

# 业绩增长近四成+ROE 行业领先，公司“龙一”优势愈发稳固

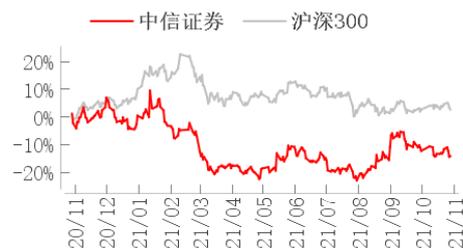
——中信证券 2021 年三季度报点评



投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2021年10月28日)	24.75 元
目标价格	27.51 元
52 周最高价/最低价	31.69/21.71 元
总股本/流通 A 股(万股)	1,292,678/1,209,299
A 股市值(百万元)	319,938
国家/地区	中国
行业	非银行金融
报告发布日期	2021 年 10 月 28 日

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-1.63	-4.29	10.01	-14.02
相对表现	0.14	-8.6	9.69	-17.45
沪深 300	-1.77	4.31	0.32	3.43



资料来源: WIND、东方证券研究所

**证券分析师** 孙嘉庚  
021-63325888\*7041  
sunjiageng@orientsec.com.cn  
执业证书编号: S0860520080006

**证券分析师** 唐子佩  
021-63325888\*6083  
tangzipei@orientsec.com.cn  
执业证书编号: S0860514060001

## 相关报告

多业务条线绽放助 ROE 显著提升，行业龙头地位愈发稳固：——中信证券 2021 年中报点评 2021-08-22

轻资产业务齐发力，业绩略超预期+ROE 重回上升通道：——中信证券 2021 年一季报点评 2021-04-29

大幅减值拖累业绩表现，计提充分下 21 年业绩提升确定性高：——中信证券 2020 年年报点评 2021-03-19

## 核心观点

- **业绩同比增长 39%，年化 ROE 高达 12.20%保持行业领先。**1) 公司 2021 年前三季度实现营业收入 578.12 亿元，同比+38%，实现归母净利润 176.45 亿元，同比+39%，高基数下业绩保持较快增长。2) 公司 2021 年前三季度实现年化 ROE12.20%，同比高出 2.3pct。截至 21Q3 权益乘数达 4.55，较年初下滑 0.13。3) 剔除其他业务收入，自营、经纪、资管、投行、利息净收入分别占比 34%、24%、19%、12%、10%。
- **市场成交额“万亿”常态化下，经纪、两融保持靓丽表现。**1) 公司前三季度实现经纪业务收入 108.79 亿元，同比+27%，主要受益于 A 股市场成交额的“万亿”常态化。2) 公司前三季度实现投行业务收入 56.44 亿元，同比+26%。据 Wind 资讯，前三季度公司股债承销规模 1.29 万亿元，市占率 13.85%，高居行业第一；其中 IPO 规模 618 亿元，市占率 16.16%，位列行业第二。3) 前三季度公司实现利息净收入 43.86 亿元，低基数下同比大增 139%，主要得益于两融贡献的利息收入增加。截至 21Q3，融出资金达 1277 亿元，较年初增长 9%。
- **金融资产规模稳步提升下投资收入同比基本持平，大资管板块保持高增速态势。**1) 截至 21Q3 公司金融投资资产规模较年初+11%至 5416 亿元，但受市场行情大幅震荡的影响，高基数下公司自营收入同比微降 3%。2) 公司前三季度实现资管收入 85.79 亿元，同比大增 59%，巩固行业大资管第一地位。预计主要受益于基金火爆行情下子公司华夏基金带来的基金管理收入增加。4) 前三季度公司累计计提减值损失 26.06 亿元，同比减少 48%，成为业绩显著提升的重要原因。

## 财务预测与投资建议

- 考虑到减值损失低于预期，我们将 21-23 年 BVPS 预测由 14.85/15.81/16.93 上调至 15.11/16.26/17.59 元，按可比公司法，维持 30%溢价率，上调目标估值 21PB 至 1.82x，上调目标价至 27.51 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)	43,140	54,383	60,583	67,612	75,348
同比增长(%)	16%	26%	11%	12%	11%
营业利润(百万元)	17,011	20,638	27,266	31,446	36,520
同比增长(%)	41%	21%	32%	15%	16%
归属母公司净利润(百万元)	12,229	14,902	19,858	22,970	26,715
同比增长(%)	30%	22%	33%	16%	16%
每股收益(元)	1.01	1.16	1.54	1.78	2.07
总资产收益率(%)	2%	2%	2%	2%	2%
净资产收益率(%)	8%	8%	10%	11%	12%
市盈率	24.50	21.34	16.11	13.93	11.98
市净率	1.86	1.76	1.64	1.52	1.41
经纪业务佣金率(%)	0.0457	0.0377	0.0357	0.0347	0.0342

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。

2021-2023 年公司 BVPS 分别为 15.11/16.26/17.59 元（原预测为 14.85/15.81/16.93，主要由于我们将 21-23 年减值损失金额由 52.95/49.28/54.24 亿元下调至 44.13/49.28/54.24 亿元）。我们采用可比公司估值法，考虑到公司是龙头券商，选取国信证券、中国银河、华泰证券、招商证券作为可比公司，对应 2021 年 PB 为 1.40x。考虑到公司作为业内全方位第一龙头，将充分受益于持续政策利好、行业集中度提升以及证监会着力打造航母级券商的政策导向，未来市占率有望持续提升，因此给予公司 30% 估值溢价，对应 21PB 为 1.82 倍，上调目标股价至 27.51 元，维持增持评级。

**表 1：可比公司 PB 估值表**

代码	可比公司	2020A	2021E	2022E	2023E
002736	国信证券	1.88	1.51	1.35	1.19
601881	中国银河	1.48	1.20	1.08	0.98
601688	华泰证券	1.22	1.13	1.02	0.91
600999	招商证券	1.92	1.78	1.56	1.37
	平均值	<b>1.60</b>	<b>1.40</b>	<b>1.30</b>	<b>1.10</b>

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所

**表 2：2021 年前三季度业绩摘要**

单位：百万元	2020 前三季	2021 前三季	同比 (%)
一、营业收入	41,995	57,812	37.66
手续费及佣金净收入	18,841	25,597	35.86
经纪业务手续费净收入	8,535	10,879	27.47
投资银行业务手续费净收入	4,493	5,644	25.63
资产管理业务手续费净收入	5,394	8,579	59.05
利息净收入	1,831	4,386	139.49
投资净收益	15,446	15,926	3.11
对联营企业和合营企业的投资收益	312	650	108.24
公允价值变动净收益	743	128	(82.73)
其他业务收入	4,762	11,302	137.35
二、营业支出	25,017	33,931	35.63
营业税金及附加	297	329	10.56
管理费用	14,934	20,297	35.92
减值损失合计	5,027	2,606	(48.17)
其他业务成本	4,399	10,699	143.21
三、营业利润	16,978	23,880	40.66
四、利润总额	16,981	23,836	40.37
减：所得税	3,868	5,540	43.21
五、净利润	13,113	18,296	39.53
归属于母公司所有者的净利润	12,661	17,645	39.37

总资产	1,044,136	1,212,366	16.11
归属于母公司所有者的净资产	179,746	203,874	13.42
代理买卖证券款	182,078	284,708	56.37
杠杆率（剔除代理买卖证券款）	4.80	4.55	(0.25)

数据来源：WIND、东方证券研究所

**图 1：2021 前三季公司分业务收入（亿元）及同比增速**

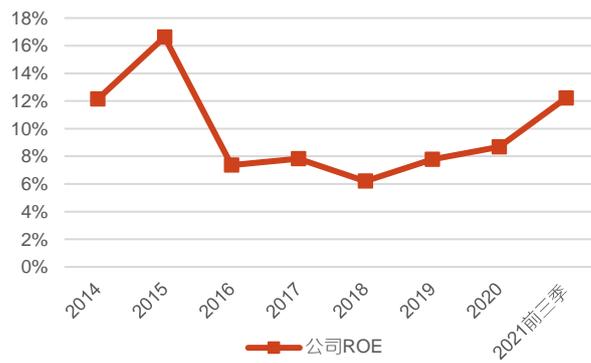

数据来源：WIND、东方证券研究所

**图 2：2013-2021 前三季公司分业务收入结构**


数据来源：WIND、东方证券研究所

**图 3：2013-2021 前三季公司净利润率**

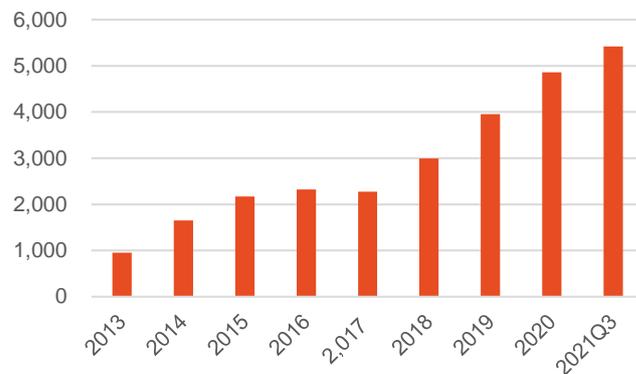

数据来源：WIND、东方证券研究所

**图 4：2014-2021 前三季公司 ROE**


数据来源：WIND、东方证券研究所

**图 5：2013-2021Q3 公司权益乘数（剔除证券款）**


数据来源：WIND、东方证券研究所

**图 6：2013-2021Q3 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 7：2013-2021 前三季度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 8：2014-2021 前三季度公司 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	150,152	233,693	262,100	279,383	293,352	<b>成长能力</b>					
其中：客户存款	95,417	158,251	177,487	189,191	198,650	营业收入	15.9%	26.1%	11.4%	11.6%	11.4%
公司存款	54,735	75,442	84,613	90,192	94,702	手续费及佣金净收入	3.4%	48.5%	9.1%	9.1%	8.4%
结算备付金	32,692	56,934	63,855	68,065	71,468	其中：经纪业务	-0.1%	51.6%	1.9%	3.6%	3.5%
其中：客户备付金	22,985	41,267	46,283	49,335	51,801	投行业务	22.7%	54.1%	9.8%	13.3%	9.9%
公司备付金	9,708	15,667	17,572	18,731	19,667	资产管理	-2.2%	40.3%	19.3%	13.0%	13.0%
投资资产	395,312	486,017	550,973	620,325	693,076	净利息收入	-15.6%	26.5%	36.2%	5.0%	5.7%
其中：交易性资产	355,348	419,981	476,111	536,040	598,906	自营收入	97.5%	12.7%	18.7%	20.7%	19.2%
其他债权投资	23,684	49,401	56,003	63,053	70,447	营业支出	3.7%	29.1%	-1.3%	8.6%	7.4%
其他权益工具投资	16,279	16,636	18,859	21,233	23,723	管理费用	14.7%	14.7%	11.3%	11.6%	8.4%
存出保证金	1,460	3,878	4,349	4,636	4,868	营业利润	41.3%	21.3%	32.1%	15.3%	16.1%
买入返售资产	58,830	39,227	43,995	46,896	49,241	归属于母公司净利润	30.2%	21.9%	33.3%	15.7%	16.3%
长期股权投资	9,001	8,877	8,433	8,011	7,611	<b>资产分布</b>					
固定资产（含在建工程）	7,467	7,048	7,401	7,771	8,159	自有存款/总资产	6.9%	7.2%	7.2%	6.9%	6.6%
<b>资产总计</b>	<b>791,722</b>	<b>1,052,962</b>	<b>1,179,308</b>	<b>1,314,448</b>	<b>1,440,995</b>	客户存款/总资产	12.1%	15.0%	15.1%	14.4%	13.8%
交易性金融负债	57,717	58,409	70,755	85,711	103,828	投资资产/总资产	49.9%	46.2%	46.7%	47.2%	48.1%
代买卖证券款	123,352	203,111	227,800	242,821	254,962	买入返售资产/总资产	7.4%	3.7%	3.7%	3.6%	3.4%
应付职工薪酬	14,608	17,584	11,320	12,631	13,623	投资资产/净资产	238.9%	261.5%	275.9%	289.1%	298.8%
<b>负债总计</b>	<b>623,768</b>	<b>863,180</b>	<b>979,641</b>	<b>1,099,845</b>	<b>1,209,020</b>	<b>收入分布</b>					
股本	12,117	12,927	12,927	12,927	12,927	手续费收入/营业收入	41.8%	49.2%	48.2%	47.1%	45.8%
资本公积	54,152	65,628	65,628	65,628	65,628	经纪业务/营业收入	17.2%	20.7%	18.9%	17.6%	16.3%
一般风险准备	60,104	64,767	72,991	77,775	83,338	投行业务/营业收入	10.4%	12.7%	12.5%	12.7%	12.5%
其他综合收益	954	317	(451)	(1,378)	(2,482)	资管业务/营业收入	13.2%	14.7%	15.8%	16.0%	16.2%
盈余公积	8,683	9,438	11,506	13,898	16,679	自营业务/营业收入	43.5%	45.8%	47.2%	51.0%	54.6%
未分配利润	25,615	28,635	32,770	41,328	51,328	净利息收入/营业收入	4.7%	4.8%	5.8%	5.5%	5.2%
少数股东权益	3,825	4,171	4,296	4,425	4,557	<b>净利润驱动指标</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>165,450</b>	<b>185,883</b>	<b>199,667</b>	<b>214,603</b>	<b>231,975</b>	公司股基交易额	15,500,000	28,600,000	32,076,449	34,191,604	35,901,185
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>789,217</b>	<b>1,049,062</b>	<b>1,179,308</b>	<b>1,314,448</b>	<b>1,440,995</b>	公司股基交易市占率	5.69%	6.49%	6.59%	6.69%	6.69%
						净佣金率(%)	0.46	0.38	0.36	0.35	0.34
<b>利润表</b>						IPO市占率	17.88%	9.47%	10.00%	10.00%	10.00%
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	再融资市占率	12.13%	22.68%	15.98%	16.98%	17.98%
<b>营业收入</b>	<b>43,140</b>	<b>54,383</b>	<b>60,583</b>	<b>67,612</b>	<b>75,348</b>	债券承销市占率	9.83%	10.58%	11.08%	11.08%	11.08%
手续费及佣金净收入	18,022	26,764	29,194	31,849	34,517	营业税金/营业收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
其中：经纪收入	7,425	11,257	11,466	11,880	12,295	成本收入比	60.6%	62.0%	55.0%	53.5%	51.5%
证券承销收入	4,465	6,882	7,555	8,558	9,405	有效税率	25.6%	24.2%	25.0%	24.0%	24.0%
资产管理收入	5,707	8,006	9,553	10,792	12,197	资本公积变化	(271)	11,476	0	0	0
利息净收入	2,045	2,587	3,522	3,700	3,909	<b>获利能力</b>					
投资收益	18,748	24,884	28,596	34,509	41,131	净利率	28.3%	27.4%	32.8%	34.0%	35.5%
公允价值变动	(2,055)	(6,391)	(7,345)	(8,863)	(10,564)	ROA	1.7%	1.6%	1.8%	1.8%	1.9%
<b>营业支出</b>	<b>26,129</b>	<b>33,744</b>	<b>33,317</b>	<b>36,166</b>	<b>38,827</b>	ROE	7.6%	8.5%	10.3%	11.1%	12.0%
营业税金及附加	293	398	444	495	552	<b>每股指标（元）</b>					
业务及管理费用	17,562	20,145	22,416	25,016	27,125	每股收益	1.01	1.16	1.54	1.78	2.07
<b>营业利润</b>	<b>17,011</b>	<b>20,638</b>	<b>27,266</b>	<b>31,446</b>	<b>36,520</b>	每股净资产	13.34	14.06	15.11	16.26	17.59
<b>利润总额</b>	<b>16,995</b>	<b>20,470</b>	<b>27,569</b>	<b>31,470</b>	<b>36,600</b>	每股经纪业务交易额	1279.20	2212.46	2481.40	2645.02	2777.27
所得税	4,346	4,954	6,892	7,553	8,784	<b>估值比率</b>					
少数股东损益	420	614	818	947	1,101	市盈率	24.50	21.34	16.11	13.93	11.98
<b>归属于母公司股东的净利润</b>	<b>12,229</b>	<b>14,902</b>	<b>19,858</b>	<b>22,970</b>	<b>26,715</b>	市净率	1.86	1.76	1.64	1.52	1.41

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)