

2022年10月29日

【华西非银】浙商证券2022 三季报点评：经纪资管好于行业，自营大幅拖累业绩

浙商证券(601878)

事件概述

公司发布 2022 年三季报，前三季度公司共实现营业收入 115.8 亿元，同比-4%；经调整的营业收入（减去其他业务成本）40.2 亿元，同比-19%；归母净利润 11.6 亿元，同比-27%；加权平均 ROE 为 4.65%，同比-2.67pct。

分析判断：

▶ 资管利息净收入增长，自营业务拖累业绩

收入结构来看，经纪业务收入占比最高，为 36%，其次是自营业务收入 17%。利息净收入占比 14%，投行业务净收入 13%。其他收入以及资管业务净收入分别占比 12%，8%。

从增量收入贡献来看，自营业务贡献收入负增的 86%，投行、经纪业务分别贡献收入负增的 36%、12%，资管、利息和其他业务同比增长，部分对冲了收入的负增长。

▶ 自营业务收入大幅下降，收益率同比-2.47pct

前三季度公司证券自营业务收入 6.7 亿元，同比-55%。报告期末公司投资资产达 444 亿元，同比+2%。但报告期公司投资收益率仅为 1.56%，同比-2.47pct。

▶ 利息净收入同比增长，两融市场份额持续提升

报告期利息净收入 5.7 亿元，同比+38%，其中期末融出资金规模 172 亿元，同比-7%，但融出资金的市场份额持续提升，报告期末市场份额 1.19%，同比增 0.09pct。

▶ 资管净收入同比增长，经纪业务净收入同比下降但好于行业

前三季度公司资管业务净收入 3.4 亿元，同比+35%。经纪业务净收入 14.6 亿元，同比-7%。

▶ 投行业务收入下降，IPO 份额明显下滑

投行业务前三季度收入 5.2 亿元，同比-39%，其中 IPO、再融资和核心债券融资规模分别为 8.6 亿元、26.7 亿元、658.7 亿元，占市场份额的 0.20%、0.61%、1.50%，IPO 份额同比明显下滑。

投资建议

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	增持
目标价格：	
最新收盘价：	10.33
股票代码：	601878
52 周最高价/最低价：	14.03/8.63
总市值(亿)	400.61
自由流通市值(亿)	400.61
自由流通股数(百万)	3,878.17



分析师：吕秀华

邮箱：lvxh@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040001

联系电话：

分析师：魏涛

邮箱：weitao@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070003

联系电话：

分析师：罗惠洲

邮箱：luohz@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520070004

联系电话：

相关研究

1. 【华西非银】浙商证券 2022H1 点评：经纪资管表现出色，自营投行拖累业绩
2022.08.23
2. 【华西非银】浙商证券(601878) 2021 年 Q3 点评：经纪、证券投资收入大增，管理费用率下降，归母净利大增 55%
2021.10.28
3. 【华西非银】浙商证券：年度季度利润高增，100 亿定增在途
2021.04.13

公司所在的浙江省是全国优质中小企业和高净值人群聚集地之一，我们看好公司在资产管理与财富管理领域的良好布局，同时我们认为公司在企业端的投融资业务也有较大潜力。

由于市场环境的变化，我们下调公司 22-24 年 营收 164.49 /194.18 /226.45 亿元的预测值至 163.38/ 182.22/ 208.17 亿元；调整 22-24 年 EPS0.51 /0.67 /0.81 元的预测至 0.47/0.66/0.87 元，对应 2022 年 10 月 28 日 10.33 元/股收盘价，PE 分别为 22.06 /15.74/ 11.88 倍，维持公司“增持”评级。

风险提示

股债市场大幅波动自营投资收益下滑；市场交易萎缩；股票市场波动股票质押业务风险；行业人才竞争致管理费率大幅提升。

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(亿元)	106.37	164.18	163.38	182.22	208.17
YoY (%)	87.94	54.36	(0.49)	11.53	14.24
归母净利润(亿元)	16.27	21.96	18.16	25.45	33.71
YoY (%)	68.17	34.94	(17.31)	40.19	32.43
毛利率 (%)	15.30	13.37	11.11	13.97	16.19
每股收益(元)	0.45	0.57	0.47	0.66	0.87
ROE	9.76	10.17	7.59	10.54	13.78
市盈率	22.94	18.25	22.06	15.74	11.88

资料来源: Wind, 华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

资产负债表		单位:亿元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
货币资金	231.6	342.7	396.6	448.2	517.8	
其中:客户资	193.2	269.5	297.8	327.3	358.9	
结算备付金	43.7	57.8	68.6	78.6	93.1	
其中:客户备	31.0	38.6	42.7	46.9	51.4	
融出资金	150.1	193.9	158.8	212.3	232.2	
金融投资	294.0	458.1	618.1	757.4	995.1	
交易性金融资	294.0	458.1	618.1	757.4	995.1	
债权投资	-	-	-	-	-	
其他债权投资	-	-	-	-	-	
其他权益工具	-	-	-	-	-	
持有至到期投	-	-	-	-	-	
买入返售金融	71.2	70.9	70.9	70.9	70.9	
长期股权投资	1.0	1.3	1.7	2.1	2.8	
固定资产	9.0	9.1	12.3	15.1	19.8	
无形资产	1.2	2.2	3.0	3.7	4.8	
递延所得税资	5.1	5.0	6.8	8.3	10.9	
投资性房地产	-	-	-	-	-	
其他资产	104.0	111.5	125.0	138.2	155.1	
资产总计	910.9	1,252.5	1,461.8	1,734.9	2,102.6	
短期借款	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0	
应付短期融资	63.1	79.4	87.8	96.4	105.8	
拆入资金	4.0	5.0	5.5	6.1	6.7	
交易性金融负	29.1	29.3	42.7	62.2	90.8	
衍生金融负债	5.0	4.5	6.6	9.6	14.0	
卖出回购金融	115.3	252.5	368.3	537.1	783.4	
代理买卖证券	157.7	200.1	221.2	243.0	266.5	
其他负债	158.9	220.5	243.6	267.7	293.6	
负债合计	717.4	1,014.1	1,221.5	1,492.1	1,856.3	
股本	36.1	38.8	38.8	38.8	38.8	
资本公积金	73.4	98.7	98.7	98.7	98.7	
盈余公积金	6.8	8.7	10.5	13.0	16.4	
未分配利润	55.9	66.9	66.9	66.9	66.9	
一般风险准备	21.3	25.4	25.4	25.5	25.6	
归属于母公司	193.5	238.4	240.2	242.8	246.3	
负债及股东权	910.9	1,252.5	1,461.8	1,734.9	2,102.6	
每股指标 (单位:元)						
每股净利润	0.45	0.57	0.47	0.66	0.87	
每股净资产	5.35	6.15	6.19	6.26	6.35	

利润表		单位:亿元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业收入	106.4	164.2	163.4	182.2	208.2	
代理买卖证券业	14.7	20.8	19.7	22.4	22.3	
证券承销业务净	10.3	10.8	6.5	6.9	7.4	
受托客户资产管	3.4	3.9	4.7	6.3	7.4	
利息净收入	6.0	6.7	9.3	8.9	11.4	
投资净收益	21.2	17.7	13.3	20.8	35.3	
公允价值变动净	-6.3	0.9	0.0	0.0	0.0	
汇兑净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
其他业务收入	53.3	98.0	104.1	110.6	117.5	
营业支出	84.6	135.3	139.5	148.7	163.7	
营业税金及附加	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7	
管理费用	28.4	37.9	33.6	37.5	42.8	
信用减值损失	1.8	-0.7	0.6	0.7	0.9	
其他业务成本	53.8	97.4	104.7	109.9	118.3	
营业利润	21.7	28.9	23.9	33.5	44.5	
利润总额	21.7	29.2	24.1	33.8	44.8	
所得税	5.4	7.2	6.0	8.4	11.1	
归属母公司净利	16.3	22.0	18.2	25.5	33.7	
主要财务比率						
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
成长能力						
营业收入(%)	87.9	54.4	-0.5	11.5	14.2	
归母净利润	68.2	34.9	-17.3	40.2	32.4	
收入结构						
手续费净收入(%)	13.8	12.7	12.1	12.3	10.7	
承销收入(%)	9.6	6.6	4.0	3.8	3.6	
资产管理收入(%)	3.2	2.4	2.9	3.5	3.5	
利息净收入(%)	5.6	4.1	5.7	4.9	5.5	
投资收益(%)	13.9	11.2	8.0	11.3	16.8	
其他业务收入(%)	53.8	63.0	67.3	64.3	59.9	
获利能力						
自营投资收益率	5.7	4.9	2.4	3.0	4.0	
杠杆率	3.9	4.4	5.2	6.1	7.5	
ROE(%)	9.8	10.2	7.6	10.5	13.8	
ROA(%)	2.1	2.0	1.3	1.6	1.8	
估值						
PE	22.94	18.25	22.06	15.74	11.88	
PB	1.93	1.68	1.67	1.65	1.63	

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。