

投资评级 优于大市 维持

证券业务利润下滑略高于同业，信托、基金等优于同业

股票数据

 03月24日收盘价(元) 6.92
 52周股价波动(元) 5.62-7.24

股本结构

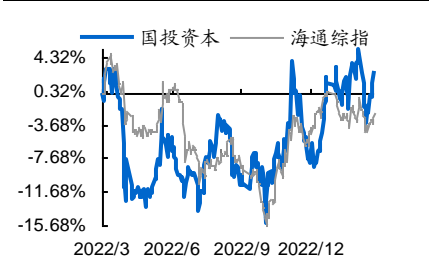
 总股本(百万股) 6425
 流通A股(百万股) 6425
 B股/H股(百万股) 0/0

相关研究

 《二季度投资业绩环比由负转正，上半年归母净利润降幅较一季度收窄》
 2022.08.29

《安信证券期内投行业务表现较好，但投资拖累整体业绩》 2022.05.01

《财富管理持续推进，各项业务经营业绩均实现较好增长》 2022.04.01

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-1.1	0.6	8.5
相对涨幅 (%)	-0.3	4.3	3.3

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 孙婷

Tel: (010)50949926

Email: st9998@haitong.com

证书: S0850515040002

分析师: 何婷

Tel: (021)23219634

Email: ht10515@haitong.com

证书: S0850516060001

分析师: 任广博

Tel: (010)56760090

Email: rgb12695@haitong.com

证书: S0850522030003

投资要点: 央企控股金控平台, 股东产业背景雄厚, 证券业务占比超6成, 投行业务排名居前。合理价值区间为 7.93-8.57 元, 维持“优于大市”评级。

- 【事件】**国投资本发布 2022 年年度业绩: 实现营业收入 171.4 亿元, 同比+1.2%; 归母净利润 29.4 亿元, 同比-38.6%; 对应 EPS 0.46 元, 加权平均 ROE 6.0%。经纪、投行、资管、利息、自营收入占比分别为 19%/10%/2%/16%/0.1%。净利润下滑主要是由于自营投资表现不佳, 证券业务净利润下滑 38%。公司近三年信托业务表现好于同业, 2022 年净利润小幅下滑 4%, 但排名上升 2 位。四季度单季实现营业收入 46.6 亿元, 同比-0.3%, 环比-62.6%。归母净利润 8.0 亿元, 同比-6.8%, 环比-62.6%。
- 金融科技赋能财富管理转型, 打造一流数字化服务能力。**2022 年经纪业务收入 32.5 亿元, 同比-18.2%, 占营业收入比重 19.0%。安信证券代销金融产品收入 3.44 亿元, 同比-33.3%, 占经纪业务收入 10.58%。安信证券两融余额 395 亿元, 同比下滑 13.6%, 降幅略低于市场, 市场份额 2.56%。安信证券持续推进财富管理转型, 整合公司各业务线资源, 为中高端客户提供全方位、立体化的金融服务解决方案。中高端客户资产 9982.42 亿元, 占客户总资产 96.22%。
- 投行业务继续创新高, 股权业务行业前十, 债券业务排名继续提升。**安信证券投行业务收入 16.7 亿元, 同比+11.7%。股权业务承销规模同比+120.9%, 债券业务承销规模同比-9.3%。股权主承销规模 412.3 亿元, 排名第 8; 其中 IPO 16 家, 募资规模 147 亿元; 再融资 15 家, 承销规模 265 亿元。债券主承销规模 694 亿元, 排名第 24; 其中公司债、金融债、ABS 承销规模分别为 359 亿元、280 亿元、29 亿元。IPO 储备项目 21 家, 排名第 10, 其中两市主板 10 家, 科创板 9 家, 创业板 2 家。安信证券圆满完成上海医药非公开项目, 该项目是 A 股证券市场再融资新规下成功实施的首家融资额超百亿的战投定增项目。
- 资管业务规模逆势增长, 各产品线全面开花。**安信证券资管业务收入 3.8 亿元, 同比-41.2%。安信证券资产管理规模 1360 亿元, 同比+38.5%, 其中主动管理规模 1075 亿元, 同比+65.7%, 主动管理占比为 79%。安信资管结合市场情况, 提升产品创新与定制服务水平, 发行多只定开债、“固收+”、打新等策略产品, 实现了资管业务总体规模逆势增长。
- 固收投资发挥自营业务压舱石作用, 新三板做市业务荣获多项荣誉。**公司投资净收益(含公允价值) 1930 万元, 同比-99.4%; 四季度投资收益(含公允价值) 4.0 亿元, 同比-37.0%。自营业务动态调整投资策略, 不断优化持仓结构, 全年固收投资收益超过同类型机构, 做市业务位列年度做市商评价排名第一。
- 信托、基金、期货等业务共同发展。**公司托管及其他受托业务佣金 14.19 亿元, 同比+34%。2022 年, 国投泰康信托累计实现销售规模 1708 亿元, 同比+48%, 其中标品营销规模快速增长, 累计营销规模 1264 亿元, 同比+78%; 国投瑞银基金管理各类资产规模约 3470 亿元, 同比增长 38%, 公募基金资产管理规模 2370 亿元, 同比增长 45%。国投安信期货实现营业收入 27.53 亿元, 同比增长 23%; 净利润 2.91 亿元, 同比下降 32%。
- 【投资建议】**我们预计公司 2023-2025E 年 EPS 为 0.68、0.77、0.80 元, BVPS 为 8.57、9.20、9.82 元。根据分部估值法, 公司 2023E 合理市值为 509.29-550.88 亿元, 对应合理价值区间 7.93-8.57 元, 维持“优于大市”评级。
- 风险提示: 经纪业务面临量价双杀的风险; 注册制推行受阻; 市场持续低迷, 资本中介业务增速放缓或继续下滑。**

主要财务数据及预测

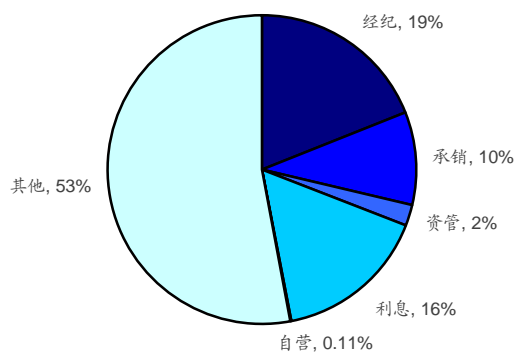
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	16936	17136	18059	19357	20458
(+/-)YoY(%)	20%	1%	5%	7%	6%
净利润(百万元)	4793	2942	4365	4948	5129
(+/-)YoY(%)	16%	-39%	48%	13%	4%
每股净利润(元)	0.75	0.46	0.68	0.77	0.80
每股净资产(元)	7.69	7.97	8.57	9.20	9.82

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

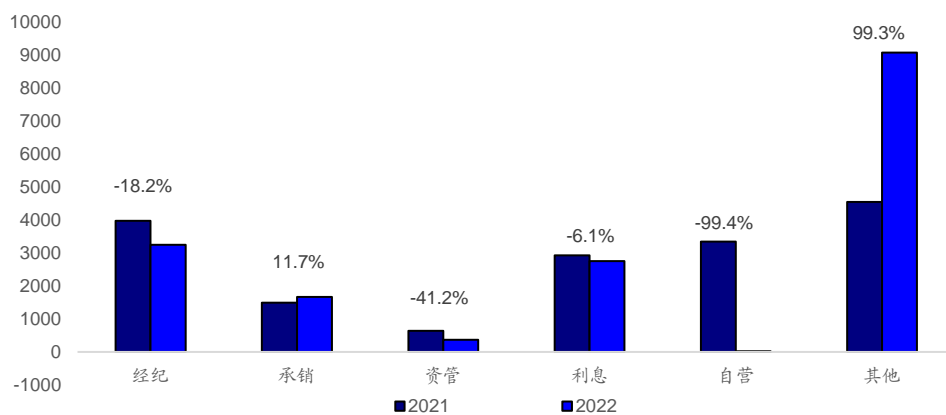
图1 国投资本 2022 年收入结构



资料来源：公司 2022 年年报，海通证券研究所

注：其中“其他”包括国投泰康信托、国投瑞银基金、国投安信期货等子公司各项收入。

图2 国投资本 2022 年各业务收入同比变化情况 (百万元)



资料来源：公司 2022 年年报，海通证券研究所

表 1 分部估值法估值结果

		区间下限	区间上限
安信证券	2022 年净资产 (亿元)	481.00	481.00
	2023 年预测净资产 (亿元)	525.58	525.58
	PB (倍)	0.85	0.90
	估值 (亿元)	446.74	473.02
	安信证券持股比例	100%	100%
	安信证券估值 (亿元)	446.74	473.02
国投泰安信托	2022 年净利润 (亿元)	14.19	14.19
	2023 年预测净利润 (亿元)	14.19	14.19
	PE (倍)	4.00	5.00
	估值 (亿元)	56.74	70.93
	国投泰康信托持股比例	61%	61%
	国投泰康信托估值 (亿元)	34.78	43.47
国投瑞银基金	2022 年管理规模 (亿元)	2370.00	2370.00
	2023 年预测管理规模 (亿元)	2370.00	2370.00
	P/aum (倍)	0.010	0.015
	估值 (亿元)	23.70	35.55
	国投瑞银基金持股比例	31%	31%
	国投瑞银基金估值 (亿元)	7.41	11.11
国投安信期货	2022 年净利润 (亿元)	2.91	2.91
	2023 年预测净利润 (亿元)	2.91	2.91
	PE (倍)	7.00	8.00
	估值 (亿元)	20.37	23.28
	国投安信期货持股比例	100%	100%
	国投安信期货估值 (亿元)	20.37	23.28
国投资本	2023 年分部估值合计 (亿元)	509.29	550.88
	总股本 (亿股)	64.25	64.25
	每股合理市值 (元)	7.93	8.57

资料来源：公司 2021、2022 年年报，海通证券研究所

表 2 中小券商可比公司估值（2023 年 3 月 24 日）

	股价 (元)	市值 (亿元)	P/E (倍)			P/B (倍)		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
财通证券	7.58	351.99	13.72	19.90	14.75	1.42	1.08	1.01
方正证券	7.04	579.54	31.80	26.98	21.84	1.40	1.35	1.23
红塔证券	8.55	403.29	25.59	34.16	27.33	1.73	1.70	1.63
长城证券	8.43	340.10	19.26			1.74		
华林证券	13.98	377.46	78.03	72.44	60.28	6.03	5.68	5.32
天风证券	2.95	255.64	43.60			1.02		
兴业证券	6.18	533.70	11.25	17.73	12.71	1.30	0.99	0.93
长江证券	5.58	308.57	12.81	15.79	11.51	1.03		
西部证券	6.43	287.39	20.38	34.83	20.09	1.06	1.05	1.01
国元证券	6.80	296.74	15.54		13.35	0.92		0.83
东吴证券	6.93	347.02	14.51	19.36	15.03	0.93	0.89	0.84
浙商证券	10.20	395.57	18.02	21.68	17.03	1.66	1.58	1.48
国金证券	9.06	337.43	14.56	24.83	17.48	1.38	1.08	1.02
西南证券	3.95	262.48	25.28	47.02	27.49	1.04	1.03	1.01
华西证券	8.27	217.09	13.30			0.97		
南京证券	8.82	325.14	33.27	44.28	35.17	1.98	1.95	1.88
太平洋	2.65	180.63	148.90	-401.52	353.33	1.86	1.87	1.87
华安证券	4.90	230.19	16.16		13.76	1.21		1.07
华创阳安	6.96	157.40	16.25			0.97		
第一创业	6.03	253.40	34.00	53.22	36.15	1.76	1.70	1.69
山西证券	5.87	210.72	26.22	40.29	37.56	1.22	1.22	1.20
国海证券	3.45	187.84	24.57			1.01		
中原证券	3.81	176.89	34.47	126.16	75.00	1.29	1.29	1.27
平均			30.06	12.32	44.99	1.52	1.63	1.49

资料来源：Wind 一致预期，海通证券研究所

表 3 信托可比公司估值（2023 年 3 月 24 日）

	总市值(亿元)	最新股价(元)	PE (倍)			PB(倍)		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
陕国投 A	164	3.21	22.42			1.34		
经纬纺机	70	9.92	11.62			0.74		
爱建集团	91	5.58	7.86			0.73		
五矿资本	241	5.35	7.07			0.61		
江苏国信	247	6.53	-71.97		11.24	0.86		0.75
浙江东方	136	3.97	20.66			1.02		
中油资本	809	6.40	14.58			0.87		
安信信托	210	3.84	-18.60			84.16		
行业平均			-0.79		11.24	11.29		0.75

资料来源：Wind 一致预期，海通证券研究所

表 4 期货可比公司估值（2023 年 3 月 24 日）

	总市值(亿元)	最新股价(元)	PE (倍)			PB(倍)		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
南华期货	71	11.61	29.08		17.57	2.33		1.82
瑞达期货	73	16.38	14.47	19.35	14.62	3.23	2.78	2.44
弘业期货	163	16.14	202.78			9.67		
永安期货	253	17.35	19.33	28.99	22.09	2.18	2.06	1.92
行业平均			66.41	24.17	18.09	4.35	2.42	2.06

资料来源：Wind，海通证券研究所

表 5 公募基金股权交易估值案例

收购时间	公司名称	交易股权	交易对价 (亿元)	对应总市值 (亿元)	AUM (交易前最近一季) (亿元)	P/AUM
2020/3/19	英大基金	32.30%	1.53	4.74	100.51	5%
2019/12/18	太平基金	8.50%	0.40	4.71	146.37	3%
2019/11/25	民生加银基金	6.67%	0.86	12.95	1535.20	1%
2019/10/21	广发基金	9.46%	13.90	146.97	1955.19	8%
2019/6/6	摩根士丹利华鑫基金	10.99%	0.93	8.51	4338.44	0%
2019/1/24	万家基金	11.00%	0.68	6.19	845.16	1%
2018/12/4	华安基金	20.00%	6.00	30.00	2709.78	1%
2018/3/28	国联安基金	51.00%	10.45	20.49	211.68	10%
2016/1/22	九泰基金	10.00%	0.3	3	79.01	4%
2014/11/4	安信基金	19.71%	0.79	4.01	43.62	9%
2014/7/18	广发基金	2.80%	1.56	55.71	1242.09	4%
2014/4/9	华安基金	20.00%	6	30	646.83	5%
2014/2/15	东吴基金	21.00%	1.19	5.67	85.59	7%

资料来源: 证监会官网, wind, 海通证券研究所

表 6 国投资本盈利预测 (百万元)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
一、营业总收入	16936	17136	18059	19357	20458
营业收入	1191	1937	2130	2556	3068
手续费和佣金收入	9183	8961	9473	9912	10243
经纪业务收入	5122	4238	4946	5271	5478
投行业务收入	1509	1695	2031	2079	2158
资管业务收入	647	390	519	570	599
基金管理业务收入	761	1137	464	464	464
托管及其他业务收入	1057	1419	1419	1419	1419
其他	95	82	94	108	125
利息净收入	6562	6238	6456	6889	7147
二、营业支出	13165	13195	15061	16092	17084
营业成本	1187	1926	2119	2543	3051
利息支出	3632	3487	3618	3664	3706
手续费及佣金支出	1193	1053	1151	1221	1269
经纪业务支出	1150	989	1088	1160	1205
投行业务支出	16	27	19	17	17
资管业务支出	7	14	21	23	24
其他	15	23	23	20	22
营业税及附加	86	72	76	82	87
管理费用	6613	6197	6440	6807	7091
财务费用	454	459	505	556	611
其他收益	95	138	138	138	138
投资净收益	3631	238	3070	3547	3680
联营合营企业	181	144	158	174	191
汇兑净收益	14	14	-	-	-
公允价值变动净收益	-100	-75	-	-	-
资产减值损失	-9	-10	-	-	-
信用减值损失	-650	-169	-	-	-
资产处置收益	-	-1	-	-	-
三、营业利润	6752	4076	6206	6950	7192
加: 营业外收入	2	3	-	-	-
减: 营业外支出	38	19	-	-	-
四、利润总额	6717	4061	6206	6950	7192
减: 所得税	1408	592	1241	1390	1438
五、净利润	5308	3469	4965	5560	5753
减: 少数股东损益	515	527	600	612	624
归属于母公司所有者的净利润	4793	2942	4365	4948	5129
六、每股收益 (元):	0.75	0.46	0.68	0.77	0.80

资料来源: 公司 2021 年年报、2022 年年报, 海通证券研究所

表 7 国投资本资产负债表 (百万元)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	56760	67904	75326	78514	81777
结算备付金	26920	29599	25853	26458	27076
融出资金	43009	38251	43299	44598	45936
交易性金融资产	42305	52894	54908	56988	59119
衍生金融资产	360	589	34	34	34
买入返售金融资产	12556	8727	14008	14868	15740
应收款项	539	674	522	522	522
其他应收款	2510	2872	3015	3166	3324
预付款项	198	229	241	253	266
存货	51	83	87	92	96
一年内到期的非流动资产	1750	4263	4476	4700	4935
其他流动资产	936	553	581	610	641
存出保证金	2068	3117	3273	3436	3608
债权投资	180	227	-	-	-
其他债权投资	41409	37730	39167	40650	42170
其他权益工具投资	261	1121	1164	1208	1253
长期股权投资	2287	2402	2653	2786	2925
其他非流动金融资产	3608	4525	-	-	-
投资性房地产	51	38	62	66	69
固定资产	388	1811	389	409	429
在建工程	900	93	709	745	782
无形资产	822	868	937	983	1033
商誉	4599	4599	5324	5590	5870
长期待摊费用	63	81	78	82	86
递延所得税资产	826	827	769	807	847
其他资产	400	1644	-	-	-
资产总计	246432	266593	276935	287629	298604
短期借款	49	183	189	195	200
应付短期融资款	13378	9928	10226	10532	10848
拆入资金	15108	6861	7066	7278	7497
交易性金融负债	9559	9204	9480	9765	10058
衍生金融负债	301	50	52	53	55
卖出回购金融资产款	8367	17910	18447	19001	19571
代理买卖证券款	70121	79138	81512	83957	86476
应付职工薪酬	3246	2467	2541	2617	2696
应交税费	1064	508	523	539	555
应付款项	166	179	185	190	196
其他应付款	5484	12814	14095	15505	17055
一年内到期的非流动负债	14957	17123	17979	18878	19822
预计负债	12	10	11	11	11
长期借款	4371	3404	3506	3611	3720
应付债券	44489	48989	48989	48989	48989
递延所得税负债	454	401	413	426	438
递延收益	2	2	2	3	3
其他负债	2	2	2	2	2
负债合计	191889	209981	216057	222423	229096
股本	6425	6425	6425	6425	6425
资本公积金	18332	18331	18331	18331	18331
其他综合收益	-3	-27	370	782	1209
盈余公积金	569	598	629	665	703
一般风险准备	4780	5300	6071	6946	7852
未分配利润	16120	17432	20095	22784	25426
归属于母公司所有者权益合计	49425	51211	55073	59084	63098
少数股东权益	5118	5402	5805	6122	6410
所有者权益合计	54543	56612	60878	65206	69508
负债及股东权益总计	246432	266593	276935	287629	298604

资料来源：公司 2021 年年报、2022 年年报、海通证券研究所

信息披露

分析师声明

孙婷 银行行业，非银行金融行业
何婷 非银行金融行业
任广博 非银行金融行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 兴业银行, 中信银行, 浙商银行, 第一创业, 江苏银行, 沪农商行, 中国太保, 国金证券, 邮储银行, 杭州银行, 光大证券, 东吴证券, 宁波银行, 东方财富, 建设银行, 中信证券, 中国人寿, 国泰君安, 华兴资本控股, 苏州银行, 江苏金租, 瑞达期货, 上海银行, 兴业证券, 交通银行, 中国银行, 招商证券, 东亚银行, 渣打集团

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 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波动。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报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下, 海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。