

自营缩水九成拖累业绩，IPO 业务表现稳健

——海通证券 2022 年中报点评

核心观点

- **净利润同比下降 50%，ROE 同比下降 5.46pct。** 1) 公司 22H 实现营业收入 121 亿元，同比下降 48%，实现归母净利润 47.58 亿元，同比收缩 42%。2) 公司 2022H 实现 ROE5.83%，同比降低 5.46pct，同时低于行业平均 0.57pct。截至 22H 末权益乘数 3.80，同比微降 0.04pct。3) 利息、经纪、投行、资管、自营净收入贡献度（剔除其他业务）分别为 32%、25%、25%、11%、7%，自营占比大幅下滑 33pct，利息收入占比提升 12pct。
- **经纪两融市占率略有下滑，IPO 承销金额市占率双双提高。** 1) 22H 公司股基成交额市占率由年初 3.45%降至 3.26%，佣金率微降至万分之 2.55，经纪业务收入同比微降 6%至 24.74 亿元，其中代销金融产品收入 1.82 亿元，同比增长 27%。2) 22H 末公司两融余额较年初下降 11%至 657 亿元，市占率由 4.14%下降至 4.1%。22H 利息净收入下降 8%至 30.88 亿元。3) 22H 实现投行业务收入 24.35 亿元，同比微降 4%。22H 公司股债承销规模同比下滑 19%至 2176 亿元，市占率同比由 4.77%下降至 3.53%；其中 IPO 规模同比增长 24%至 218 亿元，市占率同比由 8.01%上升至 8.38%，推动公司投行业务收入提升。
- **自营收入大幅下滑拖累业绩，资管规模收入持续收缩。** 1) 截至 22H 末金融投资资产规模较年初下降 6%至 2558 亿元，其中基金规模较年初增加 27%至 402 亿元，债券和股票资产规模较年初分别下降 12%、4%至 1404、337 亿元。上半年公司受到波动市场环境的影响，22H 自营收入仅为 6.92 亿元，同比大幅下降 90%，拖累公司业绩。2) 22H 公司资管业务收入同比下滑 41%至 10.86 亿元，其中基金管理业务收入 8.66 亿元，同比下降 11%。公司资管规模较年初下降 13%至 963 亿元，旗下海富通基金管理规模较年初下降 11%至 1473 亿元。

盈利预测与投资建议

- 根据中报数据对投资收益率等指标进行调整，将 22-24 年 BVPS 预测值由 13.26/14.16/15.24 元调整至 13.04/13.69/14.49 元，按可比公司估值法，维持公司 2022 年 0.90xPB，对应目标价 11.74 元，维持增持评级。

风险提示

- 政策出台对行业的影响超预期；市场波动对行业业绩、估值的双重影响。

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	38,220	43,205	37,598	42,023	47,149
同比增长(%)	11%	13%	-13%	12%	12%
营业利润(百万元)	15,862	18,454	14,764	17,550	21,273
同比增长(%)	19%	16%	-20%	19%	21%
归属母公司净利润(百万元)	10,875	12,827	10,847	12,874	15,746
同比增长(%)	14%	18%	-15%	19%	22%
每股收益(元)	0.90	0.98	0.83	0.99	1.21
总资产收益率(%)	1.63%	1.78%	1.44%	1.63%	1.81%
净资产收益率(%)	7.78%	8.10%	6.50%	7.37%	8.55%
市盈率	10.57	9.70	11.45	9.65	7.89
市净率	0.81	0.76	0.73	0.69	0.66
经纪业务佣金率(%)	0.031%	0.032%	0.031%	0.031%	0.031%

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级	增持 (维持)
股价 (2022年08月26日)	9.51 元
目标价格	11.74 元
52 周最高价/最低价	13.62/8.29 元
总股本/流通 A 股 (万股)	1,306,420/1,228,295
A 股市值 (百万元)	124,241
国家/地区	中国
行业	非银行金融
报告发布日期	2022 年 08 月 29 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-0.1	2.61	7.91	-20.23
相对表现	-2.11	6.13	7.64	0.41
沪深 300	2.01	-3.52	0.27	-20.64



证券分析师

孙嘉庚	021-63325888*7041 sunjiageng@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860520080006
唐子佩	021-63325888*6083 tangzipei@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860514060001 香港证监会牌照: BPU409

相关报告

4Q 单季自营净亏损+大幅计提信用减值，业绩表现低于预期：——海通证券 2021 年年报点评	2022-03-30
自营、利息大增+减值损失大减，业绩保持高增速：——海通证券 2021 年三季报点评	2021-10-29
信用减值大幅缩减，多业务条线复苏带动业绩大增：——海通证券 2021 年中报点评	2021-08-28

表 1：假设指标调整情况

指标名称	原预测			新预测		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
佣金市占率	3.35%	3.35%	3.40%	3.25%	3.15%	3.15%
佣金率（‰）	0.315	0.315	0.315	0.315	0.314	0.313
两融市占率	3.98%	3.98%	4.03%	3.85%	3.75%	3.75%
权益投资增长率	10%	15%	15%	0%	5%	15%
债权投资增长率	10%	5%	5%	-5%	3%	5%
其他投资增长率	5%	5%	5%	-5%	3%	5%
总投资收益率	4.13%	4.53%	4.57%	2.56%	3.18%	3.70%
债权承销市占率	4.34%	4.34%	4.34%	4.00%	4.00%	4.00%
集合资管增长率	-5.00%	5.00%	15.00%	-15.00%	-5.00%	5.00%
定向资管费率	1.1392%	1.1392%	1.1392%	0.0900%	0.0900%	0.0900%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 2：分类收入预测调整（百万元）

业务条线	原预测			新预测		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
经纪业务收入	5,919	6,792	7,747	5,747.51	6,359.74	7,131.71
增速	2%	13%	12%	-5%	11%	12%
占比	13%	14%	14%	15%	15%	15%
投行业务收入	5,218	5,640	6,091	5,052	5,452	5,880
增速	6%	8%	8%	3%	8%	8%
占比	12%	11%	11%	13%	13%	12%
资产管理收入	3,657	4,279	4,867	2,798	2,819	2,897
增速	0%	17%	14%	-24%	1%	3%
占比	8%	9%	9%	7%	7%	6%
利息净收入	7,263	8,031	9,396	7,131	7,828	8,842
增速	9.7%	10.6%	17.0%	8%	10%	13%
占比	16.5%	16.1%	17.0%	19%	19%	19%
自营业务收入	12,035	14,807	16,106	7,058	9,177	11,394
增速	12.7%	23.0%	8.8%	-34%	30%	24%
占比	24.4%	27.2%	27.1%	17%	20%	22%
其他收入	9,812	10,386	11,004	9,812	10,386	11,004
增速	1.8%	6%	6%	1.8%	6%	6%
占比	22%	21%	20%	26%	25%	23%
营业收入	43,905	49,936	55,211	37,598	42,023	47,149

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 3：主要财务信息调整

主要财务信息	原预测			新预测		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	43,905	49,936	55,211	37,598	42,023	47,149
调整幅度				-14.36%	-15.85%	-14.60%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

营业利润（百万元）	20,166	24,185	28,243	14,764	17,550	21,273
调整幅度				-26.79%	-27.43%	-24.68%
归母净利润（百万元）	15,006	17,982	21,113	10,847	12,874	15,746
调整幅度				-27.72%	-28.41%	-25.42%
每股收益（元）	1.15	1.38	1.62	0.83	0.99	1.21
调整幅度				-27.72%	-28.41%	-25.42%

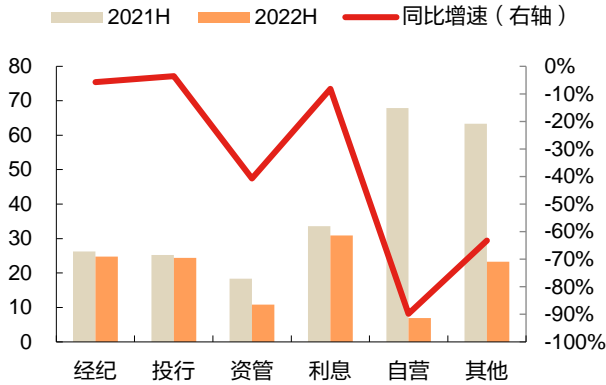
数据来源：公司公告，东方证券研究所

公司 2022-2024BVPS 预测值为 13.04/13.69/14.49 元（原预测为 13.26/14.16/15.24，根据最新中报数据对投资收益率等指标进行微调）。按可比公司估值法，维持公司 2022 年 0.90xPB，对应目标价 11.74 元，维持增持评级。

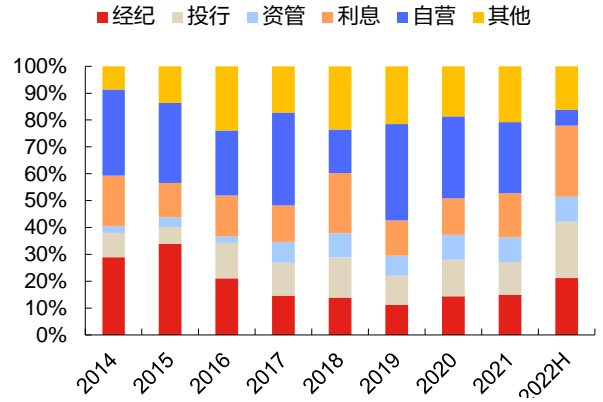
表 4：2022H 业绩摘要

单位：百万元	2021H	2022H	同比 (%)
一、营业收入	23,471	12,104	-48
手续费及佣金净收入	7,165	6,141	-14
经纪业务手续费净收入	2,625	2,474	-6
投资银行业务手续费净收入	2,525	2,435	-4
资产管理业务手续费净收入	1,833	1,086	-41
利息净收入	3,362	3,088	-8
投资净收益	6,090	-362	-106
对联营企业和合营企业的投资收益	625	304	-51
公允价值变动净收益	1,324	1,358	3
其他业务收入	4,919	1,494	-70
二、营业支出	11,837	6,260	-47
营业税金及附加	152	157	3
管理费用	6,439	5,256	-18
减值损失合计	1,069	205	-81
其他业务成本	4,177	642	-85
三、营业利润	11,634	5,845	-50
四、利润总额	11,661	5,886	-50
减：所得税	2,772	1,421	-49
五、净利润	8,889	4,465	-50
归属于母公司所有者的净利润	8,170	4,758	-42
总资产	723,092	749,566	4
归属于母公司所有者的净资产	158,179	163,081	3
代理买卖证券款	115,516	129,589	12
权益乘数（剔除代理买卖证券款）	3.84	3.80	-0.04

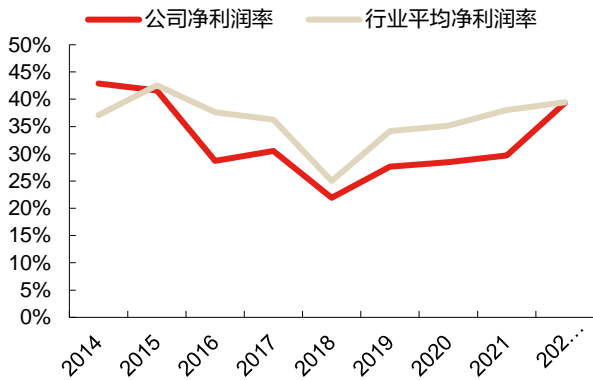
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 1：2022H 公司分业务收入（亿元）及同比增速


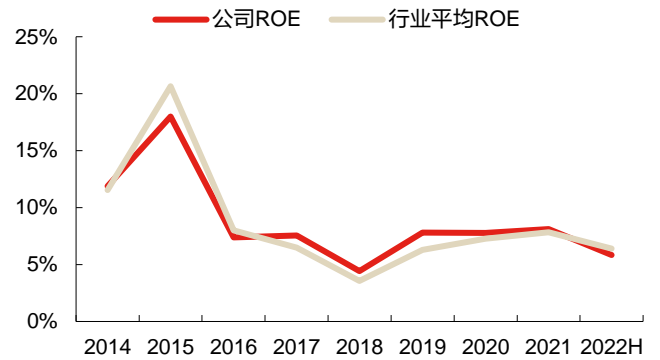
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 2：2014-2022H 公司分业务收入结构


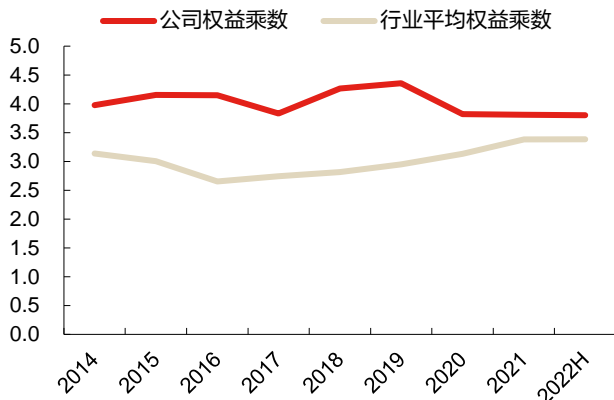
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 3：2014-2022H 公司净利润率


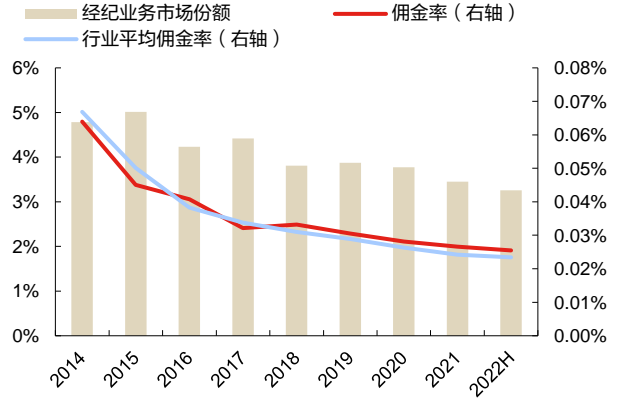
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 4：2014-2022H 公司 ROE


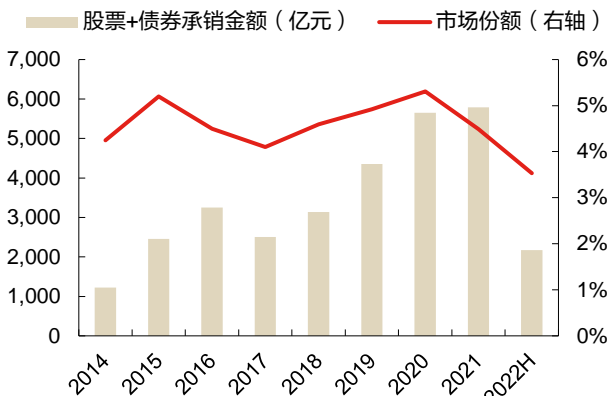
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 5：2014-2022H 公司权益乘数（剔除代理买卖证券款）


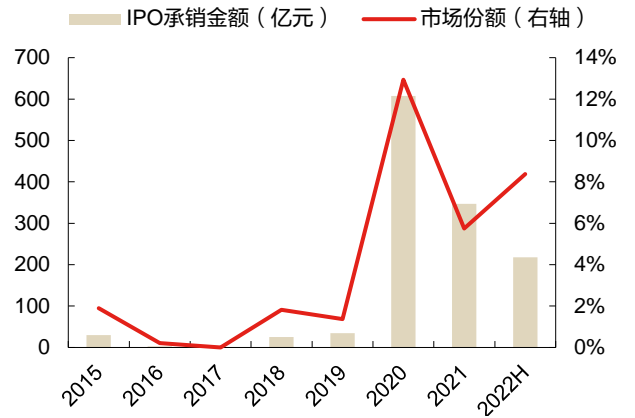
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 6：2014-2022H 公司经纪市占率及佣金率


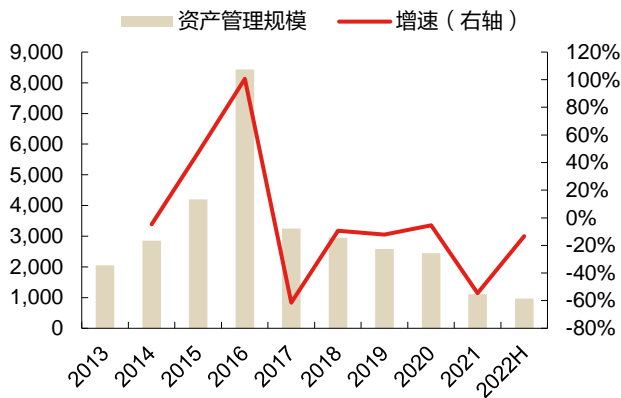
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 7：2014-2022H 公司股债承销金额及市占率


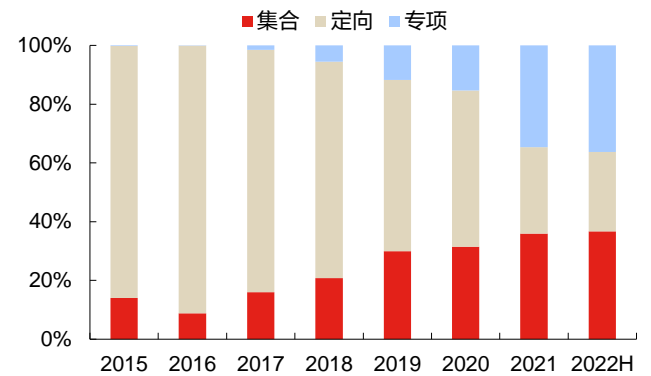
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 8：2015-2022H 公司 IPO 承销金额及市占率


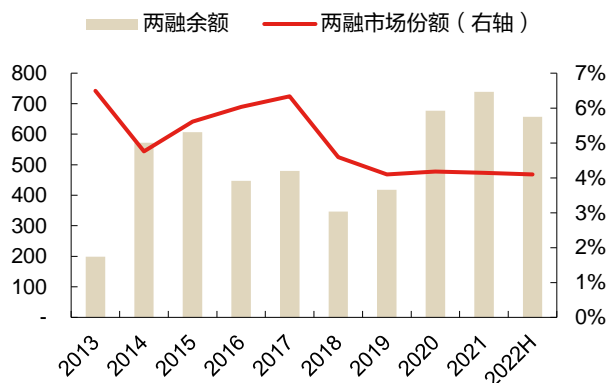
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 9：2013-2022H 公司资产管理规模（亿元）及增速


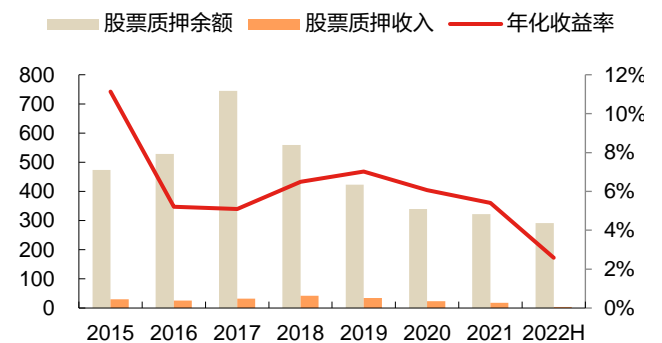
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 10：2015-2022H 公司资产管理构成


数据来源：Wind，东方证券研究所

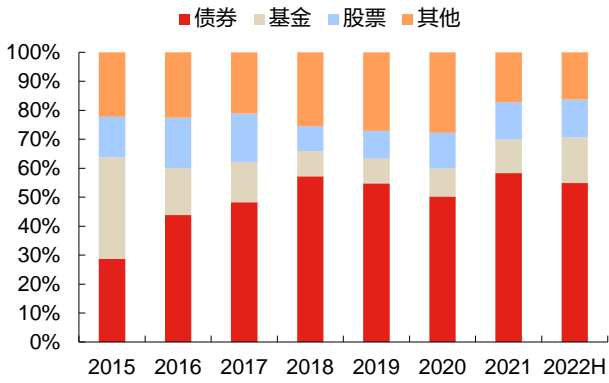
图 11：2013-2022H 公司两融余额（亿元）及市场份额


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 12：2015-2022H 表内股票质押余额及收入（亿元）


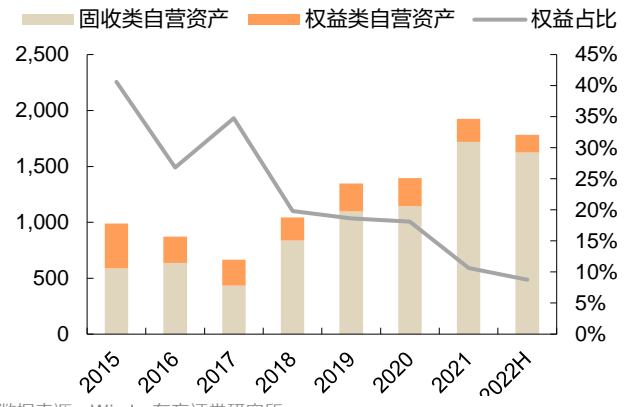
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 13：2015-2022H 公司金融投资资产构成



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 14：2015-2022H 自营资产规模（亿元）及权益占比



数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
银行存款	127,847	161,482	154,554	171,563	193,002	成长能力					
其中：客户存款	91,692	106,920	102,333	113,595	127,790	营业收入	11.0%	13.0%	-13.0%	11.8%	12.2%
公司存款	36,155	54,562	52,221	57,968	65,212	手续费及佣金净收入	39.5%	8.2%	-6.3%	8.0%	9.1%
结算备付金	11,852	16,765	16,046	17,812	20,038	其中：经纪业务	45.8%	15.7%	-4.6%	10.7%	12.1%
其中：客户备付金	8,439	10,986	10,514	11,671	13,130	投行业务	42.9%	-0.3%	2.6%	7.9%	7.8%
公司备付金	3,413	5,780	5,532	6,141	6,908	资产管理	40.8%	8.7%	-23.6%	0.8%	2.8%
投资资产	249,744	267,710	262,800	278,770	304,848	净利息收入	17.9%	35.4%	7.7%	9.8%	12.9%
其中：交易性资产	220,397	220,410	217,201	231,039	253,238	自营收入	-3.3%	-3.6%	-33.9%	30.0%	24.2%
其他债权投资	13,108	37,053	40,758	44,834	49,317	营业支出	6.2%	10.7%	-7.7%	7.2%	5.7%
其他权益工具投资	16,239	10,247	4,840	2,897	2,292	管理费用	7.7%	18.5%	-7.0%	8.6%	8.9%
存出保证金	17,375	17,655	16,898	18,757	21,101	营业利润	18.6%	16.3%	-20.0%	18.9%	21.2%
买入返售资产	57,965	39,761	38,055	42,243	47,522	归属于母公司净利润	14.2%	17.9%	-15.4%	18.7%	22.3%
长期股权投资	4,428	6,454	9,408	13,712	19,986	资产分布					
固定资产（含在建工程）	14,287	14,273	14,986	15,736	16,523	自有存款/总资产	5.2%	7.3%	6.9%	7.0%	7.1%
资产总计	694,073	744,925	756,876	827,052	913,641	客户存款/总资产	13.2%	14.4%	13.5%	13.7%	14.0%
交易性金融负债	32,238	16,316	8,258	4,179	2,115	投资资产/总资产	36.0%	35.9%	34.7%	33.7%	33.4%
代买卖证券款	108,168	123,202	117,917	130,893	147,251	买入返售资产/总资产	8.4%	5.3%	5.0%	5.1%	5.2%
应付职工薪酬	6,478	7,498	6,971	7,569	8,242	投资资产/净资产	148.5%	150.6%	141.7%	143.4%	148.5%
负债总计	525,947	567,170	571,406	632,689	708,331	收入分布					
股本	13,064	13,064	13,064	13,064	13,064	手续费收入/营业收入	36.2%	34.7%	37.4%	36.1%	35.1%
资本公积	74,888	74,914	74,914	74,914	74,914	经纪业务/营业收入	13.6%	13.9%	15.3%	15.1%	15.1%
一般风险准备	41,222	47,504	49,803	52,513	55,804	投行业务/营业收入	12.9%	11.4%	13.4%	13.0%	12.5%
其他综合收益	(651)	(658)	(781)	(1,147)	(1,474)	资管业务/营业收入	8.8%	8.5%	7.4%	6.7%	6.1%
盈余公积	7,663	8,694	9,843	11,198	12,844	自营业务/营业收入	27.1%	27.9%	16.7%	20.1%	22.4%
未分配利润	17,261	19,620	23,571	28,314	34,186	净利息收入/营业收入	12.8%	15.3%	19.0%	18.6%	18.8%
少数股东权益	14,678	14,617	15,055	15,507	15,972	净利润驱动指标					
股东权益合计	168,126	177,755	185,469	194,363	205,310	公司股基交易额	16627500	19076000	18257594	20266811	22799517
负债和股东权益总计	694,073	744,925	756,876	827,052	913,641	公司股基交易市占率	3.77%	3.45%	3.25%	3.15%	3.15%
						净佣金率(‰)	0.31	0.32	0.31	0.31	0.31
						IPO 市占率	4.96%	3.44%	3.64%	3.64%	3.64%
						再融资市占率	4.96%	3.44%	3.64%	3.64%	3.64%
						债券承销市占率	4.44%	4.34%	4.00%	4.00%	4.00%
						营业税金/营业收入	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
						成本收入比	58.5%	57.3%	60.7%	58.2%	54.9%
						有效税率	23.6%	25.9%	23.0%	23.0%	23.0%
						资本公积变化	18,600	19	(123)	(367)	(327)
						获利能力					
						净利率	28.5%	29.7%	28.8%	30.6%	33.4%
						ROA	1.6%	1.8%	1.4%	1.6%	1.8%
						ROE	7.8%	8.1%	6.5%	7.4%	8.6%
						每股指标 (元)					
						每股收益	0.90	0.98	0.83	0.99	1.21
						每股净资产	11.75	12.49	13.04	13.69	14.49
						每股经纪业务交易额	1272.75	1460.17	1397.53	1551.32	1745.19
						估值比率					
						市盈率	10.57	9.70	11.45	9.65	7.89
						市净率	0.81	0.76	0.73	0.69	0.66

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn