

股基大幅增配自营表现靓丽，IPO 与资管业务显著回暖

——中泰证券 2021 年年报点评

核心观点

- **归母净利润同比增长近三成，ROE 达 9.25%创六年新高。**1) 公司 2021 年实现营业收入 131.50 亿元，同比+27.02%，实现归母净利润 32.0 亿元，同比+26.72%。2) 公司 21 年实现加权平均 ROE9.25%，同比高出 1.52pct。截至 21 年末权益乘数达 4.15，同比+0.24。3) 分业务结构来看，经纪、自营、利息、投行、资管净收入（剔除其他业务）占比达到 41%、28%、17%、12%、2%，其中自营收入占比提升近 7 个百分点，利息净收入占比下滑 6 个百分点。
- **股基资产配置大增助自营表现靓丽，股债承销表现均显著回暖。**1) 截至 21 年末，公司表内金融投资资产规模同比增长 10.23%至 774 亿元，其中股票与基金规模较年初分别增长 31.64%与 49.81%至 45.51 与 50.79 亿元，占比分别提升至 6%与 7%，在股票基金配置的大幅增加之下，公司 2021 年实现自营收入 30.18 亿元，同比+52.22%。2) 21 年公司年实现投行业务收入 12.81 亿元，同比增长 17.23%。据 Wind 数据，2021 年公司股债承销规模达到 2469 亿元，同比增长 55%，市占率由 1.50%增至 1.92%；其中 IPO 承销规模达 82 亿元，低基数下同比增长 4 倍，市占率由 0.35%增至 1.36%。
- **经纪市占率小幅下滑无碍收入增长两成，资管规模大增收入增长近 50%。**1) 虽然公司股基成交额市占率由 2.86%降至 2.63%，但是受益于市场活跃度提升与佣金率小幅增长，公司 2021 年实现经纪业务收入 43.49 亿元，同比增长 20.81%。2) 截至 21 年末，公司两融余额较年初增长 13.68%至 363 亿元（市占率由 1.97%微增至 1.98%），两融利息收入同比增长 18.59%，但是受利息支出同比增长 19.71%的影响，公司利息净收入同比下滑 13.92%至 17.93 亿元。3) 截至 21 年末公司资产管理规模达到 1856 亿元，较年初增长 36.18%，其中公募基金规模较年初增长 63.93%至 175 亿元，占比增至 9%。21 年公司年实现大资管收入 5.58 亿元，同比+48.24%。

盈利预测与投资建议

- 根据年报微调经纪市占率等指标，将 22-23 年 BVPS 预测值由 5.75/6.27 调整至 5.66/6.26 元，增加 24 年预测值 6.95 元，按可比公司估值法，切换估值年份至 2022 年，给予公司 2022 年 1.80xPB，调整目标价至 10.19 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

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10,352	13,150	13,240	15,075	16,920
同比增长	7%	27%	1%	14%	12%
营业利润(百万元)	3,317	4,295	4,660	5,470	6,421
同比增长	17%	29%	9%	17%	17%
归属母公司净利润(百万元)	2,525	3,200	3,567	4,129	4,847
同比增长	12%	27%	11%	16%	17%
每股收益(元)	0.36	0.46	0.51	0.59	0.70
总资产收益率	1.6%	1.7%	1.7%	1.8%	1.8%
净资产收益率	7.4%	9.3%	9.4%	9.9%	10.5%
市盈率	22.75	17.80	16.00	13.82	11.77
市净率	1.72	1.59	1.45	1.31	1.18
经纪业务佣金率	0.029%	0.030%	0.030%	0.029%	0.029%

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	增持 (维持)
股价 (2022年04月01日)	8.19 元
目标价格	10.19 元
52 周最高价/最低价	13.72/7.5 元
总股本/流通 A 股 (万股)	696,863/260,907
A 股市值 (百万元)	57,073
国家/地区	中国
行业	非银行金融
报告发布日期	2022 年 04 月 02 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	1.47	-4.94	-17.86	-38.12
相对表现	-1.5	-1.77	-12.06	-14.28
沪深 300	2.97	-3.17	-5.8	-23.84



证券分析师

孙嘉庚	021-63325888*7041 sunjiageng@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860520080006
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

相关报告

投行与自营大增超三成，助 ROE 创六年来新高：——中泰证券 2021 年三季报点评	2021-11-01
自营大增叠加投行回暖助推业绩提速，ROE 创近 5 年新高：——中泰证券 2021 年中报点评	2021-08-29
业务及管理费增加明显，拖累 1Q 业绩小幅下滑：——中泰证券 2021 年一季报点评	2021-04-29

我们预测 2021-23 年公司 BVPS 分别为 5.66/6.26/6.95 元（原预测为 5.75/6.27/-，根据年报数据调整经纪市占率等指标）。我们选择可比公司估值法。公司作为次新股券商，同时经纪业务等轻资产业务是传统优势业务，因此我们选取了同为 2020 年新上市且轻资产占比较高的中银证券、国联证券，以及轻资产业务占比较高的中小券商第一创业、浙商证券、中原证券作为可比公司，其平均 22PB 为 1.80x。由于 21 年年报已披露，因此我们将切换估值年份至 2022 年，参考可比公司估值，给予公司 2022 年 1.80xPB，调整目标价至 10.19 元，维持增持评级。

表 1：可比公司 PB 估值表（2022/04/01）

股票代码	可比公司	2020A	2021E	2022E	2023E
601696	中银证券	2.48	2.37	2.23	2.11
601456	国联证券	3.53	2.28	2.14	1.94
002797	第一创业	1.77	1.71	1.63	1.51
601878	浙商证券	2.11	1.71	1.54	1.38
601375	中原证券	1.61	1.57	1.51	1.40
	平均值	2.30	1.90	1.80	1.70

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

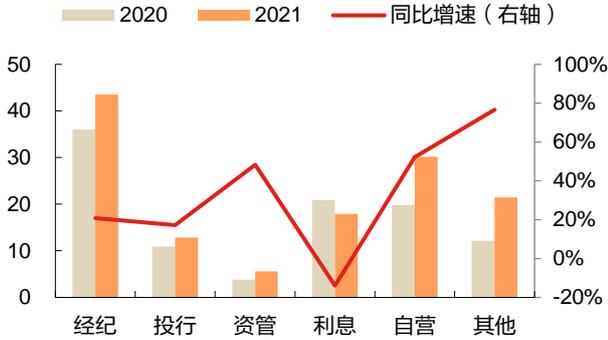
表 2：2021 年公司业绩摘要

单位：百万元	2020	2021	同比（%）
一、营业收入	10,352	13,150	27.02%
手续费及佣金净收入	5,194	6,387	22.97%
经纪业务手续费净收入	3,600	4,349	20.81%
投资银行业务手续费净收入	1,092	1,281	17.23%
资产管理业务手续费净收入	328	558	70.39%
利息净收入	2,083	1,793	-13.92%
投资净收益	1,660	2,398	44.45%
对联营企业和合营企业的投资收益	106	206	94.91%
公允价值变动净收益	428	826	92.91%
其他业务收入	900	1,598	77.51%
二、营业支出	7,035	8,855	25.86%
营业税金及附加	80	80	-0.04%
管理费用	5,702	6,484	13.72%
信用减值损失	402	763	90.00%
其他业务成本	852	1,528	79.27%
三、营业利润	3,317	4,295	29.49%
四、利润总额	3,275	4,299	31.24%
减：所得税	694	999	43.99%
五、净利润	2,581	3,299	27.82%
归属于母公司所有者的净利润	2,525	3,200	26.72%
总资产	174,510	204,690	17.29%
归属于母公司所有者的净资产	33,278	35,790	7.55%
代理买卖证券款	44,434	56,213	26.51%
权益乘数（剔除代理买卖证券款）	3.91	4.15	0.24

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

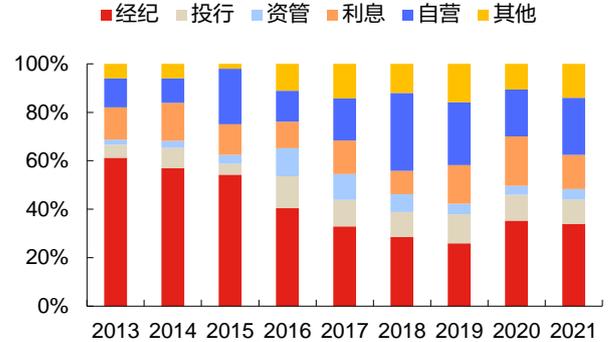
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 1：2021 年公司分业务收入（亿元）及同比增速



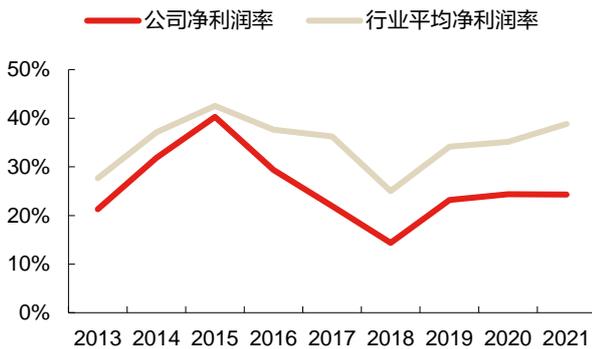
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 2：2013-2021 年公司分业务收入结构



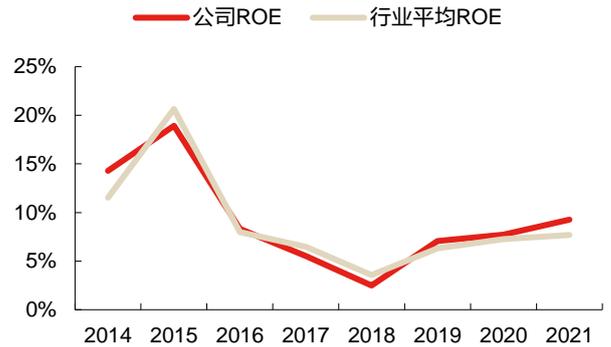
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 3：2013-2021 年公司净利润率



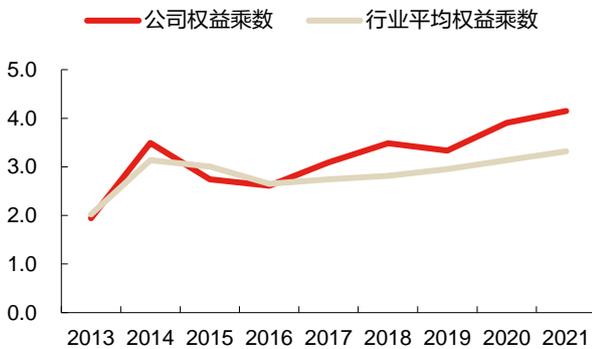
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 4：2014-2021 年公司 ROE



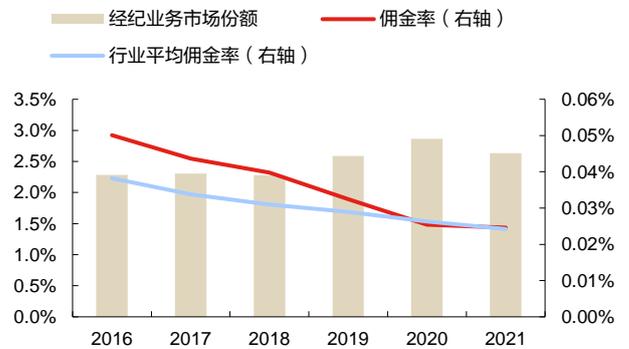
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 5：2013-2021 年公司权益乘数（剔除代理买卖证券款）



数据来源：WIND、东方证券研究所

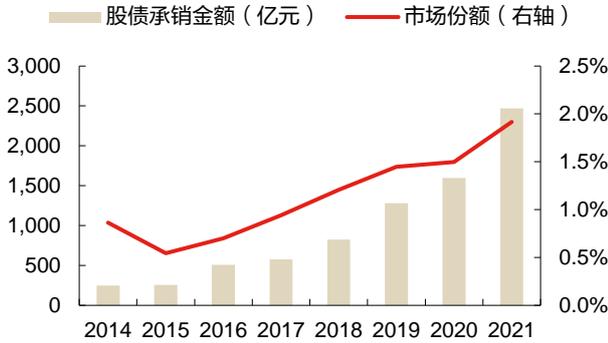
图 6：2016-2021 年公司经纪市占率及佣金率



数据来源：WIND、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 7：2014-2021 年公司股债承销金额及市占率



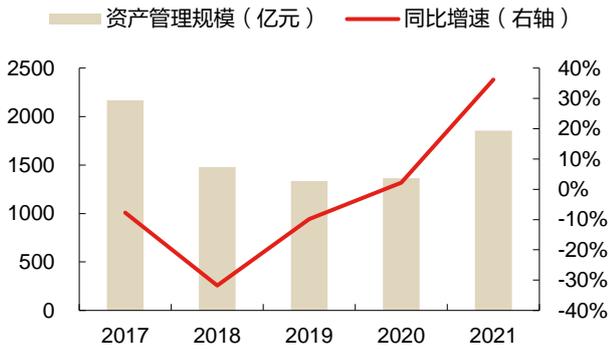
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 8：2014-2021 年公司 IPO 承销金额及市占率



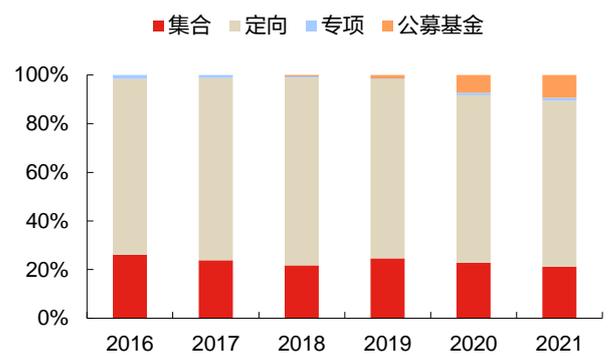
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 9：2017-2021 年公司资产管理规模及增速



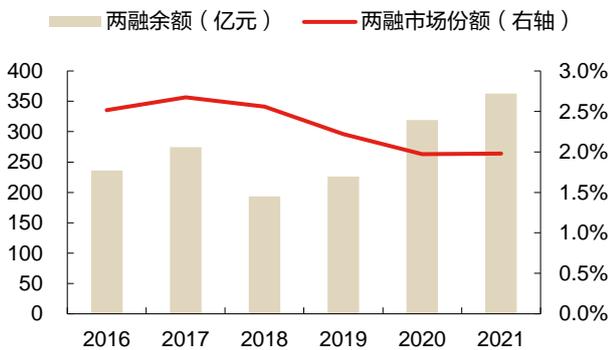
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 10：2016-2021 年公司资产管理构成



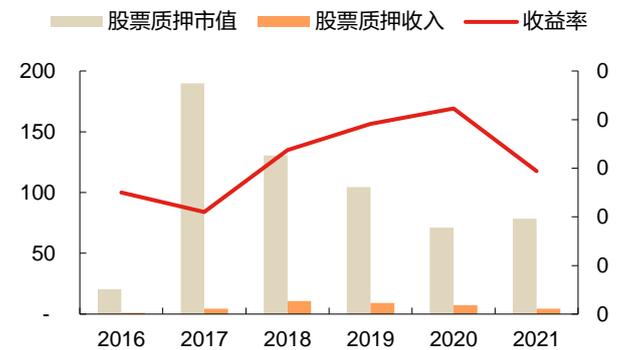
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 11：2016-2021 年公司两融余额及市场份额



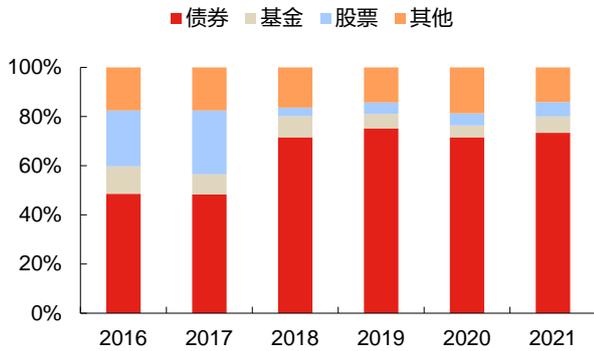
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 12：2016-2021 年公司股票质押余额及收入（亿元）



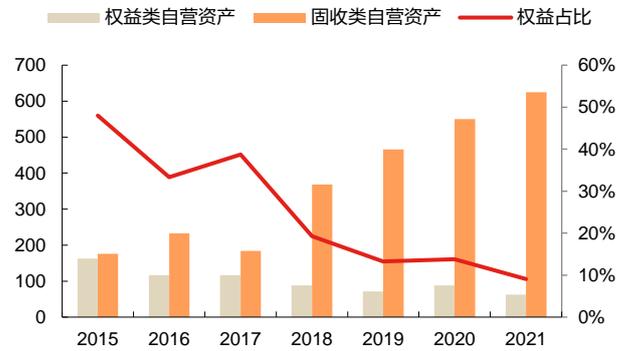
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 13：2016-2021 年公司金融投资资产构成



数据来源：WIND、东方证券研究所

图 14：2015-2021 年自营资产规模（亿元）及权益占比



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

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	36,652	46,090	47,715	55,665	63,767	成长能力					
其中: 客户存款	32,266	40,424	41,849	48,821	55,927	营业收入	6.6%	27.0%	0.7%	13.9%	12.2%
公司存款	4,385	5,666	5,866	6,843	7,839	手续费及佣金净收入	27.5%	23.0%	5.0%	11.5%	12.8%
结算备付金	8,827	11,098	11,489	13,403	15,354	其中: 经纪业务	48.0%	20.8%	5.3%	12.8%	14.6%
其中: 客户备付金	6,714	8,665	8,970	10,464	11,988	投行业务	-1.8%	17.2%	1.4%	12.6%	11.9%
公司备付金	2,113	2,433	2,519	2,939	3,367	资产管理	-7.6%	48.2%	11.2%	1.6%	3.2%
投资资产	73,984	79,639	88,338	97,540	107,766	净利息收入	38.7%	-13.9%	-0.1%	15.1%	19.4%
其中: 交易性资产	46,527	53,386	59,217	65,386	72,240	自营收入	-18.2%	52.2%	-6.0%	24.2%	10.6%
其他债权投资	17,760	20,806	23,079	25,483	28,154	营业支出	2.5%	25.9%	-3.1%	11.9%	9.3%
其他权益工具投资	5,965	3,250	3,605	3,980	4,397	管理费用	13.5%	13.7%	-1.4%	15.5%	9.9%
存出保证金	8,983	10,284	10,647	12,421	14,228	营业利润	16.5%	29.5%	8.5%	17.4%	17.4%
买入返售资产	9,161	12,475	11,929	13,916	15,942	归属于母公司净利润	12.3%	26.7%	11.5%	15.7%	17.4%
长期股权投资	841	937	520	766	741	资产分布					
固定资产(含在建工程)	892	919	750	854	841	自有存款/总资产	2.5%	2.8%	2.7%	2.7%	2.8%
资产总计	174,510	204,690	217,538	249,171	283,562	客户存款/总资产	18.5%	19.7%	19.2%	19.6%	19.7%
交易性金融负债	8	54	65	78	94	投资资产/总资产	42.4%	38.9%	40.6%	39.1%	38.0%
代买卖证券款	44,434	56,213	58,195	67,890	77,772	买入返售资产/总资产	5.2%	6.1%	5.5%	5.6%	5.6%
应付职工薪酬	2,387	2,654	2,686	2,881	3,167	投资资产/净资产	214.9%	214.3%	215.1%	215.3%	214.6%
负债总计	140,080	167,530	176,476	203,868	233,349	收入分布					
股本	6,969	6,969	6,969	6,969	6,969	手续费收入/营业收入	50.2%	48.6%	50.7%	49.6%	49.8%
资本公积	13,085	13,086	13,413	13,748	14,092	经纪业务/营业收入	34.8%	33.1%	34.6%	34.3%	35.0%
一般风险准备	6,148	7,618	8,354	9,205	10,205	投行业务/营业收入	10.6%	9.7%	9.8%	9.7%	9.7%
其他综合收益	(362)	(301)	(114)	116	370	资管业务/营业收入	3.6%	4.2%	4.7%	4.2%	3.8%
盈余公积	2,082	2,396	2,764	3,190	3,689	自营业务/营业收入	16.0%	18.2%	17.0%	18.4%	18.1%
未分配利润	5,357	6,022	8,047	10,364	13,092	净利息收入/营业收入	20.1%	13.6%	13.5%	13.7%	14.5%
少数股东权益	1,151	1,370	1,630	1,711	1,797	净利润驱动指标					
股东权益合计	34,430	37,160	41,062	45,302	50,214	公司股基交易额	12,630,000	14,550,000	15,062,898	17,572,486	20,130,145
负债和股东权益总计	174,510	204,690	217,538	249,171	283,562	公司股基交易市占率	2.86%	2.63%	2.68%	2.73%	2.78%
						净佣金率(‰)	0.29	0.30	0.30	0.29	0.29
						IPO 市占率	0.35%	1.36%	1.20%	1.30%	1.40%
						再融资本市占率	1.37%	1.47%	1.50%	1.60%	1.70%
						债券承销市占率	2.16%	2.31%	2.20%	2.20%	2.20%
						营业税金/营业收入	0.8%	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%
						成本收入比	68.0%	67.3%	64.8%	63.7%	62.1%
						有效税率	21.2%	23.2%	21.0%	22.0%	22.0%
						资本公积变化	(3,773)	1	327	335	344
						获利能力					
						净利率	24.4%	24.3%	26.9%	27.4%	28.6%
						ROA	1.6%	1.7%	1.7%	1.8%	1.8%
						ROE	7.4%	9.3%	9.4%	9.9%	10.5%
						每股指标(元)					
						每股收益	0.36	0.46	0.51	0.59	0.70
						每股净资产	4.78	5.14	5.66	6.26	6.95
						每股经纪业务交易额	1,812.41	2,087.93	2,161.53	2,521.66	2,888.68
						估值比率					
						市盈率	22.75	17.80	16.00	13.82	11.77
						市净率	1.72	1.59	1.45	1.31	1.18

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

- 买入：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