

股衍与财管助公司业绩保持确定性高增通道

——中金公司 2021 年一季报点评

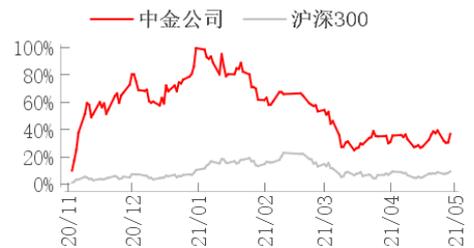


东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2021年04月29日)	51.62元
目标价格	54.77元
52周最高价/最低价	77.69/34.54元
总股本/流通A股(万股)	482,726/216,399
A股市值(百万元)	249,183
国家/地区	中国
行业	非银行金融
报告发布日期	2021年04月30日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-1.75	1.08	-15.39	
相对表现	-2.52	-1.46	-18.99	
沪深300	0.77	2.54	3.6	18.91



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

股衍与投行助推业绩大增七成, A股IPO开启公司加速扩张之路: ——中金公司 2020 年年报点评 2021-03-31

旗舰投行拥抱注册制新时代, 创新龙头新贵 2021-02-01

剑指最高峰: ——中金公司首次覆盖报告

核心观点

- 业绩持续保持高速增长, A股IPO致使ROE短期被稀释。1) 公司21Q1实现营业收入59.33亿元, 同比+24%, 实现归母净利润18.76亿元, 同比+47%, 业绩保持高速增长态势。2) 公司21Q1实现年化ROE10.23%, 较20Q1基本持平。A股IPO致公司ROE短暂被稀释。截至21Q1公司权益乘数达6.62, 较年初小幅提升0.32, 持续高居行业第一位。3) 自营、经纪、投行、资管净业务收入占比分别为47%、25%、16%、6%。
- 场外衍生品助自营收入确定性增长, 多因素助经纪收入同比增长39%。1) 公司21Q1实现自营收入27.61亿元, 同比+30%。公司金融资产规模较年初增长6%至3030亿元。更为重要的是公司依托场外衍生品的市场中性交易模式持续取得高确定性的自营收入增长。2) 21Q1公司经纪收入15.08亿元, 同比+39%; 一方面得益于1-2月市场高活跃度, 另一方面我们预计公司股基成交额市占率持续提升且代销金融产品收入显著增加。2) 公司21Q1实现资管收入3.41亿元, 低基数下同比增长106%, 预计基金管理贡献度显著提升。
- 受季节及储备因素影响IPO节奏放缓, 两融业务助利息净支出收窄。1) 21Q1公司实现投行业务收入9.55亿元, 同比+9%。21Q1公司股债承销规模1441亿元, 市占率5.97%, 位列行业第五; 其中IPO规模41亿元, 市占率5.38%, 受季节性以及项目储备等因素影响, 公司IPO节奏于一季度有所放缓, 预计后续季度大概率将显著加速。2) 受益于两融市场持续高位运作, 截至一季末公司融出资金余额341亿元, 较年初微增1%, 助21Q1公司利息净支出收窄9%。3) 由于公司股权质押规模较低且整体资产质量较高, 一季度公司信用减值损失在低基数下进一步下滑83%至0.25亿元。

财务预测与投资建议

- 维持公司21-23年BVPS预测值15.65/17.76/20.22, 按可比公司估值, 维持目标估值21E PB为3.50x, 对应54.77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)	15,755	23,660	31,601	37,416	44,486
同比增长(%)	22%	50%	34%	18%	19%
营业利润(百万元)	5,569	8,747	11,849	14,552	17,911
同比增长(%)	26%	57%	35%	23%	23%
归属母公司净利润(百万元)	4,239	7,207	9,692	11,905	14,655
同比增长(%)	21%	70%	34%	23%	23%
每股收益(元, 摊薄)	0.88	1.49	2.01	2.47	3.04
每股净资产(元)	10.83	13.80	15.65	17.76	20.22
净资产收益率	9.64%	12.08%	12.70%	13.86%	15.12%
市盈率	58.79	34.57	25.71	20.93	17.00
市净率	4.77	3.74	3.30	2.91	2.55
净佣金率	0.045%	0.038%	0.033%	0.031%	0.032%

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。

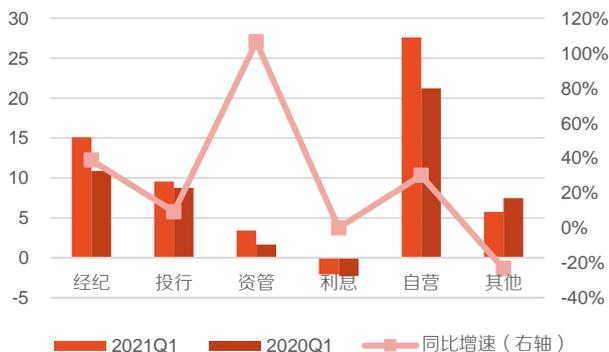
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

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。

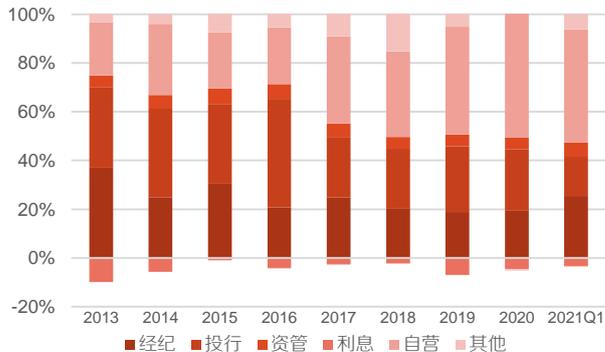
表 1: 2021Q1 业绩摘要

单位: 百万元	2020Q1	2021Q1	同比
一、营业收入	4,771	5,933	24.37
手续费及佣金净收入	2,552	3,366	31.92
经纪业务手续费净收入	1,087	1,508	38.78
投资银行业务手续费净收入	874	955	9.24
资产管理业务手续费净收入	165	341	106.47
利息净收入	(225)	(205)	(8.68)
投资净收益	1,064	(4,726)	(544.15)
对联营企业和合营企业的投资收益	2.98	17.99	504.66
公允价值变动净收益	1,062	7,505	606.42
其他业务收入	3.54	7.73	118.20
二、营业支出	3,064	3,642	18.86
营业税金及附加	27	28	3.63
管理费用	2,893	3,590	24.10
减值损失合计	145	25	(82.91)
其他业务成本	0.25	0.17	(32.06)
三、营业利润	1,706	2,291	34.26
四、利润总额	1,693	2,287	35.09
减: 所得税	404	409	1.25
五、净利润	1,289	1,878	45.70
归属于母公司所有者的净利润	1,277	1,876	46.90
总资产	391,943	576,739	47.15
归属于母公司所有者的净资产	49,725	75,068	50.97
代理买卖证券款	65,065	79,663	22.44
权益乘数 (剔除代理买卖证券款)	6.57	6.62	-

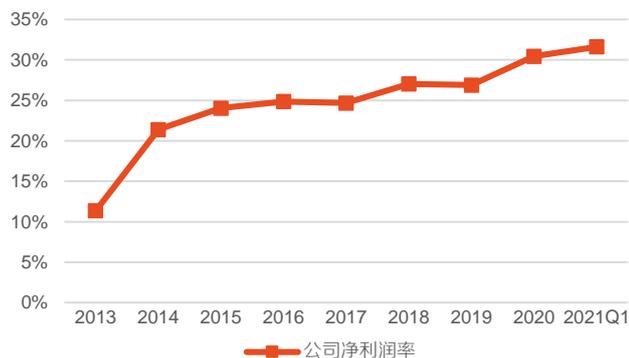
数据来源: WIND、东方证券研究所

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


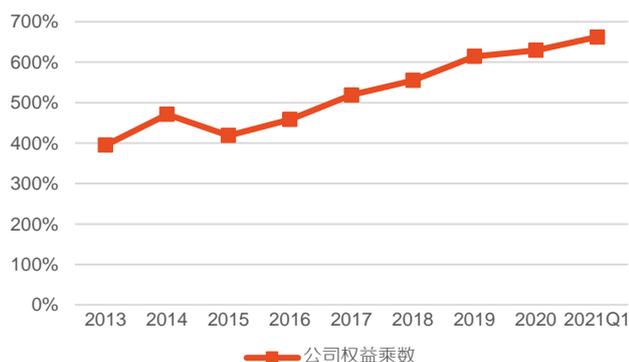
数据来源: WIND、东方证券研究所

图 3：2013-2021Q1 公司净利润率


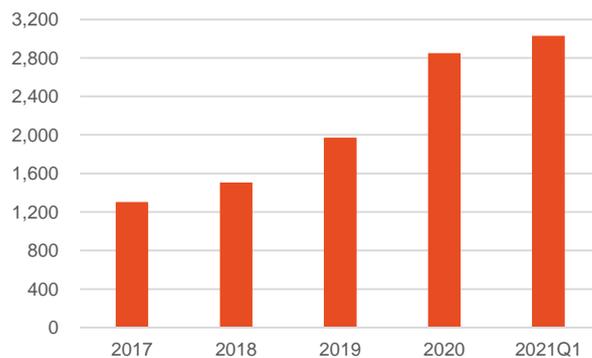
数据来源：WIND、东方证券研究所

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 6：2017-2021Q1 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 公司股票承销金额及市占率


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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
银行存款	61,454	95,817	117,727	123,539	129,323	成长能力					
其中：客户存款	40,960	51,666	81,191	88,242	95,795	营业收入	22.0%	50.2%	33.6%	18.4%	18.9%
公司存款	20,494	44,151	36,536	35,297	33,528	手续费及佣金净收入	20.1%	42.7%	10.2%	12.6%	14.2%
结算备付金	10,964	12,295	19,321	20,999	22,797	其中：经纪业务	13.8%	54.8%	-0.6%	2.1%	12.1%
其中：客户备付金	7,498	9,285	14,591	15,858	17,216	投行业务	33.9%	40.2%	13.2%	16.3%	14.2%
公司备付金	3,465	3,010	4,730	5,141	5,581	资产管理	8.6%	37.2%	22.6%	20.3%	17.5%
投资资产	201,680	297,129	380,071	465,984	517,979	净利息收入	285.7%	-2.4%	-2.6%	11.1%	6.3%
其中：交易性资产	168,192	247,606	314,359	381,021	438,263	自营收入	53.2%	89.1%	38.2%	24.0%	22.5%
其他债权投资	28,986	37,212	47,244	57,263	65,866	营业支出	20.0%	46.4%	32.5%	15.8%	16.2%
衍生金融资产	4,502	12,311	18,467	27,700	13,850	管理费用	19.1%	39.1%	33.6%	16.4%	16.8%
存出保证金	6,502	11,768	18,494	20,100	21,820	营业利润	25.9%	57.1%	35.5%	22.8%	23.1%
买入返售资产	14,299	18,431	23,545	24,708	25,865	归属于母公司净利润	21.4%	70.0%	34.5%	22.8%	23.1%
长期股权投资	1,168	1,189	1,308	1,439	1,582	资产分布					
固定资产（含在建工程）	518	553	579	608	637	自有存款/总资产	5.9%	8.5%	5.5%	4.8%	4.1%
资产总计	344,971	521,620	663,750	741,921	814,113	客户存款/总资产	11.9%	9.9%	12.2%	11.9%	11.8%
交易性金融负债	26,570	42,892	57,904	63,694	54,140	投资资产/总资产	58.5%	57.0%	57.3%	62.8%	63.6%
代买卖证券款	48,338	70,655	111,032	120,675	131,004	买入返售资产/总资产	4.1%	3.5%	3.5%	3.3%	3.2%
应付职工薪酬	5,480	8,587	10,738	12,563	14,956	投资资产/净资产	415.6%	413.7%	470.6%	512.0%	503.3%
负债总计	296,440	449,805	582,995	650,912	711,204	收入分布					
股本	4,369	4,827	4,827	4,827	4,827	手续费收入/营业收入	60.6%	57.6%	47.5%	45.2%	43.4%
资本公积	26,932	39,533	41,510	43,585	45,765	经纪业务/营业收入	18.9%	19.5%	14.5%	12.5%	11.8%
一般风险准备	11,781	17,799	19,742	22,129	25,066	投行业务/营业收入	27.0%	25.2%	21.3%	21.0%	20.1%
盈余公积	737	996	1,967	3,160	4,629	资管业务/营业收入	11.8%	10.8%	9.9%	10.1%	10.0%
未分配利润	3,201	4,074	8,908	14,489	21,066	自营业务/营业收入	62.1%	80.5%	82.5%	86.7%	90.5%
归属于母公司所有者权益合计	48,294	71,635	80,539	90,749	102,598	净利息收入/营业收入	-7.0%	-4.5%	-3.3%	-3.1%	-2.8%
少数股东权益	238	180	216	259	311	净利润驱动指标					
股东权益合计	48,532	71,815	80,755	91,008	102,910	公司股基交易额	6,630,000	12,124,701	13,879,041	15,084,326	16,375,442
负债和股东权益总计	344,971	521,620	663,750	741,921	814,113	公司股基交易市占率	2.43%	2.75%	2.85%	2.95%	3.05%
						净佣金率	0.045%	0.038%	0.033%	0.031%	0.032%
						IPO 市占率	28.21%	20.91%	20.00%	20.00%	20.00%
						再融资市占率	0.41%	1.35%	1.50%	1.75%	2.00%
						债券承销市占率	14.20%	11.88%	12.00%	12.00%	12.00%
						营业税金/营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
						成本收入比	64.7%	63.0%	62.5%	61.1%	59.7%
						有效税率	19.9%	16.6%	18.0%	18.0%	18.0%
						资本公积变化	2,423	11,732	1,156	1,049	866
						获利能力					
						净利率	26.9%	30.5%	30.7%	31.8%	32.9%
						ROA	1.4%	1.7%	1.6%	1.7%	1.9%
						ROE	9.6%	12.08%	12.70%	13.86%	15.12%
						每股指标（元）					
						每股收益	0.88	1.49	2.01	2.47	3.04
						每股净资产	10.83	13.80	15.65	17.76	20.22
						每股经纪业务交易额	1,517.63	2,511.72	2,875.14	3,124.82	3,392.29
						估值比率					
						市盈率	58.79	34.57	25.71	20.93	17.00
						市净率	4.77	3.74	3.30	2.91	2.55

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