

# 自营亏损大幅拖累业绩，期待 23 年业绩反转

——中泰证券 2022 年业绩点评

## 核心观点

- **归母净利润下滑超八成，Q4 业绩低于预期。** 1) 公司 2022 年实现营业收入 93.25 亿元，同比-29.09%，实现归母净利润 5.9 亿元，同比-81.56%。Q4 实现营业收入 19.07 亿元，同比-54%，实现归母净利润-338 亿元，同比-152%。2) 公司 2022 年实现 ROE1.61%，较 21 年下滑 7.64pct，较行业平均低 3.7pct。截至 22 年末权益乘数 3.57，较年初下降 0.58，仍高于行业平均的 3.29。3) 经纪、自营、投行、利息、资管业务收入（剔除其他业务）贡献度分别为 52%、-5%、14%、30%、8%，其中经纪占比提升 13pct，自营占比下滑 32pct。
- **投行业务收入下滑明显，两融市占略有提升。** 1) 公司 22 年实现投行业务收入 10.18 亿元，同比-21%。22 年公司股债承销规模合计达 2289 亿元，同比-7%，市占率由 21 年末 1.92%降至 1.9%；其中 IPO 承销规模为 38 亿元，同比-54%，市占率由 21 年末 1.36%降至 0.73%。22 年公司股基成交量为 125100 亿元，市占率由 21 年的 2.63%降至 2.53%。2) 22 年公司实现经纪业务收入 36.8 亿元，同比下降 15%，其中代销金融产品净收入同比下滑 18.48%。3) 22 年公司利息净收入同比增长 18.95%至 21.32 亿元，是唯一实现正增长的业务板块。22 年公司两融余额 311 亿元，市占率 2.02%，较年初上升 0.04pct。
- **自营亏损拖累业绩，资管规模增长明显。** 1) 截至 22 年末公司金融投资类资产规模较年初下滑 15.41%至 693.58 亿元，其中基金、股票类资产规模同比下滑 27.72%、18.02%至 36.71、37.31 亿元。22 年公司实现自营收入-3.51 亿元，同比-112%。2) 22 年公司实现资管业务收入 5.52 亿元，同比下滑 1%。资管规模较年初提升 17.87%至 2188 亿元，其中集合资管规模较年初提升 4.78%至 412 亿元，公募管理规模较年初增加 129.82%至 401 亿元。

## 盈利预测与投资建议

- 根据年报数据调降自营规模及投资收益率等指标，预测公司 2023-2025 年 BVPS 分别为 5.49/5.95/6.49 元（原预测 23-24 年为 5.94/6.55 元），按可比公司估值法，给予公司 2023 年 1.50xPB，对应目标价 8.24 元，维持增持评级。

## 风险提示

- 系统性风险对非银行金融业务与估值的压制；自营投资业绩存在不确定性；证券行业乃至资本市场的政策超预期收紧。

## 公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	13,150	9,325	12,567	14,188	15,782
同比增长	27%	-29%	35%	13%	11%
营业利润(百万元)	4,295	796	4,063	4,914	5,829
同比增长	29%	-81%	410%	21%	19%
归属母公司净利润(百万元)	3,200	590	3,034	3,670	4,356
同比增长	27%	-82%	414%	21%	19%
每股收益(元)	0.46	0.08	0.44	0.53	0.63
总资产收益率	1.7%	0.3%	1.5%	1.6%	1.7%
净资产收益率	9.3%	1.8%	7.7%	8.6%	9.4%
市盈率	14.76	84.88	15.60	12.89	10.86
市净率	1.32	1.34	1.24	1.14	1.05
经纪业务佣金率	0.030%	0.029%	0.029%	0.029%	0.029%

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。

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。

## 投资评级 增持（维持）

股价（2023年04月03日）	6.79 元
目标价格	8.24 元
52 周最高价/最低价	8.42/6.31 元
总股本/流通 A 股（万股）	696,863/260,907
A 股市值（百万元）	47,317
国家/地区	中国
行业	非银行金融
报告发布日期	2023 年 04 月 03 日

## 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	0.58	-3.62	5.49	-16.43
相对表现	-1.37	-2.65	0.28	-12.09
沪深 300	1.95	-0.97	5.21	-4.34



## 证券分析师

孙嘉庚 021-63325888\*7041  
sunjiageng@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860520080006  
香港证监会牌照：BSW114

## 相关报告

自营亏损收窄仍大幅拖累业绩，资管业务表现亮眼：——中泰证券 2022 年中报点评 2022-08-29  
股基大幅增配自营表现靓丽，IPO 与资管业务显著回暖：——中泰证券 2021 年年报点评 2022-04-02  
投行与自营大增超三成，助 ROE 创六年来新高：——中泰证券 2021 年三季度报点评 2021-11-01

根据年报数据调整投资收益率等指标，我们预测公司 2023-2025 年 BVPS 分别为 5.49/5.95/6.49 元（原预测 23-24 年为 5.94/6.55 元），按可比公司估值法，给予公司 2023 年 1.50xPB，对应目标价 8.24 元，维持增持评级。

表 1：可比公司 PB 估值表（截至 2023/4/3）

股票代码	可比公司	2021A	2022E	2023E	2024E
601696	中银证券	1.94	1.82	1.70	1.59
601456	国联证券	1.91	1.86	1.70	1.60
002797	第一创业	1.77	1.71	1.70	1.65
601878	浙商证券	1.69	1.54	1.45	1.38
601198	东兴证券	1.01	1.04	0.97	0.94
<b>平均值</b>		<b>1.70</b>	<b>1.60</b>	<b>1.50</b>	<b>1.40</b>

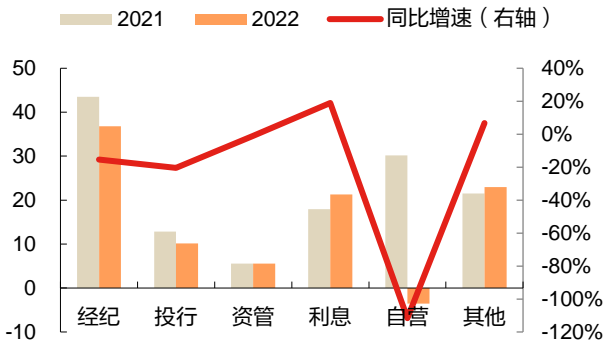
数据来源：Wind、东方证券研究所

表 2：2022 年业绩摘要

单位：百万元	2021	2022	同比（%）
一、营业收入	13,150	9,325	(29.09)
手续费及佣金净收入	6,387	5,408	(15.32)
经纪业务手续费净收入	4,349	3,680	(15.40)
投资银行业务手续费净收入	1,281	1,018	(20.53)
资产管理业务手续费净收入	558	552	(1.09)
利息净收入	1,793	2,132	18.95
投资净收益	2,398	1,174	(51.04)
对联营企业和合营企业的投资收益	206	153	(25.88)
公允价值变动净收益	826	(1,372)	(266.07)
其他业务收入	1,598	1,884	17.90
二、营业支出	8,855	8,528	(3.69)
营业税金及附加	80	80	0.61
管理费用	6,484	6,093	(6.03)
减值损失合计	763	529	(30.69)
其他业务成本	1,528	1,826	19.52
三、营业利润	4,295	796	(81.46)
四、利润总额	4,299	782	(81.81)
减：所得税	999	79	(92.14)
五、净利润	3,299	703	(78.68)
归属于母公司所有者的净利润	3,200	590	(81.56)
总资产	204,690	198,894	(2.83)
归属于母公司所有者的净资产	35,790	38,194	6.72
代理买卖证券款	56,213	62,430	11.06
权益乘数	4.15	3.57	(0.58)

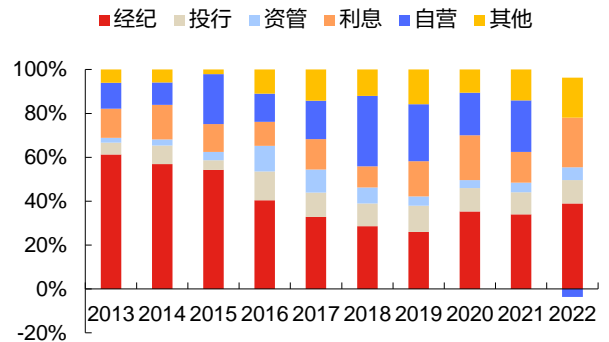
数据来源：Wind、东方证券研究所

图 1：2022 年公司分业务收入（亿元）及同比增速



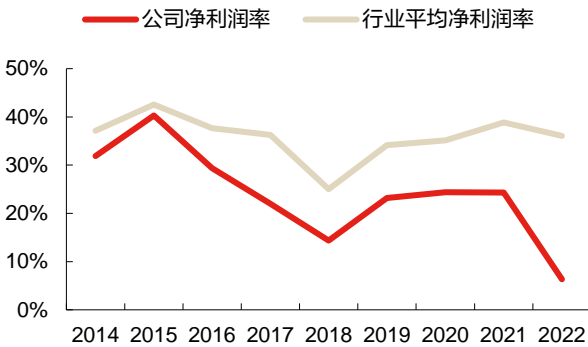
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 2：2013-2022 年公司分业务收入结构



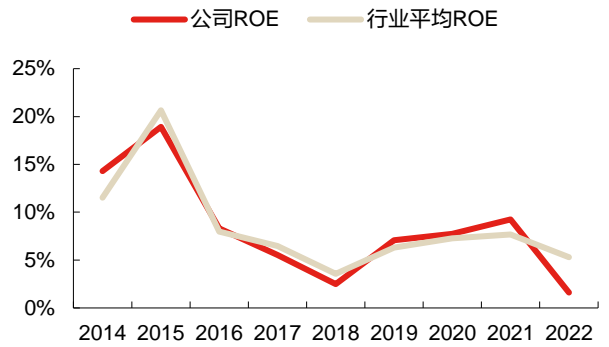
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 3：2014-2022 年公司净利润率



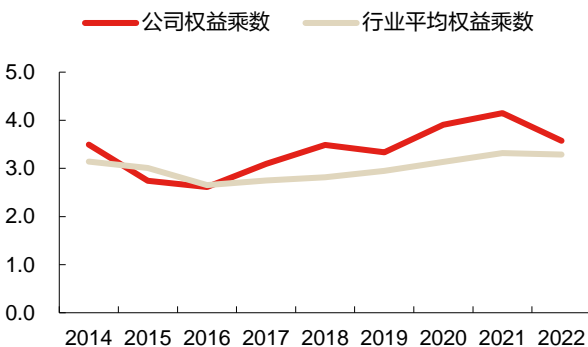
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 4：2014-2022 年公司 ROE



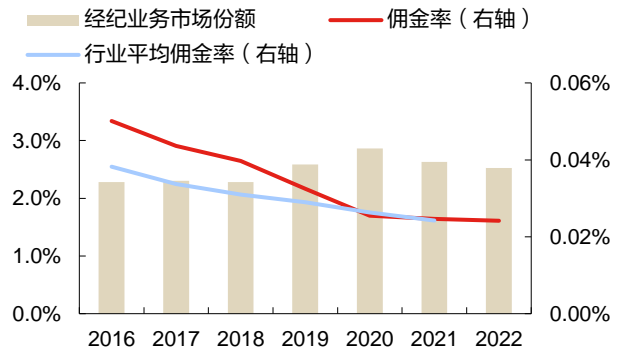
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 5：2014-2022 年公司权益乘数（剔除代理买卖证券款）



数据来源：Wind，东方证券研究所

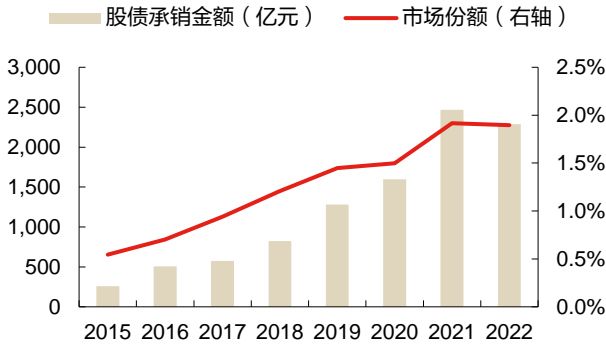
图 6：2016-2022 年公司经纪市占率及佣金率



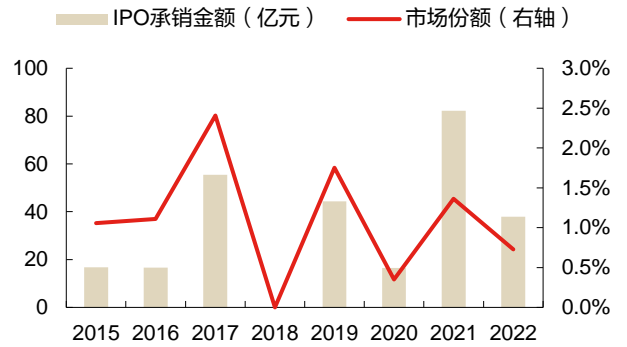
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 7：2015-2022 年公司股债承销金额及市占率

图 8：2015-2022 年公司 IPO 承销金额及市占率

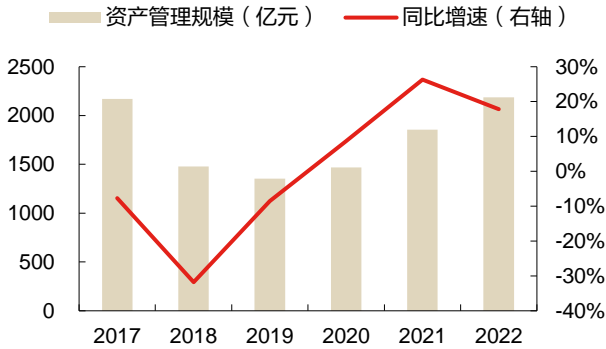


数据来源: Wind, 东方证券研究所



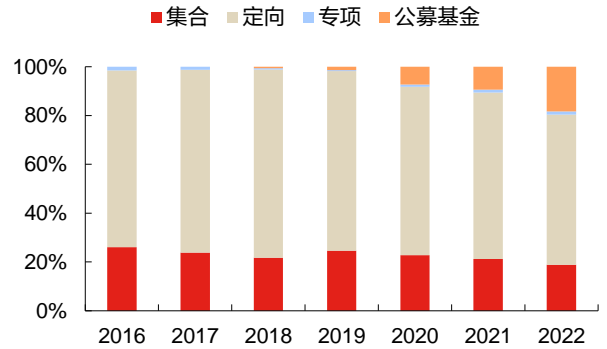
数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 9: 2017-2022 年公司资产管理规模 (亿元) 及增速



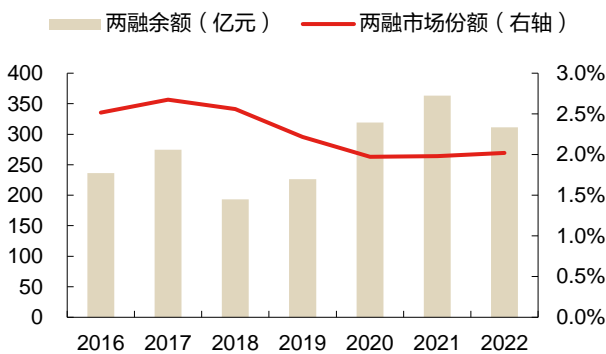
数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 10: 2016-2022 年公司资产管理构成



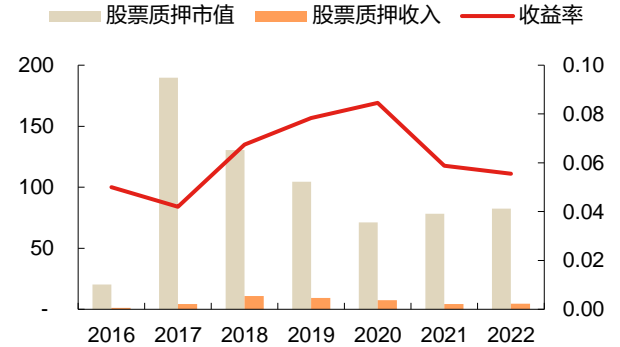
数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 11: 2016-2022 年公司两融余额 (亿元) 及市场份额



数据来源: Wind, 东方证券研究所

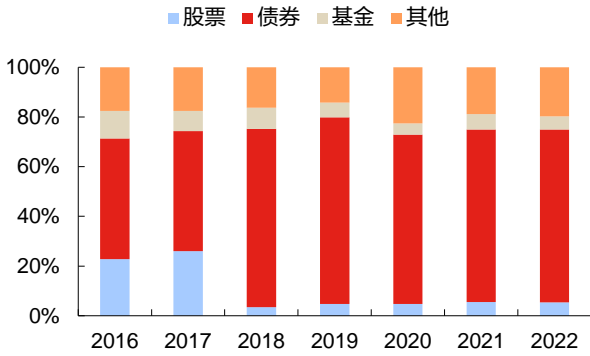
图 12: 2016-2022 年表内股票质押余额及收入 (亿元)



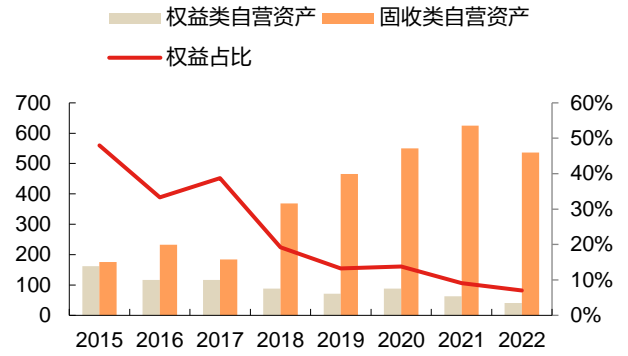
数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 13: 2016-2022 年公司金融投资资产构成

图 14: 2015-2022 年自营资产规模 (亿元) 及权益占比



数据来源: Wind, 东方证券研究所



数据来源: Wind, 东方证券研究所

## 风险提示

- 1) 系统性风险对非银行金融业务与估值的压制;
- 2) 自营投资业绩存在不确定性;
- 3) 证券行业乃至资本市场的政策超预期收紧。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						主要财务比率					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	46,090	56,930	61,357	73,124	81,898	<b>成长能力</b>					
其中：客户存款	40,424	47,403	51,089	60,886	68,192	营业收入	27.0%	-29.1%	34.8%	12.9%	11.2%
公司存款	5,666	9,528	10,268	12,238	13,706	手续费及佣金净收入	23.0%	-15.3%	9.7%	19.3%	14.6%
结算备付金	11,098	8,808	9,493	11,314	12,671	其中：经纪业务	20.8%	-15.4%	7.0%	19.2%	12.8%
其中：客户备付金	8,665	6,335	6,828	8,138	9,114	投行业务	17.2%	-20.5%	22.5%	26.0%	22.5%
公司备付金	2,433	2,473	2,665	3,176	3,558	资产管理	48.2%	-1.1%	4.7%	9.5%	11.0%
投资资产	79,639	67,488	75,104	83,055	92,115	净利息收入	-13.9%	18.9%	2.3%	6.5%	8.5%
其中：交易性资产	53,386	36,626	40,759	45,073	49,990	营业收入	52.2%	-111.6%	-768.6%	11.1%	11.0%
其他债权投资	20,806	26,168	29,121	32,204	35,716	营业支出	25.9%	-3.7%	-0.3%	9.1%	7.3%
其他权益工具投资	3,250	2,833	3,152	3,486	3,866	管理费用	13.7%	-6.0%	1.1%	10.6%	8.9%
存出保证金	10,284	11,622	12,111	13,632	15,268	营业利润	29.5%	-81.5%	410.3%	20.9%	18.6%
买入返售资产	12,475	12,245	12,271	13,894	13,923	归属于母公司净利润	26.7%	-81.6%	414.0%	21.0%	18.7%
长期股权投资	937	1,112	963	1,004	1,026	<b>资产分布</b>					
固定资产（含在建工程）	919	1,078	963	987	1,009	自有存款/总资产	2.8%	4.8%	4.8%	4.9%	5.0%
<b>资产总计</b>	<b>204,690</b>	<b>198,894</b>	<b>215,871</b>	<b>247,445</b>	<b>276,022</b>	客户存款/总资产	19.7%	23.8%	23.7%	24.6%	24.7%
交易性金融负债	54	0	0	0	0	投资资产/总资产	38.9%	33.9%	34.8%	33.6%	33.4%
代买卖证券款	56,213	62,430	67,284	80,188	89,810	买入返售资产/总资产	6.1%	6.2%	5.7%	5.6%	5.0%
应付职工薪酬	2,654	1,804	2,402	2,656	2,893	投资资产/净资产	214.3%	170.1%	175.5%	180.2%	184.4%
<b>负债总计</b>	<b>167,530</b>	<b>159,224</b>	<b>173,079</b>	<b>201,366</b>	<b>226,076</b>	<b>收入分布</b>					
股本	6,969	6,969	6,969	6,969	6,969	手续费收入/营业收入	48.6%	58.0%	47.2%	49.8%	51.3%
资本公积	13,086	13,093	13,093	13,093	13,093	经纪业务/营业收入	33.1%	39.5%	31.3%	33.1%	33.5%
一般风险准备	7,618	7,534	8,165	8,929	9,836	投行业务/营业收入	9.7%	10.9%	9.9%	11.1%	12.2%
其他综合收益	(301)	(1,059)	(927)	(780)	(617)	资管业务/营业收入	4.2%	5.9%	4.6%	4.5%	4.5%
盈余公积	2,396	2,463	2,779	3,161	3,614	自营业务/营业收入	23.0%	-3.8%	18.7%	18.4%	18.4%
未分配利润	6,022	6,195	8,164	10,081	12,342	净利息收入/营业收入	13.6%	22.9%	17.4%	16.4%	16.0%
少数股东权益	1,370	1,476	1,550	1,627	1,709	<b>净利润驱动指标</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>37,160</b>	<b>39,670</b>	<b>42,792</b>	<b>46,080</b>	<b>49,946</b>	公司股基交易额	14550000	12510000	13482677	16068398	17996455
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>204,690</b>	<b>198,894</b>	<b>215,871</b>	<b>247,445</b>	<b>276,022</b>	公司股基交易市占率	2.63%	2.53%	2.55%	2.55%	2.55%
						净佣金率(‰)	0.30	0.29	0.29	0.29	0.29
						IPO 市占率	1.36%	0.73%	1.10%	1.40%	1.70%
						再融资市占率	1.47%	1.76%	1.86%	1.96%	2.06%
						债券承销市占率	2.31%	1.90%	2.00%	2.10%	2.20%
						营业税金/营业收入	0.6%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
						成本收入比	67.3%	91.5%	67.7%	65.4%	63.1%
						有效税率	23.2%	10.0%	22.0%	22.0%	22.0%
						资本公积变化	1	3,007	0	0	0
						<b>获利能力</b>					
						净利率	24.3%	6.3%	24.1%	25.9%	27.6%
						ROA	1.7%	0.3%	1.5%	1.6%	1.7%
						ROE	9.3%	1.8%	7.7%	8.6%	9.4%
						<b>每股指标（元）</b>					
						每股收益	0.46	0.08	0.44	0.53	0.63
						每股净资产	5.14	5.05	5.49	5.95	6.49
						每股经纪业务交易额	2,087.93	1,795.19	1,934.77	2,305.82	2,582.50
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	14.76	84.88	15.60	12.89	10.86
						市净率	1.32	1.34	1.24	1.14	1.05

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)

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。