

2021年04月29日

2021年一季报点评：基金管理自营贡献最大增量，业绩暴增341%

兴业证券(601377)

事件概述

公司发布2021年一季报，2021Q1公司实现营业收入55.0亿元，同比+52%；归母净利12.0亿元，同比+341%；ROE（加权）3.12%，同比增2.34pct。

分析判断：

► 基金管理自营贡献最大增量，业绩同比+341%

分项业务增速来看，自营业务增速最高，实现营收9.8亿元，同比+265%；基金管理业务次之，营收15.6亿元，同比+136%；利息净收入3.8亿元，同比+77%；资管业务收入0.5亿元，同比+42%；经纪业务收入8.3亿元，同比+32%；其他业务收入14.7亿元，同比-6%。

业绩贡献来看，基金管理业务对于业绩增量贡献最大，为47%；其次为自营业务，贡献38%；再次为经纪业务贡献11%；利息净收入与资管业务收入分别贡献9%和1%；投行业务与其他业务贡献为负，分别为-1%和-5%。

► 经纪业务增速远高于市场交易增速；基金管理业务收入大增；投资收益率、利息收入大增

2021Q1市场股基交易额同比增11%，而公司经纪业务手续费净收入8.3亿元，同比32%，预计主要由于公司机构经纪与代销金融产品业务占比较高从而获得超越市场增速，以及期货经纪、海外证券经纪增速较高带来。

公司分别持有兴业全球基金51%、南方基金9%的股权，领先同业的公募基金布局使其充分受益财富管理大发展。

证券自营业务方面，公司投资资产与去年同期相比略有下降，但投资收益率由20Q1的1.48%提升3.86pct至5.34%（年化，未加债权投资类利息收入）。

► 减值损失同比大降，助力利润增速远高于收入增速

信用减值损失、其他资产减值损失及其他业务成本增速为负，使得利润增速远高于收入增速。信用减值计提0.9亿元，同比减少1.7亿元；其他资产减值转回0.2亿元，上年同期因为期货风险子公司计提的大宗商品存货跌价准备1.8亿元，减少2亿元；其他业务成本12.8亿元，同比-15%。

评级及分析师信息

评级：买入
上次评级：买入
目标价格：
最新收盘价：9.27

股票代码：601377
52周最高价/最低价：10.8/5.62
总市值(亿)：620.78
自由流通市值(亿)：620.78
自由流通股数(百万)：6,696.67



分析师：吕秀华

邮箱：lvxh@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040001

分析师：魏涛

邮箱：weitao@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070003

分析师：罗惠洲

邮箱：luohz@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520070004

相关研究

1. 【华西非银】兴业证券(601377)深度：机构业务产业链、自营业绩突出，剑指全面跻身行业前10

2021.04.16

投资建议

1) 公司亮点

公司机构业务产业链具显著优势，包括机构研究、代销业务、基金管理各项业务，将显著受益机构化。

16 年广设分支机构、18 年起推进分公司战略、集团协同战略赋能各项业务，成效初显。

风险管理能力触底回升。17 年新领导班子上任后强化风险管理，特别是在投行业务方面形成了国内领先的风险内控体系，把投行的质控和内核与承揽、承做完全独立，而且分属不同的高管相互制衡管理。资本中介业务方面，风险较高的股票质押业务、境外融出资金业务规模已经大大压缩。

2) 维持买入评级

维持此前盈利预测：预计公司 2021/2022/2023 年营业收入分别为 191.5/209.6/232.0 亿元，预计公司 2021/2022/2023 年归母净利润分别为 43.8/48.2/54.1 亿元，预计公司

2021/2022/2023 年 BVPS 分别为 6.3/7.0/7.8 亿元，4 月 29 日股价对应的 PB 为 1.47/1.32/1.19 倍。鉴于公司机构服务占优将显著受益于市场机构化，分公司战略与集团协同战略逐渐发力、风险管理能力改善持续为各项业务赋能，维持“买入”评级。

风险提示

1) 机构化进程低于预期；2) 注册制下投行责任加大，投行业务尽责及合规风险；3) 权益市场大幅下跌，证券投资业务与股票质押业务风险；4) 交易量大幅萎缩，资本市场改革低于预期的风险。

盈利预测与估值

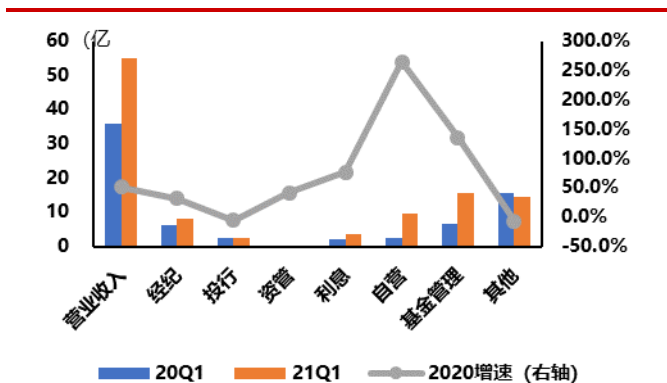
| 财务摘要 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 175.80 | 191.51 | 209.63 | 231.95 |
| YoY (%) | 23.37 | 8.94 | 9.46 | 10.65 |
| 归母净利润(百万元) | 40.03 | 43.77 | 48.22 | 54.06 |
| YoY (%) | 127.13 | 9.33 | 10.16 | 12.11 |
| 毛利率 (%) | 22.77 | 22.86 | 23.00 | 23.30 |
| 每股收益 (元) | 0.60 | 0.65 | 0.72 | 0.81 |
| ROE | 11.16 | 10.96 | 10.83 | 10.89 |
| 市盈率 | 14.34 | 13.11 | 11.90 | 10.62 |

资料来源：Wind，华西证券研究所

图表目录

| | | |
|-----|-----------------------|---|
| 图 1 | 2021Q1 各项业务收入及增速..... | 4 |
| 图 2 | 2021Q1 各项业务收入贡献度..... | 4 |
| 图 3 | 21Q1 投资收益率大幅提升..... | 4 |
| 图 4 | IPO 业务规模及市场份额..... | 4 |
| 图 5 | 再融资业务规模及市场份额..... | 4 |
| 图 6 | 核心债业务规模及市场份额..... | 4 |

图 1 2021Q1 各项业务收入及增速



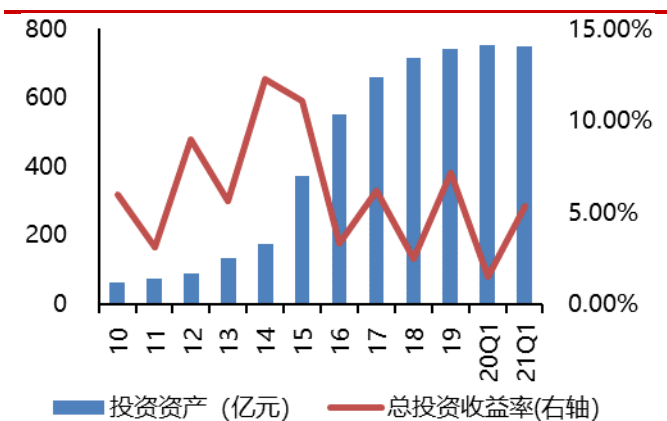
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 2 2021Q1 各项业务收入贡献度

| 单位: 亿元 | 2020Q1 | 21Q1 | 增量 | 增速 | 贡献度 |
|---------|--------|------|-------|------|-----|
| 经纪 | 6.3 | 8.3 | 2.0 | 32% | 11% |
| 投行 | 2.5 | 2.4 | (0.1) | -4% | -1% |
| 资管 | 0.4 | 0.5 | 0.1 | 42% | 1% |
| 利息 | 2.1 | 3.8 | 1.6 | 77% | 9% |
| 自营 | 2.7 | 9.8 | 7.1 | 265% | 38% |
| 基金管理 | 6.6 | 15.6 | 9.0 | 136% | 47% |
| 其他 | 15.5 | 14.7 | (0.9) | -6% | -5% |
| 营业收入 | 36.1 | 55.0 | 19.0 | 52% | |
| 营业税金及附加 | 0.2 | 0.3 | 0.1 | 48% | |
| 管理费用 | 12.2 | 20.7 | 8.5 | 70% | |
| 信用减值损失 | 2.6 | 0.9 | (1.7) | -66% | |
| 其他业务成本 | 15.0 | 12.8 | (2.2) | -15% | |
| 营业利润 | 4.3 | 20.6 | 16.2 | 375% | |
| 归母净利润 | 2.7 | 12.0 | 9.2 | 341% | |

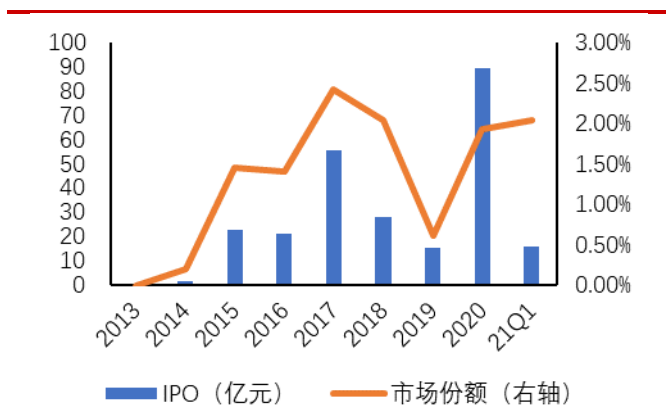
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 3 21Q1 投资收益率大幅提升



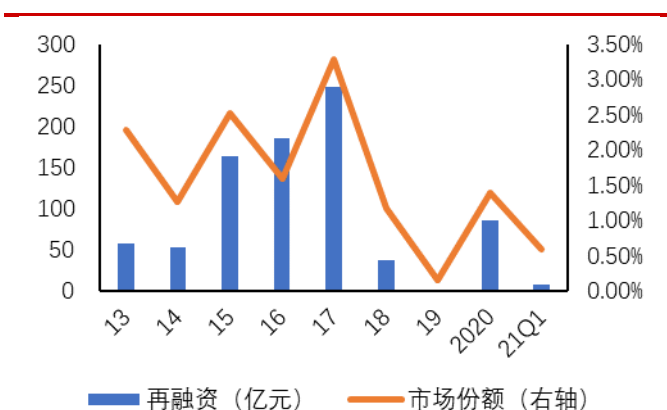
资料来源: 公司年报, Wind, 华西证券研究所

图 4 IPO 业务规模及市场份额



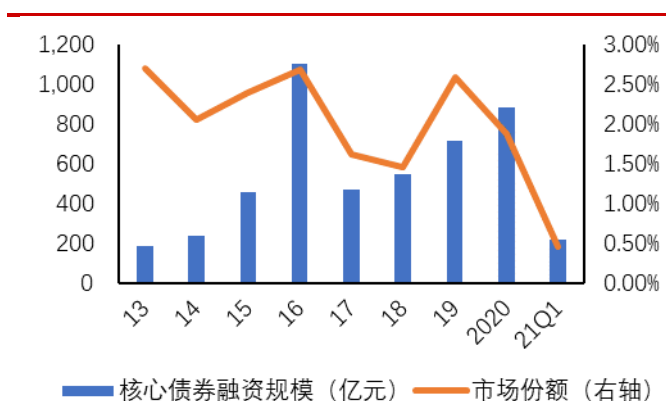
资料来源: 公司年报, Wind, 华西证券研究所

图 5 再融资业务规模及市场份额



资料来源: Wind, 华西证券研究所 注: 收益率已年化

图 6 核心债业务规模及市场份额



资料来源: Wind, 华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|-------------|---------|---------|---------|---------|------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:亿元 | | | | | 单位:亿元 | | | | |
| 会计年度 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 会计年度 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 货币资金 | 489.2 | 570.3 | 661.6 | 768.7 | 营业收入 | 175.8 | 191.5 | 209.6 | 231.9 |
| 其中:客户资金 | 339.7 | 390.6 | 449.2 | 516.6 | 代理买卖证券业务 | 27.8 | 27.7 | 27.4 | 27.4 |
| 存款 | | | | | 净收入 | | | | |
| 结算备付金 | 73.1 | 84.7 | 97.9 | 113.3 | 证券承销业务净收入 | 13.8 | 15.5 | 17.7 | 20.5 |
| 其中:客户备付金 | 59.7 | 68.7 | 79.0 | 90.9 | 受托客户资产管理 | 1.4 | 1.8 | 1.9 | 2.2 |
| 融出资金 | 310.3 | 341.3 | 375.4 | 412.9 | 业务净收入 | | | | |
| 金融投资 | 737.2 | 885.6 | 1,046.6 | 1,242.7 | 利息净收入 | 11.7 | 17.2 | 19.3 | 22.7 |
| 交易性金融资产 | 495.7 | 595.5 | 703.8 | 835.7 | 投资净收益 | 51.2 | 52.1 | 62.0 | 73.5 |
| 债权投资 | - | - | - | - | 公允价值变动净收益 | -3.8 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 其他债权投资 | 215.9 | 259.4 | 306.6 | 364.0 | 汇兑净收益 | 0.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 其他权益工具投资 | 25.5 | 30.7 | 36.2 | 43.0 | 其他业务收入 | 36.7 | 40.3 | 44.4 | 48.8 |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | 营业支出 | 113.8 | 123.7 | 135.0 | 148.3 |
| 买入返售金融资产 | 45.5 | 45.5 | 45.5 | 45.5 | 营业税金及附加 | 1.0 | 1.1 | 1.2 | 1.3 |
| 长期股权投资 | 23.3 | 28.0 | 33.1 | 39.3 | 管理费用 | 67.6 | 73.6 | 80.6 | 89.2 |
| 固定资产 | 6.5 | 7.8 | 9.3 | 11.0 | 信用减值损失 | 6.1 | 6.1 | 6.1 | 6.1 |
| 无形资产 | 2.6 | 3.1 | 3.7 | 4.4 | 其他业务成本 | 38.9 | 42.7 | 46.8 | 51.4 |
| 递延所得税资产 | 11.1 | 13.3 | 15.7 | 18.7 | 营业利润 | 62.0 | 67.8 | 74.7 | 83.7 |
| 投资性房地产 | 1.0 | 1.2 | 1.5 | 1.7 | 利润总额 | 61.6 | 67.3 | 74.1 | 83.1 |
| 其他资产 | 110.3 | 124.8 | 141.1 | 160.2 | 所得税 | 15.7 | 17.2 | 18.9 | 21.2 |
| 资产总计 | 1,810.2 | 2,105.7 | 2,431.5 | 2,818.5 | 归属母公司净利润 | 40.0 | 43.8 | 48.2 | 54.1 |
| 短期借款 | 38.6 | 48.1 | 59.8 | 74.4 | 主要财务比率 | | | | |
| 应付短期融资款 | 85.8 | 106.8 | 132.9 | 165.3 | 会计年度 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 拆入资金 | 5.3 | 6.6 | 8.2 | 10.2 | 成长能力 | | | | |
| 交易性金融负债 | 26.2 | 28.4 | 29.6 | 30.8 | 营业收入(%) | 23.4 | 8.9 | 9.5 | 10.6 |
| 衍生金融负债 | 1.3 | 1.4 | 1.5 | 1.6 | 归母净利润(%) | 127.1 | 9.3 | 10.2 | 12.1 |
| 卖出回购金融资产款 | 257.8 | 279.6 | 291.4 | 303.7 | 收入结构 | | | | |
| 代理买卖证券款 | 445.4 | 512.2 | 589.0 | 677.3 | 手续费净收入(%) | 15.8 | 14.5 | 13.1 | 11.8 |
| 其他负债 | 7.3 | 8.6 | 9.5 | 10.4 | 承销收入(%) | 7.8 | 8.1 | 8.5 | 8.9 |
| 负债合计 | 1,401.8 | 1,650.0 | 1,923.6 | 2,252.2 | 资产管理收入(%) | 0.8 | 0.9 | 0.9 | 1.0 |
| 股本 | 67.0 | 67.0 | 67.0 | 67.0 | 利息净收入(%) | 6.6 | 9.0 | 9.2 | 9.8 |
| 资本公积金 | 143.8 | 143.8 | 143.8 | 143.8 | 投资收益(%) | 27.0 | 27.2 | 29.6 | 31.7 |
| 盈余公积金 | 20.1 | 24.5 | 29.3 | 34.7 | 其他业务收入(%) | 41.9 | 40.3 | 38.7 | 36.9 |
| 未分配利润 | 92.8 | 127.8 | 166.4 | 209.6 | 获利能力 | | | | |
| 一般风险准备 | 50.2 | 54.6 | 59.4 | 64.8 | 自营投资收益率(%) | 6.4 | 6.4 | 6.4 | 6.4 |
| 归属于母公司所有者权益 | 377.4 | 421.2 | 469.4 | 523.4 | 杠杆率 | 3.6 | 3.8 | 3.9 | 4.1 |
| 负债及股东权益 | 1,810.2 | 2,105.7 | 2,431.5 | 2,818.5 | ROE(%) | 11.2 | 11.0 | 10.8 | 10.9 |
| 每股指标(单位:元) | | | | | ROA(%) | 2.3 | 2.2 | 2.1 | 2.1 |
| 每股净利润 | 0.60 | 0.65 | 0.72 | 0.81 | 估值 | | | | |
| 每股净资产 | 5.64 | 6.3 | 7.0 | 7.8 | PE | 15.51 | 14.18 | 12.87 | 11.48 |
| | | | | | PB | 1.64 | 1.47 | 1.32 | 1.19 |

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|----------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15% |
| | 增持 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间 |
| | 卖出 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15% |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% |
| | 中性 | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
| | 回避 | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10% |

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。