

## 【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

### 浙商证券(601878)

#### 事件概述

公司发布 2022 年中报，营业收入 74.6 亿元，同比+5%；经调整的营业收入（减去其他业务成本）22.2 亿元，同比-20%；归母净利润 7.3 亿元，同比-17%；加权平均 ROE 为 3.01%，同比-1.23pct。

#### 分析判断：

经调整后的收入结构来看，经纪业务收入占比最高为 39%，其次自营业务和利息收入，占比均为 15%，投行、资管业务占比分别为 11%、9%，其他业务收入占比 11%。

从增量收入贡献度来看，自营与投行贡献为负，分别贡献收入负增的 80%、63%，经纪、资管、利息和其他业务收入均实现正增长。

#### ► 经纪市占率提升，财富管理向资产配置转型

报告期经纪业务净收入 9.7 亿元，同比+6%。其中股基交易市占率 0.95%，同比+0.01pct；据中国证券业协会数据，公司代理买卖证券业务净收入市场份额 1.19%，同比+2%。公司将积极引入交易型高净值客户与机构客户，力争经纪业务市占率稳中有升。上半年在金融产品销售难度加大的背景下，公司财富管理业务从产品销售模式向资产配置模式转型。一方面加强固收类产品的配置，打好权益类产品、固收类产品组合拳。另一方面，进一步做好售后服务工作，聚焦营销服务体系的转型升级。上半年新增各类金融产品销量 162 亿元，同比-31%；6 月底金融产品保有量 443 亿元，同比+6%。

#### ► 资管业务主动管理规模提升收益率提升、收入大增

资管业务净收入 2.2 亿元，同比+47%。报告期末公司资管业务规模 1047 亿元，同比-20%，主要原因为资管新规整改的规模压缩。主动管理规模 909 亿元，占总规模的 87%，同比提升约 17%。

公司加强投研建设，产品业绩明显提升。报告期主动管理业务平均受托规模 898 亿元，平均收益率 3.07%，收益率同比增 1.34pct。

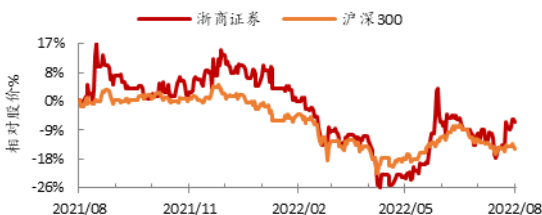
#### ► 投行、自营业务收入大幅下滑

投行业务收入 2.6 亿元，同比-57%。投资银行业务有较大下滑，特别是 IPO 业务报告期为 0 单，去年同期为 5 单；但公司投行业务仍有较多储备，IPO 排队数据来看公司目前 IPO 排队

#### 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：11.29

股票代码：601878  
52 周最高价/最低价：14.85/8.63  
总市值(亿)：428.93  
自由流通市值(亿)：428.93  
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(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

2. 【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

3. 【华西非银】浙商证券(601878) 中报点评：稳健增长“多点开花”，投行业务暴增 212%

2020.08.31

家数 21 家，行业排名第 23 名。浙江省是全国经济最为发达、富裕的省份之一，是全国优质中小企业聚集地之一，我们看好公司投行业务发展。

报告期公司自营投资业务收入 3.7 亿元，同比-54%，主要由投资收益率下降导致。期末公司证券投资规模 397 亿元，同比+5%，年化收益率为 1.76%，同比-3.08pct。公司自营业务进行多资产多策略投资，实施投资为核心，客需为补充的投资模式。

### 投资建议

公司区位优势明显，浙江省是全国优质中小企业和高净值人群聚集地之一，为公司开展投行、资管及财富管理业务提供了良好的发展平台。上市以来，在“启动二次创业，再创十年辉煌”的战略要求下公司各项业务扎实布局快速发展。

我们上调公司 22-23 年 营收 163.26/175.22 亿元的预测至 164.49/194.18 亿元，并增加 24 年预测 226.45 亿元；调整 22-23 年 EPS0.67/0.69 元的预测至 0.51/0.67 元，并增加 24 年预测值 0.81 亿元，对应 2021 年 8 月 23 日 11.29 元/股收盘价，PE 分别为 22.28/16.92/13.98 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	164.49	194.18	226.45
YoY (%)	87.94	54.36	0.19	18.05	16.62
归母净利润(亿元)	16.27	21.96	19.65	25.88	31.31
YoY (%)	68.17	34.94	(10.50)	31.70	20.98
毛利率 (%)	15.30	13.37	11.95	13.33	13.83
每股收益(元)	0.45	0.57	0.51	0.67	0.81
ROE	9.76	10.17	7.92	9.55	10.45
市盈率	25.08	19.94	22.28	16.92	13.98

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						利润表					
单位:亿元						单位:亿元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	231.6	342.7	395.6	451.2	525.6	<b>营业收入</b>	<b>106.4</b>	<b>164.2</b>	<b>164.5</b>	<b>194.2</b>	<b>226.5</b>
其中:客户资金存款	193.2	269.5	297.8	327.3	358.9	代理买卖证券业务净收入	14.7	20.8	22.5	25.5	26.0
结算备付金	43.7	57.8	68.4	79.4	95.2	证券承销业务净收入	10.3	10.8	9.7	10.3	10.9
其中:客户备付金	31.0	38.6	42.7	46.9	51.4	受托客户资产管理业务净收入	3.4	3.9	4.3	5.8	6.8
融出资金	150.1	193.9	185.3	247.8	271.0	利息净收入	6.0	6.7	7.3	9.0	11.6
金融投资	294.0	458.1	612.4	776.3	1,043.9	投资净收益	21.2	17.7	15.7	28.0	44.0
交易性金融资产	294.0	458.1	612.4	776.3	1,043.9	公允价值变动净收益	-6.3	0.9	0.0	0.0	0.0
债权投资	-	-	-	-	-	汇兑净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他债权投资	-	-	-	-	-	其他业务收入	53.3	98.0	99.2	109.2	120.1
其他权益工具投资	-	-	-	-	-	<b>营业支出</b>	<b>84.6</b>	<b>135.3</b>	<b>138.6</b>	<b>160.1</b>	<b>185.2</b>
持有至到期投资	-	-	-	-	-	营业税金及附加	0.5	0.5	0.5	0.7	0.8
买入返售金融资产	71.2	70.9	83.7	83.7	83.7	管理费用	28.4	37.9	37.3	48.7	60.9
长期股权投资	1.0	1.3	1.7	2.2	2.9	信用减值损失	1.8	-0.7	1.3	1.7	2.1
固定资产	9.0	9.1	12.2	15.5	20.8	其他业务成本	53.8	97.4	99.4	109.0	120.3
无形资产	1.2	2.2	3.0	3.8	5.1	<b>营业利润</b>	<b>21.7</b>	<b>28.9</b>	<b>25.9</b>	<b>34.1</b>	<b>41.2</b>
递延所得税资产	5.1	5.0	6.7	8.5	11.4	利润总额	21.7	29.2	26.1	34.4	41.6
投资性房地产	-	-	-	-	-	所得税	5.4	7.2	6.5	8.5	10.3
其他资产	104.0	111.5	124.8	138.8	156.7	<b>归属母公司净利润</b>	<b>16.3</b>	<b>22.0</b>	<b>19.7</b>	<b>25.9</b>	<b>31.3</b>
<b>资产总计</b>	<b>910.9</b>	<b>1,252.5</b>	<b>1,493.8</b>	<b>1,807.1</b>	<b>2,216.2</b>	<b>主要财务比率</b>					
短期借款	0.7	0.7	0.8	1.0	1.1	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
应付短期融资款	63.1	79.4	91.9	105.6	118.8	<b>成长能力</b>					
拆入资金	4.0	5.0	5.8	6.6	7.5	营业收入(%)	87.9	54.4	0.2	18.1	16.6
交易性金融负债	29.1	29.3	42.7	62.2	90.8	归母净利润(%)	68.2	34.9	-10.5	31.7	21.0
衍生金融负债	5.0	4.5	6.6	9.6	14.0	<b>收入结构</b>					
卖出回购金融资产款	115.3	252.5	368.3	537.1	783.4	手续费净收入(%)	13.8	12.7	13.7	13.2	11.5
代理买卖证券款	157.7	200.1	221.2	243.0	266.5 ##	承销收入(%)	9.6	6.6	5.9	5.3	4.8
其他负债	158.9	220.5	243.6	267.7	293.6	资产管理收入(%)	3.2	2.4	2.6	3.0	3.0
<b>负债合计</b>	<b>717.4</b>	<b>1,014.1</b>	<b>1,235.8</b>	<b>1,523.2</b>	<b>1,901.0</b>	利息净收入(%)	5.6	4.1	4.4	4.6	5.1
股本	36.1	38.8	38.8	38.8	38.8	投资收益(%)	13.9	11.2	9.4	14.3	19.3
资本公积金	73.4	98.7	98.7	98.7	98.7	其他业务收入(%)	53.8	63.0	64.0	59.6	56.3
盈余公积金	6.8	8.7	10.6	13.2	16.4	<b>获利能力</b>					
未分配利润	55.9	66.9	82.6	103.3	128.3	自营投资收益率(%)	5.7	4.9	2.9	4.0	4.8
一般风险准备	21.3	25.4	27.3	29.9	33.0	杠杆率	3.9	4.4	4.9	5.5	6.2
<b>归属于母公司所有者权益</b>	<b>193.5</b>	<b>238.4</b>	<b>258.0</b>	<b>283.9</b>	<b>315.2</b>	ROE(%)	9.8	10.2	7.9	9.6	10.5
<b>负债及股东权益</b>	<b>910.9</b>	<b>1,252.5</b>	<b>1,493.8</b>	<b>1,807.1</b>	<b>2,216.2</b>	ROA(%)	2.1	2.0	1.4	1.6	1.6
<b>每股指标 (单位:元)</b>						<b>估值</b>					
每股净利润	0.5	0.6	0.5	0.7	0.8	PE	25.1	19.9	22.3	16.9	14.0
每股净资产	5.4	6.1	6.7	7.3	8.1	PB	2.1	1.8	1.7	1.5	1.4

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。