

# 自营表现欠佳，拖累业绩表现不及行业平均

——中泰证券 2020 年年报点评



投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2021年04月23日)	13.06元
目标价格	13.16元
52周最高价/最低价	23.08/5.26元
总股本/流通A股(万股)	696,863/69,686
A股市值(百万元)	91,010
国家/地区	中国
行业	非银行金融
报告发布日期	2021年04月25日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-0.46	-5.98	-11.82	
相对表现	-0.84	-10.21	-8.24	
沪深300	0.38	4.23	-3.58	22.02



资料来源: WIND、东方证券研究所

**证券分析师** 唐子佩  
021-63325888\*6083  
tangzipei@orientsec.com.cn  
执业证书编号: S0860514060001

**证券分析师** 孙嘉庚  
021-63325888\*6094  
sunjiageng@orientsec.com.cn  
执业证书编号: S0860520080006

## 相关报告

业绩增速与 ROE 环比双双提高，自营业务拖累公司业绩表现：——中泰证券 2020 年三季度报点评 2020-10-29

自营拖累业绩增速不及行业平均，期待下半年业绩加速释放：——中泰证券 2020 年中报点评 2020-08-28

齐鲁之子剑指全国，后起之秀前景可期：——中泰证券首次覆盖报告 2020-06-04

## 核心观点

- 归母净利润小幅增长 12%，ROE 略高于行业平均。1) 公司 2020 年实现营业收入 103.52 亿元，同比+7%，实现归母净利润 25.25 亿元，同比+12%。2) 公司 2020 年实现 ROE7.52%，同比高出近 0.7pct。截至 20 年末权益乘数达 3.91，同比年初增加 0.57。3) 经纪、自营、利息、投行、资管净收入占比达到 35%、20%、20%、11%、3%，经纪占比提升 10pct、自营下降 5pct。
- 股基交易与两融市占率一升一降，经纪、利息净收入同比大增。1) 公司 20 年实现经纪业务收入 36 亿元，同比+48%，主要受益于 A 股日均股基成交额同比增长 63%。公司 20 年股基成交额市占率提升 0.27pct 至 2.86%，连续第二年提升。2) 其中 20 年末两融余额同比+41%至 319 亿元(市占率小幅下滑至 1.97%)，叠加利息支出同比-13%，助公司实现利息净收入 20.83 亿元，同比+39%。3) 公司年实现资管收入 3.28 亿元，同比-15%。截至 20 年末公司资产管理规模达到 1469.59 亿元，同比增长 8.6%，主动管理规模达到 1187.32 亿元，占比高达 81%。
- 投行方面债强股弱依旧，自营表现整体欠佳。1) 公司年实现投行业务收入 10.92 亿元，同比微降 2%。20 年公司股权承销(IPO+再融资)规模 153.48 亿元，市场份额 0.91%，仅排第 17 名，债权承销(公司债+企业债+ABS)规模 1263.38 亿元，市场份额 2.14%，高居第十，可见债权承销强于股权。1) 20 年末自营资产规模达 638 亿元，同比+19%，其中权益达 88 亿元，同比+24%，占比微增至 14%。但公司投资表现整体欠佳，收益率下滑明显，2020 年公司仅实现自营收入 20.89 亿元，同比-14%，表现弱于行业平均水平。

## 财务预测与投资建议

- 根据最新财务数据与最新股本，我们将 21-22 年 BVPS 由 5.42/6.01 微调至 5.26/5.75 元，新增 22BVPS 为 6.27 元，按可比公司法，给予 21PB 目标估值 2.50x，对应目标价 13.16 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

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,709	10,352	11,369	12,306	13,318
同比增长	38%	7%	10%	8%	8%
营业利润(百万元)	2,846	3,317	3,958	4,664	5,206
同比增长	100%	17%	19%	18%	12%
归属母公司净利润(百万元)	2,249	2,525	3,003	3,600	4,012
同比增长	123%	12%	19%	20%	11%
每股收益(元)	0.32	0.36	0.43	0.52	0.58
总资产收益率	1.6%	1.6%	1.6%	1.7%	1.8%
净资产收益率	6.6%	7.3%	8.3%	9.1%	9.3%
市盈率	40.46	36.04	30.31	25.28	22.68
市净率	2.93	2.73	2.48	2.27	2.08
经纪业务佣金率	0.035%	0.029%	0.027%	0.025%	0.024%

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。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

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声明。

2021-2023 年公司 BVPS 分别为 5.26/5.75/6.27 ( 2021-2022 原预测 5.42/6.01, 基于最新财报与最新股本数据进行调整, 主要调整的预测指标包括将公司 2021-2022 年自营权益资产的投资收益率由 8%/8% 下调至 7%/7%, 将自营债权资产的收益率由 4%/5% 下调至 3%/3% )。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( 其流通盘规模与公司更具可比性, 同时剔除天风、长城 ), 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 21PB 为 2.50x, 对应目标价 13.16 元, 维持增持评级。

**表 1: 可比公司估值表**

股票代码	可比公司	2019	2020E	2021E	2022E
601696	中银证券	3.80	3.22	3.04	2.88
601456	国联证券	4.42	3.36	3.19	3.03
002797	第一创业	3.15	2.05	1.93	1.79
601878	浙商证券	2.89	2.22	2.56	2.33
601375	中原证券	2.17	1.56	1.55	1.51
	<b>平均值</b>	<b>3.30</b>	<b>2.50</b>	<b>2.50</b>	<b>2.30</b>

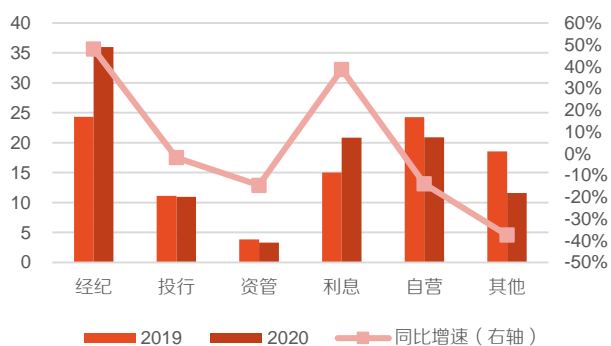
数据来源: WIND、东方证券研究所

**表 2: 2020 年公司业绩摘要**

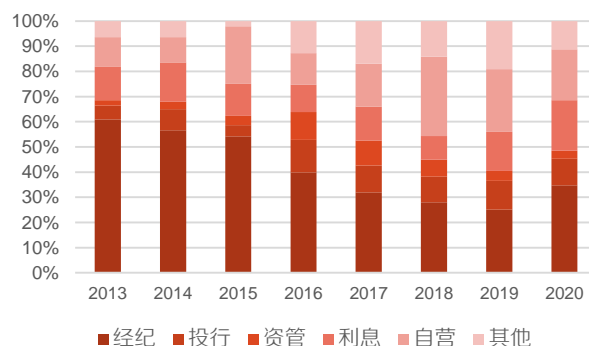
单位: 百万元	2019	2020	同比 (%)
一、营业收入	9,709	10,352	6.63
手续费及佣金净收入	4,073	5,194	27.53
经纪业务手续费净收入	2,432	3,600	48.04
投资银行业务手续费净收入	1,113	1,092	(1.84)
资产管理业务手续费净收入	384	328	(14.58)
利息净收入	1,502	2,083	38.67
投资净收益	1,729	1,660	(3.96)
对联营企业和合营企业的投资收益	53	106	99.14
公允价值变动净收益	749	428	(42.83)
其他业务收入	1,600	900	(43.71)
二、营业支出	6,863	7,035	2.51
营业税金及附加	68	80	17.60
管理费用	5,025	5,702	13.47
信用减值损失	268	402	50.07
其他业务成本	1,503	852	(43.28)
三、营业利润	2,846	3,317	16.54
四、利润总额	2,833	3,275	15.60
减: 所得税	539	694	28.66
五、净利润	2,294	2,581	12.52

归属于母公司所有者的净利润	2,249	2,525	12.26
总资产	146,613	174,510	19.03
归属于母公司所有者的净资产	33,910	33,278	(1.86)
代理买卖证券款	33,494	44,434	32.66
权益乘数（剔除代理买卖证券款）	3.34	3.91	17.17

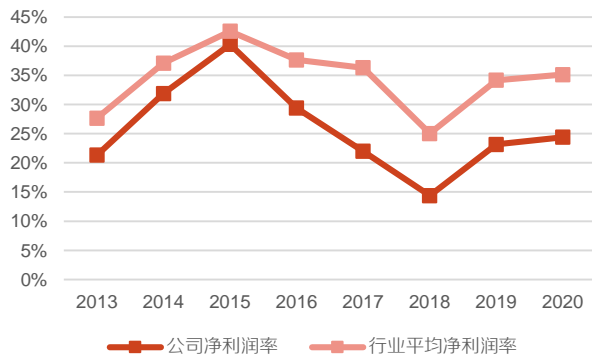
数据来源：WIND、东方证券研究所

**图 1：2020 年公司分业务收入（亿元）及同比增速**


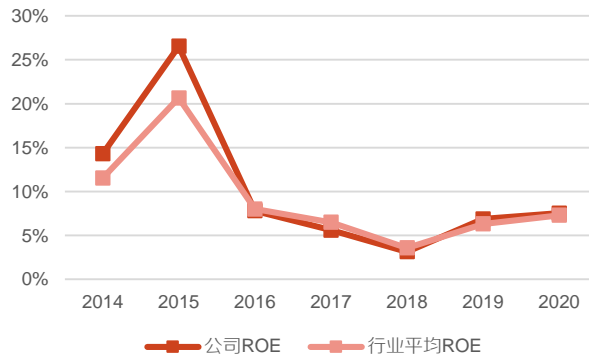
数据来源：WIND、东方证券研究所

**图 2：2013-2020 年公司分业务收入结构**


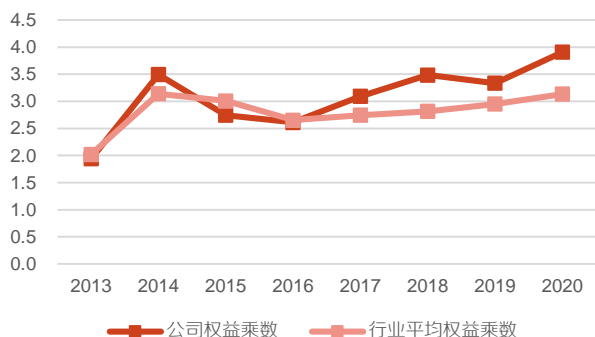
数据来源：WIND、东方证券研究所

**图 3：2013-2020 年公司净利润率**


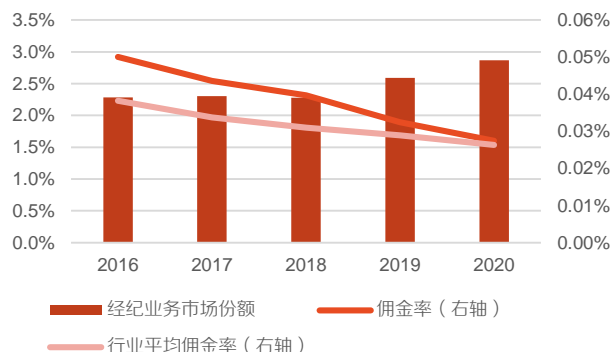
数据来源：WIND、东方证券研究所

**图 4：2014-2020 年公司 ROE**


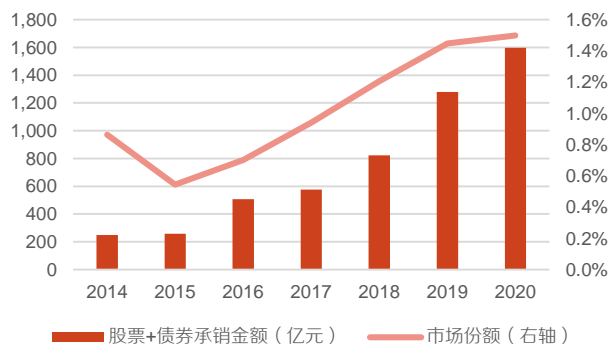
数据来源：WIND、东方证券研究所

**图 5：2013-2020 年公司权益乘数（剔除代理买卖证券款）**


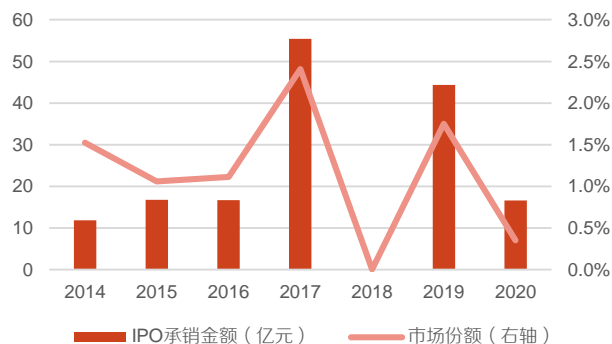
数据来源：WIND、东方证券研究所

**图 6：2016-2020 年公司经纪市占率及佣金率**


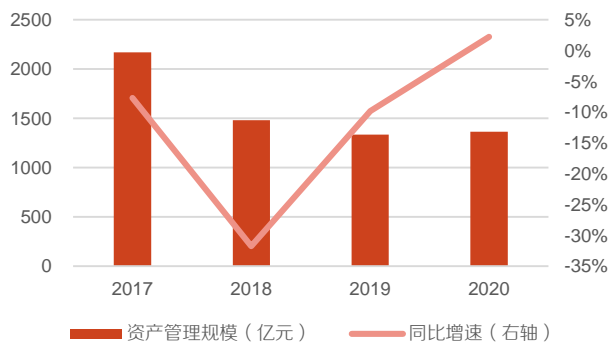
数据来源：WIND、东方证券研究所

**图 7：2014-2020 年公司股债承销金额及市占率**


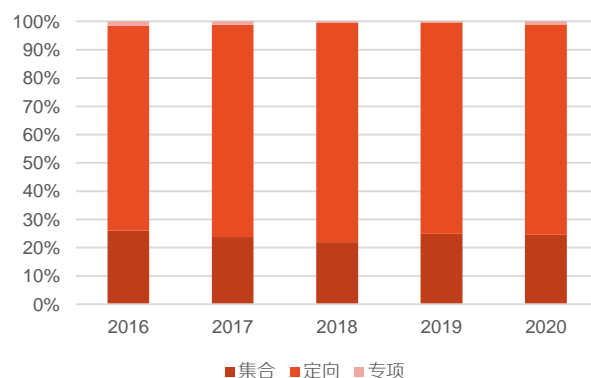
数据来源：WIND、东方证券研究所

**图 8：2014-2020 年公司 IPO 承销金额及市占率**


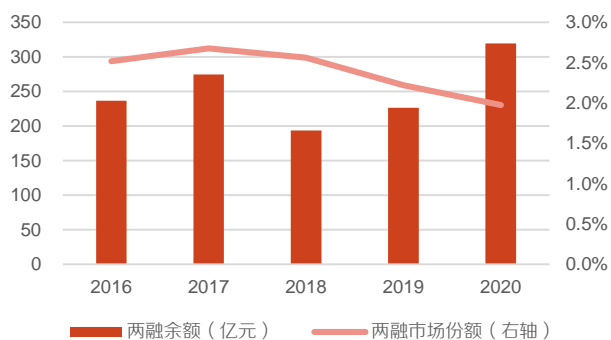
数据来源：WIND、东方证券研究所

**图 9：2017-2020 年公司资产管理规模及增速**


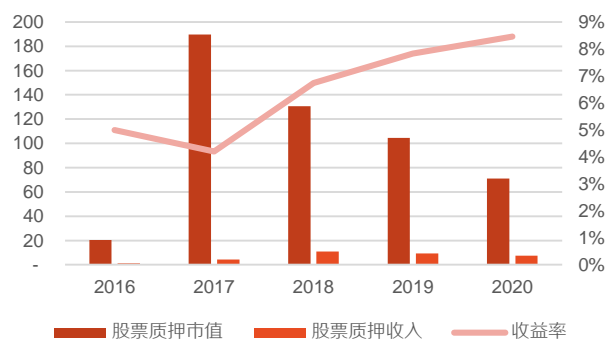
数据来源：WIND、东方证券研究所

**图 10：2016-2020 年公司资产管理构成**


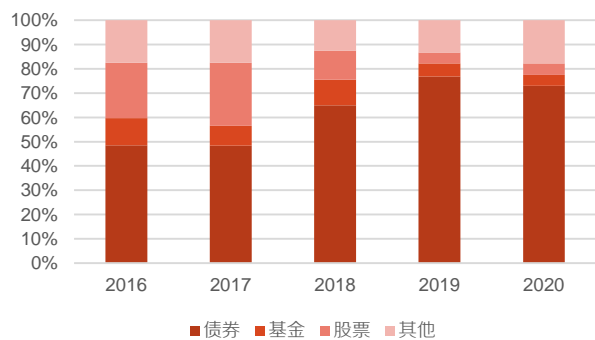
数据来源：WIND、东方证券研究所

**图 11：2016-2020 年公司两融余额及市场份额**


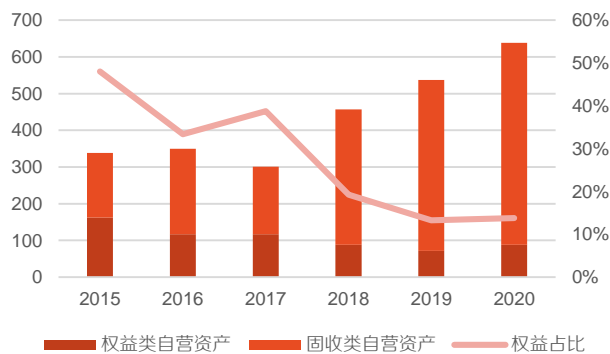
数据来源：WIND、东方证券研究所

**图 12：2016-2020 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 13：2016-2020 年公司金融投资资产构成**


数据来源：WIND、东方证券研究所

**图 14：2015-2020 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						主要比率					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	30,916	36,652	41,896	45,475	48,527	<b>成长能力</b>					
其中：客户存款	26,167	32,266	36,883	40,034	42,721	营业收入	38.2%	6.6%	9.8%	8.2%	8.2%
公司存款	4,749	4,385	5,013	5,441	5,806	手续费及佣金净收入	25.3%	27.5%	7.6%	5.3%	4.1%
结算备付金	6,763	8,827	10,090	10,952	11,687	其中：经纪业务	23.7%	48.0%	6.3%	2.4%	2.4%
其中：客户备付金	4,533	6,714	7,675	8,330	8,889	投行业务	55.5%	-1.8%	7.2%	13.5%	9.1%
公司备付金	2,230	2,113	2,415	2,622	2,798	资产管理	-19.5%	-7.6%	21.8%	8.4%	3.1%
投资资产	61,614	73,984	80,842	88,156	95,933	净利息收入	127.4%	38.7%	7.6%	19.8%	17.8%
其中：交易性资产	33,343	46,527	50,840	55,439	60,331	自营收入	9.3%	-18.2%	25.0%	5.7%	8.9%
其他债权投资	18,522	17,760	19,406	21,162	23,029	营业支出	22.5%	2.5%	5.3%	3.1%	6.1%
其他权益工具投资	5,511	5,965	6,518	7,107	7,735	管理费用	21.4%	13.5%	4.7%	3.1%	8.2%
存出保证金	5,904	8,983	10,268	11,145	11,893	营业利润	100.0%	16.5%	19.3%	17.8%	11.6%
买入返售资产	12,573	9,161	10,472	11,366	12,129	归属于母公司净利润	122.9%	12.3%	18.9%	19.9%	11.5%
长期股权投资	684	841	730	520	697	<b>资产分布</b>					
固定资产（含在建工程）	923	892	931	750	858	自有存款/总资产	3.2%	2.5%	2.6%	2.5%	2.5%
<b>资产总计</b>	<b>146,613</b>	<b>174,510</b>	<b>196,289</b>	<b>215,858</b>	<b>236,678</b>	客户存款/总资产	17.8%	18.5%	18.8%	18.5%	18.1%
交易性交融负债	346	8	10	12	14	投资资产/总资产	42.0%	42.4%	41.2%	40.8%	40.5%
代买卖证券款	33,494	44,434	50,792	55,131	58,832	买入返售资产/总资产	8.6%	5.2%	5.3%	5.3%	5.1%
应付职工薪酬	1,887	2,387	2,686	2,584	2,597	投资资产/净资产	176.0%	214.9%	213.3%	213.3%	213.0%
<b>负债总计</b>	<b>111,607</b>	<b>140,080</b>	<b>158,390</b>	<b>174,538</b>	<b>191,645</b>	<b>收入分布</b>					
股本	6,272	6,969	6,969	6,969	6,969	手续费收入/营业收入	41.9%	50.2%	49.1%	47.8%	46.0%
资本公积	10,858	13,085	13,412	13,747	14,091	经纪业务/营业收入	25.0%	34.8%	33.7%	31.8%	30.1%
一般风险准备	4,547	6,148	6,762	7,498	8,318	投行业务/营业收入	11.5%	10.6%	10.3%	10.8%	10.9%
其他综合收益	(429)	(362)	(280)	(103)	89	资管业务/营业收入	4.2%	3.6%	4.0%	4.0%	3.9%
盈余公积	1,839	2,082	2,389	2,757	3,167	自营业务/营业收入	17.8%	16.0%	18.1%	17.6%	17.7%
未分配利润	4,824	5,357	7,439	9,184	11,066	净利息收入/营业收入	15.5%	20.1%	19.7%	21.8%	23.7%
少数股东权益	1,097	1,151	1,209	1,270	1,333	<b>净利润驱动指标</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>35,007</b>	<b>34,430</b>	<b>37,899</b>	<b>41,320</b>	<b>45,032</b>	公司股基交易额	7,045,239	12,630,000	14,437,157	15,670,348	16,722,315
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>146,613</b>	<b>174,510</b>	<b>196,289</b>	<b>215,858</b>	<b>236,678</b>	公司股基交易市占率	2.59%	2.86%	2.96%	3.06%	3.11%
						净佣金率(‰)	0.35	0.29	0.27	0.25	0.24
						IPO 市占率	1.75%	0.35%	1.00%	1.00%	1.00%
<b>利润表</b>						再融资市占率	0.04%	1.37%	1.00%	1.00%	1.00%
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	债券承销市占率	2.64%	2.64%	2.64%	2.64%	2.64%
<b>营业收入</b>	<b>9,709</b>	<b>10,352</b>	<b>11,369</b>	<b>12,306</b>	<b>13,318</b>	营业税金/营业收入	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
手续费及佣金净收入	4,073	5,194	5,587	5,882	6,121	成本收入比	70.7%	68.0%	65.2%	62.1%	60.9%
其中：经纪收入	2,432	3,600	3,827	3,919	4,014	有效税率	19.0%	21.2%	22.4%	21.0%	21.0%
证券承销收入	1,113	1,092	1,171	1,329	1,449	资本公积变化	2	(3,773)	327	335	344
资产管理收入	408	377	459	497	513	<b>获利能力</b>					
利息净收入	1,502	2,083	2,241	2,685	3,161	净利率	23.2%	24.4%	26.4%	29.3%	30.1%
投资收益	1,729	1,660	2,063	2,166	2,360	ROA	1.6%	1.6%	1.6%	1.7%	1.8%
公允价值变动	749	428	532	581	633	ROE	6.6%	7.3%	8.3%	9.1%	9.3%
<b>营业支出</b>	<b>6,863</b>	<b>7,035</b>	<b>7,411</b>	<b>7,642</b>	<b>8,112</b>	<b>每股指标（元）</b>					
营业税金及附加	68	80	88	95	103	每股收益	0.32	0.36	0.43	0.52	0.58
业务及管理费用	5,025	5,702	5,969	6,153	6,659	每股净资产	4.45	4.78	5.26	5.75	6.27
<b>营业利润</b>	<b>2,846</b>	<b>3,317</b>	<b>3,958</b>	<b>4,664</b>	<b>5,206</b>	每股经纪业务交易额	1,123.33	1,812.41	2,071.74	2,248.70	2,399.66
<b>利润总额</b>	<b>2,833</b>	<b>3,275</b>	<b>3,955</b>	<b>4,658</b>	<b>5,192</b>	<b>估值比率</b>					
所得税	539	694	886	978	1,090	市盈率	40.46	36.04	30.31	25.28	22.68
少数股东损益	45	56	67	80	89	市净率	2.93	2.73	2.48	2.27	2.08
<b>归属于母公司股东的净利润</b>	<b>2,249</b>	<b>2,525</b>	<b>3,003</b>	<b>3,600</b>	<b>4,012</b>						

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](http://www.dfzq.com.cn)