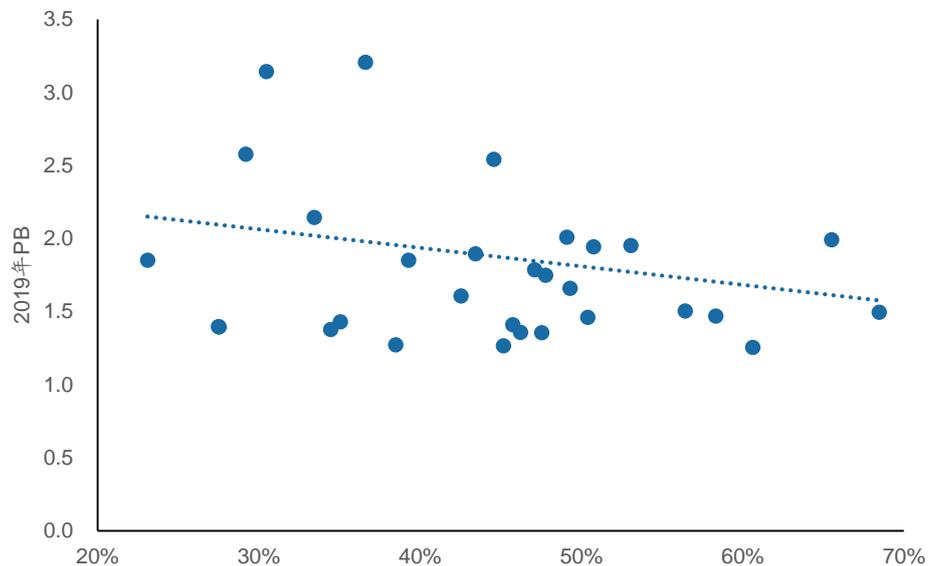
图10: 华泰交易性金融资产规模变动 (亿元)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

重资产业务收入比例高, 往往导致PB向下。市场给重资产业务收入比例高的企业的PB通常较低, 从PB与重资产业务占比的散点图中推测, 两者存在一定的负相关关系, 随者重资产比例的上升, PB估值下降。

图11: 营收前30券商2019PB和重资产业务比例散点图



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

综上, 华泰的估值中枢近年来呈现下行态势。但我们深入研究认为, 在当前估值体系下, 市场对华泰反应过于悲观, 近年来, 华泰在泛财富管理、投行综合布局、衍生品业务、科技赋能等维度上已经具有很大看点, 边际上的变化足够市场对其重新定价。

二、泛财富管理：多业务同时赋能，战略布局深入

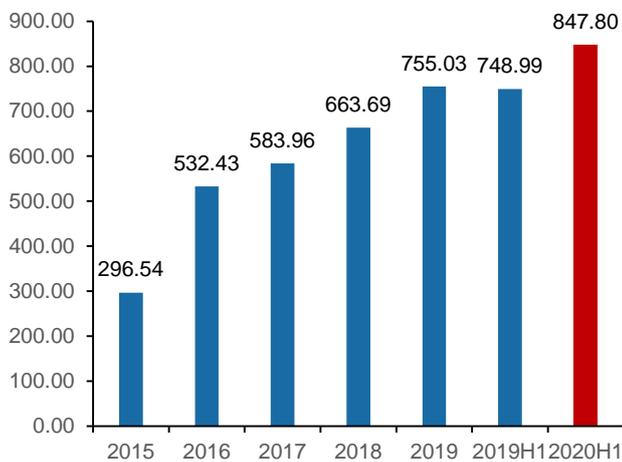
华泰对零售业务的新定位，可以理解为打造泛财富管理的思路，把更多的交易主体吸引到华泰的体系内，扩大客户的资产规模，收入变现的方式由交易佣金延伸至产品代销收入、两融息差、场外衍生品做市收入等。

（一）流量优势显著，客户净值上升

1.互联网时代下，公司流量优势依旧明显

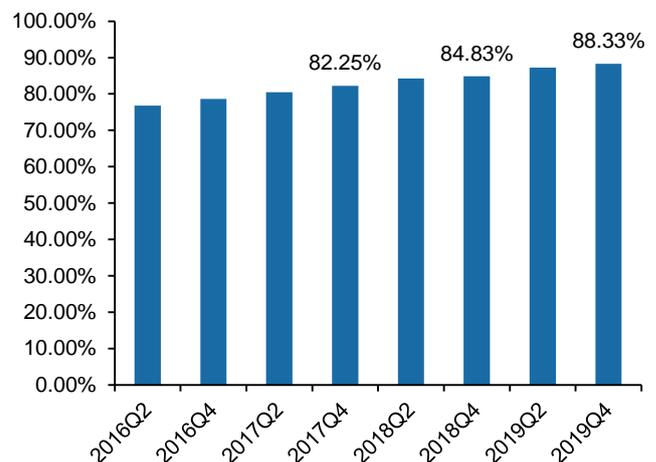
公司理财APP“涨乐财富通”用户数居行业首位。2014-2020H1，月均活跃数均排名证券行业第一。2019年全年涨乐财富通APP年度日活跃用户规模达到292万人，远高于TOP10的其他券商自营APP如平安证券、国泰君安君弘、小方、海通e海通财等。据半年报显示，2020年上半年财富涨乐通平均月活848万人，位于券商自营APP首位。

图12：涨乐财富通平均月活数（万人）



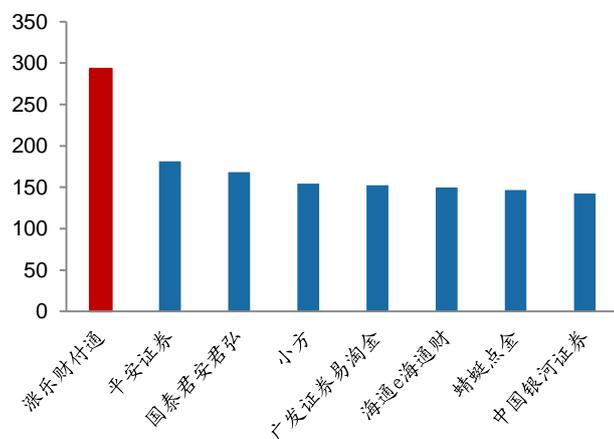
数据来源：公司年报、公司半年报、广发证券发展研究中心

图13：涨乐财富通交易人数占公司总交易人数比重（%）



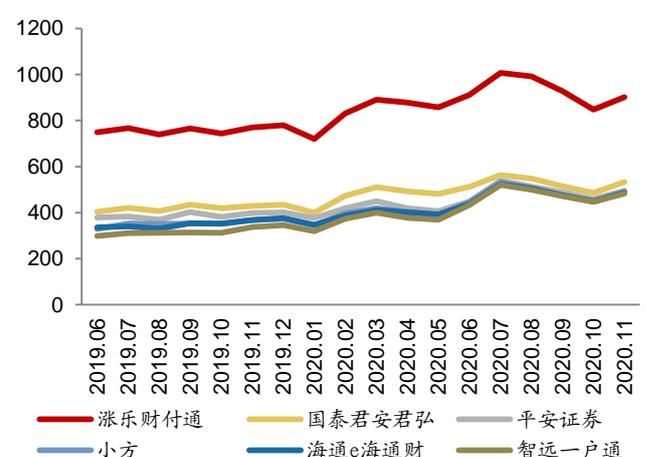
数据来源：公司年报、公司半年报、广发证券发展研究中心

图14：2019年券商自营APP日均活跃用户规模（万人）



数据来源：易观千帆、广发证券发展研究中心

图15：近12个月涨乐财富通月活居券商自营APP首位（万人）

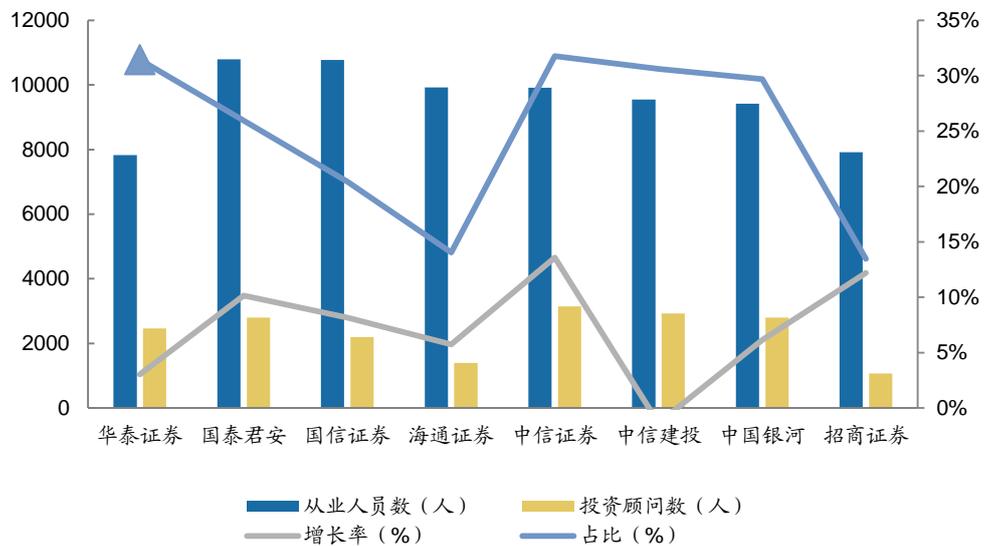


数据来源：易观千帆、广发证券发展研究中心

2. 户均资产提升

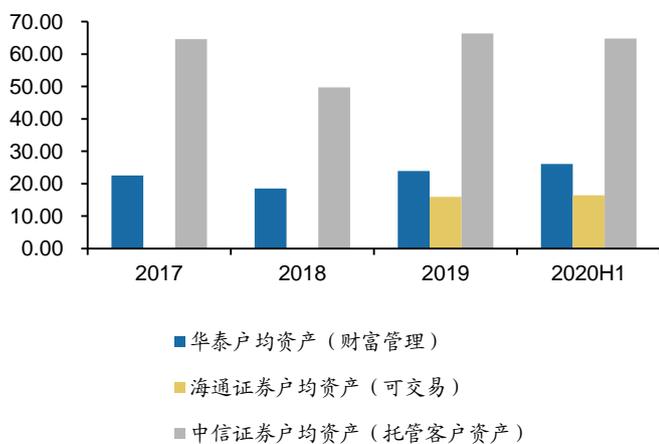
低佣金策略下公司获得了较大规模的长尾客户，所以公司零售客户户均资产较低，但近年来公司积极转型，经纪业务以提升客户净值为目标。公司聚焦券商特色，系统化创设“基础产品+特色产品”，以满足集团及市场上零售客户和高净值客户对产品形式和风险收益的不同需求。公司积极推进投顾专业队伍的建设以满足高净值客户的差异化需求，2019年末母公司从业人员中投资顾问占比超过30%。2019年末，经纪业务户均资产23.93万元，较上年末增加29.68%。2020年6月末，户均资产26.13万元，较上年末增加9.21%，同期海通证券、中信证券增速分别为3.26%和-2.38%。从数据看，主要系经纪业务客户账户总资产在近两年快速增长，财富管理转型过程中公司客户净值正逐步提升。

图16: 2019年部分券商投顾人员规模及变动情况(人, %)



数据来源: 证券业协会、广发证券发展研究中心

图17: 客均资产测算(万元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心
注: 三家券商披露客户资产数据口径可能不一致

图18: 客均资产同比增速(%)



数据来源: 公司招股书、广发证券发展研究中心

表4: 华泰、海通和中信户均资产(万元)

	2017年12月	2018年12月	2019年12月	2020年6月
华泰户均资产(万)	22.50	18.46	23.93	26.13
海通证券户均资产(可交易)	-	-	15.93	16.45
中信证券户均资产(托管客户资产)	64.64	49.79	66.38	64.80

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

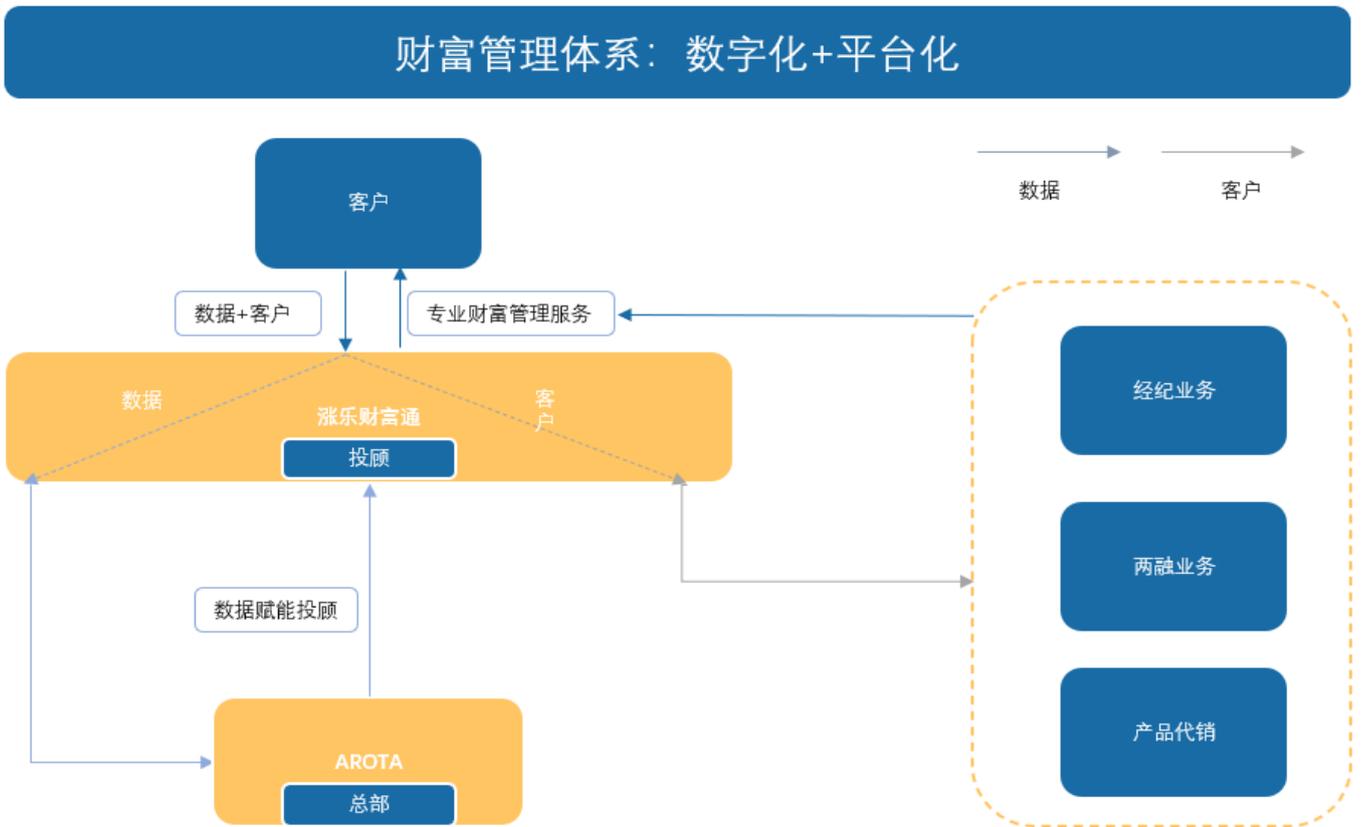
测算方法: 户均资产=总资产/经纪业务客户数(三家券商总资产口径不同)

(二) 打造大财富管理体系: 做大客户资产规模, 多业务条线变现

在国内券商行业经纪业务佣金率持续下降和金融市场对外开放程度不断加大的背景下, 公司加快业务转型寻找新盈利模式。2016年, 公司收购美国领先的资管平台 Assetmark, 以借鉴成熟市场客户服务体系, 提升财富管理业务能力。2018年, 公司明确“双轮驱动”核心战略, 将财富管理业务在公司内的地位提到历史高位, 并指出财务管理将成为公司继往开来的发展动力之源。2019年, 公司围绕财富管理这一核心点, 升级理财服务平台为“AORTA”平台, 加强了与面向客户的涨乐之间的相互支持, 财富管理业务能力显著提升。2019年初至2020年中, 公司客户资产规模由2.4万亿增加至3.92万亿元, “涨乐”月活数量由700万增加至911万, 以财富管理为核心的发展战略初显成效。

目前, 公司形成以财富管理服务为核心的业务线, 凭借各个业务独特的优势和领先的战略布局推动财富管理业务快速发展。财富管理业务的快速发展, 同时反作用于公司的基础业务, 包括经纪业务、两融业务、代销金融产品等。

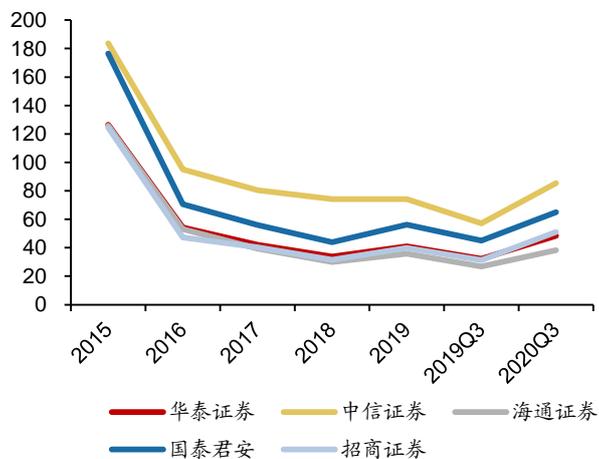
图19: 华泰财富管理业务



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

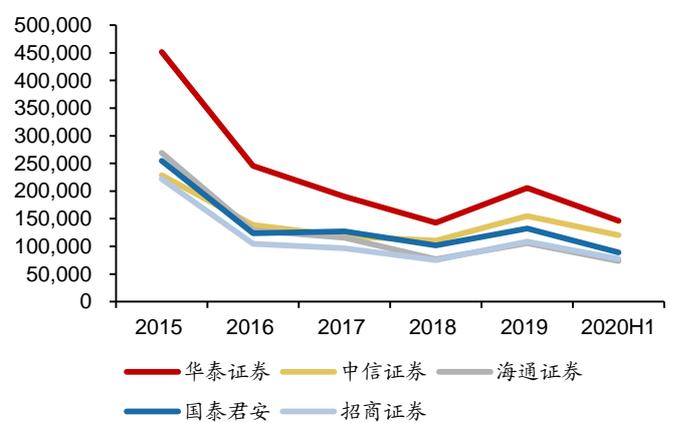
成交量行业第一, 经纪业务收入增速快。截至2020Q3公司经纪业务净收入48.48亿元, 同比增长50.69% 增速在五家券商中, 仅次于招商证券, 排名第二。截至2020H1, 公司股基交易量146186.17亿元, 排名行业第一, 市占率8.24%。2020H1, 测算的华泰佣金率为万分之1.9, 市占率继续上升, 达8.24%, 较2019全年增加0.14pct。

图20: 各家券商经纪业务净收入 (亿元)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图21: 各家券商股基交易量 (亿元)

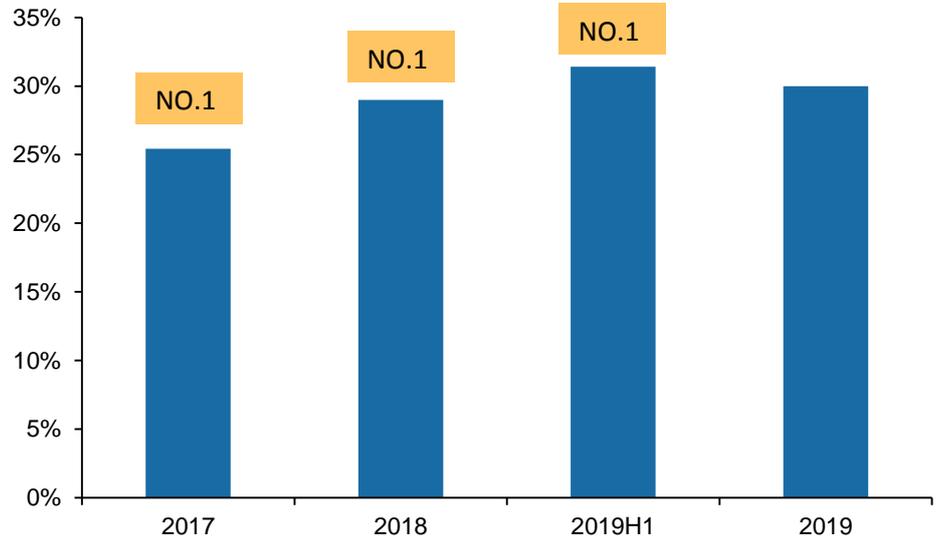


数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

2. 代销金融产品

庞大的客户基础+大规模的投顾团队。依托集团庞大的客户基础，充分发挥网点布局和互联网平台优势，积极创设差异化产品，精选优秀外部产品，打造多元金融产品和策略产品体系。据华泰年报披露，2019年末集团财富管理人员达5689人，占在职员工比例79.36%，投资顾问人员2150，占比30.00%。

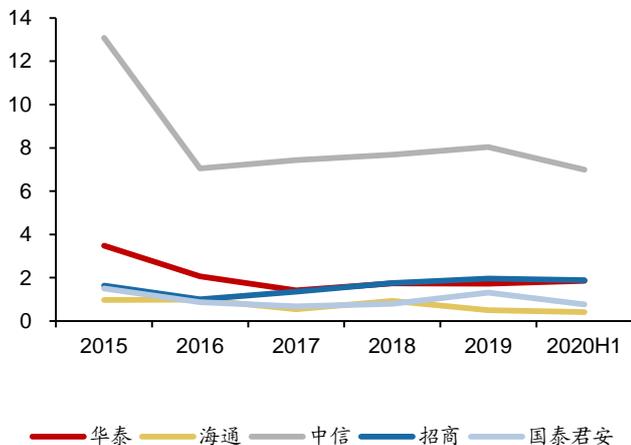
图22：华泰投资顾问人员占比及行业排名（%，名）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

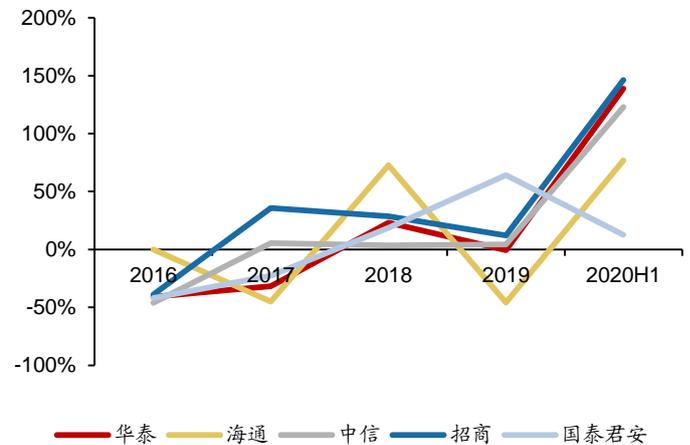
基金投顾试点落地，代销收入稳定增长。公司金融产品代销收入2018和2019连续两年保持稳定，收入接近1.7亿元；2020上半年代销金融产品收入达1.86亿，同比增加139.01%。截至2020年6月30日，金融产品保有数量（除现金管理产品“天天发”外）5,691只，金融产品销售规模（除现金管理产品“天天发”外）人民币2,638.07亿元，金融产品销售业务规模稳步提升，五家券商中，公司基金代销收入排名第3，基金代销收入同比增速排名第2。

图23：各家券商代销金融产品收入（亿元）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图24：各家券商代销收入同比增速（%）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

表5: 各券商代销金融产品收入及其他数据

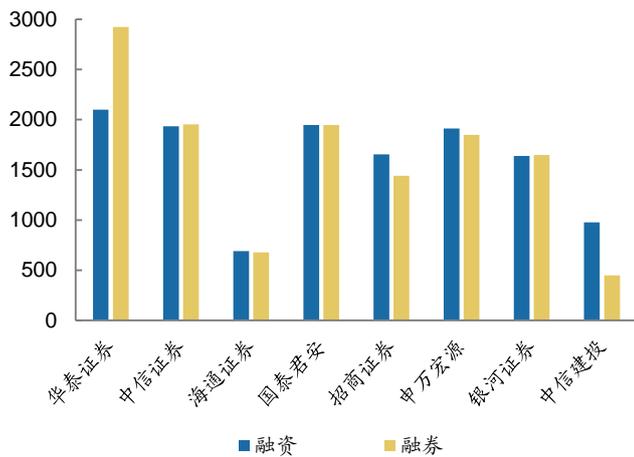
	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1	2019H1
华泰							
代销收入 (亿元)	3.49	2.07	1.41	1.74	1.73	1.85	0.78
销售总额 (亿元)	40327.63	32017.55	32017.55	28945.12	3,743.56	2,638.07	1,677.44
保有数目 (支)					5,533	5,691	7,979
海通							
代销收入 (亿元)	0.98	0.98	0.54	0.93	0.51	0.41	0.23
销售总额 (亿元)	8949.35	3496.92	3135.76				
保有量					日均保有量 577.14 亿元, 同比增长 23.85%		
中信							
代销收入 (亿元)	13.08	7.05	7.43	7.69	8.03	6.99	3.14
销售总额 (亿元)	3,049.68	2,424	7,011	8,755	7,783	4,000	
保有量							
招商							
代销收入 (亿元)	1.64	1.00	1.36	1.75	1.97	1.89	0.77
销售总额 (亿元)		8,559	8,751	7,541	8,346.85	5,017.73	
国泰君安							
代销收入 (亿元)	1.51	0.88	0.68	0.80	1.32	0.77	0.68
销售总额 (亿元)							
保有量		日均代销金融产品保有规模 960.61 亿元	代销金融产品保有规模 1,259 亿元	月均保有规模 1,422 亿元	月均保有规模 1,619 亿元	月均保有规模 1,688 亿元	

数据来源: 各公司年报、广发证券发展研究中心

3. 两融业务

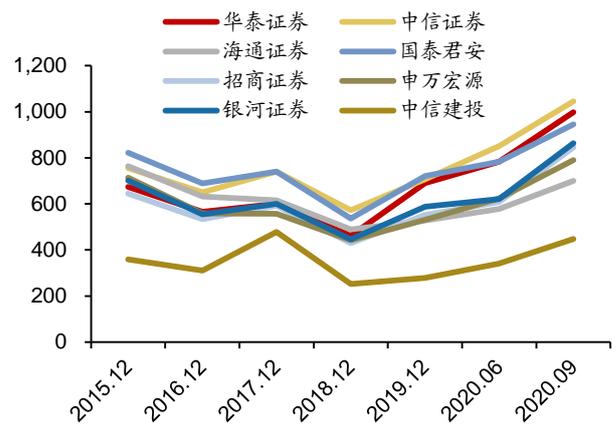
融资融券规模市占率达历史高位, 业务规模和增速居行业前列。2019年末, 公司两融余额671.25亿元, 排名行业第一。2020年上半年, 公司发布全市首个开放式、线上证券接待交易平台“融券通”, 以证券借贷行业数字化运营新模式, 致力于提供一站式两融服务。截至2020H1, 母公司融资融券业务余额为769.92亿元, 同比增长40.40%, 市场份额达6.62%, 较2019年末增加13BP。截至2020年底, 公司融资标的2098个, 排名行业第一; 融券标的2924个, 排名行业第一。2019年至今, 伴随两融标的扩容、成本下降, 公司继续发力两融业务, 2018年12月31日至2020年9月30日间, 公司融出资金增长116.08%, 截至2020年三季度末两融规模排名行业第二。

图25: 各家券商两融标的个数(个)



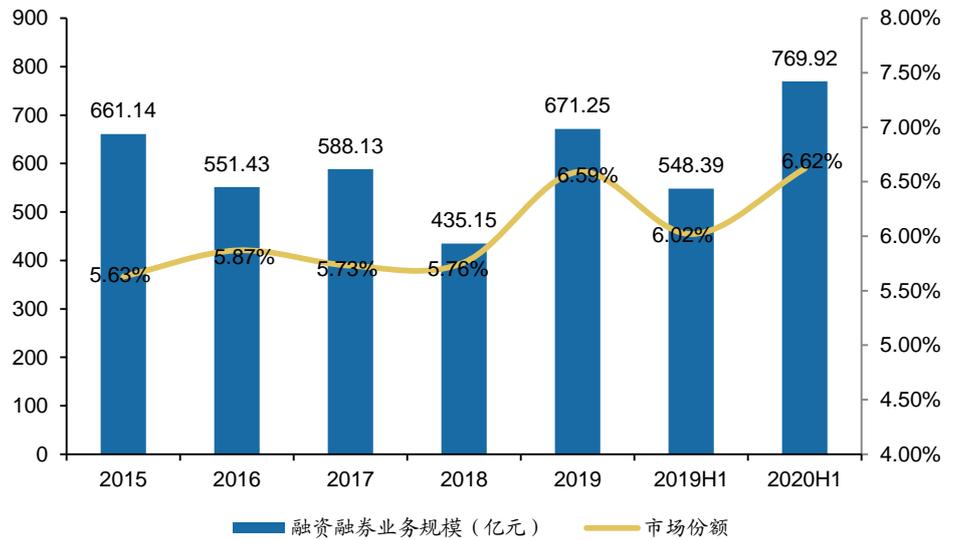
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图26: 部分头部券商融出资金规模(亿元)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图27: 华泰两融业务规模及市占率(亿元, %)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

三、投行资本化: 以并购重组为亮点, 布局大投行

华泰的投行业务在业内具备个性, 以并购重组业务为亮点, IPO、债券承销并举, 形成大投行体系, 但殊路同归, 投行资本化业务开花结果。

(一) 并购重组业务表现强势

并购重组业务是华泰投行的强项。2015年至2019年, 公司并购重组家数排名持续处于行业龙头, 并三年位于行业第一位置。

表6: 华泰证券2015至2019并购重组情况(收入、家数和排名)

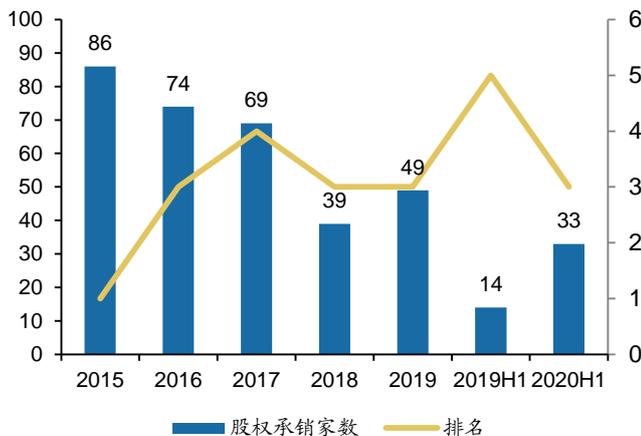
	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
并购重组家数	29	21	11	15	14	8
排名	1	1	5	3	1	2
并购重组交易额	1007.31	1889.53	413.04	1104.27	1280.65	482.19
排名	3	2	4	1	1	2

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

战略方面公司充分发挥并购重组业务的品牌效应,持续推动IPO、再融资、债券等业务发展。

股权承销方面: 进入2020后IPO业绩明显提升,科创板服务公司数行业第三。公司发力生物医药、科技创新等重点行业,积极储备科创板及创业板注册项目,2020H1承销金额及数量明显上升。截至2020年底,公司科创板承保家数14家,排名自2019年行业第五上升至行业第三,创业板行业竞争激烈,公司与国泰君安、中信证券等7家其他券商并列行业第5名。但对标科创板,公司注册制IPO业务优势明显,业绩增长空间大。科创板服务家数居行业前列,表明公司注册制下IPO业务实力强劲,伴随着8月的创业板注册制正式实施,公司股权承销业务将有更大发展空间。2020H1公司股权承销数量为33家,较2019上半年增加135.71%,排名行业第三;股权承销金额737.20亿元,同比增加55.45%,行业排名第三。

图28: 华泰股权承销家数及排名(家,名)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

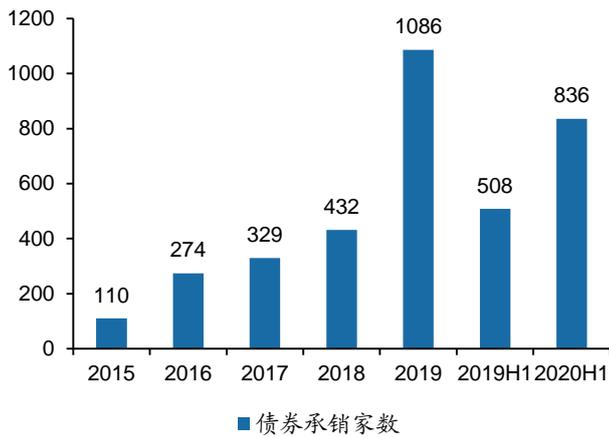
图29: 华泰股权承销金额及排名(亿元,名)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

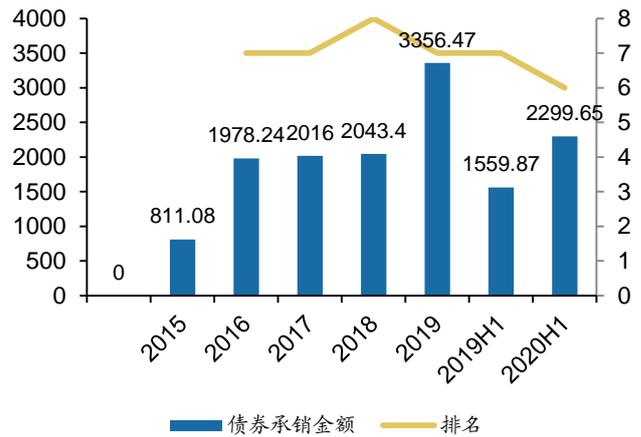
债券承销方面: 相比股权承销和并购重组,公司债券承销实力较弱。但公司拥有全牌照优势,以及与强势的股权承销、并购重组业务的协同能力,通过打造稳定的客户体系,行业地位有望稳重求进。2020H1公司债券承销金额为2299.65亿元,承销数量为836家,分别同比增加47.43%和64.57%,承销金额排名较2019年末上升一名。

图30: 华泰债券承销家数(家)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图31: 华泰债权承销金额及排名(亿元, 名)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

逐步建设大投行一体化平台, 全面提升全产品服务能力和综合能力。2019H1至2020H1间, 据wind统计, 公司投行业务收入排名不断上升, 且三季度投行收入同比增速较上半年更快, 年末投行收入及排名有望进一步增长。2020H1, 公司投行业务净收入12.61亿元, 同比+108.88%, 投行收入排名较2019H1上升三名, 较2019全年上升1名, 投行收入排名持续上升。2020前三季度, 投行收入增速更快, 同比达137.57%, 下半年投行收入及排名仍有明显提升空间。

表7: 2019H1-2020H1券商投行业务收入及排名(亿元)

2019H1		2019		2020H1	
券商名称	收入	券商名称	收入	券商名称	收入
中信证券股份有限公司	18.04	中信证券股份有限公司	44.65	中信证券股份有限公司	22.21
海通证券股份有限公司	16.47	中国国际金融股份有限公司	42.48	中国国际金融股份有限公司	20.01
中信建投证券股份有限公司	16.21	中信建投证券股份有限公司	36.85	中信建投证券股份有限公司	19.82
中国国际金融股份有限公司	11.75	海通证券股份有限公司	34.57	海通证券股份有限公司	17.01
国泰君安证券股份有限公司	10.64	国泰君安证券股份有限公司	25.93	华泰证券股份有限公司	12.61
光大证券股份有限公司	7.99	华泰证券股份有限公司	19.47	国泰君安证券股份有限公司	11.71
招商证券股份有限公司	6.52	招商证券股份有限公司	18.13	光大证券股份有限公司	11.61
华泰证券股份有限公司	6.04	华泰联合证券有限责任公司	15.26	招商证券股份有限公司	7.78
申万宏源证券有限公司	5.87	广发证券股份有限公司	14.38	国金证券股份有限公司	7.45

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(二) 投行资本化进入结果期

公司股权投资业务排名居前, 完成增资进一步提升资金实力。据wind数据, 从可比券商私募股权基金和另类投资业务规模看, 2018年华泰紫金和华泰创新投资管理资产规模超过400亿元, 稳居行业前列。

投行资本化格局向头部聚集, 为公司带来天然优势。由于投行资本化布局对全产业链服务和资本金业务实力门槛要求高, 投行资本化相较于传统投行业务呈现更高的

集中度。2019年券商股权投资格局中，中信证券市占率达18.56%，华泰证券市占率达13.61%，CR3约为41.70%（基于已公布券商股权投资营收与证券业协会数据测算，由于头部券商中金公司未公布旗下私募股权投资子公司中金资本营收收入，实际CR3可能更大），呈现极高的集中度。这为公司过滤掉部分中小券商竞争对手，同时公司抢先布局的先发优势得到巩固。

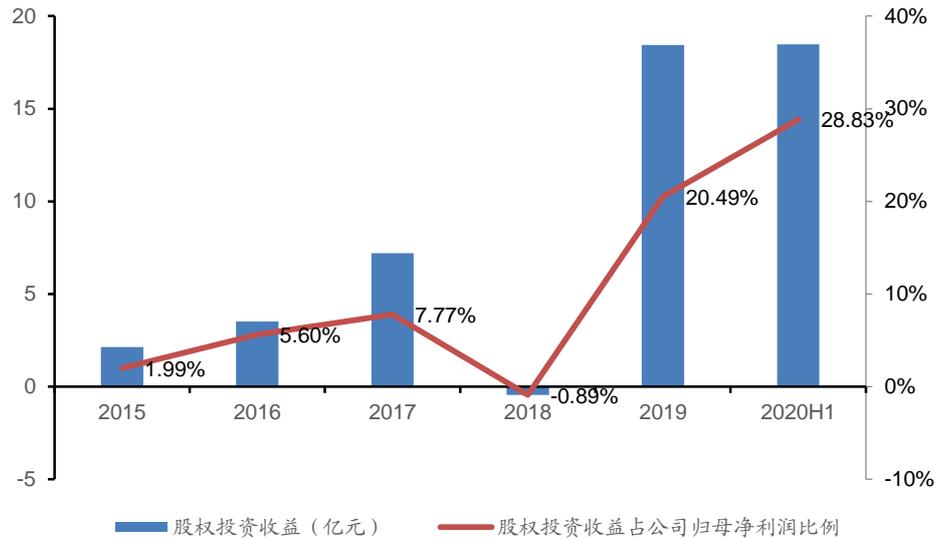
表8：部分券商私募股权投资业务情况（亿元）

证券公司	私募股权/另类投资	管理资产规模
中信证券	中信证券投资	
	金石投资	115
中信建投	中信建投资本	461.62
华泰证券	华泰创新投资、华泰紫金投资	400
中金公司	中金资本	3373
海通证券	海通开元、海通创新证券	300
国信证券	国信弘盛	100
	国信资本	
招商证券	招商致远、招商投资	
东方证券	东证资本	118.61
	东证创投	
国泰君安	国泰君安创投、国泰君安证裕	

数据来源：各公司 2019 年年报，广发证券发展研究中心

股权投资业务增长明显。公司通过华泰创新投资子公司开展另类投资和科创板跟投业务，2019年完成含全市场首单跟投业务在内的科创板跟投项目5个，2020Q3完成12家IPO跟投，2020H1跟投、直投实现净利润10.12亿元，占2020H1归母净利润15.80%；公司通过华泰紫金投资开展私募股权基金业务，包括私募股权基金的投资与管理，2017年至2019年，华泰紫金业绩快速增长，净利润从7.34亿元增长至17.38亿元。

图32: 华泰证券股权投资收益 (亿元, %)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

注: 股权投资收益额为华泰紫金和华泰创新投资的归母净利润加总

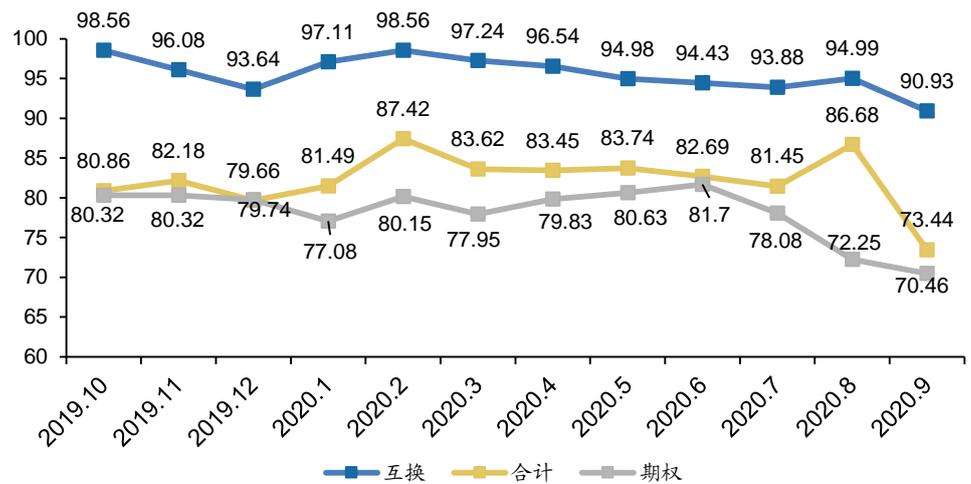
四、衍生品业务: 全力开拓场外衍生品业务

近年来华泰证券凭借多项衍生品业务资质、数字化的机构服务体系和强大的资金实力, 快速提升衍生品业务规模。此举既有助于提升资金使用效率和ROE水平, 也有助于强化自营业务的风险对冲效果。

(一) 场外衍生品业务天然利好头部券商, 利润空间开阔

场外衍生品业务有天然业务壁垒, 政策方面在国内开展衍生品业务需要交易商资质, 业务方面以对冲为主的业务模式要求广阔和全面的客户网络、充足的资金。

图33: 2020年场外衍生品行业集中度 (%)



数据来源: 中国证券业协会、广发证券发展研究中心

业务资质: 具有多项衍生品业务资质

2018年5月, 中国证券业协会完善场外衍生品监管政策、细化场外衍生品规则, 发布《关于进一步加强证券公司场外期权业务自律管理的通知》。新规将可以参与场外衍生品的证券公司分为一级交易商和二级交易商, 一级交易商以在沪深证券交易所开立场内个股对冲交易专用账户, 直接开展对冲交易, 而二级交易商只允许以一级交易商作为对手。证券业协会公布的场外期权交易商名单中, 仅有含华泰、中金、中信在内的7家AA级券商获得一级交易商资格。

表9: 衍生品业务资质名单

时间	品种	类型	资质名单
2018年5月	ETF 期权	上证 50ETF 主做市商	中信、华泰、国泰君安、海通、广发、东方、光大、国信、招商、中泰、 一级交易商 中金、中信、华泰、国君、广发、中信建投、招商
2018年8月	场外期权	二级交易商	海通、财通、东方、东吴、国信、平安、申万、浙商、银河
2019年9月	结售汇	业务资质	国君、中信、华泰、招商试点
2019年12月	ETF 期权	沪深 300ETF 做市商	中信、华泰、国君、海通、广发、建投、东方、招商、国信、西部、中泰
2020年2月	信用衍生品	业务资质	中金、中信、华泰、国泰君安、广发、中信建投、招商
2020年5月	国债期货	做市商	中信、华泰、招商、东方、天风、申万宏源、银河、国金

数据来源: 证监会, 广发证券发展研究中心

客户网络: 数字化技术扩展客户网络

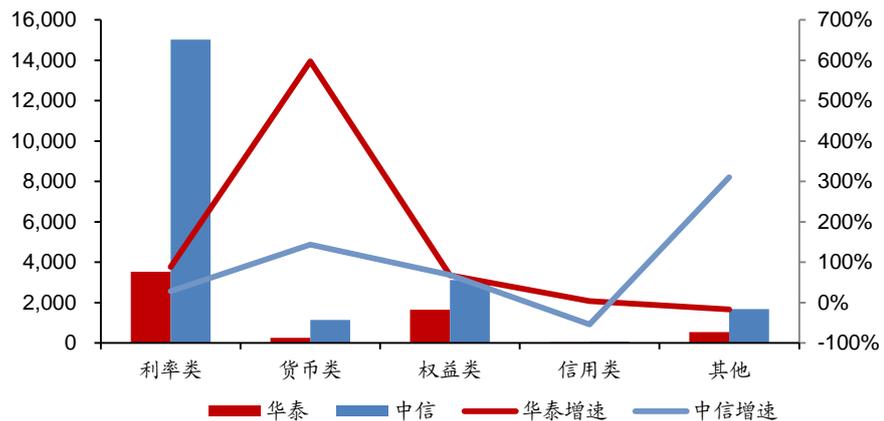
证券公司作为客户的交易对手方, 涉及到针对客户的交易撮合、一对一产品开发与定价、风险对冲管理等交易模式; 不同客户的需求多元, 证券公司需要在不同的交易对手方之间将风险进行对冲转移。交易规模越大、交易对手越多元, 则风险越分散、对冲效果更优。当客户网络越全时, 撮合交易的效率越高, 风险转移的可操作性越强; 对客户而言其获取服务的效率越高。

公司在业内率先提出机构客户数字服务体系，提升客户专业服务能力。2019年，华泰机构客户服务数字化平台“行知”更新至2.0，并将更多的机构业务和工作加载至其中。此外，公司的信用分析管理平台、INCOS赢客通平台、机构CRM系统正串联起机构服务的各个环节，客户网络不断扩展。

（二）积极发展衍生品业务，场外衍生品新增规模行业领先

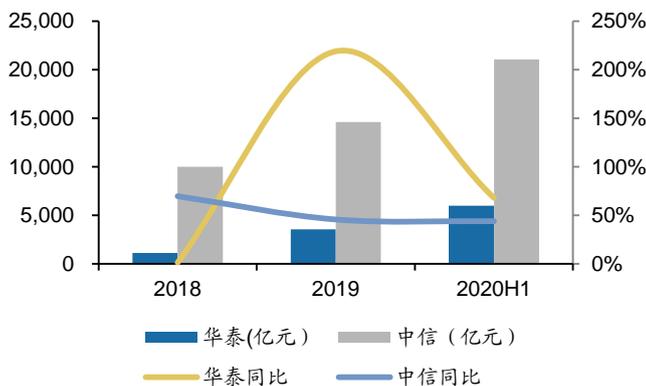
近年来公司衍生品业务发展迅速，衍生金融工具规模快速上升，追赶行业龙头。2019年与2020年衍生品名义本金环比分别增加218.86%和68.05%，增速高于行业龙头中信证券（2020Q1-3衍生金融资产规模行业第一）。截至2020H1，华泰衍生金融工具总名义本金为6002.74亿，较期初同比增长68.05%，衍生金融交易规模快速扩大。对标龙头券商中信，华泰主要大力发展利率类和权益类业务，增速分别为88.11%、67.67%，中信主要发展权益类业务，两业务增速分别为28.16%、68.02%。华泰场外衍生品存续量排名行业前列。截至2020年9月，场外衍生品存续名义本金前三名分别为中信、中金、华泰，交易规模分别为2921.49、1815.00、1695.71亿元。

图34：2020H1华泰和中信衍生金融工具名义本金及增速（较上期末）（亿元，%）



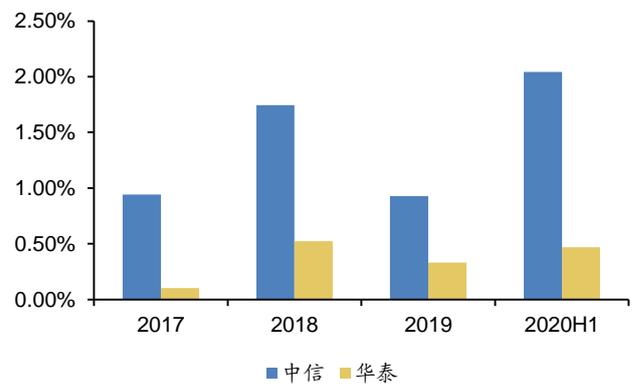
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图35：华泰、中信衍生金融资产名义本金及环比（亿元，%）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

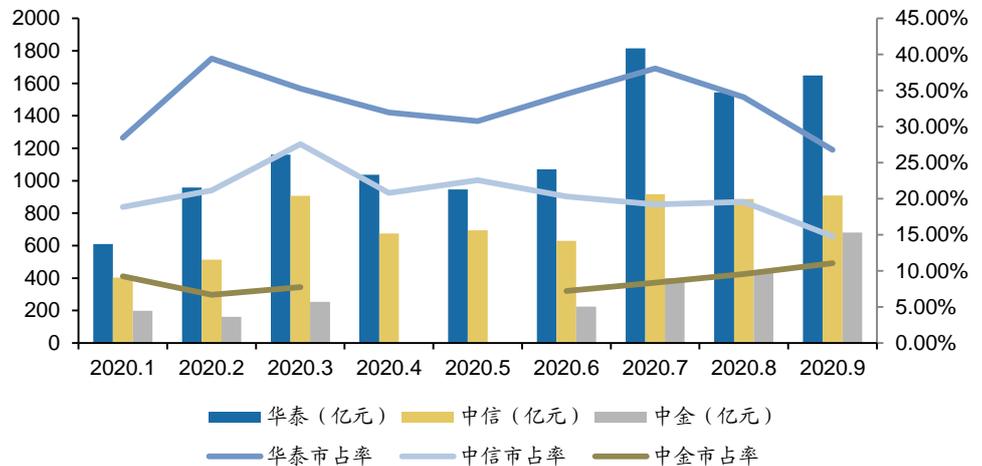
图36：衍生金融资产占比（%）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

场外金融衍生品（期权+互换）新增名义本金规模行业第一。2019年7月至2020年11月，华泰场外衍生品月新增名义本金均排名行业第一。2020年11月，华泰场外金融衍生品新增名义本金1746亿元，市占率39%，较第二名高16.5个百分点。

图37：2020年华泰证券场外金融衍生品月名义本金增加额及市占率（亿元，%）



数据来源：中国证券业协会、广发证券发展研究中心

表10：2020年新增名义本金月排名

公司名称	2020.1	2020.2	2020.3	2020.4	2020.5	2020.6	2020.7	2020.8	2020.9	2020.10	2020.11
华泰证券	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
中信证券	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
中金公司	5	4	5	非前五名	非前五名	5	4	5	4	4	3

数据来源：中国证券业协会、广发证券发展研究中心

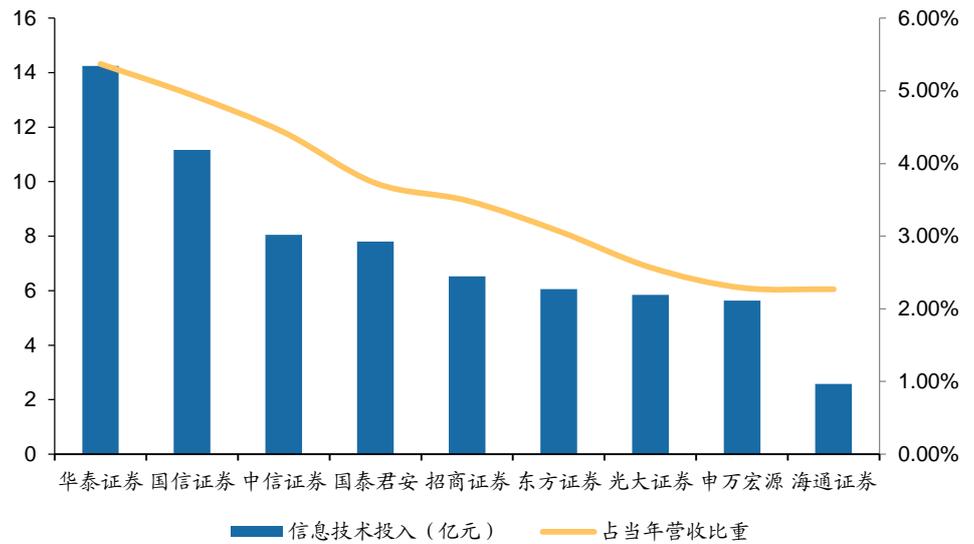
五、科技赋能：提升公司软实力

由于CEO周易先生对IT业务的高度重视，华泰在证券行业的标签之一就是科技赋能，既提升了内部经营效率，也改善了客户体验。

数字化时代，技术与相匹配业务的结合创造无限的增值可能，公司始终坚持以业务为中心的科技发展定位，以领先的金融科技实力赋能财务管理条线上的各个业务。

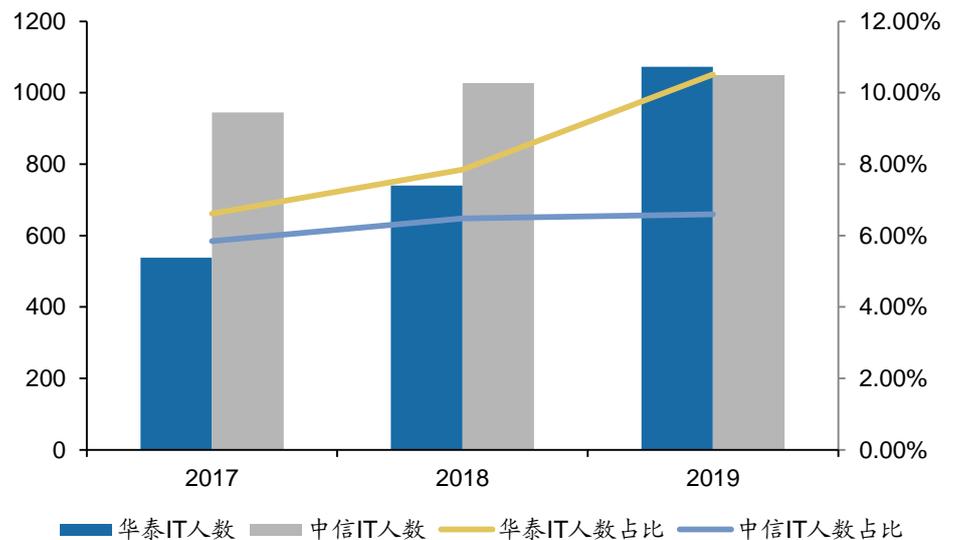
保持信息技术的高水位资金和人员投入。IT投入及信息技术岗位人员的设置，很大程度上反应公司对金融科技的重视程度和认识高度。2019年，公司IT投入14.25亿元，占当年营业收入比重5.37%，在多家券商中IT投入绝对值和相对值排名第一。据统计，2018年11家券商披露信息技术人员数量，其中人数最多且唯一过千的券商是中信证券。2019年，华泰证券信息技术人员实现反超，新增信息技术人员333名，总数为1073，同年中信证券信息技术人员总数为1049，公司信息技术团队排名行业前列。

图38: 2019年部分国内券商信息技术投入及占比(亿元, %)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图39: 2017-2019年华泰和中信IT员工人数及占比(位, %)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

积极与外部公司合作, 加快科技布局速度。除了加大研发投入和信息人员团队的内部驱动外, 公司同时积极与外部领先的科技公司合作, 携手外部优秀团队, 积极构建金融科技生态, 布局大数据、人工智能、云计算等先进领域。

表11: 华泰证券与外部科技公司的合作

时间	事件	合作内容
2014年4月	与网易开启为期三年的战略合作	加速互联网金融体系的发展
2016年4月	8亿美元并购 AssetMark	借鉴、吸收投顾服务技术与国内的财富管理服务对接
2018年8月	引入阿里等6家战略投资者	在财富管理、投行、金融科技等多个领域展开合作
2020年11月18日	与彭博建立全球战略合作伙伴关系	依托彭博全球网络和数据,在金融科技、指数产品、风险管理等多个领域开展合作

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

各业务科技赋能效果明显: (1) 资管业务方面, 公司加大自主研发力度, 打造智能交易、量化投研和一体化投资管理等领先的数字化产品, 在行业内率先推出机构客户数字服务体系, 提升客户专业化服务能力; (2) 财富管理服务方面, 2019年将原有理财服务平台升级为面向投顾的工作云平台“AORTA”, 形成公司财富管理业务的重要数据中台。“涨乐财富通”2019年底月活数超过770万, 位居证券公司类APP第一名, 并推出“智能资产配置”、“智能助手”等系列特色服务。同时, 公司创新推出“融券通”, 为市场参与者打造了一个便捷高效的线上融券平台。

六、盈利预测

1. 经纪: 2020年日均股票成交8443.34亿元, 同比增长62.38%; 展望2021年, 假设日均成交额/流通市值比值为1.10%, 以上月末市场流通市值为基准, 对应成交额为6825亿元。

2. 投行: 2019年以来IPO审批过会恢复正常, 根据万得数据, 2019年市场股权融资规模1.54万亿元, 同比增长27%; 2020年, 股权融资1.72万亿; 其中 IPO 4699.63亿元, 相较2019同比提升85.57%。在全面注册制的推行下, 预计2021年全年IPO及股权融资额仍有所提升。华泰证券投行业务自2019年初以来, 投行总收入排名不断上升, 2019上半年、2019全年、2020前三季度分别排名8、6、6, 2021年注册制推进的红利下, 投行业务收入有望进一步增加。

3. 资产管理: 资管新规下大资管行业仍处于控规模调结构的转型期。根据基金业协会披露数据, 2020年三季度券商存续资管规模9.50万亿元, 较年初下滑12.28%, 整体仍呈现收缩态势。但华泰主动管理占比居行业前列, 现有资管项目向公募转型过程中竞争实力较强, 资管业务费率、收益率有提升空间。

4. 自营: IFRS9新规影响下, 券商对权益投资规模预计保持谨慎。2020年沪深300较上年末涨25.51%。截至2020年9月30日, 公司投资净收益同比+132.29%, 公司的投资能力进一步提升; 场外衍生品竞争优势明显, 对冲能力进一步提升, 自营收入有望在高位进一步提升。

5. 融资融券和股权质押: 两融业务规模主要取决于市场需求, 预计两融余额与成交金额同向波动; 随着两融标的的扩容以及转融通后融券业务的增长, 预计两融业务后续发展仍有较大潜力。股票质押业务整体处于控规模、调结构阶段, 预计整体规模将进一步回落。在当前流动性保持合理充裕, 及政策支持证券公司发行短融及金

融债实现融资的背景下，公司短期融资成本将有所下滑。

表12: 核心假设 (亿元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经纪: 日均股票成交金额	3692	5205	8443	6825	7508
年末两融余额	7557	10193	16190	19428	23314
股权质押余额	11160	10602	9200	7360	5888
投行: 股权融资额	12107	15413	17191	20629	24755
自营: 沪深 300 收益率	-23%	36%	26%	10%	6%
自营: 中证全债收益率	7%	5%	3%	5%	5%

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

公司场外衍生品布局速度行业前列或将推动公司自营业务稳步增长; 大财富管理体系依托最大客户基础和高研发投入转型加速; 同时公司投行业务回暖, 注册制红利有望边际提升; 过去两年公司投资业务收入增速斐然, 未来“直投+保荐”的限制可能进一步减小, 投资、投行的提升有望进一步增加投行资本化业绩贡献。

受两融和投行业务推动, 预计2021年总营业收入361.93亿元, 同比+11%, 归母净利润147.81亿元, 同比+21%。财富管理条线业务: 主因经纪业务股基交易量回归常态, 测算得收入较2020年下滑19.37%; 考虑公司财富管理以及两融利好政策不断出台, 预计净利息收入快速增长, 同比+64.80%。机构业务部分: 考虑注册制红利, 公司科创板承保数量已达行业第三, 测算得投行业务收入同比+25.00%; 测算得自营业务同比+9.32%。

表13: 盈利预测 (百万)

至 12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	16108	24863	32696	36193	40521
YoY	-24%	54%	12%	11%	12%
经纪佣金	3386	4108	6647	5359	5881
投行收入	1949	1947	3505	4381	5039
资管收入	2473	2772	3137	3495	3905
投资收益	4209	11906	15199	16616	18096
利息净收入	3015	2122	3199	5272	6469
营业支出	-9633	-13255	-15367	-15264	-15682
归母净利润	5033	9002	12239	14781	17542
YoY	-46%	79%	36%	21%	19%

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心, 盈利预测来源于广发证券

七、投资建议：给予“买入”评级

（一）大财富管理体系，财富管理转型中的白马

泛经纪业务（代理买卖、两融、投资咨询）是财富管理业务（提供、代销财富管理产品等）的重要流量入口，而优质的财富管理服务将增加客户粘性，从而脱离类似通道业务的竞争格局，是券商转型的重要方向。而华泰在流量入口已居行业前列多年，股基交易量连续7年排名行业第一（2014-2020H1），据中登公司披露，截至2020年6月，中国证券投资者数已达16774.32万人，华泰证券财富管理客户1505万（半年报披露），占比高达8.97%，同比增加0.36pct；财富管理服务方面，公司IT信息技术投入、IT人员占比和投资顾问占比冠绝行业。公司财富管理转型正稳步前进，形成价值闭环，流量稳定变现。

（二）投行回暖，投资优秀，投行资本化继续增厚利润。

投行+自营+投行资本化发展潜力大。私募股权政策方面：（1）科创板强制保荐机构通过另类子公司跟投。实际上是早期“保荐+直投”的延续，但科创板是强制跟投且有24月锁定期，因此定价能力、投资能力强的券商将在股权投资中收益。（2）精选层重现“保荐+直投”。2020年7月31日，证监会发文《监管规则适用指引——机构类第1号》，直接允许保荐机构在新三板的精选层开展“先保荐、后直投”，且取消7%的直投上限，为投行资本化打开大门。这是一个趋势，伴随注册制等系列政策，国内直接融资改革正快速推进，类似精选层这类高质量但融资较难的公司预计不会少，类似扶持政策有望继续推出，投行资本化未来可期。而公司投行业务全面发展，并购业务行业前列，IPO业务逐步回暖，截至2020H1，并购重组家数排名行业第2，2020年IPO募集资金排名行业第5。截至2020年9月30日，投行业务收入27.46亿元，排名由2019H1的第8名快速上升至第5名；2018-2020年9月30日，公司自营业务收入分别排名行业第3、2、2。公司投行和投资能力稳步上升，投行资本化增长空间广阔。

（三）新增场外衍生品（期权+互换）连续排名第一，持续贡献盈利的同时，提高自营板块收入。国内场外衍生品业务还处于起步阶段，率先布局将会在客户网络、专业技术等方面取得竞争优势。

（四）估值有望回归，给予“买入”评级。华泰在泛零售、大投行、衍生品和科技赋能等维度具备看点，ROE水平在多次再融资情况下并未掉队，如果股权融资节奏放缓，后续ROE提升幅度有望领先同行。参考近五年公司动态PB估值，公司近五年A股动态PB估值中枢为1.32-1.76倍。考虑到市场活跃及行业发展向好，公司传统业务市占率、排名提升，重资产业务市占率行业领先，给予公司A股2021年1.55xPB估值，对应合理价值23.53元/股，给予“买入”；考虑A股/港股溢价，给予H股2021年0.9xPB估值，对应合理价值13.66港元/股，给予“买入”评级。

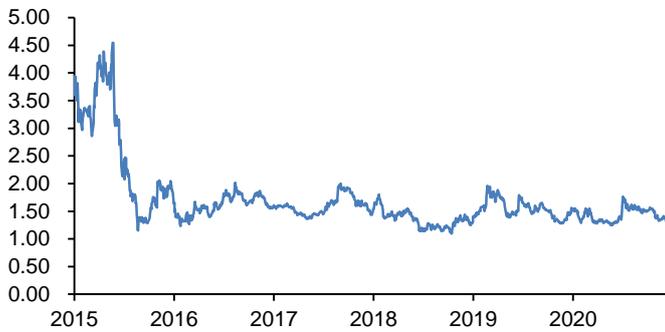
表14: 券商行业比较 (亿元)

单位: 亿元人民币		总市值	总资产	净资产	收入	净利润	ROE (2021E)	PE (2021E)	PB (2021E)
601688.SH	华泰证券	1534.33	6921.31	1303.54	243.36	89.42	11.10%	11.31	1.21
600999.SH	招商证券	1926.76	4791.24	1067.82	179.03	72.82	11.00%	17.52	2.70
601995.SH	中金公司	2420.46	4854.72	568.90	168.01	49.26	12.40%	10.50	1.45
600030.SH	中信证券	3546.84	10441.36	1837.87	419.95	131.13	10.60%	9.96	1.96
601211.SH	国泰君安	1462.39	6933.02	1441.94	257.37	94.70	9.20%	6.32	1.02
600837.SH	海通证券	1452.63	7295.81	1691.59	282.54	92.53	9.00%	6.54	1.02

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

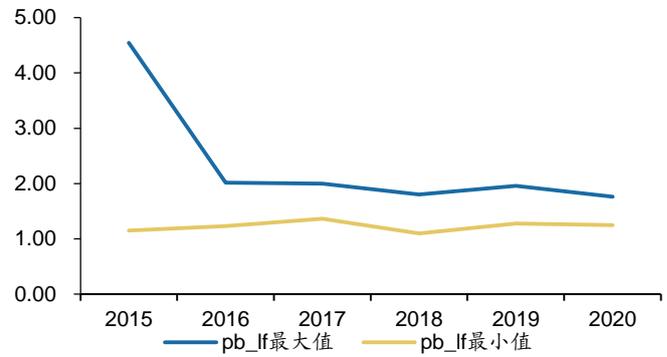
注: 经营数据截止 2020 三季度末、市值为总市值、市场价格相关数据更新至 2021 年 1 月 8 日, 盈利预测来源为广发证券

图40: 公司A股2015-2020.12.17估值 (PB-LF)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图41: 2015-2020.12.17估值PB_LF的波动区域:



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

八、风险提示

- (一) 资本市场大幅波动, 导致公司各项业务受到干扰和冲击
- (二) 投行业务竞争进一步加剧, 导致投行业务或直投业务业绩贡献不达预期
- (三) 场外衍生品与传统投资业务的协同不及预期, 自营收入波动
- (四) 财富管理业务收入贡献不及预期

资产负债表						利润表					
单位: 百万元人民币						单位: 百万元人民币					
至 12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产	368666	562181	748932	887387	1000925	营业收入	16108	24863	32696	36193	40521
客户资金	58947	82960	107782	129338	155205	手续费及佣金净收入	8062	9288	13289	13236	14824
自有资金	31224	56609	65357	75464	83390	经纪佣金	3386	4108	6647	5359	5881
交易性金融资产	122244	252796	341274	409529	450482	投行收入	1949	1947	3505	4381	5039
长期股权投资	13178	15639	17359	18227	19139	资管收入	2473	2772	3137	3495	3905
固定资产	3499	3669	3728	3914	4110	投资收益	4209	11906	15199	16616	18096
无形资产	5462	5711	5517	5793	6083	利息净收入	3015	2122	3199	5272	6469
商誉	2099	2334	2334	2334	2334	其他收入	822	1547	1009	1070	1133
其他资产	105888	112378	165627	202834	240228	营业支出	-9633	-13255	-15367	-15264	-15682
负债	263916	436526	616287	746099	849198	业务管理费	-8167	-11367	-11367	-11367	-11367
代理买卖证券款	59492	89818	107782	129338	155205	其他支出	-458	-1019	-1052	-635	-667
其他负债	204424	346708	508505	616761	693993	营业利润	6475	11608	17329	20930	24839
权益	104750	125655	132646	141289	151727	营业外收入与支出	-26	-22	16	17	20
归母所有者权益	103394	122537	129355	137784	147963	利润总额	6449	11586	17345	20947	24859
少数股东权益	1356	3117	3291	3505	3764	所得税	-1288	-2529	-5030	-6075	-7209
主要财务比率						净利润	5161	9057	12315	14872	17650
至 12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E	归母净利润	5033	9002	12239	14781	17542
成长能力						少数股东损益	128	56	76	91	108
营业收入增长	-24%	54%	32%	11%	12%	综合收益	4611	9691	12315	14872	17650
归母净利润增长	-46%	79%	36%	21%	19%	归母综合收益	4479	9611	12212	14749	17504
获利能力						少数股东综合收益	132	80	102	123	146
净利率	31%	36%	37%	41%	43%	益					
ROA	0.0%	1.6%	1.6%	1.7%	1.8%						
ROE	5.3%	8.0%	9.7%	11.1%	12.3%						
资产与杠杆											
总资产 YoY	-3%	52%	33%	18%	13%						
杠杆 (A/E)	3.52	4.47	5.65	6.28	6.60						
杠杆 (除客户保证金)	2.95	3.76	4.83	5.37	5.57						
每股指标 (元)											
每股收益	0.61	0.99	1.35	1.63	1.93						
每股净资产	12.53	13.50	14.25	15.18	16.30						
估值比率											
P/E	30.20	18.57	13.66	11.31	9.53						
P/B	1.47	1.36	1.29	1.21	1.13						

广发非银金融行业研究小组

- 陈福：首席分析师，经济学硕士，2017年3月进入广发证券研究发展中心。
- 陈卉：资深分析师，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 陈韵杨：资深分析师，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 刘洪：资深分析师，中南财经政法大学投资学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 陈思宇：研究助理，西安交通大学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。