

2019年09月02日

申万宏源 (000166.SZ)

## 资本补充助推公司“投资+投行”转型

■事件：据公司中报，2019H 公司实现营业收入 105 亿元 (YoY+73%)，归母净利润 32 亿元 (YoY+55%)，未年化加权平均 ROE 为 4.2% (YoY+0.74pts)。我们认为公司投资亮点有：(1) 资本补充助推投资与做市业务快速发展。公司经过多次融资后净资产升至 606 亿元，公司在自营、期货期权业务等方面取得了明显的业绩增长，本金投资加速发展；(2) 信用交易业务调结构清风险，杠杆率有提升空间。上半年公司对于股权质押业务进行规模压缩和结构优化，杠杆率由 4.1 倍降至 3.7 倍，随着资本补充完成和风险调整到位，公司有能力提升杠杆发展相对优势的重资产业务。

■资本补充助推投资与做市业务快速发展，信用交易业务清风险。2018 年以来公司陆续完成 A 股增发和 H 股上市，分别募资 120 亿元和 90 亿，资本实力大幅提升助推公司投资与做市业务的快速发展。(1) 自营业务驱动增长，衍生品做市快速发展。2019H 公司自营收益 28.6 亿元 (YoY+37%)，权益做市类资产配置比重提升，自营权益类证券及其衍生品/净资产由年初的 20.3% 升至 25.6%，主要为做市类资产大幅提升 (协会数据表明申万宏源上半年新增期权本金 720 亿元，排名行业第三)。(2) 多元本金投资格局，打造“投资+投行”特色。子公司宏源汇智积极推进夹层投资、城市更新项目、债转股项目、医疗产业基金项目、省级新旧动能转换基金项目等业务；申万创新投重点推动股权投资及科创板跟投、金融产品投资、不动产基金的投资布局。我们认为未来投资与投行的联动是综合类券商的发展趋势之一，公司在这方面具有资金优势和较为成熟的业务经验。(3) 信用交易业务清风险。截至 2019 年 6 月末公司两融业务期末余额 483 亿元，市占率降至 5.3% (2018A: 5.65%)；股票质押式回购资产余额 323 亿元，较年初下降 26%；累计信用减值损失计提 2.7 亿元，其中买入返售计提 1.9 亿元，融出资金计提 1.1 亿元，应收账款减值冲回 0.9 亿元。

■轻资产业务稳步转型发展。(1) 经纪业务推进转型。2019H 经纪业务净收入 21 亿元 (YoY+12%，行业+22%)，公司进一步加强财富管理转型和网点优化布局，提高机构客户综合金融服务质量，席位租赁业务市占率 4.4%，同时公司于 7 月获得证券投资基金托管资格。(2) 债券类投行抓住机遇。2019H 投行业务净收入 5.4 亿元 (YoY+33%，行业+22%)，业绩增长主要来自债券类投行业务，企业债和公司债主承销规模分别为 57 亿元和 187 亿元，同比增长%/。(3) 资管收入受政策影响，主动规模行业领先。受资管新规影响，2019H 资管业务净收入 5.5 亿元 (YoY-24%，行业-8%)。6 月末公司资产管理业务规模 6043 亿元，较年初下降 10%，主动管理月均规模 1430 亿元，行业排名第 6。参股子公司富国基金管理资产规模 5197 亿元，较年初增长 20%，控股申万菱信部分指数基金排名领先。

■投资建议：买入-A 投资评级，我们预计公司 2019-2021 年的 EPS 为 0.23 元、0.25 元和 0.28 元，6 个月目标价 6 元，对应估值 1.6xPB。

■风险提示：自营投资风险/经营风险/

摘要(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	13,368	15,277	17,717	19,251	21,510
净利润	4,726	4,248	5,789	6,285	6,997
每股收益(元)	0.24	0.19	0.23	0.25	0.28
每股净资产(元)	2.84	3.16	3.75	4.06	4.42

盈利和估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	20.29	25.36	20.68	19.04	17.11
市净率(倍)	1.68	1.51	1.28	1.18	1.08
净利润率	35.35%	27.80%	32.67%	32.65%	32.53%
净资产收益率	8.29%	5.97%	6.17%	6.18%	6.32%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 公司快报

证券研究报告

证券

投资评级 买入-A

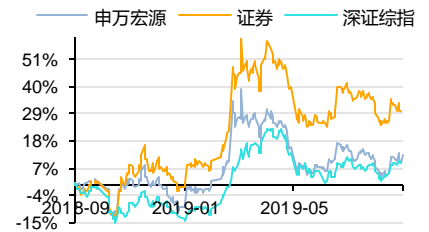
首次评级

6 个月目标价：6 元  
 股价 (2019-09-02) 4.92 元

### 交易数据

总市值(百万元)	123,196.53
流通市值(百万元)	110,869.32
总股本(百万股)	25,039.94
流通股本(百万股)	22,534.41
12 个月价格区间	3.89/6.15 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.42	1.14	0.74
绝对收益	4.46	4.24	11.47

张经纬

分析师  
 SAC 执业证书编号：S1450518060002  
 zhangjw1@essence.com.cn  
 021-35082392

蒋中煜

分析师  
 SAC 执业证书编号：S1450519070002  
 jiangzy@essence.com.cn  
 021-35082609

### 相关报告

**财务报表预测和估值数据汇总**

资产负债表 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	损益表 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	299,943	347,725	410,619	451,520	499,396	<b>营业收入</b>	17,756	19,366	17,717	19,251	21,510
客户资金存款	51,964	48,146	68,072	74,879	82,367	手续费及佣金净收入	6,203	6,947	6,203	6,947	7,515
自有货币资金	22,375	25,350	38,210	42,031	46,234	其中: 代理买卖证券业务净收入	4,016	4,079	4,016	4,079	4,392
客户备付金	10,043	9,375	15,420	16,962	18,658	证券承销业务净收入	874	1,266	874	1,266	1,382
自有结算备付金	2,590	3,096	5,284	5,812	6,393	资产管理业务收入	1,186	1,460	1,186	1,460	1,586
融出资金	55,739	44,148	67,658	74,424	81,866	利息净收入	3,409	3,428	3,376	3,332	4,081
交易性金融资产	49,363	94,270	103,697	114,067	125,473	投资净收益	5,409	6,070	5,409	6,070	6,818
衍生金融资产	7	454	908	1,180	1,416	公允价值变动收益	-115	-184	-115	-184	-352
买入返售金融资产	44,053	66,268	40,045	44,276	48,789	汇兑收益	8	7	8	7	5
可供出售金融资产	46,988	-	-	-	-	其他业务收入	2,842	3,099	2,835	3,081	3,442
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>营业支出</b>	10,715	11,686	10,691	11,616	12,980
其他资产合计	16,822	56,618	71,326	77,889	88,199	营业税金及附加	152	165	151	164	184
<b>总负债</b>	242,938	276,529	316,832	349,752	388,714	管理费用	8,075	8,807	8,057	8,755	9,782
应付短期融资款	15,245	13,568	14,925	16,418	18,059	资产减值损失	-	-	-	-	-
交易性金融负债	2,648	2,832	3,184	3,515	3,907	其他业务成本	2,488	2,713	2,482	2,697	3,014
衍生金融负债	32	456	212	234	260	<b>营业利润</b>	7,042	7,680	7,026	7,635	8,531
卖出回购金融资产款	64,659	79,362	87,299	82,934	91,227	加: 营业外收入	64	64	64	64	37
代理买卖证券款	63,629	60,275	84,385	92,824	102,106	减: 营业外支出	22	23	22	23	23
应付职工薪酬	3,116	-	4,291	4,737	5,265	<b>利润总额</b>	7,084	7,721	7,069	7,675	8,544
应付债券	65,667	89,508	98,459	108,305	113,720	减: 所得税费用	1,283	1,398	1,280	1,390	1,547
其他负债合计	27,940	30,526	24,077	40,786	54,170	<b>净利润</b>	5,801	6,322	5,789	6,285	6,997
<b>所有者权益</b>	57,006	71,196	93,787	101,768	110,682	减: 少数股东损益	120	130	119	130	144
股本	20,057	22,536	25,040	25,040	25,040	<b>归母公司净利润</b>	5,682	6,192	5,669	6,155	6,852
少数股东权益	1,809	1,797	2,367	2,568	2,793	<b>每股及估值指标</b>					
<b>归母公司净资产</b>	55,197	69,399	91,420	99,200	107,889	<b>每股盈利 (元)</b>	0.26	0.28	0.23	0.25	0.28
<b>ROAE</b>	8.61%	6.19%	7.02%	6.43%	6.59%	<b>每股净资产 (元)</b>	3.56	3.92	3.75	4.06	4.42
<b>ROAA</b>	1.64%	6.68%	1.53%	1.46%	1.47%	<b>市盈率 (倍)</b>	19	17	21	19	17.11
<b>杠杆率 (倍)</b>	4.06	3.92	3.46	3.50	3.56	<b>市净率 (倍)</b>	1.34	1.22	1.28	1.18	1.08

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

张经纬、蒋中煜声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣		0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
杨萍		13723434033	yangping1@essence.com.cn
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
王红彦		0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034