

相关研究

2020 年点评《财富管理跨越式发展, ROE 行业领先》

2020H1 点评《投行+投资发展步伐稳健, 机构服务实力优势巩固》2020. 08. 27

公司深度《投行与机构并举, “大招商” 蓄势待发》

2020. 08. 05

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

投资投行驱动业绩增长, 财富管理空间广阔

2021 年 04 月 28 日

事件: 招商证券公布 2021 年一季报, 2021 年 Q1 实现营收 59.62 亿元, 同比+22.02%, 归母净利润 26.12 亿元, 同比+45.34%。平均加权 ROE2.63%, 同比增加 0.38 个百分点, 基本每股收益 0.28 元, 同比+40%。

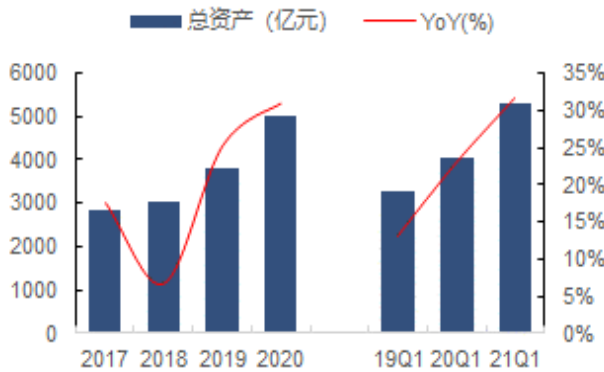
点评:

- **加大衍生品布局, 投资收益亮眼。**2021 年一季度市场震荡, 但得益于公司加大场外期权和收益互换规模的配置, 对冲持仓公允价值变动对投资收益的影响, 公司投资收益大幅增长。2021 年实现投资收益 19.48 亿元, 同比+78.23%, 报告期末公司自营规模 2512.97 亿元, 同比+29.47%, 场外期权和收益互换规模增加 39.72%。此外, 公司剔除客户保证金的杠杆倍数从 1Q20 年的 3.76 提升至 4.10, 与其他获得并表监管试点资格的券商相比, 公司杠杆水平仍有较大提升空间。
- **投行继续保持优势, 股债承销市占率提升。**一季度公司实现投行业务收入 4.13 亿元, 同比+55.26%。股权融资方面, IPO 承销规模 35.23 亿元, 同比增长 116%, IPO 市占率从 1Q20 的 2.08% 提升至 1Q21 的 4.63%, 再融资承销规模 53.92 亿元, 同比-20%; 债券融资规模 959 亿元, 同比+59.39%, 公司债券融资市占率从 1Q20 的 3.07% 提升至 4.22%。一直以来公司投行项目执行质量较高, IPO 审核趋于对公司投行业务影响甚微, 目前投行项目储备充足, 2021 公司投行业务有望实现高速增长。
- **财富管理与资产管理业绩可期。**报告期内, 公司实现代理买卖证券手续费收入 18.65 亿元, 同比+14.14%, 公司建立的“以客户为中心”财富管理生态圈, 引导客户向“产品化”转型, 2020 年已见成效, 伴随公司产品线日益丰富, 代销金融产品收入有望呈现爆发式增长。1Q21 公司资管业务收入 2.64 亿元, 同比+13.79%, 公司主动管理能力不断提升, 2020 年公司资管总规模已回升至与 2019 年持平。财富管理大时代, 由公司资管创设的集合资管、专项资管产品将从多维度满足各级客户需求, 我们预计 2021 年资管规模有望实现大幅增长。
- **盈利预测与投资评级:** 公司在财富管理方面客户基础庞大, 投研实力、系统建设、产品销售能力及资产配置能力在行业较为领先, 财富管理市占率有望进一步提升; 公司项目储备丰富, 项目执行质量高, 虽然监管 IPO 审核从严、全市场推行注册制可能暂缓, 但从公司排队 IPO 的项目数量, 我们仍然看好公司 2021 年投行业务发展。我们预计公司 2021-2023 年净利润增速为 24.30%/23.60%/19.79%, 对应 PB 1.24x/1.17x/1.11x, 目标价 26.75 元, 较当前股价有 46% 的上行空间, 维持“买入”评级。
- **风险因素:** 货币政策收紧导致股市交易量大幅下滑; 资本市场改革不及预期; 股市大幅波动导致的自营业绩不及预期等。

| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营收(亿元) | 187.09 | 242.77 | 266.59 | 329.53 | 394.76 |
| YoY(%) | 65.24% | 29.76% | 9.81% | 23.61% | 19.80% |
| 净利润 | 74.10 | 95.03 | 118.12 | 146.00 | 174.89 |
| YoY(%) | 66.48% | 28.25% | 24.30% | 23.60% | 19.79% |
| 每股收益(元) | 1.09 | 1.06 | 1.36 | 1.68 | 2.01 |
| 每股净资产(元) | 12.70 | 12.16 | 14.83 | 15.61 | 16.44 |
| 市盈率(倍) | 16.85 | 17.28 | 13.51 | 10.93 | 9.12 |
| 市净率(倍) | 1.44 | 1.51 | 1.24 | 1.17 | 1.11 |

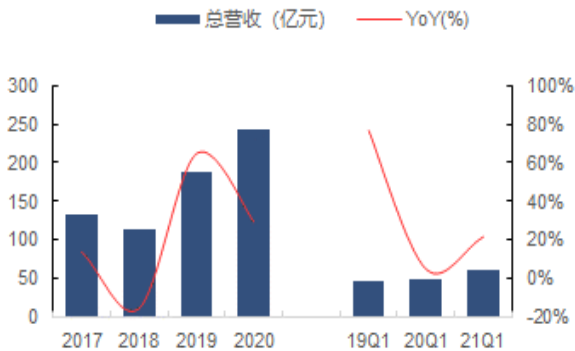
资料来源: Wind, 信达证券研发中心, 股价为 2021/4/27 收盘价

图 1: 1Q21 年公司总资产+31.59%至 5319.67 亿元



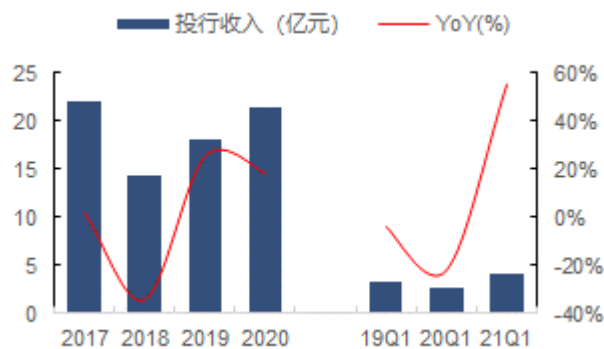
资料来源: Wind, 信达证券研发中心,

图 3: 1Q21 年公司总营收增长 22.02%



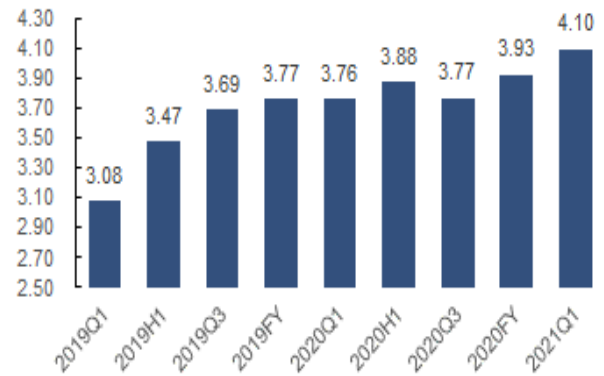
资料来源: Wind, 信达证券研发中心,

图 5: 1Q21 年投行收入+55.26%



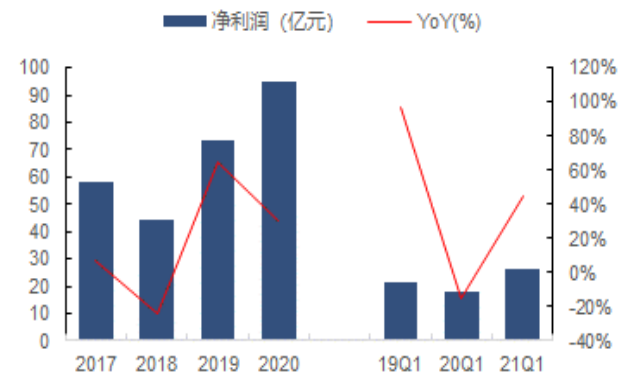
资料来源: Wind, 信达证券研发中心,

图 2: 1Q21 年公司杠杆倍数提升至 4.10



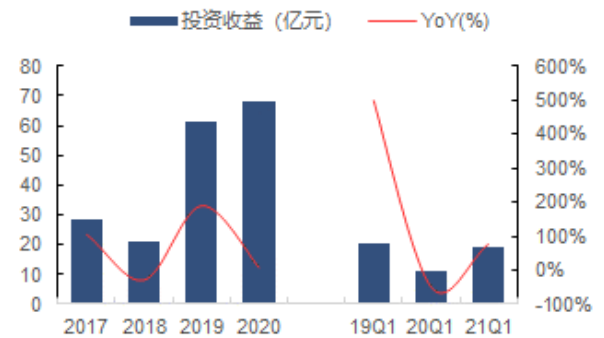
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4: 1Q21 年公司净利润增长+45.17%



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6: 2020 年再融资规模大幅提升同比+209.11%



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

| 合并损益表 | | 亿元 RMB | | | |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--|
| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | |
| 营业收入 | 242.77 | 266.59 | 329.53 | 394.76 | |
| 手续费净收入 | 106.97 | 126.87 | 147.52 | 164.07 | |
| 代理买卖证券业务净收入 | 67.20 | 80.31 | 89.76 | 98.13 | |
| 证券承销业务净收入 | 21.46 | 23.92 | 28.91 | 33.10 | |
| 资产管理业务净收入 | 11.43 | 9.96 | 11.15 | 13.15 | |
| 利息净收入 | 25.99 | 47.45 | 57.74 | 70.64 | |
| 投资收益及公允价值变动 | 64.31 | 57.87 | 110.40 | 144.77 | |
| 其他业务收入 | 30.96 | 34.06 | 13.46 | 14.81 | |
| 营业支出 | 129.75 | 119.00 | 147.10 | 176.22 | |
| 营业税金及附加 | 1.40 | 1.54 | 1.91 | 2.29 | |
| 业务及管理费 | 96.72 | 117.30 | 144.99 | 173.70 | |
| 营业利润 | 113.02 | 147.59 | 182.43 | 218.54 | |
| 营业外收入 | 0.15 | 0.16 | 0.17 | 0.17 | |
| 营业外支出 | 0.09 | 0.09 | 0.10 | 0.10 | |
| 利润总额 | 113.08 | 147.66 | 182.50 | 218.61 | |
| 所得税 | 18.05 | 29.53 | 36.50 | 43.72 | |
| 净利润 | 95.03 | 118.12 | 146.00 | 174.89 | |
| 归属母公司所有者净利润 | 94.91 | 118.12 | 146.00 | 174.89 | |
| 少数股东损益 | 0.12 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | |
| 基本 EPS (元, RMB) | 1.06 | 1.36 | 1.68 | 2.01 | |

| 年增长率(%) | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 29.76% | 9.81% | 23.61% | 19.80% |
| 净利润 | 28.25% | 24.30% | 23.60% | 19.79% |
| 基本 EPS | 1.06 | 1.36 | 1.68 | 2.01 |
| 盈利能力(%) | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 营业利润率 | 46.55% | 55.36% | 55.36% | 55.36% |
| 净利润率 | 39.10% | 44.31% | 44.30% | 44.30% |

| 资产负债表 | | 亿元 RMB | | | |
|------------|--------|----------|----------|----------|--|
| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | |
| 货币资金 | 828.39 | 965.30 | 1,012.87 | 1,047.95 | |
| 结算备付与保证金 | 315.96 | 353.25 | 370.57 | 388.68 | |
| 交易性金融资产 | 1,735 | 1,898.71 | 1,992.16 | 2,089.97 | |
| 买入返售金融资产 | 522.60 | 593.35 | 622.55 | 653.12 | |
| 可供出售金融资产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | |
| 其他资产 | 1,594. | 1,574.07 | 1,652.02 | 1,748.55 | |
| 资产总计 | 4,997 | 5,384.69 | 5,650.16 | 5,928.27 | |
| 短期借款 | 32.90 | 33.56 | 34.23 | 34.91 | |
| 交易性金融负债 | 139.42 | 146.39 | 153.71 | 161.40 | |
| 衍生金融负债 | 30.72 | 32.26 | 33.87 | 35.56 | |
| 卖出回购金融资产款 | 1,192 | 1,252.21 | 1,314.82 | 1,380.56 | |
| 代理买卖证券款 | 854.41 | 1,008.47 | 1,058.90 | 1,111.84 | |
| 其他负债 | 1,688 | 1,619.52 | 1,693.73 | 1,770.93 | |
| 负债合计 | 3,939 | 4,092.41 | 4,289.25 | 4,495.21 | |
| 股本 | 86.97 | 86.97 | 86.97 | 86.97 | |
| 归属母公司所有者权益 | 1,057 | 1,291.41 | 1,360.06 | 1,432.24 | |
| 少数股东权益 | 0.88 | 0.86 | 0.86 | 0.82 | |
| 所有者权益合计 | 1,058 | 1,292.15 | 1,360.78 | 1,432.93 | |
| 负债和股东权益合计 | 4,997 | 5,384.56 | 5,650.03 | 5,928.14 | |

| 经营指标 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产收益率(%) | 2.15% | 2.28% | 2.65% | 3.02% |
| 净资产收益率(%) | 9.95% | 10.06% | 11.01% | 12.53% |
| 管理费用率(%) | 44.00% | 44.00% | 44.00% | 44.00% |
| 营业收入/总资产(%) | 5.51% | 5.14% | 5.97% | 6.82% |
| 每股指标 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 基本 EPS (RMB) | 1.06 | 1.36 | 1.68 | 2.01 |
| BVPS | 12.16 | 14.83 | 15.61 | 16.44 |
| 估值分析 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 市盈率(x) | 17.28 | 13.51 | 10.93 | 9.12 |
| 市净率(x) | 1.51 | 1.24 | 1.17 | 1.11 |
| 净资产收益率(%) | 9.95% | 10.06% | 11.01% | 12.53% |

研究团队简介

王舫朝，硕士，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

朱丁宁，硕士，毕业于英国格拉斯哥大学金融专业，曾工作于台湾富邦证券和瑞银证券，于2020年4月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

王锐，硕士，毕业于美国波士顿大学金融专业，2019年11月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

机构销售联系人

| 区域 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|-----------------|-----|-------------|--|
| 全国销售总监 | 韩秋月 | 13911026534 | hanqiuyue@cindasc.com |
| 华北 | 卞双 | 13520816991 | bianshuang@cindasc.com |
| 华北 | 阙嘉程 | 18506960410 | quejiacheng@cindasc.com |
| 华北 | 刘晨旭 | 13816799047 | liuchenxu@cindasc.com |
| 华北 | 欧亚菲 | 18618428080 | ouyafei@cindasc.com |
| 华北 | 祁丽媛 | 13051504933 | qiliyuan@cindasc.com |
| 华北 | 魏冲 | 18340820155 | weichong@cindasc.com |
| 华东副总监 (主持工作) | 杨兴 | 13718803208 | yangxing@cindasc.com |
| 华东 | 吴国 | 15800476582 | wuguo@cindasc.com |
| 华东 | 国鹏程 | 15618358383 | guopengcheng@cindasc.com |
| 华东 | 李若琳 | 13122616887 | liruolin@cindasc.com |
| 华东 | 孙斯雅 | 18516562656 | sunsiya@cindasc.com |
| 华东 | 张琼玉 | 13023188237 | zhangqiongyu@cindasc.com |
| 华南总监 | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@cindasc.com |
| 华南 | 陈晨 | 15986679987 | chenchen3@cindasc.com |
| 华南 | 王雨霏 | 17727821880 | wangyufei@cindasc.com |
| 华南 | 王之明 | 15999555916 | wangzhiming@cindasc.com |
| 华南 | 闫娜 | 13229465369 | yanna@cindasc.com |
| 华南 | 焦扬 | 13032111629 | jiaoyang@cindasc.com |
| 华南 | 江开雯 | 18927445300 | jiangkaiwen@cindasc.com |
| 华南 | 曹曼茜 | 18693761361 | caomanqian@cindasc.com |

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
|---|-----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | 买入 ：股价相对强于基准 20% 以上； | 看好 ：行业指数超越基准； |
| | 增持 ：股价相对强于基准 5%~20%； | 中性 ：行业指数与基准基本持平； |
| | 持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间； | 看淡 ：行业指数弱于基准。 |
| | 卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。 | |

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。