

证券研究报告 / 公司点评报告

**增持**

上次评级: 增持

## 经营业绩稳健增长, 债券发行业务规模创新高

### 报告摘要:

华西证券于2021年4月13日发布2020年年报。数据显示,2020年华西证券实现营业收入46.83亿元,同比增长18.93%;实现归属于上市公司股东的净利润19亿元,同比增长32.75%;截至2020年末,公司总资产772.29亿元,较期初增长13.86%;归属于上市公司股东的所有者权益213.22亿元,较期初增加8.51%。

### 点评:

**经纪业务转型发力,打造线上线下一体化的财富管理体系。**2020年公司经纪及财富管理业务实现营收20.62亿元,同比增长58.25%,占营业收入比重达到44.04%。公司积极推动零售业务转型升级,聚焦增量入口,获客实现提质增效,2020年新增零售客户数量近100万户。

**信用业务稳步推进,两融业务实现跨越式发展。**2020年公司信用业务实现营收8.81亿元,同比增长4.13%,占营业收入比重为18.81%。信用业务收入增长主要来源于融资融券业务规模增加和相应利息净收入增加,2020年公司新增融资融券客户数创历史最高值,新增客户数的市场占有率持续增长,日均两融余额较2019年增长近35%。

**投资业务进步明显,债券投资收益率行业领先。**2020年公司投资业务实现营收10.22亿元,同比减少3.10%,占营业收入比重达到21.83%。债券投资业务方面收益增厚,收益率大幅跑赢市场及债券型基金,排名居市场前列;股票投资业务风险控制能力突出,投资组合表现出夏普比率高,波动小,主动管理能力强的特征。

**投行业务方面,债券发行业务规模和收入均创历史新高。**2020年公司投行业务实现营收4.46亿元,同比减少14.24%。截至2020年末,股权融资在会审核项目10个,待发行项目5个;债券承销业务方面完成47只公司债、3只企业债、2只商业银行次级债的主承销发行,承销金额达326.66亿元,债券承销规模及收入均实现历史突破。

**投资建议:**我们预计2021—2023年公司收入分别为52.17、59.55、68.08亿元,归母公司净利润为21.47、25.49、29.59亿元,维持“增持”投资评级。

**风险提示:**权益市场波动、注册制推进不及预期、行业竞争激烈

财务摘要(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3937	4683	5217	5955	6808
(+/-)%	54.7%	18.9%	11.4%	14.2%	14.3%
归属母公司净利润	1431	1900	2147	2549	2959
(+/-)%	69.39%	32.7%	13.0%	18.7%	16.1%
每股收益(元)	0.55	0.72	0.82	0.97	1.13
市盈率	20.19	17.24	12.01	10.15	8.72
市净率	1.53	1.54	1.19	1.16	1.14
净资产收益率(%)	7.29%	9.28%	9.92%	11.48%	13.01%
总股本(百万股)	2625	2625	2625	2625	2625

### 股票数据 2021/04/12

6个月目标价(元)	12.23
收盘价(元)	9.85
12个月股价区间(元)	9.64-14.28
总市值(百万元)	25,856.25
总股本(百万股)	2,625
A股(百万股)	2,625
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	16

### 历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	-4%	-22%	-5%
相对收益	0%	-10%	-36%

### 相关报告

《非银金融周报:深市两板正式合并,投行保荐质量提升进行时》

--20210412

《非银金融周报:券商年报陆续发布,普增旋律中各有特色》

--20210406

### 证券分析师: 王凤华

执业证书编号: S0550520020001

010-68573165 wangfh@nesc.cn

## 经营业绩稳健增长，债券发行业务规模创新高

**事件：**华西证券于2021年4月13日发布2020年年报。数据显示，2020年华西证券实现营业收入46.83亿元，同比增长18.93%；实现归属于上市公司股东的净利润19亿元，同比增长32.75%；截至2020年末，公司总资产772.29亿元，较期初增长13.86%；归属于上市公司股东的所有者权益213.22亿元，较期初增加8.51%。

### 投资要点：

#### 经纪业务转型发力，打造线上线下一体化的财富管理体系。

2020年，公司取得经纪及财富管理业务收入20.62亿元，较上年同期增长58.25%，占营业收入比重达到44.04%，为全年第一大营业收入来源，营业利润率同比增加14.64pct，主要是2020年交易行情活跃推动经纪业务佣金收入和代销金融产品收入增加，同时公司席位租赁收入增加的原因。

公司证券研究所自转型以来，迅速组建具有市场影响力的卖方研究团队，研究队伍覆盖30多个行业。2020年公司在开拓公募保险业务、私募基金等客户开发上实现快速发展，根据wind数据统计，2020年公司获得基金分仓佣金收入2.2亿元，同比增长954.59%，行业排名23位；对内协同工作有序开展，获得“2020年度新财富最具潜力研究机构第二名”。

另外，公司聚焦于金融科技转型，打造智能化财富管理平台，依托智能引擎，通过数据驱动、金融科技驱动实现财富管理升级。报告期内公司获得在金融电子化组织评选的“2020年度金融科技创新突出贡献奖——开发创新贡献奖”，获得新财富评选的“新财富最佳投资顾问-最佳券商智慧金融实践奖”、“华西证券最佳投顾团队奖”等奖项。

#### 信用业务稳步推进，两融业务实现跨越式发展。

2020年公司稳步推进信用业务的开展。公司全年实现信用业务收入8.81亿元，较去年同期增长4.13%，占营业收入比重达18.81%。营业利润率同比减少20.83个百分点。营业收入同比增加主要是本期融资融券业务规模增加，相应利息净收入增加；营业利润率同比减少主要系本期信用业务成本费用以及信用损失计提增加导致信用业务营业支出增加所致。

融资融券业务规模增速较快。公司聚焦风险定价研究，全面提升信用业务风险防控能力。截至2020年末，公司融资融券余额154.96亿元，较上年末增长38.57%，利息收入8.81亿元，同比增长31.43%。2020年，公司融资融券业务实现跨越式发展，新增融资融券客户数创历史最高值，新增客户数的市场占有率持续增长。融资融券日均余额较2019年增长近35%。

股票质押式回购业务延续缓释态势。随着股票质押回购风险化解长效机制受到更多市场主体的重视，民企纾困和多方协作督导的措施逐步落地，股票质押业务风险延续了缓释态势。截至2020年末，公司自有资金（含纾困计划）对接股票质押业务融出资金余额为30.03亿元，同比下降52.53%，全年实现利息收入3.49亿元，较上年同期下降19.44%；自有资金对接股票质押存续项目综合履约保障比例224.79%，公司股票质押式回购业务未发生本金损失，未形成不良债权，业务风险控制有效。

### 投资业务进步明显，债券投资收益率行业领先。

2020 年公司投资业务实现营收 10.22 亿元，同比减少 3.10%，占营业收入比重达到 21.83%。债券投资业务方面，公司坚持稳健的投资风格，充分利用对冲工具，准确抓住了债券市场的主要投资脉络，并通过可转债、二级债基等品种分享了权益市场的交易性机会，实现收益增厚，收益率大幅跑赢市场及债券型基金，排名居市场前列；股票投资业务方面，全年取得了良好收益，超额完成全年任务，近几年公司股票投资风险控制能力突出，投资组合表现出夏普比率高，波动小，主动管理能力强的特征。

### 投行业务方面，债券发行业务规模和收入均创历史新高。

2020 年，公司实现投资银行业务营业收入 4.46 亿元，同比减少 14.24%，营业利润率同比增加 5.02pct。国内资本市场继续深化改革，新《证券法》的实施、各项新规政策的出台、监管不断压实中介机构责任、注册制改革全面推行等，无一不推动传统投行业务的转型。公司投资银行业务坚持既定战略，在变化中谋求发展，行稳致远。

股权融资业务方面，公司在注册制大背景下不断探索创新业务模式，2020 年完成安宁股份 IPO、长鸿高科 IPO、彩虹电器 IPO 项目等股权融资项目。截止 2020 年末，在会审核项目 10 个，其中首发项目 6 个，再融资项目 2 个、精选层项目 1 个、可转债项目 1 个；已通过审核待发行项目 5 个。并购重组业务发展方面，全年完成中信证券收购广州证券项目、华宏科技发行股份购买资产项目、振静股份发行股份购买资产项目。

债券融资业务方面，2020 年公司实现战略转型与突破，业绩大幅提升，债券承销规模及收入均实现历史突破。全年完成 47 只公司债、3 只企业债、2 只商业银行次级债的主承销发行，承销金额达 326.66 亿元。地方政府债承销方面，公司有效发挥区位优势，公司债券发行业务在四川区域占有较大市场份额。根据中证协网公布数据，公司的地方政府债承销实际中标地区达 20 个，实际中标金额达到 91.30 亿元，行业排名第 14 位。公司各类债券业务品种不断丰富，已在地方政府债、扶贫债、绿色债等品种上建立了优势、形成品牌，连续两年获评上交所地方政府债券优秀承销商，获 2020 年度中债登地方债非银类承销商杰出贡献奖。

新三板业务方面，2020 年公司抓住新三板改革机遇，推动优质储备项目在精选层挂牌，完成四川省内首单精选层项目“乘扬科技”。截至 2020 年末，对 50 家挂牌企业履行持续督导职责，承担做市业务的挂牌企业 5 家。

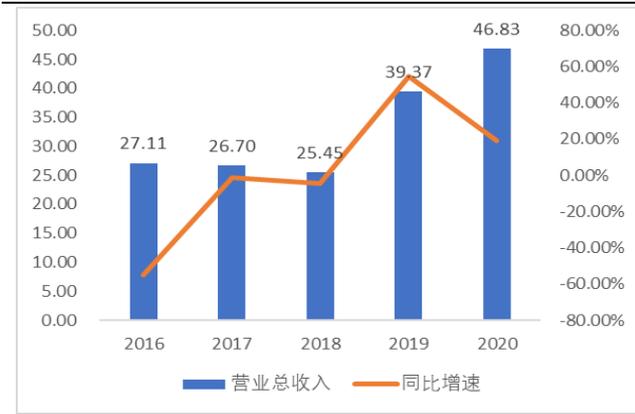
### 深耕债券投资、资产证券化两大重点业务领域，资管业务收入稳步提升。

2020 年，公司资产管理业务近年来围绕“大固收”业务方向推动业务转型，深耕债券投资、资产证券化两大重点业务领域，积极布局权益投资。积极落实资管新规要求，积极压降存量被动管理业务。深度挖掘现有客户潜在需求，全年继续布局债券投资、私募 FOF、量化产品，进一步拓宽资管业务产品线，产品线布局日趋完善，主动管理业务规模和业务收入稳步提高。

分支资产管理业务收入方面，母公司资管业务受托管理规模为人民币 872.04 亿元。

其中，集合产品、单一产品、专项产品受托管理规模分别为人民币 221.96 亿元、288.42 亿元和 361.66 亿元，相比 2019 年分别下降 24.49%、下降 59.13%和上升 24.40%；受托资产管理业务净收入 11,040.66 万元。其中，集合产品、单一产品、专项产品受托管理规模分别为人民币 2,757.56 万元、2,323.80 万元和 5,959.31 万元，相比 2019 年分别上升 42.60%、下降 29.46%和上升 76.30%。

图 1：历年公司营业收入（亿元）及增速



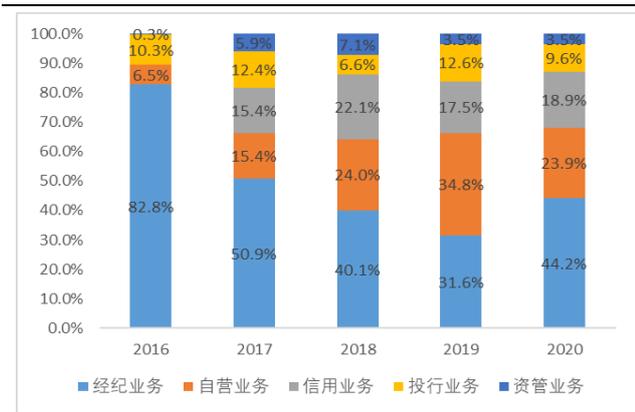
数据来源：Wind，东北证券

图 2：历年公司归母净利润（亿元）及增速



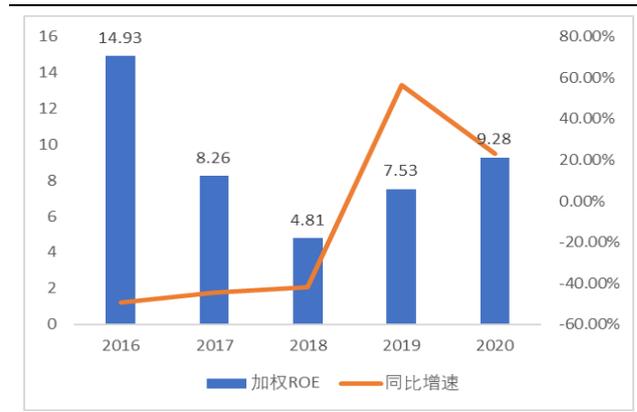
数据来源：Wind，东北证券

图 3：历年公司主营业务构成（不包括其它业务）



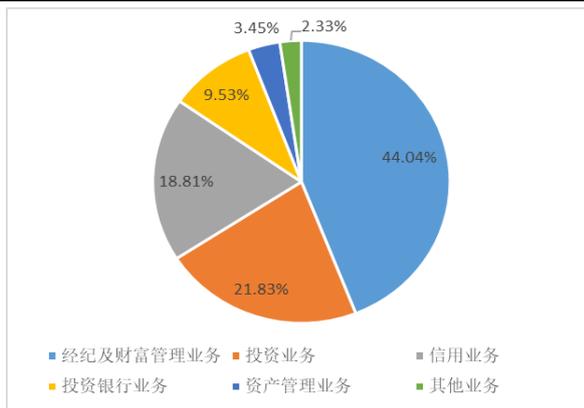
数据来源：Wind，东北证券

图 4：历年公司加权 ROE（%）及增长率



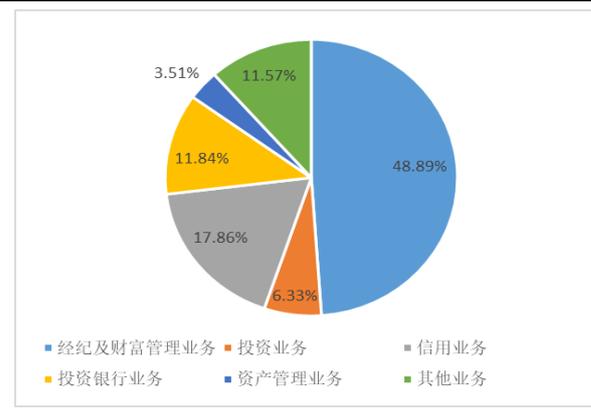
数据来源：Wind，东北证券

图 5：2020 年公司营业收入结构



数据来源：公司公告，东北证券

图 6：2020 年公司营业支出结构



数据来源：公司公告，东北证券

表 1：2020 年公司各项业务业绩情况（亿元）

业务类别	营业收入（亿元）	营业利润率	营收同比增减
经纪及财富管理业务	20.62	46.61%	58.25%
投资业务	10.22	86.04%	-3.10%
信用业务	8.81	54.32%	4.13%
投资银行业务	4.46	40.27%	-14.24
资产管理业务	1.62	51.10%	14.10%

数据来源：公司公告，东北证券

表 2：2020 年核心指标分析

单位：亿元	2020 年	2019 年	2018 年
净资本	176.31	165.68	158.81
净资本增长率	6.42%	4.33%	37.23%
净资产	208.73	193.69	181.93
净资产增长率	7.76%	6.46%	43.91%
各项风险资本准备之和	43.26	47.50	33.21
表内外资产总额	573.36	513.55	349.98
风险覆盖率	407.57	348.77	478.16
资本杠杆率	29.13	31.29	43.06
流动性覆盖率	335.38	247.92	322.28
净稳定资金率	197.78	146.10	182.00
受托资金	872.04	1,293.52	924.79
净资本负债率	50.58	53.74	99.87
净资产/负债	59.88	62.82	114.41
净资本/净资产	84.47	85.54	87.29
自营权益类证券及证券衍生品/净资本	20.99	14.58	3.12
自营非权益类证券及证券衍生品/净资本	153.00	147.11	83.07
自营证券	306.77	267.89	136.88

数据来源：Wind，东北证券

**附表：财务报表预测摘要及指标**

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	17,677	19,444	23,333	28,000
结算备付金	4,490	4,939	5,927	7,113
融出资金	15,182	16,700	20,040	24,048
金融投资	31,239	34,363	41,236	49,483
衍生金融资产	9	11	13	15
买入返售金融资产	5,306	5,571	5,850	6,142
应收款项	181	200	239	287
存出保证金	1,767	1,944	2,333	2,799
长期股权投资	108	119	143	172
固定资产	599	603	600	601
在建工程	0	0	0	0
使用权资产	0	0	0	0
无形资产	70	56	59	62
商誉	14	14	14	14
递延所得税资产	300	247	267	271
投资性房地产	0	0	0	0
其他资产	287	264	276	275
<b>资产总计</b>	<b>77,229</b>	<b>84,474</b>	<b>100,328</b>	<b>119,281</b>
短期借款	0	0	0	0
应付短期融资款	7,957	5,219	6,583	6,587
拆入资金	290	1,647	1,363	1,100
交易性金融负债	1,476	777	785	1,013
衍生金融负债	29	11	14	18
卖出回购金融资产款	10,946	9,637	11,113	10,565
代理买卖证券款	20,661	22,728	25,000	27,500
代理承销证券款	5	0	0	0
应付职工薪酬	876	920	966	1,014
应交税费	271	192	227	230
应付款项	28	24	27	26
合同负债	60	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
应付债券	12,673	8,755	9,808	10,412
递延所得税负债	153	95	119	122
预计负债	0	4	2	2
其他负债	436	12,774	22,072	37,900
<b>负债合计</b>	<b>55,862</b>	<b>62,783</b>	<b>78,080</b>	<b>96,490</b>
<b>股东权益</b>				
股本	2,625	2,625	2,625	2,625
其它权益工具	0	0	0	0
资本公积金	8,114	8,114	8,114	8,114
其它综合收益	21	26	32	26
盈余公积金	987	828	877	897

未分配利润	6,563	6,891	7,235	7,597
一般风险准备	3,012	3,162	3,320	3,486
<b>归属于母公司所有者权益合计</b>	<b>21,322</b>	<b>21,646</b>	<b>22,203</b>	<b>22,746</b>
少数股东权益	45	45	45	45
<b>所有者权益合计</b>	<b>21,367</b>	<b>21,690</b>	<b>22,248</b>	<b>22,791</b>

资料来源：东北证券

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业总收入</b>	<b>4,683</b>	<b>5,217</b>	<b>5,955</b>	<b>6,808</b>
手续费及佣金收入	2,288	2,852	3,354	3,951
利息收入	1,041	1,197	1,316	1,448
投资净收益	1,039	1,143	1,257	1,383
其他经营净收益	292	25	27	26
<b>营业支出</b>	<b>2,252</b>	<b>2,457</b>	<b>2,709</b>	<b>3,057</b>
营业税金及附加	37	41	47	54
管理费用	2,130	2,347	2,590	2,927
信用减值损失	68	68	71	75
其他业务成本	1	1	1	1
<b>营业利润</b>	<b>2,430</b>	<b>2,760</b>	<b>3,245</b>	<b>3,751</b>
利润总额	2,453	2,763	3,252	3,762
<b>净利润(含少数股东权益)</b>	<b>1,902</b>	<b>2,149</b>	<b>2,551</b>	<b>2,961</b>
少数股东损益	1	1	2	2
<b>净利润(不含少数股东权益)</b>	<b>1,900</b>	<b>2,147</b>	<b>2,549</b>	<b>2,959</b>
<b>EPS</b>	<b>0.72</b>	<b>0.82</b>	<b>0.97</b>	<b>1.13</b>

资料来源：东北证券

**分析师简介:**

王凤华：东北证券研究所绝对收益组组长、绝对收益首席分析师，兼任非银行金融行业首席分析师。中国人民大学硕士研究生，证券行业从业 23 年，2019 年加入东北证券。曾任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小盘首席分析师、申万宏源证券研究所中小盘研究部总监、联讯证券研究院执行院长。2012 年至 2014 年连续三年带领团队上榜《新财富》最佳中小市值分析师，2016—2017 年带领联讯研究院获得《新财富》最具潜力研究机构奖项。多次获得水晶球、Wind 资讯金牌分析师、今日投资天眼分析师、金融界最佳分析师等多项奖项。深入调研过 500+上市公司，对券商等行业有深入的研究。

**重要声明**

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“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。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

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

**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**投资评级说明**

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准：  A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区三里河东路五号中商大厦 4 层	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

**机构销售联系方式**

姓名	办公电话	手机	邮箱
<b>公募销售</b>			
<b>华东地区机构销售</b>			
阮敏 (总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	17521550996	jinyue@nesc.cn
周之斌	021-20361111	18054655039	zhouzb@nesc.cn
<b>华北地区机构销售</b>			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
赵丽明	010-58034553	13520326303	zhaolm@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouying1@nesc.cn
过宗源	010-58034553	15010780605	guozy@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
<b>华南地区机构销售</b>			
刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
姜青豆	0755-33975865	18561578188	jiangqd@nesc.cn
<b>非公募销售</b>			
<b>华东地区机构销售</b>			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-20361229	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-20361229	19512216027	wangtg@nesc.cn
白梅柯	021-20361229	18717982570	baimk@nesc.cn