

业绩增速与 ROE 环比双双提高，自营业务拖累公司业绩表现

——中泰证券 2020 年三季度报点评



投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2020年10月29日)	14.22元
目标价格	16.22元
52周最高价/最低价	21.63/6.31元
总股本/流通A股(万股)	696,863/69,686
A股市值(百万元)	99,094
国家/地区	中国
行业	证券
报告发布日期	2020年10月29日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-4.88	-9.25	-18.60	--
相对表现	-4.77	-13.19	-20.61	--
沪深300	-0.11	3.94	2.01	22.06



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
香港证监会牌照: BPU409

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

自营拖累业绩增速不及行业平均,期待下半 2020-08-28
年业绩加速释放:——中泰证券 2020 年中
报点评
齐鲁之子剑指全国,后起之秀前景可期:——
中泰证券首次覆盖报告 2020-06-04

核心观点

- 业绩增速环比提升, ROE 与权益乘数双双提高。** 1) 公司 2020 年 1-9 月实现营业收入 75.29 亿元, 同比+3%, 实现归母净利润 22.95 亿元, 同比+29%, 业绩增速较上半年有所提升, 但预计仍低于行业平均水平。2) 公司 2020 年 1-9 月实现年化 ROE8.61%, 较上半年+0.54pct。截至 20Q3 末, 公司权益乘数达 3.72, 较半年末提高 0.20。3) 经纪、利息、自营、投行、资管收入占比分别为 37%、22%、17%、10%、3%。
- 行情活跃助推经纪收入同增 45%, 两融、股质“一增一减”下利息净收入大增 48%。** 1) 20 年前三季度 A 股市场活跃度显著提升对冲佣金率下滑影响, 公司实现经纪业务收入 27.55 亿元, 同比+45%。2) 截至 20Q3 末, 公司融出资金余额 310 亿元, 较年初大幅增长 34%; 相反, 买入返售金融资产余额较年初下滑 19%至 102 亿元, 显示出两融与股质业务“一增一减”。虽然利息收入仅微增 4%, 但得益于利息支出管控得当(同比-16%), 促使公司前三季度实现利息净收入 16.26 亿元, 同比+48%。3) 前三季度公司资管收入 2.45 亿元, 同比-11%, 降幅较上半年(-25%)显著收窄。
- 投行大年公司 IPO 进度不及预期, 自营业务表现拖累业绩。** 1) 20 年前三季度公司实现投行收入 7.68 亿元, 同比-6%。前三季度公司股债承销规模 1262 亿元, 市占率 1.63%, 同比-40bps; 其中 IPO 规模仅 12 亿元, 市占率仅 0.32%, 在注册制改革快速推进的投行大年中, 公司 IPO 业务推进不及预期。2) 截至 20Q3 末, 公司金融投资资产规模为 665 亿元, 较半年末增长 12%, 但公司前三季自营收入仅 13.15 亿元, 同比-31%(较上半年的-37%略有好转), 成为拖累业绩增速的主要原因。

财务预测与投资建议

- 预计公司 20-22 年 BVPS 分别为 4.92/5.42/6.01 元, 按相对估值法, 可比公司平均 20PB 为 3.30x, 对应 16.22 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

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,025	9,709	11,883	13,179	15,169
同比增长	-14%	38%	22%	11%	15%
营业利润(百万元)	1,423	2,846	3,939	4,761	5,664
同比增长	-40%	100%	38%	21%	19%
归属母公司净利润(百万元)	1,009	2,249	3,082	3,736	4,499
同比增长	-44%	123%	37%	21%	20%
每股收益(元)	0.14	0.32	0.44	0.54	0.65
总资产收益率	0.8%	1.6%	2.0%	2.2%	2.4%
净资产收益率	3.0%	6.6%	8.8%	10.1%	11.0%
市盈率	98.20	44.05	32.16	26.52	22.03
市净率	3.47	3.20	2.89	2.62	2.37
经纪业务佣金率	0.043%	0.035%	0.027%	0.026%	0.025%

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。

2020-22 年公司 BVPS 分别为 4.92/5.42/6.01。我们选择可比公司估值法。公司作为次新股券商，同时经纪业务等轻资产业务是传统优势业务，因此我们选取了同为 2020 年新上市且轻资产占比较高的中银证券、国联证券（其流通盘规模与公司更具可比性，同时剔除天风、长城），以及轻资产业务占比较高的中小券商第一创业、浙商证券、中原证券作为可比公司，其平均 20PB 为 3.30x，对应目标价 16.22 元，维持增持评级。

表 1：可比公司估值表

股票代码	可比公司	2019	2020E	2021E	2022E
601696	中银证券	5.42	4.61	4.37	4.15
601456	国联证券	4.98	3.80	3.63	3.48
002797	第一创业	4.79	3.09	2.86	2.62
601878	浙商证券	3.61	3.36	3.03	2.75
601375	中原证券	2.58	1.85	1.83	1.82
	平均值	4.30	3.30	3.10	3.00

数据来源：WIND、东方证券研究所

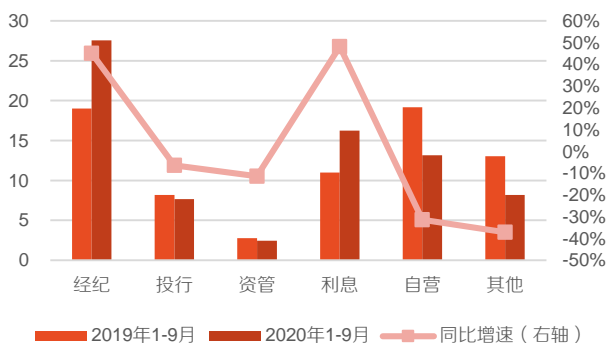
表 2：2020 年 1-9 月业绩摘要

单位：百万元	2019 年 1-9 月	2020 年 1-9 月	同比 (%)
一、营业收入	7,313	7,529	2.96
手续费及佣金净收入	3,108	3,870	24.54
经纪业务手续费净收入	1,899	2,755	45.05
投资银行业务手续费净收入	820	768	(6.37)
资产管理业务手续费净收入	277	245	(11.33)
利息净收入	1,097	1,626	48.18
投资净收益	1,193	1,109	(7.04)
对联营企业和合营企业的投资收益	41	84	107.92
公允价值变动净收益	724	206	(71.47)
其他业务收入	1,137	671	(41.00)
二、营业支出	5,013	4,568	(8.88)
营业税金及附加	51	58	12.39
管理费用	3,671	3,713	1.13
减值损失合计	217	149	(31.18)
其他业务成本	1,073	648	(39.66)
三、营业利润	2,299	2,961	28.79
四、利润总额	2,285	2,952	29.22
减：所得税	473	614	29.89
五、净利润	1,812	2,338	29.04
归属于母公司所有者的净利润	1,777	2,295	29.15
总资产	150,507	163,977	8.95

归属于母公司所有者的净资产	33,424	32,993	(1.29)
代理买卖证券款	33,514	41,207	22.96
杠杆率（剔除代理买卖证券款）	3.50	3.72	6.31

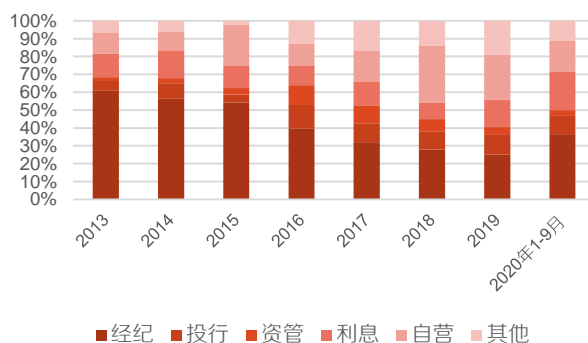
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 1：2020 年 1-9 月公司分业务收入（亿元）及同比增速



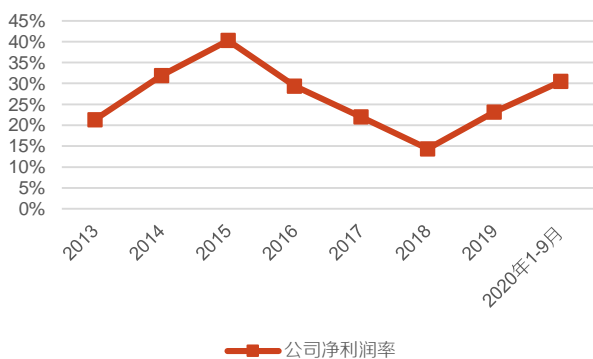
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 2：2013-2020 年 1-9 月公司分业务收入结构



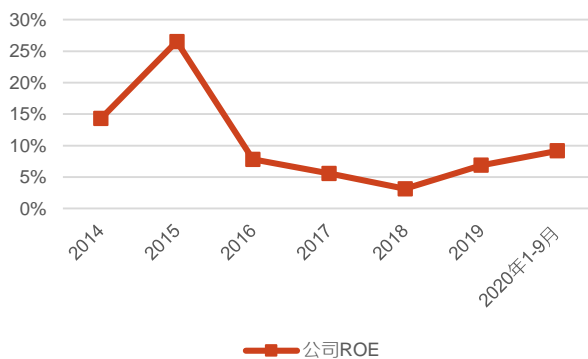
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 3：2013-2020 年 1-9 月公司净利润率

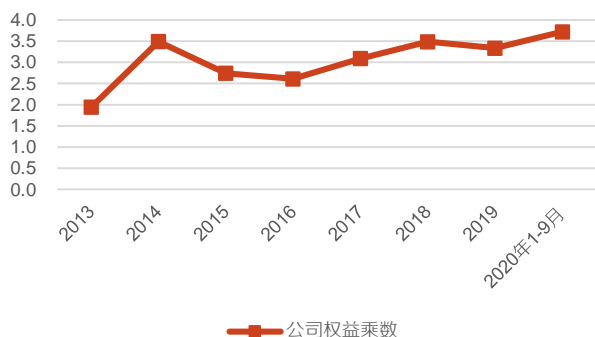


数据来源：WIND、东方证券研究所

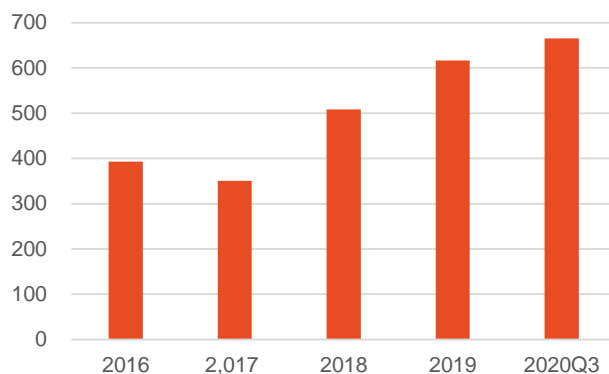
图 4：2014-2020 年 1-9 月公司 ROE



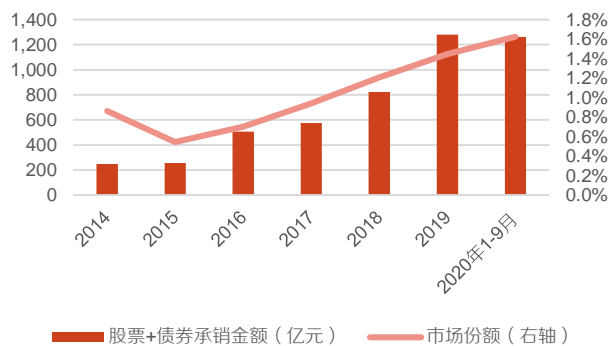
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 5：2013-2020 年 1-9 月公司权益乘数（剔除证券款）


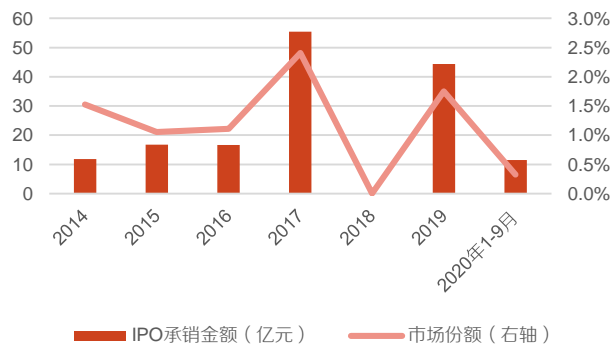
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 6：2016-2020Q3 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 7：2014-2020 年 1-9 月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 8：2014-2020 年 1-9 月公司 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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	25,816	30,916	45,762	51,190	57,047	成长能力					
其中: 客户存款	19,114	26,167	38,732	43,327	48,284	营业收入	-14.0%	38.2%	22.4%	10.9%	15.1%
公司存款	6,701	4,749	7,030	7,863	8,763	手续费及佣金净收入	-25.3%	25.3%	39.8%	11.9%	10.7%
结算备付金	5,330	6,763	10,011	11,199	12,480	其中: 经纪业务	-24.7%	23.7%	56.6%	7.7%	7.1%
其中: 客户备付金	4,352	4,533	6,710	7,506	8,365	投行业务	-18.0%	55.5%	25.9%	19.9%	19.6%
公司备付金	978	2,230	3,301	3,692	4,115	资产管理	-39.8%	-14.1%	-0.2%	23.4%	10.4%
投资资产	55,322	61,614	60,711	66,333	72,365	净利息收入	-40.0%	127.4%	48.6%	15.9%	20.3%
其中: 交易性资产	27,821	33,343	32,854	35,896	39,161	自营收入	59.8%	9.3%	-10.7%	8.0%	29.3%
其他债权投资	16,306	18,522	18,250	19,941	21,754	营业支出	-3.2%	22.5%	15.7%	6.0%	12.9%
其他权益工具投资	7,715	5,511	5,430	5,933	6,472	管理费用	-3.1%	21.4%	18.2%	6.5%	15.1%
存出保证金	3,088	5,904	6,654	7,965	9,356	营业利润	-40.3%	100.0%	38.4%	20.9%	19.0%
买入返售资产	19,696	12,573	8,237	8,190	9,128	归属于母公司净利润	-43.8%	122.9%	37.0%	21.2%	20.4%
长期股权投资	666	684	705	685	520	资产分布					
固定资产(含在建工程)	977	923	979	960	750	自有存款/总资产	4.9%	3.2%	4.4%	4.4%	4.3%
资产总计	136,060	146,613	160,802	180,223	202,113	客户存款/总资产	14.0%	17.8%	24.1%	24.0%	23.9%
交易性金融负债	120	346	415	498	598	投资资产/总资产	40.7%	42.0%	37.8%	36.8%	35.8%
代买卖证券款	25,653	33,494	49,578	55,460	61,805	买入返售资产/总资产	14.5%	8.6%	5.1%	4.5%	4.5%
应付职工薪酬	1,461	1,887	2,674	2,847	3,058	投资资产/净资产	168.4%	176.0%	171.7%	170.3%	168.0%
负债总计	103,209	111,607	125,449	141,276	159,044	收入分布					
股本	6,272	6,272	6,969	6,969	6,969	手续费收入/营业收入	46.3%	41.9%	47.9%	48.3%	46.5%
资本公积	10,855	10,858	13,213	13,213	13,213	经纪业务/营业收入	28.0%	25.0%	32.1%	31.1%	29.0%
一般风险准备	3,972	4,547	5,175	5,937	6,855	投行业务/营业收入	10.2%	11.5%	11.8%	12.7%	13.3%
其他综合收益	(1,403)	(429)	400	819	1,319	资管业务/营业收入	7.2%	4.5%	3.7%	4.1%	3.9%
盈余公积	1,600	1,839	2,153	2,534	2,993	自营业务/营业收入	31.0%	17.8%	12.7%	12.4%	14.0%
未分配利润	4,379	4,824	6,346	8,323	10,511	净利息收入/营业收入	9.4%	15.5%	18.8%	19.6%	20.5%
少数股东权益	1,177	1,097	1,097	1,152	1,209	净利润驱动指标					
股东权益合计	32,851	35,007	35,353	38,947	43,069	公司股基交易额	4,567,224	6,970,982	14,165,254	15,845,642	17,658,656
负债和股东权益总计	136,060	146,613	160,802	180,223	202,113	公司股基交易市占率	2.27%	2.56%	3.06%	3.26%	3.46%
						净佣金率(‰)	0.43	0.35	0.27	0.26	0.25
利润表						IPO市占率	0.00%	1.75%	1.80%	1.90%	2.00%
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	再融资市占率	0.05%	0.04%	0.50%	0.70%	0.90%
营业收入	7,025	9,709	11,883	13,179	15,169	债券承销市占率	2.28%	2.64%	2.84%	2.94%	3.04%
手续费及佣金净收入	3,249	4,073	5,692	6,369	7,052	营业税金/营业收入	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
其中: 经纪收入	1,966	2,432	3,809	4,102	4,395	成本收入比	79.7%	70.7%	66.9%	63.9%	62.7%
证券承销收入	716	1,113	1,401	1,680	2,010	有效税率	24.0%	19.0%	20.0%	20.0%	19.0%
资产管理收入	507	436	435	536	592	资本公积变化	18	2	(3,645)	0	0
利息净收入	661	1,502	2,231	2,586	3,111	获利能力					
投资收益	2,178	1,729	1,511	1,633	2,117	净利率	14.4%	23.2%	25.9%	28.3%	29.7%
公允价值变动	82	749	689	744	949	ROA	0.8%	1.6%	2.0%	2.2%	2.4%
营业支出	5,602	6,863	7,944	8,419	9,505	ROE	3.0%	6.6%	8.8%	10.1%	11.0%
营业税金及附加	62	68	83	92	106	每股指标(元)					
业务及管理费用	4,140	5,025	5,942	6,326	7,281	每股收益	0.14	0.32	0.44	0.54	0.65
营业利润	1,423	2,846	3,939	4,761	5,664	每股净资产	4.09	4.45	4.92	5.42	6.01
利润总额	1,408	2,833	3,928	4,762	5,664	每股经纪业务交易额	728.22	1,111.49	2,032.72	2,273.85	2,534.02
所得税	338	539	786	952	1,076	估值比率					
少数股东损益	61	45	61	74	89	市盈率	98.20	44.05	32.16	26.52	22.03
归属于母公司股东的净利润	1,009	2,249	3,082	3,736	4,499	市净率	3.47	3.20	2.89	2.62	2.37

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

