

2021Q3 点评：投资管理业绩优异，但证券投资负增拖累业绩

兴业证券(601377)

事件概述

公司发布 2021 年三季报，营业收入 138.8 亿元、同比+2.9%，归母净利润 35.2 亿元、同比+16.3%；加权平均 ROE 为 9.0%，同比+0.6 个百分点。单三季度营业收入 37.3 亿元，同比-28.3%，归母净利润 10.8 亿元，同比-23.1%。

分析判断：

► 投资投行负增，管理费用率、减值计提下降贡献利润

收入结构来看，其他业务占比最高，达到 49%，其次为经纪业务占比 19%，自营业务占比 14%，利息净收入、投行业务、资管业务占比 9%、7%、1%。

从增量收入贡献来看，其他收入贡献收入增量的 371%，经纪、利息净收入分别贡献 174%、126%，资管贡献 15%，投行投资贡献为负，分别贡献-40%、-551%。

► 投资管理业务业绩优异

公司公募基金布局行业领先，分别持有兴证全球基金 51%、南方基金 9%的股权。据公司中报，兴证全球基金在中长期投资业绩维持行业领先，并累计 11 次荣获“金牛基金公司奖”，在行业内排名第一。中报显示其资产管理总规模 6,116 亿元，较年初增长 15%，其中公募基金规模 5,280 亿元，较年初增长 16%。资产管理业务逐渐发力，前三季度公司资管业务收入 1.8 亿元，同比+45%。

► 前三季度经纪业务收入同比+33%，机构经纪、代销与期货经纪均表现较好

前三季度公司经纪业务收入 26.9 亿元，同比+33%。中报显示，公司机构经纪、代销与期货经纪业务占比相对较高同时增速较高，上半年京机构经纪、代销与期货经纪收入增速分别+29%、112%、93%，占比分别达到 29%、20%、6%。

► 投行业务 IPO 份额提升，收入同比-14%

投行业务收入 9.8 亿元，同比-13.6%，其中 IPO 融资规模 88 亿元，市场份额 2.31%，同比提升 1.5pct；再融资、核心债券融资金额分别为 37.9 亿元、922.3 亿元，市场份额分别为 0.85%、1.7%。

► 证券投资收益率大降，收入大降 53%；利息净收入同比+60%

公司证券自营业务表现不佳，收入 19.1 亿元，同比-53%，主要由于投资收益率大降导致。其中三季度末投资资产 796 亿元，同比+12%，年化投资收益率 3.32%，同比降 4.1pct。公司利息净收入 13.0 亿元，同比+60%。整体证券投资收益+利息净收入 32.1 亿元，同比-34%。

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：8.92

股票代码：601377
52 周最高价/最低价：12.18/7.7
总市值(亿)：656.27
自由流通市值(亿)：656.27
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

联系电话：

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) 2021 年一季报点评：基金管理与自营贡献最大增量，业绩暴增 341%

2021.04.30

2. 【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

公司投资管理业务优异，将显著受益财富管理大势头，其中公募基金管理规模延续增长态势，产品中长期业绩保持行业领先，资管公募化改造稳步推进，产品创新有序开展；同时机构经纪、代销业务业绩优异，与投资管理业务协同良好。看好公司财富管理产业链后续发展。

考虑市场环境变化，我们调整公司 21-23 年 营收 191.51/209.63/231.95 亿元的预测至 188.97/ 229.45/271.09 亿元，上调 21-23 年 EPS0.65/0.72/0.81 元的预测至 0.78/0.95/1.13 元，对应 2021 年 11 月 1 日 8.92 元/股收盘价，PE 分别为 11.46 /9.42/ 7.88 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

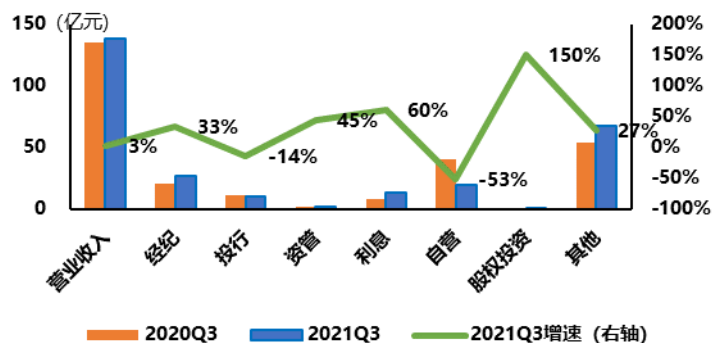
股债市场大幅波动自营投资收益下滑；市场交易萎缩；公募基金业务发展低于预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	142.50	175.80	188.97	229.45	271.09
YoY (%)	119.24	23.37	7.49	21.42	18.15
归母净利润(亿元)	17.63	40.03	52.14	63.38	75.80
YoY (%)	1,202.23	127.13	30.25	21.56	19.59
毛利率 (%)	12.37	22.77	27.59	27.62	27.96
每股收益 (元)	0.26	0.60	0.78	0.95	1.13
ROE (%)	5.27	11.16	13.72	16.43	19.29
市盈率	33.89	14.92	11.46	9.42	7.88

资料来源：Wind，华西证券研究所

图 1 各项业务收入及增速



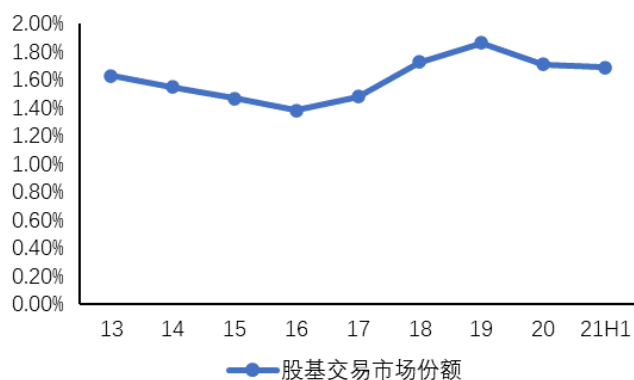
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 2 收入支出增速及贡献度

单位: 亿元	2020Q3	2021Q3	增量	增速	贡献度
经纪	20.2	26.9	6.7	33%	174%
投行	11.4	9.8	(1.6)	-14%	-40%
资管	1.3	1.8	0.6	45%	15%
利息	8.1	13.0	4.9	60%	126%
自营	40.5	19.1	(21.4)	-53%	-551%
股权投资	0.2	0.4	0.3	150%	7%
其他	53.4	67.8	14.4	27%	371%
营业收入	135.0	138.8	3.9	3%	
营业税金及附加	0.7	0.8	0.1	11%	
管理费用	55.7	54.7	(1.0)	-2%	
信用减值损失	3.4	0.8	(2.6)	-78%	
其他业务成本	28.1	24.5	(3.6)	-13%	
营业利润	46.9	58.3	11.4	24%	
归母净利润	30.3	35.2	4.9	16%	

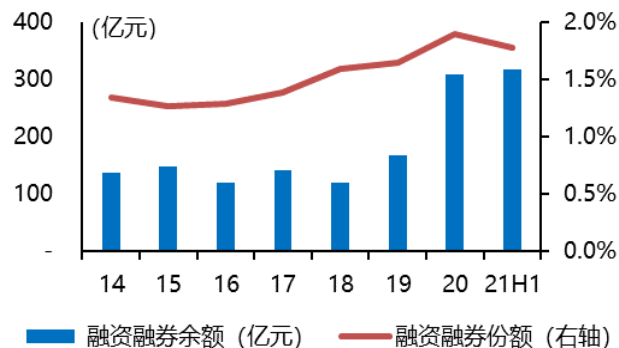
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 3 股基交易市场份额



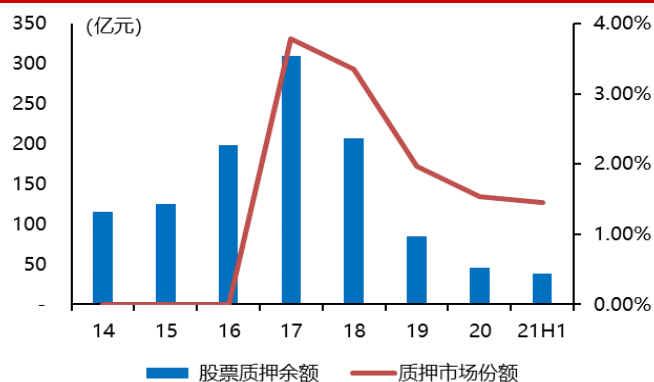
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 4 融资融券余额及市场份额



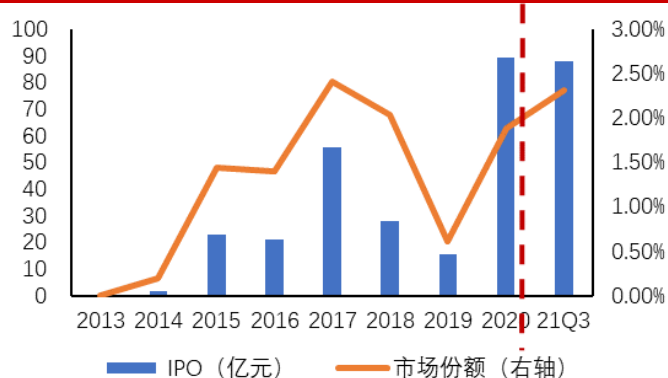
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 5 股票质押及市场份额



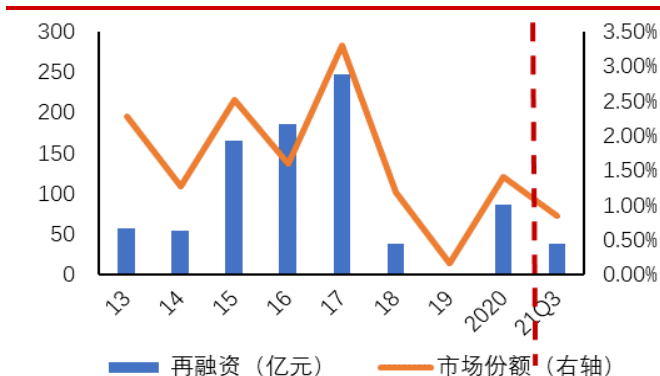
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 6 IPO 规模及市场份额



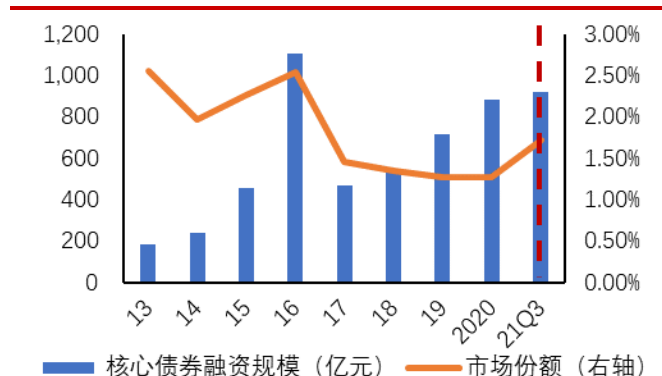
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图7 再融资及市场份额



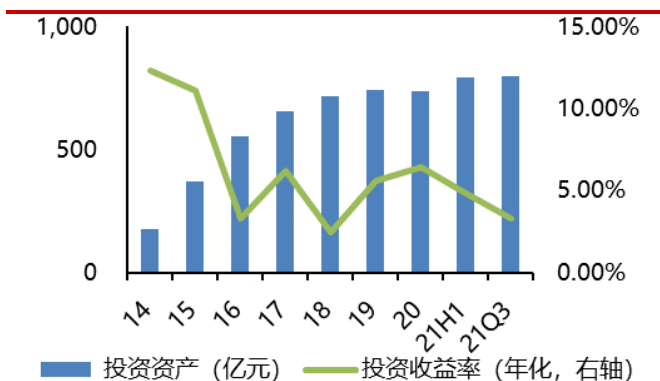
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图8 核心债及市场份额



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图9 投资资产规模及收益率



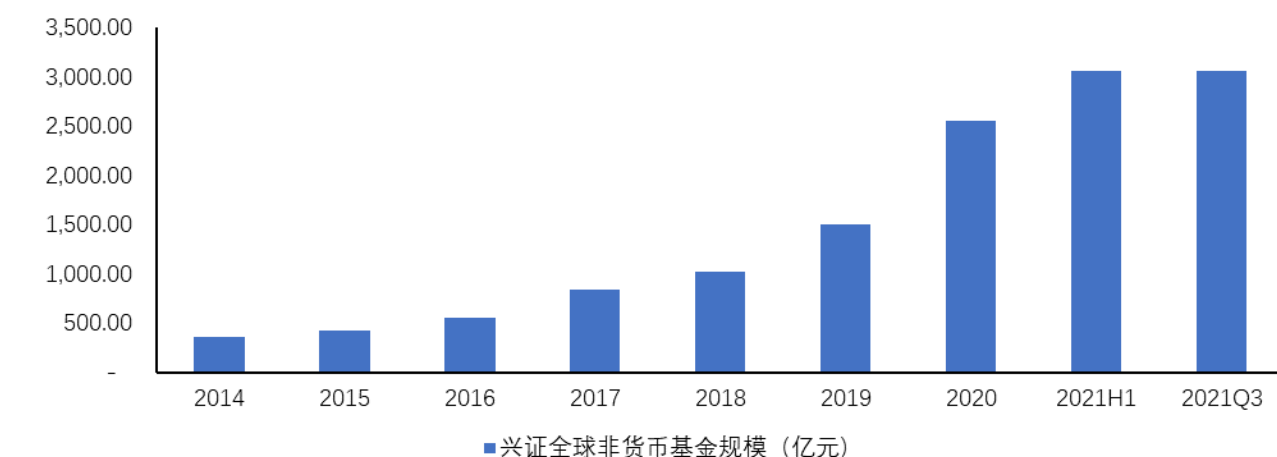
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图10 资管业务规模及收入



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图11 公司控股兴证全球基金规模持续提升



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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	476.4	489.2	598.4	644.4	692.2	营业收入	142.50	175.8	189.0	229.5	271.1
其中：客户资	255.4	339.7	436.4	482.3	530.1	代理买卖证券业	15.63	27.8	33.5	33.7	33.7
结算备付金	66.4	73.1	91.2	99.3	107.7	证券承销业务净	7.44	13.8	14.5	16.5	18.9
其中：客户备	58.2	59.7	76.8	84.8	93.2	受托客户资产管	2.95	1.4	2.4	3.3	4.4
融出资金	207.4	310.3	360.2	374.5	412.0	利息净收入	7.51	11.7	18.0	16.9	16.2
金融投资	740.4	737.2	798.7	798.7	798.7	投资净收益	26.01	51.2	26.0	32.5	32.8
交易性金融资	485.5	495.7	537.1	537.1	537.1	公允价值变动净	15.57	-3.8	0.0	0.0	0.0
债权投资	-	-	-	-	-	汇兑净收益	-0.26	0.3	0.0	0.0	0.0
其他债权投资	230.0	215.9	233.9	233.9	233.9	其他业务收入	47.44	36.7	30.4	33.4	36.8
其他权益工具	25.0	25.5	27.7	27.7	27.7	营业支出	115.89	113.8	108.4	131.5	153.9
持有至到期投	-	-	-	-	-	营业税金及附加	0.60	1.0	1.1	1.3	1.5
买入返售金融	86.3	45.5	62.9	62.9	62.9	管理费用	60.29	67.6	76.0	93.9	112.3
长期股权投资	17.7	23.3	25.3	25.3	25.3	信用减值损失	7.49	6.1	1.0	2.9	3.5
固定资产	6.1	6.5	7.1	7.1	7.1	其他业务成本	47.53	38.9	30.0	33.1	36.4
无形资产	2.0	2.6	2.8	2.8	2.8	营业利润	26.61	62.0	80.6	98.0	117.1
递延所得税资	10.4	11.1	12.0	12.0	12.0	利润总额	26.30	61.6	80.2	97.5	116.6
投资性房地产	1.5	1.0	1.1	1.1	1.1	所得税	7.14	15.7	20.5	24.9	29.8
其他资产	91.2	110.3	86.6	162.7	220.5	归属母公司净利	17.63	40.0	52.1	63.4	75.8
资产总计	1,705.7	1,810.2	2,046.3	2,190.7	2,342.3	主要财务比率					
短期借款	58.8	38.6	44.4	49.1	54.0	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
应付短期融资	63.7	85.8	98.7	109.1	119.9	成长能力					
拆入资金	5.1	5.3	6.1	6.7	7.4	营业收入(%)	119.2	23.4	7.5	21.4	18.1
交易性金融负	39.9	26.2	25.1	24.6	24.1	归母净利润	1,202.2	127.1	30.2	21.6	19.6
衍生金融负债	0.2	1.3	1.3	1.2	1.2	收入结构					
卖出回购金融	257.6	257.8	247.1	242.0	236.9	手续费净收入(%)	11.0	15.8	17.7	14.7	12.4
代理买卖证券	346.0	445.4	572.1	632.4	695.1	承销收入(%)	5.2	7.8	7.7	7.2	7.0
其他负债	6.3	7.3	9.3	10.3	11.3	资产管理收入(%)	2.1	0.8	1.3	1.4	1.6
负债合计	1,335.3	1,401.8	1,632.2	1,769.7	1,912.9	利息净收入(%)	5.3	6.6	9.5	7.4	6.0
股本	67.0	67.0	67.0	67.0	67.0	投资收益(%)	28.7	27.0	13.5	13.9	11.7
资本公积金	143.7	143.8	143.8	143.8	143.8	其他业务收入(%)	47.7	41.9	50.3	55.4	61.3
盈余公积金	17.2	20.1	25.3	31.7	39.2	获利能力					
未分配利润	69.8	92.8	92.8	92.8	92.8	自营投资收益率	5.6	6.4	3.3	4.0	4.0
一般风险准备	41.7	50.2	50.3	50.4	50.5	杠杆率	3.9	3.6	3.9	4.0	4.2
归属于母公司	344.3	377.4	382.7	389.1	396.8	ROE(%)	5.3	11.2	13.7	16.4	19.3
负债及股东权	1,705.7	1,810.2	2,046.3	2,190.7	2,342.3	ROA(%)	1.1	2.3	2.7	3.0	3.3
每股指标 (单位：元)						估值					
每股净利润	0.26	0.60	0.78	0.95	1.13	PE	33.89	14.92	11.46	9.42	7.88
每股净资产	5.14	5.64	5.71	5.81	5.93	PB	1.73	1.58	1.56	1.54	1.51

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

魏涛：华西证券总裁助理兼研究所所长，北京大学博士，CPA，多年证券研究经验，曾任太平洋证券研究院院长、中银国际证券研究所所长。2015年包揽水晶球和新财富最佳分析师非银组第一名。

吕秀华：北京大学金融学博士，7年证券研究经验。曾任职中银国际证券战略规划部、方正证券研究所。研究基础扎实，熟悉券商财务数据背后业务、管理、科技及风险方面的布局思路，熟悉海外投行与经纪业商业模式。

罗惠洲：美国克莱蒙研究大学金融工程硕士，浙江大学工学学士，6年证券研究经验。曾任职太平洋证券研究院、中银国际证券研究所。致力于深耕券商、互联网金融和多元金融领域。2015年水晶球奖、新财富第一名团队成员；证券时报2019年第二届中国证券分析师“金翼奖”第二名。

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。