

投资评级 优于大市 维持

## 资管业务收益率较高带动资管业务收入大幅提升，投行、自营表现不佳

### 股票数据

08月22日收盘价(元) 11.06  
52周股价波动(元) 8.63-14.85

### 股本结构

总股本(百万股) 3878  
流通A股(百万股) 3878  
B股/H股(百万股) 0/0

### 相关研究

《财富管理转型成效初显，经纪、资管等业务表现较好》2022.04.29

《受益于财富管理转型，经纪业务收入大增42%，归母净利润同比+34.9%》2022.03.25

《财富管理转型初现成效，归母净利润同比+34%》2021.08.19

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	2.0	3.3	19.4
相对涨幅(%)	3.4	5.4	16.9

资料来源：海通证券研究所

分析师:孙婷

Tel:(010)50949926

Email:st9998@htsec.com

证书:S0850515040002

分析师:何婷

Tel:(021)23219634

Email:ht10515@htsec.com

证书:S0850516060001

分析师:任广博

Tel:(010)56760090

Email:rgb12695@htsec.com

证书:S0850522030003

**投资要点:** 总部位于浙江，深耕长三角，已形成“证券+期货+基金+资管+创投”的金融产业布局。在江浙竞争激烈的经纪业务市场中，通过低佣金率战略，市场份额稳步提升。经纪业务收入稳步增长，资管业务收入同比大幅+46.6%，期货业务积极向境外拓展。合理价值区间 11.32-11.99 元/股，维持“优于大市”评级。

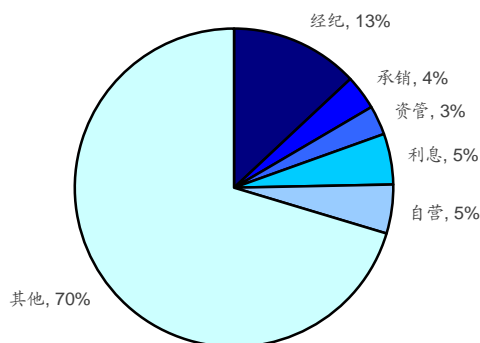
- **【事件】** 浙商证券发布 2022 年半年度业绩:实现营业收入 74.6 亿元,同比+4.7%;归母净利润 7.3 亿元,同比-17.2%;对应 EPS 0.19 元, ROE 3.0%。经纪、投行、资管、利息、自营业务占比分别为 13%/4%/3%/5%/5%。二季度实现营业收入 43.3 亿元,同比+12.0%,环比+38.2%。归母净利润 4.0 亿元,同比-11.6%,环比+25.0%。
- **充分发挥产品销售渠道及区位优势,力争经纪业务市场占有率稳中有升。** 2022 年上半年经纪业务收入 9.7 亿元,同比+5.9%,股基交易额市场份额 0.96%。公司及时转变财富管理业务思路,从产品销售模式向资产配置模式转型。上半年代销金融产品收入 1.69 亿元,同比-18.9%,占经纪业务收入 17.36%,同比-5.33pct。代销金融产品规模 162 亿元,同比-30.8%,金融产品保有量 443 亿元,较年初基本持平。公司两融余额 178 亿元,较年初-12%,市场份额 1.11%。
- **以浙江省“凤凰行动”计划为契机,全力做大业务规模。** 投行业务收入 2.6 亿元,同比-56.9%。公司投行业务坚持股、债双轮驱动。股权业务承销规模同比-53.2%,债券业务承销规模同比-54.5%。股权主承销规模 34.1 亿元,排名第 30;其中再融资 3 家,承销规模 34 亿元。债券主承销规模 297 亿元,排名第 27;其中公司债、企业债、金融债承销规模分别为 269 亿元、25 亿元、3 亿元。IPO 储备项目 13 家,排名第 22,其中两市主板 5 家,北交所 1 家,科创板 6 家,创业板 1 家。
- **强化主动管理能力,资管业务收入同比大幅+47%,行业影响力提升。** 资管业务收入 2.2 亿元,同比+46.6%。资产管理规模 1047 亿元,较年初基本持平,其中主动管理规模 909 亿元,较年初+5.1%,主动管理占比为 87%,较年初+7pct。浙商资管上半年产品表现随市场回暖而持续改善,超四成产品排名位列行业前 30%。2022 年上半年平均受托资管收益率为 3.07%,同比大幅提升 1.34pct。资管业务收益率较高带动资管收入大幅提升。
- **权益自营业务总体规模加大,调整优化资产配置以降低投资风险。** 投资收益(含公允价值) 3.7 亿元,同比-54.4%;二季度投资收益(含公允价值) 3.9 亿元,同比-21.3%。自营表现不佳主要是由于市场行情低迷以及上年同期基数较高。
- **投资建议:** 我们估算公司 2022E/2023E/2024E 归母净利润分别为 17.59、23.61、28.00 亿元,分别同比-20%/+34%/+19%,EPS 分别为 0.45、0.61、0.72 元, BVPS 分别为 6.66、7.18、7.82 元。使用可比公司估值法,我们给予其 2022 年 1.7-1.8x PB,对应合理价值区间 11.32-11.99 元/股,维持“优于大市”评级。
- **风险提示:** 公司各项业务与宏观经济环境、资本市场走势高度相关,如遇监管变化会对公司产生重大影响。

### 主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10637	16418	16355	17309	17966
(+/-)YoY(%)	88%	54%	-0.4%	6%	4%
净利润(百万元)	1627	2196	1759	2361	2800
(+/-)YoY(%)	68%	35%	-20%	34%	19%
每股净利润(元)	0.42	0.57	0.45	0.61	0.72
每股净资产(元)	4.99	6.15	6.66	7.18	7.82

资料来源:公司年报(2020-2021),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

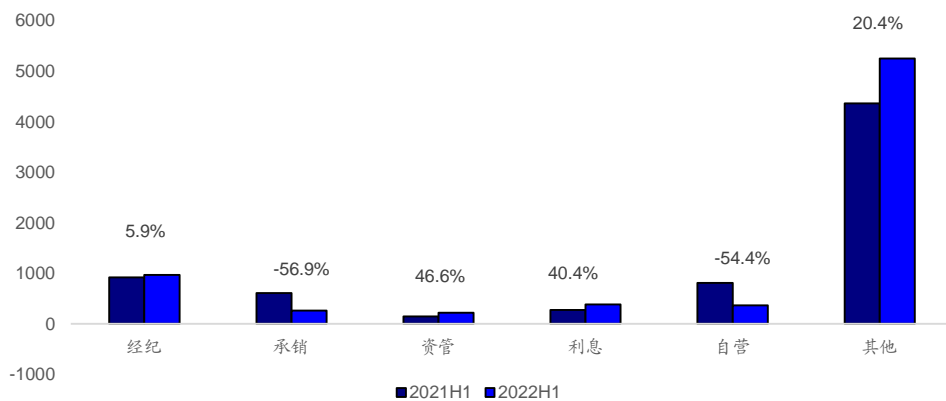
图1 浙商证券 2022 年上半年收入结构



资料来源：公司 2022 年半年报，海通证券研究所

注：其他收入主要为大宗交易收入

图2 浙商证券 2022 年上半年各业务同比变化情况 (百万元)



资料来源：公司 2022 年半年报，海通证券研究所

表 1 浙商证券盈利预测（百万元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
一、营业收入	10637	16418	16355	17309	17966
手续费	3154	4067	4640	5032	5469
经纪净佣金	1469	2084	2295	2470	2682
投行收入	1026	1083	657	742	841
资管收入	339	394	673	677	694
利息净收入	600	674	818	965	1055
投资净收益	2117	1770	1096	1511	1641
联合营企业	4	15	11	12	13
公允价值变动净收益	-630	86	-	-	-
汇兑净收益	-3	-1	-	-	-
其他收益	38	21	-	-	-
资产处置收益	30	-0	-	-	-
其他业务收入	5331	9800	9800	9800	9800
二、营业支出	8464	13527	13992	14147	14220
营业税及附加	47	53	53	56	58
管理费用	2836	3788	4089	4241	4312
其他资产减值损失	16	7	-	-	-
信用减值损失	185	-65	50	50	50
其他业务成本	5379	9745	9800	9800	9800
三、营业利润	2173	2891	2363	3162	3746
加：营业外收入	8	34	-	-	-
减：营业外支出	15	8	-	-	-
四、利润总额	2166	2916	2363	3162	3746
减：所得税	539	721	584	781	926
五、净利润	1627	2196	1779	2381	2820
减：少数股东损益	-	-	20	20	20
归属于母公司所有者的净利润	1627	2196	1759	2361	2800
六、每股收益（元）	0.42	0.57	0.45	0.61	0.72

资料来源：公司 2020 年、2021 年年报，海通证券研究所

表 2 浙商证券资产负债表（百万元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产：					
货币资金	23163	34267	41183	38170	40085
其中：客户资金存款	19323	26951	28447	26365	27688
结算备付金	4366	5782	6757	6262	6577
其中：客户备付金	3097	3861	5020	4653	4886
融出资金	15013	19394	18569	19869	21657
交易性金融资产	29401	45809	43020	48934	51389
衍生金融资产	526	614	900	990	1089
买入返售金融资产	7122	7088	7544	9887	9515
应收款项	269	319	351	386	425
存出保证金	6128	8155	9762	9048	9502
长期股权投资	102	127	140	154	169
固定资产	895	913	917	963	1011
无形资产	124	222	210	231	254
商誉	20	20	21	23	25
递延所得税资产	508	502	613	675	742
其他资产	3453	1575	2327	2560	2816
资产总计	91090	125251	132773	138656	145812
负债：					
短期借款	65	72	214	246	283
应付短期融资券	6307	7941	4983	4983	4983
拆入资金	400	500	1869	2056	2261
交易性金融负债	2911	2925	3064	3524	4052
衍生金融负债	497	451	460	470	479
卖出回购金融资产款	11525	25250	20615	22677	24944
代理买卖证券款	15769	20014	24838	25334	25841
应付职工薪酬	965	1191	1565	1597	1629
应交税费	931	1232	504	514	524
应付款项	109	372	362	369	377
应付债券	16143	18631	24575	24575	25075
递延所得税负债	147	226	215	237	260
合同负债	79	204	291	334	385
其他负债	15894	22045	21950	22389	22836
负债合计	71741	101414	105826	109673	114354
所有者权益(或股东权益)：					
股本	3614	3878	3878	3878	3878
其他权益工具	-	-	684	684	684
资本公积金	7337	9874	9874	9874	9874
其他综合收益	1	-4	-4	-4	-4
盈余公积金	684	867	867	867	867
一般风险准备	2127	1719	1392	952	432
未分配利润	5585	7502	9124	11598	14594
归属于母公司所有者权益合计	19349	23837	25815	27850	30325
所有者权益合计	19349	23837	26947	28983	31458
负债及股东权益总计	91090	125251	132773	138656	145812

资料来源：公司 2020 年、2021 年年报，海通证券研究所

表 3 中小券商可比公司估值 (截至 2022 年 8 月 22 日收盘价)

	股价 (元)	市值 (亿元)	P/E (倍)			P/B (倍)		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
财通证券	7.47	346.89	13.52	17.93	15.22	1.40	1.33	1.23
中银证券	12.71	353.08	36.72	32.10	27.87	2.25		
方正证券	6.86	564.72	30.99	34.77	26.23	1.37	1.32	1.26
国投资本	6.33	406.72	8.49	9.67	9.23	0.88	0.60	0.57
红塔证券	8.72	411.30	26.09			1.77		
长城证券	9.19	370.76	21.00			1.89		
华林证券	14.48	390.96	80.82	73.48	66.80	6.24	5.67	5.16
天风证券	3.07	266.04	45.37			1.06		
兴业证券	6.31	422.56	8.91	9.03	7.56	1.03	0.95	0.88
长江证券	5.53	305.81	12.69	14.41	12.34	1.02	1.00	0.96
西部证券	6.44	287.84	20.41			1.06		
国元证券	7.39	322.48	16.89	15.64	13.51	1.00	0.96	0.92
东吴证券	6.80	340.51	14.24	15.93	13.73	0.92	0.88	0.84
国金证券	8.69	323.65	13.97	17.69	14.15	1.33	1.16	1.08
西南证券	3.89	258.49	24.90			1.02		
华西证券	8.03	210.79	12.91			0.94		
南京证券	8.55	315.18	32.25			1.92		
太平洋	2.83	192.90	159.01			1.99		
华安证券	4.48	210.46	14.78	17.76	16.64	1.10	1.04	0.99
华创阳安	8.28	144.04	14.87			0.89		
第一创业	6.31	265.17	35.58	31.32	28.59	1.84	1.68	1.58
山西证券	5.69	204.26	25.42			1.18		
国海证券	3.62	197.09	25.78			1.06		
东北证券	7.11	166.41	10.25	10.78	10.13	0.92	0.87	0.83
中原证券	3.93	182.47	35.55	43.57	34.29	1.33	1.28	1.22
平均			<b>29.66</b>	<b>24.58</b>	<b>21.16</b>	<b>1.50</b>	<b>1.44</b>	<b>1.35</b>

资料来源: Wind 一致预期, 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, 江苏租赁, 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, 汇丰控股, 国泰君安, 华兴资本控股, 苏州银行, 瑞达期货, 上海银行, 重庆银行, 兴业证券, 交通银行, 中国银行, 招商证券, 东亚银行

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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;	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。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> 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。	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。