

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

浙商证券(601878)

投资评级 买入

上次评级 买入

王舫朝 首席研究员

执业编号: S1500519120002

联系电话: 010-83326877

邮箱: wangfangzhao@cindasc.com

王锐 研究助理

联系电话: 010-83326751

邮箱: wangrui@cindasc.com

相关研究

深度《深耕浙江厚积薄发, 财富管理初露峥嵘》2021. 10. 13

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

财富管理与投行业绩亮眼, 盈利能力大幅提升

2021 年 10 月 28 日

事件: 浙商证券公布 2021 年三季报, 2021 年前三季度实现营收 120.78 亿元, 同比+70.32%, 其中第三季度营收 49.49 亿元, 同比+90.12%, 前三季度归母净利润 15.88 亿元, 同比+54.61%, 其中第三季度归母净利润 7.1 亿元, 同比+90.52%。平均加权 ROE 7.32%, 同比增加 0.78 个百分点, 基本每股收益 0.42 元, 同比+40%。

点评:

- **财富管理业绩突出, 支撑公司盈利能力提升。**前三季度, 市场日均交易额 10344 亿元, 同比增长 13%, 公司实现经纪业务手续费收入 15.73 亿元, 同比+42.10%, 远高于前三季度日均交易额涨幅, 我们预计公司财富管理业务贡献更多收入。截至三季度末, 公募基金规模 23.98 万亿, 同比增长 34.04%, 截至二季度末, 私募证券投资基金规模 5.39 万亿元, 同比增长 76%, 公司具备高素质投顾团队, 对客户资产把控能力强, 同时具备专业的金融产品选品体系, 客户投资体验与管理客户资产规模增长实现良性循环, 公司将充分受益于公募与私募基金的高速发展, 2021 年财富管理收入有望延续高增长态势。浙江省高净值人群聚集, 公司在私募基金代销领域具备地域及专业性优势, 公司盈利能力将随私募基金保有量增长而继续提升。
- **投行业绩稳步增长, 全年业绩可期。**前三季度公司实现投行业务收入 8.59 亿元, 同比+28.79%。股权融资方面, IPO 承销规模 27.35 亿元, 同比增长 9.01%, 市场份额从去年同期的 0.66% 提升至 0.73%; 再融资承销规模 49.07 亿元, 同比-15%; 债券融资规模 1042.64 亿元, 同比+42.54%, 公司债券融资市占率去年同期的 1.01% 提升至 1.27%。浙江省企业资源丰富, 公司长期陪伴服务的中小企业资本市场融资需求旺盛, 公司债承团队在服务意识及专业度方面得到省内地市政府及企业客户的高度认可, 公司省内投行优势明显, 全年业绩有望实现高速增长。
- **70 亿可转债补充运营资本, 投资与信用业务将实现稳健发展。**前三季度公司实现投资业务收入 14.14 亿元, 同比增长 32.26%, 利息净收入 4.11 亿元, 同比+1.73%, 公司已于 9 月底发布 70 亿元可转债预案, 其中 35 亿用于投资与交易业务, 30 亿元用于资本中介业务, 公司重资本业务有望受益于资本金补充实现稳健发展。
- **盈利预测与投资评级:** 浙江省经济发达, 上市公司和高净值人群资源丰富, 公司投行、财富管理等多项业务有良好的区位支撑, 公司盈利能力将随财富管理业务收入贡献提升而实现质的飞跃。我们预计公司 2021E-2023E 归母净利润 21.94 亿元/29.74 亿元/42.01 亿元, 同比 +34.88%/35.51%/41.28%, 对应 EPS 0.61 元/0.82 元/1.16 元, ROE 10.03%/11.55%/14.51%。我们使用 SOTP 估值法给公司估值, 对手续费及佣金收入为主的经纪业务、财富管理业务、投行业务及资管业务给予 20 倍 PE 估值, 对于重资产业务(信用业务和投资业务)给予 1.7 倍 PB 估值。依据 SOTP 估值结果, 公司 2021 年目标市值 694.28 亿元,

给予“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。

重要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(亿元)	106.37	148.25	197.39	253.69
增长率 YoY %	88.07%	39.37%	33.15%	28.52%
归属母公司净利润(亿元)	16.27	21.94	29.74	42.01
增长率 YoY%	68.08%	34.88%	35.51%	41.28%
营业利润率%	20.43%	19.68%	20.07%	22.07%
净资产收益率 ROE%	9.51%	10.03%	11.55%	14.51%
EPS(摊薄)(元)	0.45	0.61	0.82	1.16
市盈率 P/E(倍)	27.48	20.37	15.03	10.64
市净率 P/B(倍)	2.31	1.83	1.65	1.45

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为2021年10月27日收盘价

图 1: 3Q21 年公司总资产+43.76%至 1225.93 亿元

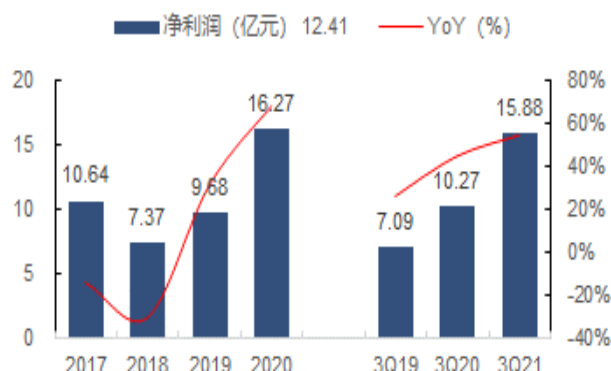

资料来源: Wind, 信达证券研发中心,

图 2: 3Q21 年公司杠杆倍数提升至 3.997


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3: 3Q21 年公司总营收增长 70.34%


资料来源: Wind, 信达证券研发中心,

图 4: 3Q21 年公司净利润增长+54.63%


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5: 3Q21 年经纪与财富管理收入+42.10%


资料来源: Wind, 信达证券研发中心,

图 6: 3Q21 年投行收入+42.10%


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

合并损益表				亿元 RMB	资产负债表				亿元 RMB
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	106.37	148.25	197.39	253.69	货币资金	231.63	256.26	272.54	298.47
手续费净收入	31.54	42.47	55.33	73.01	结算备付与保证金	104.94	125.87	134.39	145.08
代理买卖证券业务净收入	14.69	23.17	28.02	34.88	交易性金融资产	294.01	343.91	366.24	393.69
证券承销业务净收入	10.26	15.45	21.26	28.74	买入返售金融资产	71.22	63.05	67.14	72.18
资产管理业务净收入	3.39	3.85	6.05	9.39	可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
利息净收入	6.00	6.99	9.10	11.85	其他资产	209.10	218.74	232.30	242.36
投资收益及公允价值变动	21.17	16.34	17.58	18.90	资产总计	910.90	1,007.83	1,072.62	1,151.77
其他业务收入	53.31	82.24	115.14	149.68	短期借款	0.65	0.66	0.68	0.69
营业支出	84.64	119.07	157.78	197.71	交易性金融负债	29.11	30.57	32.09	33.70
营业税金及附加	0.47	0.66	0.87	1.12	衍生金融负债	4.97	5.22	5.48	5.75
业务及管理费	28.36	44.48	59.22	71.03	卖出回购金融资产款	115.25	121.01	127.06	133.42
营业利润	21.73	29.18	39.61	55.98	代理买卖证券款	157.69	268.37	281.79	295.88
营业外收入	0.08	0.12	0.13	0.13	其他负债	409.74	337.85	354.71	374.11
营业外支出	0.08	0.08	0.09	0.09	负债合计	717.41	763.67	801.81	843.55
利润总额	21.73	29.21	39.65	56.02	股本	36.14	36.14	36.14	36.14
所得税	21.66	7.27	9.91	14.00	归属母公司所有者权益	193.49	244.16	270.81	308.22
净利润	16.27	21.94	29.74	42.01	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司所有者净利润	16.27	21.94	29.74	42.01	所有者权益合计	193.49	244.16	270.81	308.22
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	负债和股东权益合计	910.90	1,007.83	1,072.6	1,151.77
基本 EPS (元, RMB)	0.45	0.61	0.82	1.16					
					经营指标	2020	2021E	2022E	2023E
					总资产收益率(%)	2.05%	2.29%	2.86%	3.78%
					净资产收益率(%)	9.51%	10.03%	11.55%	14.51%
					管理费用率(%)	26.66%	30.00%	28.00%	30.00%
					营业收入/总资产(%)	13.42%	15.45%	18.98%	22.81%
年成长率(%)	2020	2021E	2022E	2023E	每股指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	88.07%	39.37%	33.15%	28.52%	基本 EPS (RMB)	0.45	0.61	0.82	1.16
净利润	68.08%	34.88%	35.51%	41.28%	BVPS	5.35	6.76	7.49	8.53
基本 EPS	0.45	0.61	0.82	1.16	估值分析	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力(%)	2020	2021E	2022E	2023E	市盈率 (x)	27.48	20.37	15.03	10.64
营业利润率	20.43%	19.68%	20.07%	22.07%	市净率(x)	2.31	1.83	1.65	1.45
净利润率	15.30%	14.80%	15.07%	16.56%	净资产收益率(%)	9.51%	10.03%	11.55%	14.51%

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。

温瑞鹏，硕士，毕业于复旦大学金融专业，曾工作于太平人寿保险有限公司，2021年5月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

孙思茹，硕士，同济大学经济学学士，香港大学经济学硕士，2021年4月加入信达证券研发中心，从事中小市值个股研究工作。

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	hanqiu Yue@cindasc.com
华北区销售副总监（主持工作）	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyu fei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@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都不曾与，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。