

投资评级 优于大市 维持

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

股票数据

08月26日收盘价(元) 6.42
52周股价波动(元) 5.79-10.20

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

《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
《投行收入大增，各项业务同步增长，归母净利润+17%》2021.08.29

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	4.2	-0.2	7.2
相对涨幅(%)	7.5	6.4	4.4

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: 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7.39-7.96元, 维持“优于大市”评级。

- **【事件】**国投资本发布2022年半年度业绩:实现营业收入84.3亿元,同比+7.8%;归母净利润18.6亿元,同比-30.7%,降幅较一季度大幅收窄63pct;对应EPS 0.28元,加权平均ROE 3.8%。经纪、投行、资管、利息、自营收入占比分别为19%/8%/2%/17%/-2%。二季度单季实现营业收入45.0亿元,同比+6.0%,环比+14.4%。归母净利润18.0亿元,同比+11.6%,环比大幅提升。二季度业绩环比改善主要是由于自营投资业绩由负转正。
- **信息平台持续优化,多举措持续推进财富管理转型。**2022年上半年经纪业务收入16.3亿元,同比-5.9%,占营业收入比重19.3%。安信证券代销金融产品收入1.80亿元,同比-28.6%,占经纪业务收入11.06%,代销金融产品规模526亿元,同比-52.6%。安信证券两融余额415亿元,较年初-9%,市场份额2.59%。安信证券多措并举持续推进财富管理转型,重点提高中高端客户数量,上半年新开26万户,同比增长20.16%。
- **领先的投行业务,与投资、研究联动服务成长型客户。**安信证券投行业务收入6.8亿元,同比+2.4%。股权业务承销规模同比+144.3%,债券业务承销规模同比+10.7%。股权主承销规模203.1亿元,排名第8;其中IPO 7家,募资规模49亿元;再融资7家,承销规模154亿元,排名第29。债券主承销规模286亿元,排名第29;其中公司债、金融债、企业债承销规模分别为150亿元、107亿元、18亿元。IPO储备项目31家,排名第11,其中两市主板10家,北交所1家,科创板13家,创业板7家。安信证券圆满完成上海医药非公开项目,该项目是上半年市场上最大规模的增发项目。
- **资管业务主动管理规模逆势增长,提升产品创新与定制服务水平。**安信证券资管业务收入2.0亿元,同比-31.2%。安信证券资产管理规模1066亿元,较年初+8.5%,其中主动管理规模768亿元,较年初+18.4%,主动管理占比为72%。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,促进了资管业务主动管理规模逆势增长。
- **权益投资积极应对市场行情分化,发挥自营业务压舱石作用。**公司投资净亏损(含公允价值)1.6亿元,同比盈转亏;二季度投资收益(含公允价值)10.4亿元,同比-28.1%。自营业务动态调整持仓结构,紧密跟踪市场波动与政策变化,持续提升投资组合的抗风险能力,一季度做市业务荣登新三板做市商排名第一名。
- **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8.20亿元,同比+51%,信托资产规模2552亿元,较上年末增加74%,主动管理规模1207亿元,较上年末+19%,占比达47%。国投泰康信托资产规模2552亿元,较上年末增加74.32%,主动管理规模1027亿元,占比47.30%;国投瑞银基金管理各类资产规模约2963亿元,较年初增长18%,公募基金资产管理规模1953亿元,较年初增长19%。国投安信期货实现营业收入13.24亿元,同比增长19.42%;净利润2.23亿元,同比增长9.75%。
- **【投资建议】**我们预计公司2022-2024E年EPS为0.57、0.61、0.66元, BVPS为8.23、8.74、9.29元。根据分部估值法,公司2022E合理市值为474.84-511.29亿元,对应合理价值区间7.39-7.96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

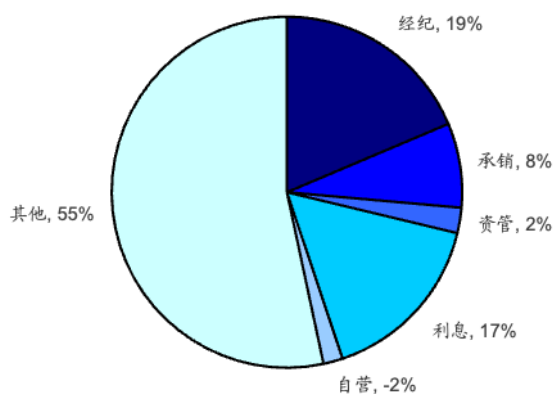
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	14137	16936	17294	18972	20523
(+/-)YoY(%)	25%	20%	2%	10%	8%
净利润(百万元)	4148	4793	3652	3943	4257
(+/-)YoY(%)	40%	16%	-24%	8%	8%
每股净利润(元)	0.65	0.75	0.57	0.61	0.66
每股净资产(元)	7.10	7.69	8.23	8.74	9.29

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

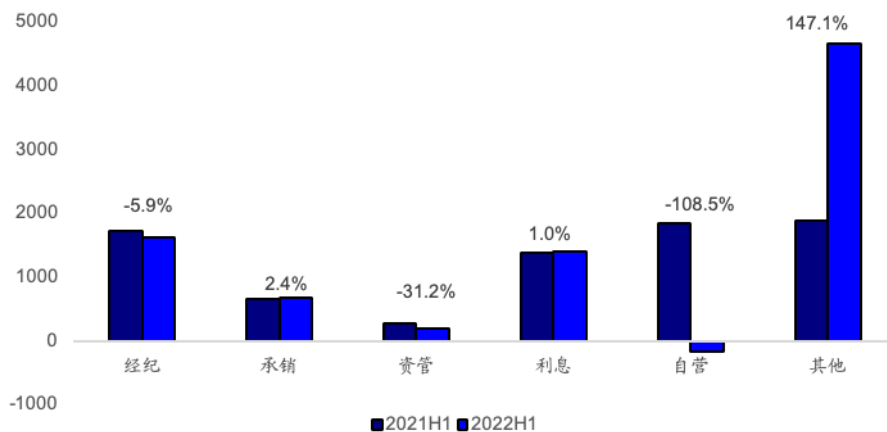
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

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

图2 国投资本 2022 上半年各业务收入同比变化情况 (百万元)



资料来源：公司 2022 年半年报，海通证券研究所

表 1 分部估值法估值结果

		区间下限	区间上限
安信证券	2021 年净资产 (亿元)	462.28	462.28
	2022 年预测净资产 (亿元)	502.99	502.99
	PB (倍)	0.85	0.90
	估值 (亿元)	427.54	452.69
	安信证券持股比例	100%	100%
	安信证券估值 (亿元)	427.54	452.69
国投泰安信托	2021 年净利润 (亿元)	10.57	10.57
	2022 年预测净利润 (亿元)	10.36	10.36
	PE (倍)	4.00	5.00
	估值 (亿元)	41.42	51.78
	国投泰康信托持股比例	61%	61%
	国投泰康信托估值 (亿元)	25.39	31.74
国投瑞银基金	2021 年管理规模 (亿元)	1635.70	1635.70
	2022 年预测管理规模 (亿元)	1635.70	1635.70
	P/aum (倍)	0.010	0.015
	估值 (亿元)	16.36	24.54
	国投瑞银基金持股比例	31%	31%
	国投瑞银基金估值 (亿元)	5.11	7.67
国投安信期货	2021 年净利润 (亿元)	4.31	4.31
	2022 年预测净利润 (亿元)	2.40	2.40
	PE (倍)	7.00	8.00
	估值 (亿元)	16.80	19.20
	国投安信期货持股比例	100%	100%
	国投安信期货估值 (亿元)	16.80	19.20
国投资本	2022 年分部估值合计 (亿元)	474.84	511.29
	总股本 (亿股)	64.25	64.25
	每股合理市值 (元)	7.39	7.96

资料来源: 公司 2020、2021 年年报, 海通证券研究所

表 2 中小券商可比公司估值（2022 年 8 月 26 日）

	股价 (元)	市值 (亿元)	P/E (倍)			P/B (倍)		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
财通证券	7.50	348.28	13.57	18.00	15.28	1.41	1.33	1.24
方正证券	7.01	577.07	31.67	35.53	26.81	1.40	1.35	1.29
红塔证券	8.49	400.46	25.41			1.72		
长城证券	9.21	371.57	21.04			1.90		
华林证券	14.42	389.34	80.49	73.17	66.52	6.22	5.65	5.14
天风证券	3.07	266.04	45.37			1.06		
兴业证券	6.30	544.07	11.47	11.62	9.73	1.32	1.23	1.13
长江证券	5.59	309.12	12.83	14.57	12.47	1.03	1.01	0.97
西部证券	6.43	287.39	20.38			1.06		
国元证券	7.85	342.56	17.94	18.13	15.15	1.06	1.02	0.98
东吴证券	6.87	344.02	14.38	16.24	13.87	0.93	0.87	0.83
浙商证券	10.97	425.44	19.38	23.30	17.26	1.78	1.64	1.50
国金证券	8.61	320.67	13.84	17.52	14.02	1.31	1.15	1.07
西南证券	3.87	257.17	24.77			1.01		
华西证券	8.04	211.05	12.93	20.94	14.06	0.94	0.91	0.87
南京证券	8.48	312.60	31.99			1.90		
太平洋	2.80	190.86	157.33			1.97		
华安证券	4.77	224.08	15.74	18.91	17.71	1.18	1.10	1.05
华创阳安	8.22	142.99	14.77			0.88		
第一创业	6.30	264.75	35.52	31.27	28.55	1.84	1.68	1.58
山西证券	5.77	207.13	25.77			1.20		
国海证券	3.58	194.91	25.49			1.05		
中原证券	3.90	181.07	35.28	-780.00	38.61	1.32	1.31	1.27
平均			30.75	-37.03	22.27	1.54	1.56	1.45

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（2022 年 8 月 26 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	125	3.15	17.05			1.02		
经纬纺机	64	9.13	10.69			0.68		
爱建集团	95	5.83	8.21	7.50	6.93	0.76	0.71	0.66
五矿资本	223	4.95	6.54			0.57		
江苏国信	274	7.24	-79.79	15.25	11.54	0.96	0.90	0.84
浙江东方	117	4.04	17.83			0.88		
中油资本	617	4.88	11.12			0.66		
安信信托	235	4.30	-20.83			94.24		
行业平均			-3.65	11.37	9.24	12.47	0.81	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（2022 年 8 月 26 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	64	10.41	26.07			2.09		
瑞达期货	76	17.11	15.11	11.39	7.91	3.38	2.70	2.14
弘业期货	113	11.23	141.09			6.73		
永安期货	284	19.52	21.75	26.28	21.42	2.45	2.27	2.08
行业平均			51.01	20.10	15.54	3.66	2.51	2.16

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：增加新上市公司永安期货、弘业期货

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)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
一、营业总收入	14137	16936	17294	18972	20523
营业收入	960	1191	1600	1920	2304
手续费和佣金收入	7585	9183	8498	9148	10047
经纪业务收入	4276	5122	5160	5783	6625
投行业务收入	1037	1509	1478	1543	1611
资管业务收入	566	647	418	418	418
基金管理业务收入	493	761	298	298	298
托管及其他业务收入	1039	1057	1036	980	951
其他	174	95	109	126	145
利息净收入	5592	6562	7195	7905	8172
二、营业支出	11939	13165	13873	15880	17129
营业成本	909	1187	1595	1914	2297
利息支出	2885	3632	4171	4829	4897
手续费及佣金支出	1029	1193	1190	1331	1512
经纪业务支出	951	1150	1135	1272	1457
投行业务支出	23	16	15	19	17
资管业务支出	23	7	17	17	17
其他	31	15	23	23	20
营业税及附加	80	86	76	83	90
管理费用	6659	6613	5188	5881	6259
财务费用	377	454	464	510	561
其他收益	64	95	95	95	95
投资净收益	3192	3631	1652	2354	2454
联营合营企业	199	181	199	219	241
汇兑净收益	3	14	-	-	-
公允价值变动净收益	1231	-100	-	-	-
资产减值损失	-24	-9	-	-	-
信用减值损失	-546	-650	-	-	-
资产处置收益	0	-	-	-	-
三、营业利润	6118	6752	5168	5541	5943
加: 营业外收入	16	2	-	-	-
减: 营业外支出	31	38	-	-	-
四、利润总额	6103	6717	5168	5541	5943
减: 所得税	1396	1408	990	1061	1138
五、净利润	4706	5308	4178	4480	4804
减: 少数股东损益	558	515	526	536	547
归属于母公司所有者的净利润	4148	4793	3652	3943	4257
六、每股收益 (元):	0.65	0.75	0.57	0.61	0.66

资料来源: 公司 2020 年年报、2021 年年报, 海通证券研究所

表 7 国投资本资产负债表 (百万元)

	2020	2021	2022E	2023E	2023E
货币资金	50519	56760	85488	88540	91767
结算备付金	23902	26920	21499	22000	22517
融出资金	40500	43009	46408	47800	49234
交易性金融资产	40938	42305	47371	48968	50650
衍生金融资产	362	360	34	34	34
买入返售金融资产	16776	12556	21848	22734	23700
应收款项	516	539	522	522	522
其他应收款	1833	2510	3179	3338	3505
预付款项	152	198	-	-	-
存货	140	51	84	88	92
一年内到期的非流动资产	2009	1750	3636	3817	4008
其他流动资产	1167	936	990	1040	1092
存出保证金	982	2068	3259	3422	3594
债权投资	-	180	-	-	-
其他债权投资	22031	41409	45727	47268	48892
其他权益工具投资	3704	261	933	965	998
长期股权投资	2318	2287	2527	2653	2786
其他非流动金融资产	3752	3608	-	-	-
投资性房地产	54	51	52	54	57
固定资产	336	388	1564	1642	1724
在建工程	613	900	325	341	358
无形资产	809	822	838	880	924
商誉	4599	4599	4829	5070	5324
长期待摊费用	68	63	66	69	73
递延所得税资产	664	826	398	418	439
其他资产	-	400	421	463	509
资产总计	218743	246432	292902	303076	313793
短期借款	636	49	20	21	21
应付短期融资款	12049	13378	13000	13390	13791
拆入资金	6721	15108	8717	8979	9248
交易性金融负债	2407	9559	10026	10327	10637
衍生金融负债	171	301	195	201	207
卖出回购金融资产款	17498	8367	35237	36294	37383
代理买卖证券款	64291	70121	85690	88261	90908
应付职工薪酬	3684	3246	1972	2031	2092
应交税费	820	1064	494	508	524
应付款项	152	166	207	213	220
其他应付款	3171	5484	9078	9985	10984
一年内到期的非流动负债	17916	14957	17978	18877	19821
预计负债	10	12	12	13	13
长期借款	3567	4371	4006	4126	4250
应付债券	34748	44489	46783	46783	46783
递延所得税负债	430	454	373	384	396
递延收益	5	2	3	3	3
其他负债	2	2	2	2	2
负债合计	168440	191889	234645	241286	248209
股本	4227	6425	6425	6425	6425
资本公积金	20529	18332	18332	18332	18332
其他综合收益	-111	-3	440	916	1407
盈余公积金	485	569	649	738	835
一般风险准备	3971	4780	5647	6429	7274
未分配利润	13284	16120	18242	20158	22253
归属于母公司所有者权益合计	45588	49425	52880	56143	59671
少数股东权益	4715	5118	5376	5647	5913
所有者权益合计	50303	54543	58256	61789	65585
负债及股东权益总计	218743	246432	292902	303076	313793

资料来源：公司 2020 年年报、2021 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, 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
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。