

# 自营表现抢眼，业绩增速行业领先

## ——招商证券 2021 年一季报点评



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2021年04月27日)	18.32元
目标价格	19.29元
52周最高价/最低价	28.18/13.57元
总股本/流通A股(万股)	869,653/869,653
A股市值(百万元)	159,320
国家/地区	中国
行业	非银行金融
报告发布日期	2021年04月28日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-3.23	-7.77	-27.59	23.15
相对表现	-4.35	-9.91	-28.96	5.39
沪深300	1.12	2.14	1.37	17.76



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

财管持续树立行业标杆+自营维持稳健表现, ROE 保持行业前列: ——招商证券 2020 年年报点评 2021-03-29

双擎驱动+财管/自营加速转型, 依托集团优势确立龙头标杆: ——招商证券首次覆盖报告 2020-12-23

### 核心观点

- **归母净利润超预期同比大幅上涨 45%，伴随 ROE 明显提升。**1) 公司 21Q1 实现营业收入 59.62 亿元，同比+22%，实现归母净利润 26.13 亿元，同比+45%，业绩高基数下，业绩超预期增长。2) 公司 21Q1 实现年化 ROE10.83%，较 20Q1 的 7.45% 明显提升。3) 自营、经纪、利息、投行、资管净业务收入占比分别为 33%、31%、9%、7%、7%。其中自营占比大幅上升 10pct，利息业务占比下降 4pct 至 9%，其他业务占比基本保持不变。
- **自营业务收入表现靓丽大增 78%，年初市场活跃促使经纪收入同增 14%。**1) 公司 21Q1 实现自营业收入 19.84 亿元，同比增长 78%，公司金融资产规模较年初增长 9%，截至 21Q1 末公司金融投资资产规模 2488.85 亿元，公司自营板块业绩有望持续走高。2) 21Q1 公司实现经纪收入 18.65 亿元，同比+14%，受益于年初国内 A 股市场投资热情高涨，第一季度沪深两市双边股基成交额高达 118 万亿元，同比+12%。公司代理买卖证券款在 21Q1 达到 904.33 亿元，同比增长 15.79%。3) 公司 21Q1 实现资管收入 4.15 亿元，同比保持 9% 的平稳增长。
- **IPO 市场份额提升、带动投行收入同增 55%，两融业务稳定增长。**1) 21Q1 公司实现投行业务收入 4.13 亿元，同比+55%。21Q1 公司股债承销规模 1046.78 亿元，市占率 4.34%；其中 IPO 规模 35 亿元，市占率 4.63%，同比上升 123%，第一季度 IPO 规模排名第六。2) 21Q1 公司实现利息净收入 5.09 亿元，同比-20%，主要是举债大幅增加导致。截至 21Q1 公司权益乘数增至 4.09，较年初提升 0.17。3) 截至 21Q1 末公司融出资金余额达 886 亿元，较年初增长 8%，两融业务保持良好增长态势。

### 财务预测与投资建议

- 维持公司 21-23 年 BVPS 预测值 11.35/12.32/13.51，按可比公司估值，目标估值 21PB 为 1.70x，目标价 19.29 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

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	11,322	18,708	24,278	28,039	31,516
同比增长(%)	-15%	65%	30%	15%	12%
营业利润(百万元)	5,441	8,794	11,303	13,222	14,967
同比增长(%)	-23%	62%	29%	17%	13%
归属母公司净利润(百万元)	4,425	7,282	9,492	11,171	12,723
同比增长(%)	-24%	65%	30%	18%	14%
每股收益(元)	0.51	0.84	1.09	1.29	1.47
总资产收益率(%)	1.5%	2.1%	2.2%	2.1%	2.2%
净资产收益率(%)	5.5%	8.8%	9.9%	10.2%	10.8%
市盈率	35.83	21.79	16.76	14.23	12.50
市净率	1.87	1.75	1.75	1.61	1.49
经纪业务佣金率(%)	0.0420	0.0368	0.0368	0.0371	0.0373

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。

2021-23 年公司 BVPS 分别为 11.35/12.32/13.51。公司当前处于行业头部阵营的中游位置，且行业地位持续稳固，因此我们选取了头部阵营中处于上中下游具有典型代表性的可比券商中信证券、华泰证券、中金公司、国信证券、广发证券、中信建投六家券商作为可比公司，其调整后平均（剔除最高值中信建投的 2.87，剔除最低值广发证券的 1.02）21PB 估值为 1.70x，作为公司的目标估值。我们预测公司 2021E BVPS（剔除永续债）为 11.35 元，对应目标价 19.29 元，维持公司增持评级。

**表 1：可比公司估值表（2021 年 4 月 27 日）**

股票代码	可比公司	2019	2020E	2021E	2022E
600030	中信证券	1.82	1.62	1.48	1.35
601688	华泰证券	1.18	1.12	1.02	0.92
601995	中金公司	4.91	3.31	2.93	2.56
002736	国信证券	1.80	1.25	1.14	1.07
000776	广发证券	1.23	1.14	1.02	0.90
601066	中信建投	3.99	3.33	2.87	2.46
	<b>调整后平均值</b>	<b>2.40</b>	<b>1.90</b>	<b>1.70</b>	<b>1.50</b>

数据来源：WIND、东方证券研究所

**表 2：2021Q1 业绩摘要**

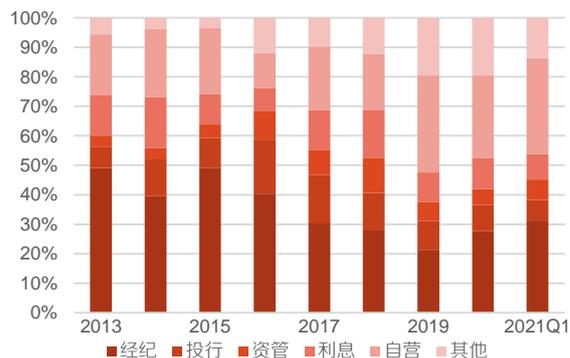
单位：百万元	2021Q1	2021Q1	同比(%)
一、营业收入	4,886	5,962	22.02
手续费及佣金净收入	2,290	2,777	21.23
经纪业务手续费净收入	1,634	1,865	14.14
投资银行业务手续费净收入	266	413	55.48
资产管理业务手续费净收入	232	264	14.15
利息净收入	632	509	(19.59)
投资净收益	959	1,983	106.72
对联营企业和合营企业的投资收益	239	365	53.00
公允价值变动净收益	373	330	(11.52)
其他业务收入	622	330	(46.95)
二、营业支出	2,584	2,853	10.42
营业税金及附加	32	38	18.55
管理费用	1,791	2,455	37.08
减值损失合计	143	65	(54.73)
其他业务成本	618	296	(52.13)
三、营业利润	2,302	3,109	35.04
四、利润总额	2,305	3,109	34.88
减：所得税	503	493	(2.03)
五、净利润	1,802	2,616	45.19

归属于母公司所有者的净利润	1,798	2,613	45.34
总资产	404,249	531,967	31.59
归属于母公司所有者的净资产	87,415	107,854	23.38
代理买卖证券款	78,099	90,433	15.79
权益乘数	3.73	4.09	9.72

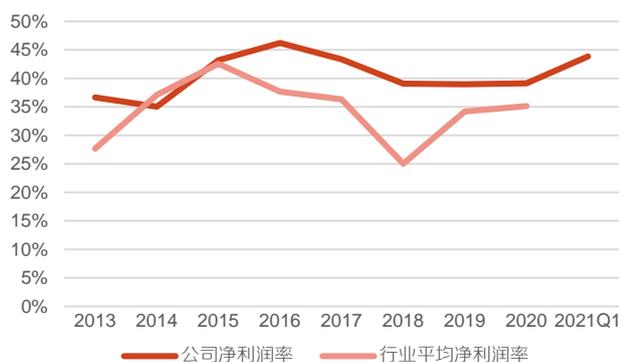
数据来源：WIND、东方证券研究所

**图 1：2021Q1 公司分业务收入（亿元）及同比增速**

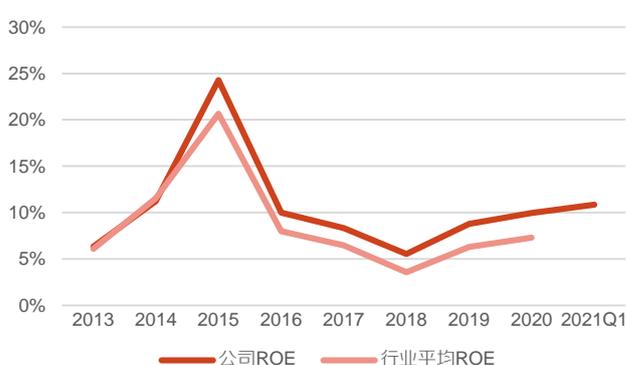

数据来源：WIND、东方证券研究所

**图 2：2013-2021Q1 公司分业务收入结构**


数据来源：WIND、东方证券研究所

**图 3：2013-2021Q1 公司净利润率**


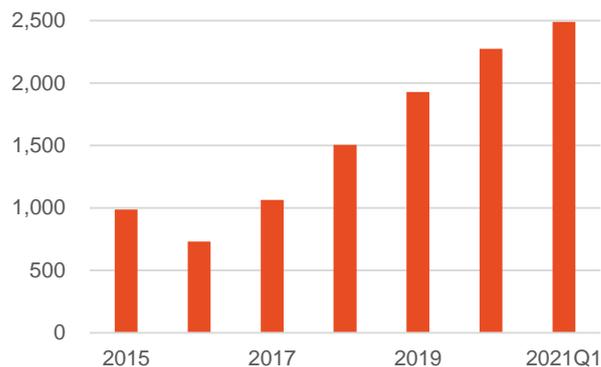
数据来源：WIND、东方证券研究所

**图 4：2013-2021Q1 公司 ROE**


数据来源：WIND、东方证券研究所

**图 5：2013-2021Q1 公司权益乘数（剔除证券款）**


数据来源：WIND、东方证券研究所

**图 6：2015-2021Q1 公司金融投资资产规模（亿元）**


数据来源：WIND、东方证券研究所

**图 7：2013-2021Q1 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 8：2014-2021Q1 公司 IPO 承销金额及市占率**


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	2019	2020E	2021E	2022E	2023E		2019	2020E	2021E	2022E	2023E
银行存款	61,928	82,839	93,707	100,712	108,183	<b>成长能力</b>					
其中：客户存款	53,040	70,271	79,490	85,432	91,770	营业收入	65.2%	29.8%	15.5%	12.4%	12.6%
公司存款	8,887	12,568	14,217	15,279	16,413	手续费及佣金净收入	15.3%	43.9%	15.1%	11.8%	11.3%
结算备付金	12,472	22,529	18,706	20,104	21,596	其中：经纪业务	26.6%	68.3%	14.0%	8.1%	7.7%
其中：客户备付金	8,125	13,979	11,606	12,474	13,399	投行业务	25.3%	18.4%	19.9%	18.4%	14.7%
公司备付金	4,346	8,551	7,100	7,630	8,196	资产管理	-13.3%	9.7%	9.2%	16.1%	19.0%
投资资产	185,775	219,949	242,881	268,821	298,197	净利息收入	2.7%	37.1%	30.0%	3.9%	6.5%
其中：交易性资产	138,146	173,595	191,694	212,167	235,353	自营收入	190.5%	10.1%	10.5%	13.4%	13.7%
债权投资	1,895	1,739	1,921	2,126	2,358	营业支出	68.6%	30.9%	14.2%	11.7%	11.9%
其他债权投资	45,734	44,615	49,266	54,528	60,487	管理费用	33.1%	28.3%	12.6%	9.5%	9.6%
存出保证金	4,781	9,067	24,149	25,955	27,880	营业利润	61.6%	28.5%	17.0%	13.2%	13.3%
买入返售资产	35,680	52,260	59,117	63,536	68,249	归属于母公司净利润	64.6%	30.3%	17.7%	13.9%	14.0%
长期股权投资	8,834	9,508	10,459	11,505	12,655	<b>资产分布</b>					
固定资产（含在建工程）	1,541	1,547	1,624	1,704	1,788	自有存款/总资产	2.3%	3.4%	2.5%	2.5%	2.4%
<b>资产总计</b>	<b>381,772</b>	<b>368,667</b>	<b>559,558</b>	<b>616,717</b>	<b>681,569</b>	客户存款/总资产	13.9%	19.1%	14.2%	13.9%	13.5%
交易性金融负债	10,076	13,942	15,336	16,870	18,557	投资资产/总资产	48.7%	59.7%	43.4%	43.6%	43.8%
代买卖证券款	61,724	85,441	96,651	103,876	111,582	买入返售资产/总资产	9.3%	14.2%	10.6%	10.3%	10.0%
应付职工薪酬	5,568	7,155	9,007	9,892	10,748	投资资产/净资产	218.2%	207.8%	213.7%	220.1%	225.0%
<b>负债总计</b>	<b>296,644</b>	<b>393,902</b>	<b>445,878</b>	<b>494,582</b>	<b>549,055</b>	<b>收入分布</b>					
股本	6,699	8,697	8,697	8,697	8,697	手续费收入/营业收入	39.7%	44.1%	43.9%	43.7%	43.2%
资本公积	27,534	40,361	40,361	40,361	40,361	经纪业务/营业收入	21.3%	27.7%	27.3%	26.3%	25.1%
一般风险准备	19,256	22,919	25,158	27,706	30,611	投行业务/营业收入	9.7%	8.8%	9.2%	9.7%	9.8%
交易风险准备						资管业务/营业收入	5.6%	4.7%	4.5%	4.6%	4.9%
盈余公积	5,236	5,236	6,355	7,630	9,082	自营业务/营业收入	28.6%	26.5%	25.2%	24.9%	24.6%
未分配利润	11,165	13,278	18,178	22,602	27,652	净利息收入/营业收入	10.1%	10.7%	12.0%	11.1%	10.5%
少数股东权益	80	88	97	106	117	<b>净利润驱动指标</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>85,128</b>	<b>105,825</b>	<b>113,680</b>	<b>122,135</b>	<b>132,514</b>	公司股基交易额	10,842,056	18,260,000	20,655,642	22,199,758	23,846,645
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>381,772</b>	<b>499,727</b>	<b>559,558</b>	<b>616,717</b>	<b>681,569</b>	公司股基交易市占率	3.98%	4.14%	4.24%	4.34%	4.44%
						净佣金率(%)	0.37	0.37	0.37	0.37	0.37
						IPO 市占率	5.60%	3.04%	3.34%	3.64%	3.94%
						再融资市占率	2.94%	3.39%	3.39%	3.39%	3.39%
						债券承销市占率	5.87%	3.81%	4.11%	4.41%	4.71%
						营业税金/营业收入	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
						成本收入比	53.0%	53.4%	52.8%	52.5%	52.2%
						有效税率	16.6%	16.0%	15.5%	15.0%	14.5%
						资本公积变化	350	12,251	(412)	199	962
						<b>获利能力</b>					
						净利率	38.9%	39.1%	39.8%	40.4%	40.9%
						ROA	2.1%	2.2%	2.1%	2.2%	2.2%
						ROE	8.8%	9.9%	10.2%	10.8%	11.4%
						<b>每股指标（元）</b>					
						每股收益	0.84	1.09	1.29	1.47	1.67
						每股净资产	10.47	10.44	11.35	12.32	13.51
						每股经纪业务交易额	1,618.36	2,099.69	2,375.16	2,552.72	2,742.09
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	21.8	16.8	14.2	12.5	11.0
						市净率	1.75	1.75	1.61	1.49	1.36

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)