

## 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

### 核心观点

- **净利润同比下降 46%，ROE 同比下降 5.01pct。** 1) 公司 22H 实现营业收入 50.14 亿元，同比-13%，实现归母净利润 9.12 亿元，同比-46%。2) 公司 22H 实现 ROE5.15%，同比-5.01pct，同时低于行业平均 1.26pct。截至 22H 末公司权益乘数 4.19，同比增加 0.33pct。3) 经纪、利息、投行、资管、自营净收入贡献度（剔除其他业务）分别为 49%、31%、12%、8%、-1%，自营占比同比大幅下滑 26pct，利息收入占比同比提升 12pct。
- **资管规模大幅增长带动收入翻倍提升，经纪两融市占率同步提升。** 1) 截至 22H 末公司资管规模达到 2028 亿元，较年初增长 9%，其中公募基金规模较年初大幅提升 103%至 355 亿元，公司 22H 资管收入同比大幅提升 162%至 2.82 亿元。2) 22H 公司股基成交额市占率由年初 2.63%提升至 2.65%，佣金率由年初万分之 2.46 下降至 2.35。22H 实现经纪业务收入 18.42 亿元，同比微增 1%，其中代销金融产品净收入增加 8%至 1.23 亿元。3) 22H 末公司两融余额较年初下降 9.24%至 329 亿元，市占率从 1.98%提升至 2.05%。22H 公司利息净收入同比提高 28%至 11.73 亿元。
- **自营亏损拖累业绩，IPO 规模市占率同步下滑。** 1) 22H 末公司金融投资资产规模较年初增加 2.91%至 797 亿元，其中基金类资产规模较年初增加 11%至 56.13 亿元，债券和股票类资产同比微降 3%、1%至 550、45 亿元。由于受到波动市场环境的影响，公司自营业务收入同比大幅下滑 103%至-0.33 亿元，对公司业绩表现造成较大影响。2) 22H 公司实现投行业务收入 4.59 亿元，同比-35%。22H 公司股债承销规模 1209 亿元，同比+5%，市占率同比下降 0.09pct 至 1.96%，但较年初+0.04pct；其中 IPO 承销规模 16.38 亿元，高基数下同比-65%，市占率由 2.17%降至 0.63%。

### 盈利预测与投资建议

- 根据中报数据对投资收益率等指标进行调整，将 22-24 年 BVPS 预测值由 5.66/6.26/6.95 元调整至 5.44/5.94/6.55 元，按可比公司估值法，维持公司 2022 年 1.80xPB，对应目标价 9.79 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

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10,352	13,150	9,783	12,882	15,024
同比增长	7%	27%	-26%	32%	17%
营业利润(百万元)	3,317	4,295	2,937	4,443	5,566
同比增长	17%	29%	-32%	51%	25%
归属母公司净利润(百万元)	2,525	3,200	2,247	3,352	4,200
同比增长	12%	27%	-30%	49%	25%
每股收益(元)	0.36	0.46	0.32	0.48	0.60
总资产收益率	1.6%	1.7%	1.1%	1.5%	1.6%
净资产收益率	7.4%	9.3%	6.0%	8.4%	9.6%
市盈率	20.11	15.74	22.45	15.05	12.01
市净率	1.52	1.41	1.33	1.22	1.11
经纪业务佣金率	0.029%	0.030%	0.029%	0.028%	0.028%

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。

投资评级	增持（维持）
股价（2022年08月26日）	7.24元
目标价格	9.79元
52周最高价/最低价	11.36/6.9元
总股本/流通A股（万股）	696,863/260,907
A股市值（百万元）	50,453
国家/地区	中国
行业	非银行金融
报告发布日期	2022年08月29日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-2.38	0	1.79	-26.2
相对表现	-4.39	3.52	1.52	-5.56
沪深300	2.01	-3.52	0.27	-20.64



### 证券分析师

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

### 相关报告

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 年三季报点评	2021-11-01
自营大增叠加投行回暖助推业绩提速，ROE 创近 5 年新高：——中泰证券 2021 年中报点评	2021-08-29

表 1：假设指标调整情况

指标名称	原预测			新预测		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
佣金市占率	2.68%	2.73%	2.78%	2.64%	2.66%	2.68%
佣金率（‰）	0.304	0.294	0.294	0.289	0.279	0.279
两融市占率	2.03%	2.08%	2.13%	2.02%	2.04%	2.06%
权益投资增长率	15%	10%	10%	0%	5%	10%
债权投资增长率	10%	10%	10%	5%	10%	10%
其他投资增长率	10%	8%	8%	20%	15%	10%
总投资收益率	3.9%	4.3%	4.3%	0.20%	2.61%	3.26%
IPO 市占率	1.20%	1.30%	1.40%	0.70%	1.10%	1.40%
债券承销规模市占率	2.20%	2.20%	2.20%	2.00%	2.00%	2.00%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 2：分类收入预测调整（百万元）

业务条线	原预测			新预测		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
<b>经纪业务收入</b>	<b>4,578</b>	<b>5,165</b>	<b>5,917</b>	<b>4,287</b>	<b>4,776</b>	<b>5,413</b>
增速	5%	13%	15%	-1%	11%	13%
占比	35%	34%	35%	44%	37%	36%
<b>投行业务收入</b>	<b>1,299</b>	<b>1,463</b>	<b>1,637</b>	<b>1,086</b>	<b>1,327</b>	<b>1,556</b>
增速	1%	13%	12%	-15%	22%	17%
占比	10%	10%	10%	11%	10%	10%
<b>资产管理收入</b>	<b>621</b>	<b>631</b>	<b>651</b>	<b>621</b>	<b>631</b>	<b>651</b>
增速	11%	2%	3%	11%	2%	3%
占比	5%	4%	4%	6%	5%	4%
<b>利息净收入</b>	<b>1,790</b>	<b>2,061</b>	<b>2,461</b>	<b>1,778</b>	<b>2,006</b>	<b>2,339</b>
增速	0%	15%	19%	-1%	13%	17%
占比	14%	14%	15%	18%	16%	16%
<b>自营业务收入</b>	<b>2,838</b>	<b>3,524</b>	<b>3,899</b>	<b>-70</b>	<b>1,979</b>	<b>2,813</b>
增速	0%	15%	19%	-102%	-2908%	42%
占比	21%	23%	23%	-1%	15%	19%
<b>其他收入</b>	<b>2,114</b>	<b>2,231</b>	<b>2,356</b>	<b>2,082</b>	<b>2,164</b>	<b>2,252</b>
增速	-2%	6%	6%	-3.18%	4%	4%
占比	16%	15%	14%	21%	17%	15%
<b>营业收入</b>	<b>13,240</b>	<b>15,075</b>	<b>16,920</b>	<b>9,783</b>	<b>12,882</b>	<b>15,024</b>

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 3：主要财务信息调整

主要财务信息	原预测			新预测		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	13,240	15,075	16,920	9,783	12,882	15,024
调整幅度				-26.12%	-14.54%	-11.21%
营业利润（百万元）	4,660	5,470	6,421	2,937	4,443	5,566

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申明。

调整幅度				-36.97%	-18.78%	-13.32%
归母净利润（百万元）	3,567	4,129	4,847	2,247	3,352	4,200
调整幅度				-37.01%	-18.82%	-13.35%
每股收益（元）	0.51	0.59	0.70	0.32	0.48	0.60
调整幅度				-37.01%	-18.82%	-13.35%

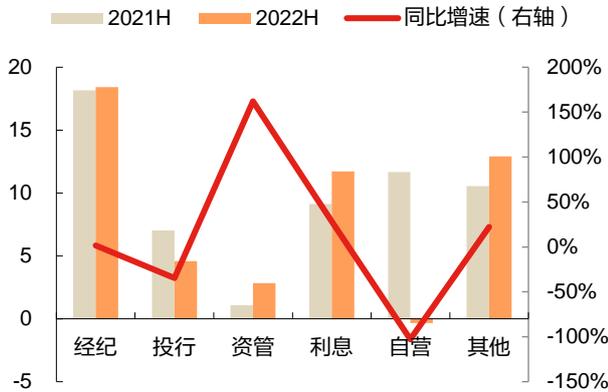
数据来源：公司公告，东方证券研究所

公司 2022-2024BVPS 预测值为 5.44/5.94/6.55 元（原预测为 5.66/6.26/6.95，根据最新中报数据对投资收益率等指标进行调整）。按可比公司估值法，维持公司 2022 年 1.80xPB，对应目标价 9.79 元，维持增持评级。

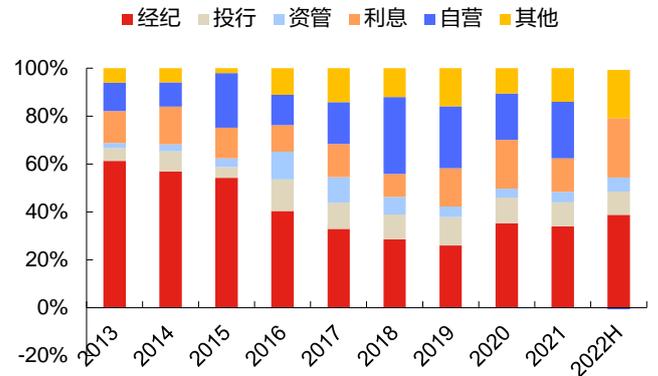
**表 4：2022H 业绩摘要**

单位：百万元	2021H	2022H	同比 (%)
一、营业收入	5,761	5,014	(12.96)
手续费及佣金净收入	2,767	2,642	(4.52)
经纪业务手续费净收入	1,815	1,842	1.47
投资银行业务手续费净收入	702	459	(34.67)
资产管理业务手续费净收入	108	282	162.03
利息净收入	913	1,173	28.39
投资净收益	935	975	4.32
对联营企业和合营企业的投资收益	89	86	(3.05)
公允价值变动净收益	321	(922)	(386.88)
其他业务收入	745	1,062	42.63
二、营业支出	3,589	3,859	7.51
营业税金及附加	31	41	29.61
管理费用	2,911	2,760	(5.19)
减值损失合计	(23)	18	(180.83)
其他业务成本	669	1,040	55.39
三、营业利润	2,171	1,155	(46.80)
四、利润总额	2,172	1,158	(46.69)
减：所得税	426	181	(57.52)
五、净利润	1,746	977	(44.05)
归属于母公司所有者的净利润	1,701	912	(46.42)
总资产	183,826	218,864	19.06
归属于母公司所有者的净资产	34,889	35,919	2.95
代理买卖证券款	48,842	68,209	39.65
权益乘数（剔除代理买卖证券款）	3.87	4.19	0.33

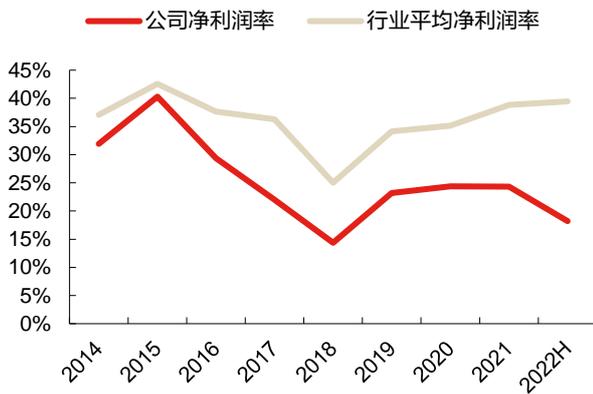
数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 1：2022H 公司分业务收入（亿元）及同比增速**


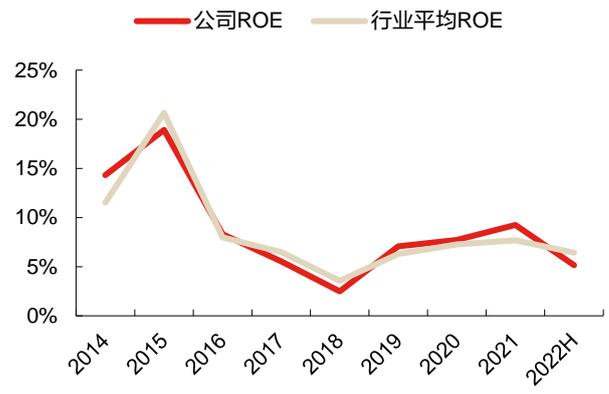
数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 2：2013-2022H 公司分业务收入结构**


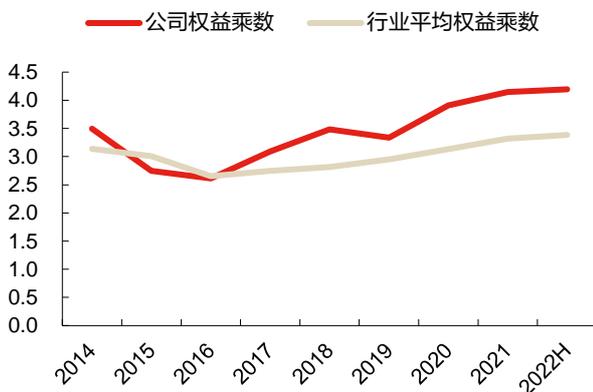
数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 3：2014-2022H 公司净利润率**


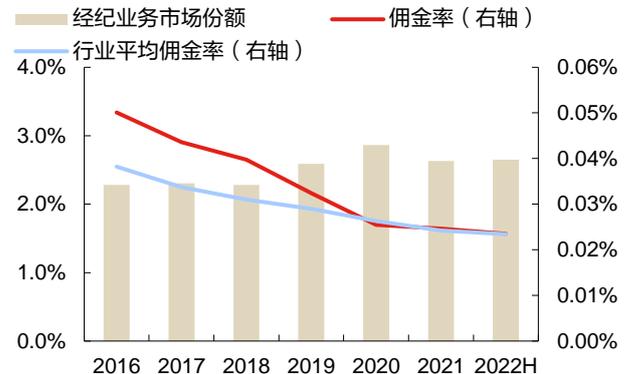
数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 4：2014-2022H 公司 ROE**


数据来源：Wind，东方证券研究所

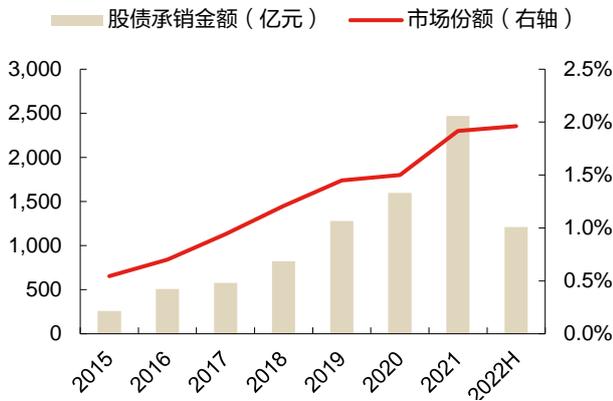
**图 5：2013-2022H 公司权益乘数（剔除代理买卖证券款）**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 6：2016-2022H 公司经纪市占率及佣金率**


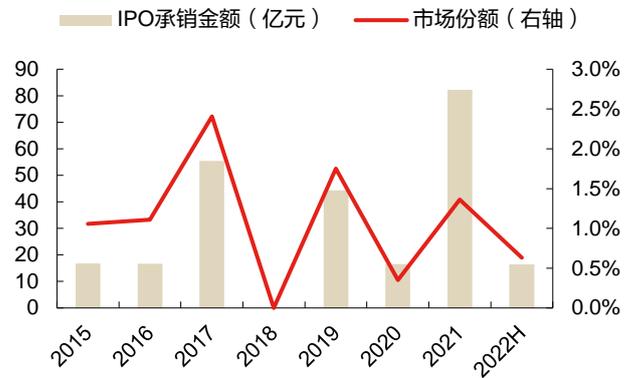
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 7：2015-2022H 公司股债承销金额及市占率



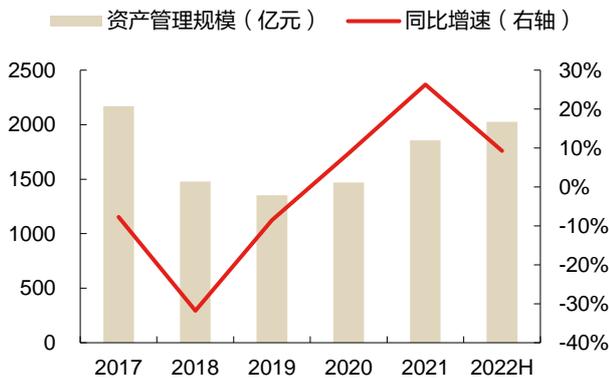
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 8：2015-2022H 公司 IPO 承销金额及市占率



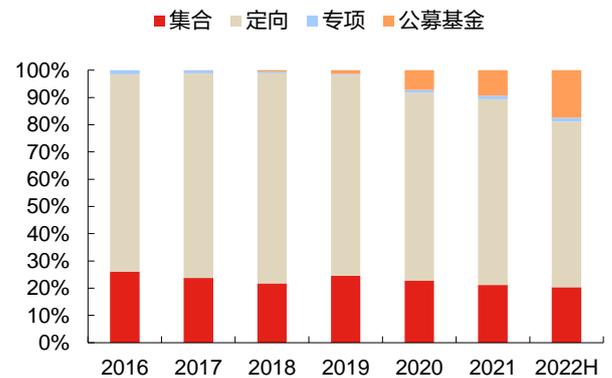
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 9：2017-2022H 公司资产管理规模（亿元）及增速



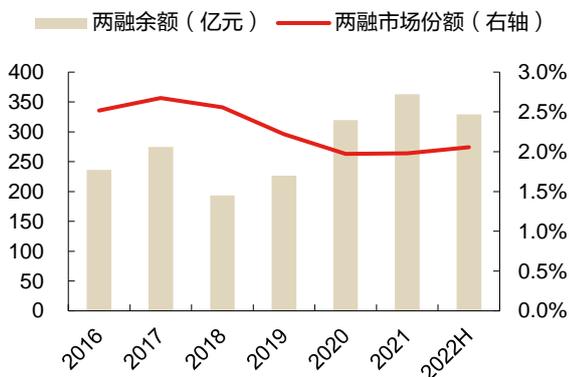
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 10：2016-2022H 公司资产管理构成



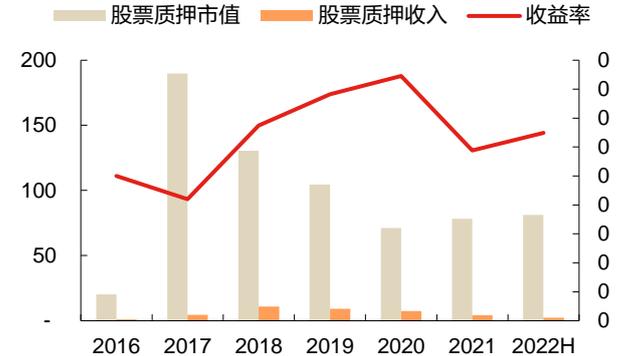
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 11：2016-2022H 公司两融余额（亿元）及市场份额



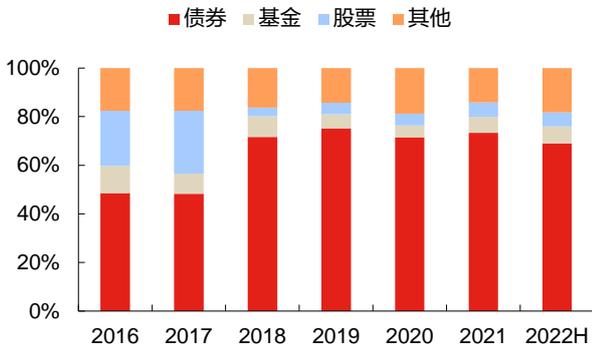
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 12：2016-2022H 表内股票质押余额及收入（亿元）



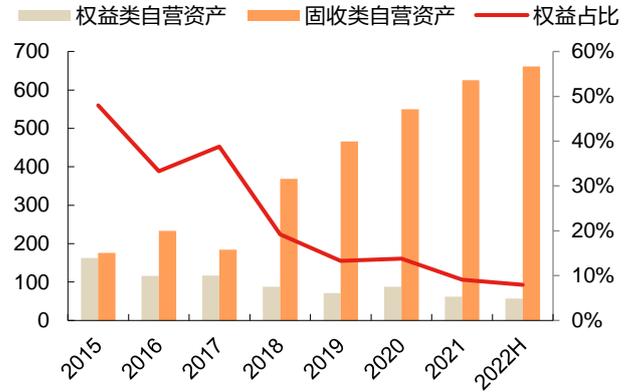
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 13：2016-2022H 公司金融投资资产构成



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 14：2015-2022H 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

**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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>货币资金</b>	36,652	46,090	47,004	54,239	61,475	<b>成长能力</b>					
其中: 客户存款	32,266	40,424	41,225	47,571	53,918	营业收入	6.6%	27.0%	-25.6%	31.7%	16.6%
公司存款	4,385	5,666	5,778	6,668	7,558	手续费及佣金净收入	27.5%	23.0%	-2.9%	12.1%	12.9%
结算备付金	8,827	11,098	11,318	13,060	14,802	其中: 经纪业务	48.0%	20.8%	-1.4%	11.4%	13.3%
其中: 客户备付金	6,714	8,665	8,836	10,196	11,557	投行业务	-1.8%	17.2%	-15.2%	22.2%	17.2%
公司备付金	2,113	2,433	2,482	2,864	3,246	资产管理	-7.6%	48.2%	11.2%	1.6%	3.2%
投资资产	73,984	79,639	85,797	95,416	105,689	净利息收入	38.7%	-13.9%	-0.8%	12.8%	16.6%
其中: 交易性资产	46,527	53,386	57,514	63,962	70,848	自营收入	-18.2%	52.2%	-102.3%	-2908.1%	42.1%
其他债权投资	17,760	20,806	22,415	24,928	27,612	营业支出	2.5%	25.9%	-22.7%	23.3%	12.1%
其他权益工具投资	5,965	3,250	3,501	3,894	4,313	管理费用	13.5%	13.7%	-27.1%	33.6%	14.2%
存出保证金	8,983	10,284	10,488	12,102	13,717	营业利润	16.5%	29.5%	-31.6%	51.3%	25.3%
买入返售资产	9,161	12,475	11,751	13,560	15,369	归属于母公司净利润	12.3%	26.7%	-29.8%	49.2%	25.3%
长期股权投资	841	937	520	766	741	<b>资产分布</b>					
固定资产 (含在建工程)	892	919	750	854	841	自有存款/总资产	2.5%	2.8%	2.7%	2.7%	2.7%
<b>资产总计</b>	<b>174,510</b>	<b>204,690</b>	<b>213,554</b>	<b>243,482</b>	<b>275,627</b>	客户存款/总资产	18.5%	19.7%	19.3%	19.5%	19.6%
交易性金融负债	8	54	65	78	94	投资资产/总资产	42.4%	38.9%	40.2%	39.2%	38.3%
代买卖证券款	44,434	56,213	57,327	66,152	74,977	买入返售资产/总资产	5.2%	6.1%	5.5%	5.6%	5.6%
应付职工薪酬	2,387	2,654	1,985	2,462	2,812	投资资产/净资产	214.9%	214.3%	216.9%	221.2%	222.8%
<b>负债总计</b>	<b>140,080</b>	<b>167,530</b>	<b>173,990</b>	<b>200,350</b>	<b>228,180</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	50.2%	48.6%	63.4%	54.0%	52.2%
资本公积	13,085	13,086	13,413	13,748	14,092	经纪业务/营业收入	34.8%	33.1%	43.8%	37.1%	36.0%
一般风险准备	6,148	7,618	8,082	8,773	9,639	投行业务/营业收入	10.6%	9.7%	11.1%	10.3%	10.4%
其他综合收益	(362)	(301)	(292)	(156)	32	资管业务/营业收入	3.6%	4.2%	6.3%	4.9%	4.3%
盈余公积	2,082	2,396	2,628	2,973	3,406	自营业务/营业收入	19.2%	23.0%	-0.7%	15.4%	18.7%
未分配利润	5,357	6,022	7,135	9,113	11,511	净利息收入/营业收入	20.1%	13.6%	18.2%	15.6%	15.6%
少数股东权益	1,151	1,370	1,630	1,711	1,797	<b>净利润驱动指标</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>34,430</b>	<b>37,160</b>	<b>39,564</b>	<b>43,132</b>	<b>47,446</b>	公司股基交易额	12630000	14550000	14838333	17122410	19406830
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>174,510</b>	<b>204,690</b>	<b>213,554</b>	<b>243,482</b>	<b>275,627</b>	公司股基交易市占率	2.86%	2.63%	2.64%	2.66%	2.68%
						净佣金率(‰)	0.29	0.30	0.29	0.28	0.28
						IPO 市占率	0.35%	1.36%	0.70%	1.10%	1.40%
						再融资本市占率	1.37%	1.47%	1.50%	1.60%	1.70%
						债券承销市占率	2.16%	2.31%	2.00%	2.00%	2.00%
						营业税金/营业收入	0.8%	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%
						成本收入比	68.0%	67.3%	70.0%	65.5%	63.0%
						有效税率	21.2%	23.2%	21.0%	22.0%	22.0%
						资本公积变化	(3,773)	1	327	335	344
						<b>获利能力</b>					
						净利率	24.4%	24.3%	23.0%	26.0%	28.0%
						ROA	1.6%	1.7%	1.1%	1.5%	1.6%
						ROE	7.4%	9.3%	6.0%	8.4%	9.6%
						<b>每股指标 (元)</b>					
						每股收益	0.36	0.46	0.32	0.48	0.60
						每股净资产	4.78	5.14	5.44	5.94	6.55
						每股经纪业务交易额	1,812.41	2,087.93	2,129.31	2,457.07	2,784.89
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	20.11	15.74	22.45	15.05	12.01
						市净率	1.52	1.41	1.33	1.22	1.11

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)