

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 非银金融首席研究员

执业编号: S1500519120002

联系电话: 010-83326877

邮箱: wangfangzhao@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

盈利能力提升, 期待特色财富管理优势凸显

2022年3月27日

事件: 浙商证券公布 2021 年报, 2021 年公司实现营收 164.18 亿元, 同比+54.36%, 实现归母净利润 21.96 亿元, 同比+34.94%, 平均加权 ROE9.90%, 同比增加 0.12 个百分点, 基本每股收益 0.58 元, 同比+23.40%。

点评:

- **2021 “头号工程”建设成效明显, 财富管理业绩高基数下再翻倍。** 2021 市场日均交易额 10582 亿元, 同比增长 24.76%, 公司实现经纪业务手续费收入 20.84 亿元, 同比+41.90%, 远高于全市场日均交易额涨幅, 主要由于公司财富管理业务贡献突出, 2021 年金融产品销量 506 亿元, 同比+45.4%, 金融产品保有量 445 亿元, 同比+32.4%, 公司全年实现代销金融产品收入 4.77 亿元, 同比+106.5%, 占经纪业务手续费收入比例从 2020 年的 15.73% 提升至 2021 年的 22.89%。尽管 2022 年一季度公募基金发行遇冷, 但由于公司公募保有规模 (4Q21 为 105 亿) 仅占整体金融产品保有规模的 23.6%, 其余保有规模多数为私募基金, 代销私募收入由申购费 1%+管理费分成*0.75%+部分业绩提成 (carry 的 20% 左右) 组成, 业绩提成部分会计处理上计入代销收入, 是 2021 年代销收入同比增长 77% 远高于金融产品销量和保有量的同比增速 45.4%/32.4% 的主要原因, 2022 年私募封闭产品管理费分成及 carry 提成部分收入将弥补或有的申购费同比下降的业绩下滑, 特色私募代销模式财富管理的优势有望在 2022 年进一步显现。 由于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。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。
- **投资与信用业务将实现稳健发展, 多渠道补充运营资本支持业务发展。** 2021 年公司实现投资业务收入 18.41 亿元, 同比增长 24.10%, 利息净收入 6.74 亿元, 同比+12.30%, 公司融资融券余额由 2020 年的 148.52 亿元增至 190.85 亿元, 同比增长 28.50%, 市场份额从 2020 年的 0.92% 提升至 1.02%。公司通过多渠道补充运营资本支持重资本业务发展, 公司于 2021 年 5 月完成定增, 用于投资交易、研究及信息系统建设及债务偿还; 并于三季末发布 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。
- **债券承销业务靛眼, 期待 2022 投行业绩放量。** 2021 年公司实现投行业务收入 10.83 元, 同比+5.6%。公司债券承销业务优势扩大, 公司债、企业债承销金额及单数保持省内第一, 2021 年债券承销规模 1227.14 亿元, 同比+27.5, 债券承销市占率从去年同期的 1.07% 提升至 1.16%。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, 公司省内投行优势有望进一步扩大, 期待 2022 年公

司投行业绩实现高速增长。

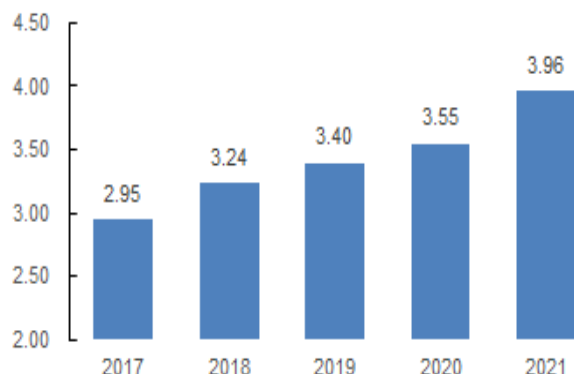
- **资管业务风险出清，主动管理占比超 80%，2022 “头号工程”有望实现飞跃。**2021 年公司实现资产管理业务收入 3.94 亿元，同比增长 16.2%。2018、2019 年公司部分非标资管业务到期出现违约，风险资产处置倒逼公司加强风控、积极响应去通道监管政策、提升主动管理能力，资管总规模从 2019 年的 1395 亿元，降至 2021 年末的 1070 亿元，主动管理规模从 2020 年的 839.21 亿元同比增长 3.06%至 2021 年的 864.88 亿元，主动管理规模占比从 2020 年的 63.8%提升至 2021 年的 80.84%。公司将资管业务定为 2022 年“头号工程”，以打造创新产品和提升存量产品投资收益为经营目标，坚定“打造权益特色的行业一流资产管理公司”发展定位，大类资产配置能力和主动管理能力的大幅提升有望充分体现到 2022 资管业绩中。
- **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，私募特色的财富管理优势有望进一步凸显，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。基于 2022 年一季度市场下滑、公募基金发行遇冷，我们下调公司 2022、2023 盈利预测，我们预计公司 2022E-2024E 归母净利润 28.27 亿元/40.45 亿元/54.93 亿元，同比+28.75%/43.06%/35.81%，对应 EPS0.73 元/1.04 元/1.42 元，ROE 11.06%/13.90%/16.46%。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财富管理业务、投行业务及资管业务给予 20 倍 PE 估值（对标国际上市资管平均估值为 20 倍左右），对于其他业务给予 1.5 倍 PB 估值（近一个月证券行业 PB 平均为 1.54 倍）。依据 SOTP 估值结果，公司 2022 年目标市值 608.01 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	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(亿元)	106.37	164.18	187.85	244.41	317.57
增长率 YoY %	88.07%	54.35%	14.42%	30.11%	29.93%
归属母公司净利润(亿元)	16.27	21.96	28.27	40.45	54.93
增长率 YoY%	68.08%	34.97%	28.75%	43.06%	35.81%
营业利润率%	20.43%	17.61%	20.07%	22.07%	23.06%
净资产收益率 ROE%	9.51%	10.17%	11.06%	13.90%	16.46%
EPS(摊薄)(元)	0.47	0.58	0.73	1.04	1.42
市盈率 P/E(倍)	22.97	18.26	14.18	9.91	7.30
市净率 P/B(倍)	1.93	1.68	1.47	1.30	1.12

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 3 月 25 日收盘价

图 1：2021 年公司总资产+38%至 1252 亿元


资料来源：Wind，信达证券研发中心，

图 2：2021 年公司杠杆倍数提升至 3.96


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：2021 年公司总营收增长 54%

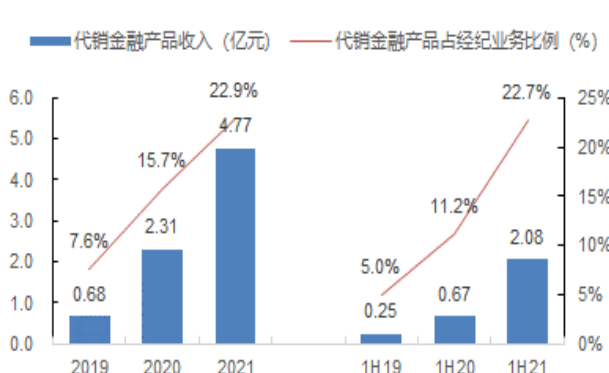

资料来源：Wind，信达证券研发中心，

图 4：2021 年公司净利润增长+35%


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：2021 年经纪与财富管理收入+42%


资料来源：Wind，信达证券研发中心，

图 6：代销金融产品收入占经纪业务比例提升至 22.9%


资料来源：Wind，信达证券研发中心

合并损益表					资产负债表				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	164.18	187.85	244.41	317.57	货币资金	342.7	322.0	354.7	381.1
手续费净收入	40.67	46.26	60.63	83.05	结算备付与保证金	139.4	166.2	178.7	194.2
代理买卖证券业务净收入	20.84	27.82	35.26	45.64	交易性金融资产	458.1	476.0	510.4	552.3
证券承销业务净收入	10.83	13.02	17.61	26.26	买入返售金融资产	70.9	51.3	55.0	59.5
资产管理业务净收入	3.94	5.41	7.76	11.15	可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0
利息净收入	6.74	7.18	9.34	13.16	其他资产	241.5	260.3	268.2	290.3
投资收益及公允价值变动	17.70	19.04	24.50	26.51	资产总计	1,252.5	1,275.7	1,366.9	1,477.4
其他业务收入	98.00	115.14	149.68	194.58	短期借款	0.7	0.7	0.7	0.8
营业支出	135.27	150.16	190.48	244.32	交易性金融负债	29.3	30.7	32.2	33.9
营业税金及附加	0.53	0.83	1.08	1.40	衍生金融负债	4.5	4.7	5.0	5.2
业务及管理费	37.88	56.36	68.43	95.27	卖出回购金融资产款	252.5	265.1	278.4	292.3
营业利润	28.91	37.70	53.93	73.25	代理买卖证券款	200.1	281.8	295.9	310.7
营业外收入	0.34	0.36	0.37	0.39	其他负债	527.0	419.6	445.8	476.2
营业外支出	0.34	0.36	0.37	0.39	负债合计	1,014.1	1,002.7	1,058.0	1,119.1
利润总额	28.91	37.70	53.93	73.25	股本	38.8	38.8	38.8	38.8
所得税	29.16	9.42	13.48	18.31	归属母公司所有者权益	238.4	273.0	308.9	358.4
净利润	21.96	28.27	40.45	54.93	少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0
归属母公司所有者净利润	21.96	28.27	40.45	54.93	所有者权益合计	238.4	273.0	308.9	358.4
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	负债和股东权益合计	1,252.5	1,275.7	1,366.9	1,477.4
基本 EPS（元，RMB）	0.58	0.73	1.04	1.42					
					经营指标	2021A	2022E	2023E	2024E
					总资产收益率(%)	2.03%	2.24%	3.06%	3.86%
					净资产收益率(%)	10.17%	11.06%	13.90%	16.46%
					管理费用率(%)	30.00%	28.00%	30.00%	30.00%
					营业收入/总资产(%)	15.18%	14.86%	18.50%	22.33%
年成长率(%)	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	54.35%	14.42%	30.11%	29.93%	基本 EPS (RMB)	0.57	0.73	1.04	1.42
净利润	34.97%	28.75%	43.06%	35.81%	BVPS	6.15	7.04	7.97	9.24
基本 EPS	0.58	0.73	1.04	1.42	估值分析	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力(%)	2021	2022E	2023E	2024E	市盈率（x）	18.26	14.18	9.91	7.30
营业利润率	17.61%	20.07%	22.07%	23.06%	市净率(x)	1.68	1.47	1.30	1.12
净利润率	13.38%	15.05%	16.55%	17.30%	净资产收益率(%)	10.17%	11.06%	13.90%	16.46%

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。

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。

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	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@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
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	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	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@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
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@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。