

自营大幅回暖+IPO 靓丽，高基数下业绩韧性彰显

——中信证券 2022 年中报点评

核心观点

- **净利润同比下降 8%，ROE 同比下降 2pct。** 1) 公司 22H 实现营业收入 348.85 亿元，同比-8%，实现归母净利润 111.96 亿元，同比-8%。2) 公司 22H 实现 ROE10.41%，同比下降 1.89pct，仍高于行业平均 4pct。截至 22H 末权益乘数 4.52，同比-0.41，仍位于行业前列。3) 自营、经纪、资管、投行、利息净收入（剔除其他业务）贡献度分别为 27%、17%、16%、10%、8%，其中自营、经纪占比分别降低 3pct、1pct。
- **投行经纪市占率再创新高，两融市占率保持平稳。** 1) 公司 22H 实现投行业务收入 34.53 亿元，同比+4%。22H 公司股债承销规模合计高达 9285 亿元，同比+15%，市占率由 21 年末 14.11% 升至 15.07%；其中 IPO 承销规模达到 651 亿元，同比+80%，市占率升至 25.02%，高居行业第一。2) 22H 公司经纪业务市场份额较 21 年末提升 0.32pct 至 7.27% 为历史最高，但由于代销金融产品收入同比下滑 39% 至 8.7 亿元，公司 22H 经纪业务收入同比下降 13% 至 58.86 亿元。3) 22H 公司利息净收入同比增长 18% 至 27.38 亿元。22H 公司两融余额 1105 亿元，市占率 6.9%，较年初基本持平。
- **自营环比显著回暖，资管转型收益稳定。** 1) 截至 22H 末公司金融投资类资产规模较年初微降 0.67% 至 6105 亿元，其中基金规模大增 42% 至 482 亿元，股票、债券类资产分别下降 11%、2% 至 1579、2659 亿元。22H 公司自营收入同比下降 17% 至 94.62 亿元，其中二季度收入 61.12 亿元，相较一季度显著回暖。2) 22H 公司资管业务收入 54.34 亿元，同比微降 2%。22H 公司资管规模较年初小幅收缩 1.85% 至 1.6 万亿元，旗下华夏基金公募基金管理规模同比增加 9% 至 1.14 万亿元，为公司带来 36.98 亿元资管收入，同比微降 0.1%，动荡市场环境下韧性凸显。

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 18.84/20.52/22.55 元调整至 18.55/20.01/21.84 元，按可比公司估值法给予 1.10xPB，同时维持 30% 溢价率，维持公司 2022 年 1.40xPB，对应目标价 25.97 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)	54,383	76,524	76,484	88,482	102,799
同比增长(%)	26%	41%	-0%	16%	16%
营业利润(百万元)	20,638	32,425	31,747	38,141	47,128
同比增长(%)	21%	57%	-2%	20%	24%
归属母公司净利润(百万元)	14,902	23,100	23,103	27,411	33,891
同比增长(%)	22%	55%	0%	19%	24%
每股收益(元)	1.01	1.56	1.56	1.85	2.29
总资产收益率(%)	2%	2%	2%	2%	2%
净资产收益率(%)	9%	13%	11%	11%	13%
市盈率	19.26	12.43	12.43	10.47	8.47
市净率	1.38	1.46	1.04	0.97	0.89
经纪业务佣金率(%)	0.0377	0.0339	0.0309	0.0289	0.0279

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29日)	19.37 元
目标价格	25.97 元
52 周最高价/最低价	25.9/17.53 元
总股本/流通 A 股 (万股)	1,482,055/1,398,676
A 股市值 (百万元)	287,074
国家/地区	中国
行业	非银行金融
报告发布日期	2022 年 08 月 30 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-0.23	1.55	1.49	-14.64
相对表现	-2.09	2.21	4.75	6.55
沪深 300	1.86	-0.66	-3.26	-21.19



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

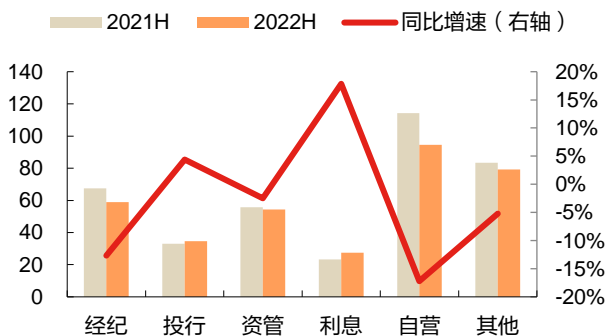
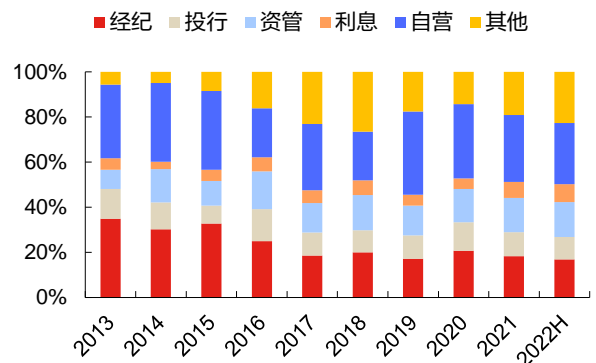
龙一地位日趋稳固，配股助推长期竞争力：——中信证券 2021 年年报点评	2022-03-30
业绩超预期创历史新高，配股尘埃落定估值压制因素有望快速出清	2022-01-18
业绩增长近四成+ROE 行业领先，公司“龙一”优势愈发稳固：——中信证券 2021 年三季度点评	2021-10-28

公司 2022-2024BVPS 预测值为 18.55/20.01/21.84 元（原预测为 18.84/20.52/22.55 元，根据最新中报数据对投资收益率等指标进行调整）。按可比公司估值法，维持公司 2022 年 1.40xPB，对应目标价 25.97 元，维持增持评级。

表 1：2022H 业绩摘要

单位：百万元	2021H	2022H	同比 (%)
一、营业收入	37,721	34,885	(7.52)
手续费及佣金净收入	16,010	15,421	(3.68)
经纪业务手续费净收入	6,742	5,886	(12.69)
投资银行业务手续费净收入	3,307	3,453	4.42
资产管理业务手续费净收入	5,572	5,434	(2.47)
利息净收入	2,324	2,738	17.85
投资净收益	10,020	7,189	(28.25)
对联营企业和合营企业的投资收益	428	(229)	(153.67)
公允价值变动净收益	1,837	2,043	11.24
其他业务收入	7,347	6,203	(15.58)
二、营业支出	21,378	19,645	(8.11)
营业税金及附加	210	188	(10.54)
管理费用	13,346	13,310	(0.27)
减值损失合计	740	113	(84.77)
其他业务成本	7,082	6,034	(14.81)
三、营业利润	16,343	15,241	(6.74)
四、利润总额	16,291	15,401	(5.47)
减：所得税	3,697	3,790	2.51
五、净利润	12,594	11,611	(7.81)
归属于母公司所有者的净利润	12,198	11,196	(8.21)
总资产	1,169,139	1,403,187	20.02
归属于母公司所有者的净资产	187,406	242,814	29.57
代理买卖证券款	245,178	304,500	24.20
权益乘数	4.93	4.52	(8.22)

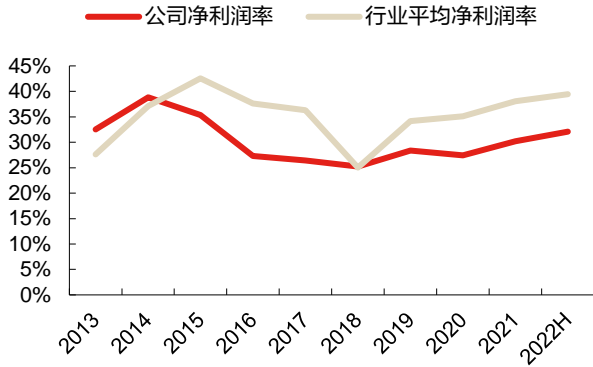
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 1：2022H 公司分业务收入（亿元）及同比增速

图 2：2013-2022H 公司分业务收入结构


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声明。

数据来源：Wind，东方证券研究所

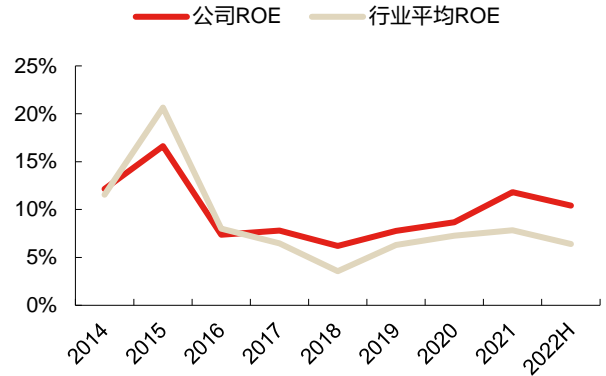
图 3：2013-2022H 公司净利润率



数据来源：Wind，东方证券研究所

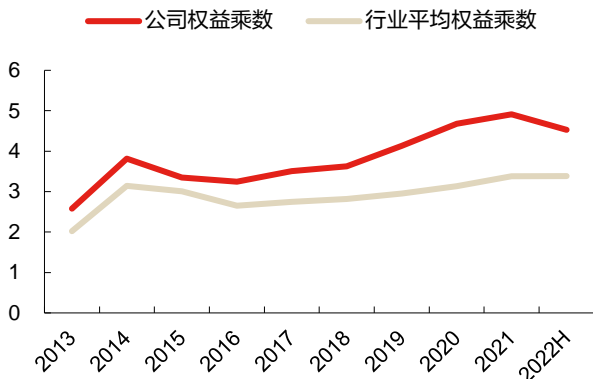
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 4：2014-2022H 公司 ROE



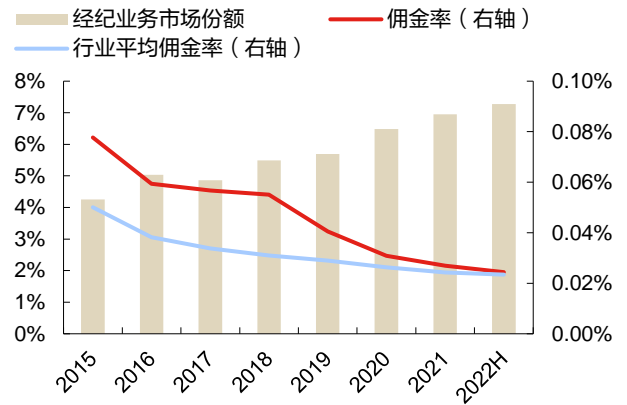
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 5：2013-2022H 公司权益乘数（剔除代理买卖证券款）



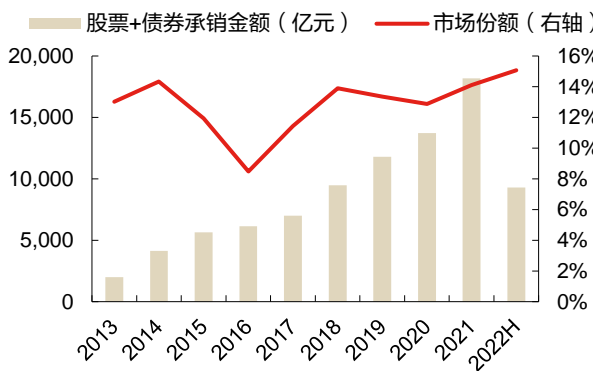
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 6：2015-2022H 公司经纪市占率及佣金率



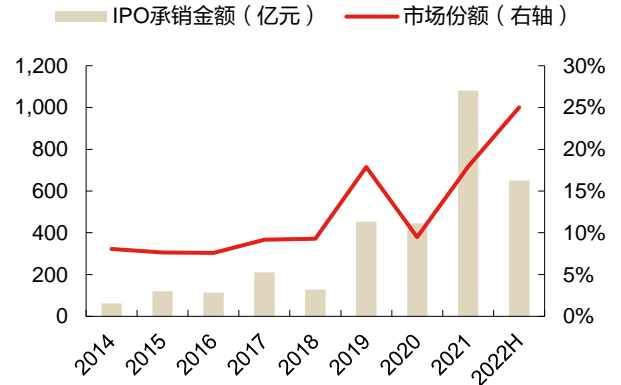
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 7：2013-2022H 公司股债承销金额及市占率



数据来源：Wind，东方证券研究所

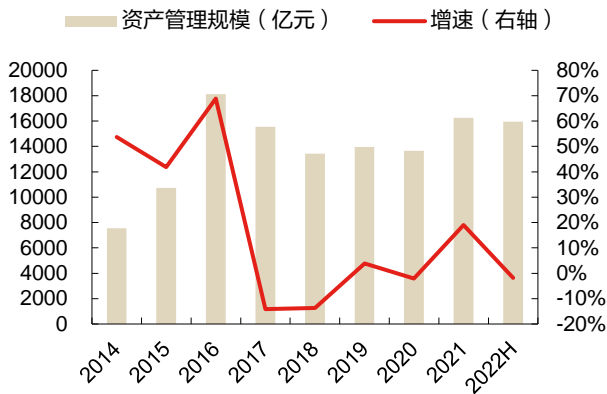
图 8：2014-2022H 公司 IPO 承销金额及市占率



数据来源：Wind，东方证券研究所

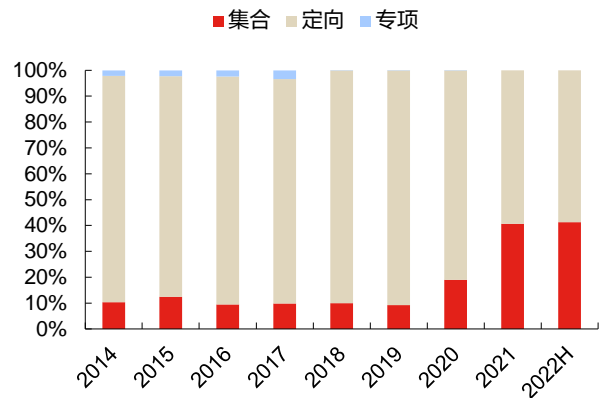
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

图 9：2014-2022H 公司资产管理规模（亿元）及增速



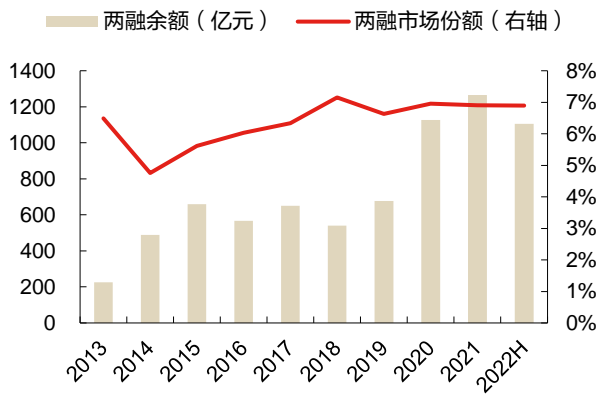
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 10：2014-2022H 公司资产管理构成



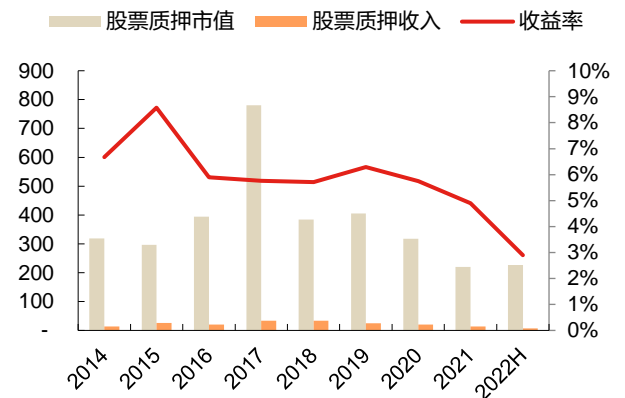
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 11：2013-2022H 公司两融余额（亿元）及市场份额



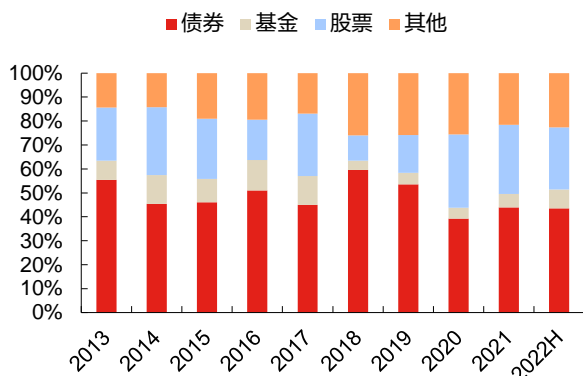
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 12：2014-2022H 表内股票质押余额及收入（亿元）



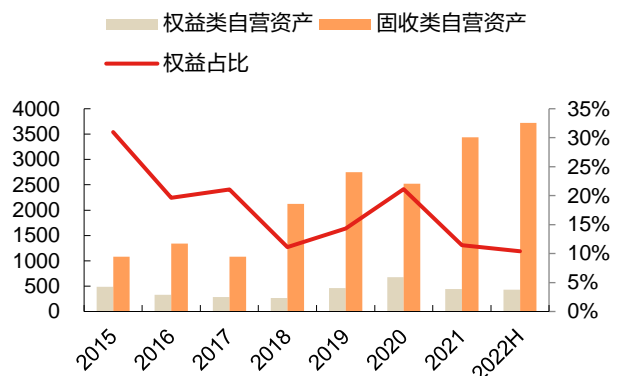
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 13：2013-2022H 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						主要财务比率					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
银行存款	233,693	279,551	364,799	420,755	476,670	成长能力					
其中: 客户存款	158,251	194,560	214,588	247,503	280,394	营业收入	26.1%	40.7%	-0.1%	15.7%	16.2%
公司存款	75,442	84,992	150,211	173,252	196,276	手续费及佣金净收入	48.5%	29.1%	7.6%	11.1%	11.4%
结算备付金	56,934	40,518	44,689	51,544	58,394	其中: 经纪业务	51.6%	24.0%	-2.7%	7.9%	9.4%
其中: 客户备付金	41,267	27,899	30,771	35,491	40,208	投行业务	54.1%	18.5%	17.8%	16.7%	10.5%
公司备付金	15,667	12,619	13,918	16,053	18,186	资产管理	40.3%	46.2%	13.3%	10.9%	14.6%
投资资产	486,017	614,591	670,482	774,374	900,158	净利息收入	26.5%	106.3%	28.6%	39.5%	22.6%
其中: 交易性资产	419,981	545,334	594,927	687,111	798,721	营业收入	12.7%	26.7%	-20.8%	25.3%	29.5%
其他债权投资	49,401	69,092	75,375	87,055	101,195	营业支出	29.1%	30.7%	1.4%	12.5%	10.6%
其他权益工具投资	16,636	165	180	208	241	管理费用	14.7%	39.6%	-0.8%	16.3%	14.0%
存出保证金	3,878	55,184	65,959	76,077	86,187	营业利润	21.3%	57.1%	-2.1%	20.1%	23.6%
买入返售资产	39,227	46,393	51,072	63,113	76,267	归属于母公司净利润	21.9%	55.0%	0.0%	18.6%	23.6%
长期股权投资	8,877	9,128	9,387	9,652	9,926	资产分布					
固定资产(含在建工程)	7,048	6,622	6,953	7,301	7,666	自有存款/总资产	7.2%	6.6%	10.2%	10.2%	10.1%
资产总计	1,052,962	1,278,665	1,469,898	1,694,554	1,936,367	客户存款/总资产	15.0%	15.2%	14.6%	14.6%	14.5%
交易性金融负债	58,409	75,644	97,964	126,871	164,307	投资资产/总资产	46.2%	48.1%	45.6%	45.7%	46.5%
代买卖证券款	203,111	251,164	277,019	319,511	361,971	买入返售资产/总资产	3.7%	3.6%	3.5%	3.7%	3.9%
应付职工薪酬	17,584	18,945	18,146	23,774	25,358	投资资产/净资产	261.5%	287.5%	262.3%	281.7%	301.0%
负债总计	867,080	1,064,857	1,214,301	1,419,628	1,637,287	收入分布					
股本	12,927	12,927	14,821	14,821	14,821	手续费收入/营业收入	49.2%	45.2%	48.6%	46.7%	44.8%
资本公积	65,628	65,626	90,931	91,499	92,071	经纪业务/营业收入	20.7%	18.2%	17.8%	16.6%	15.6%
一般风险准备	64,767	77,661	82,472	88,180	95,237	投行业务/营业收入	12.7%	10.7%	12.6%	12.7%	12.1%
其他综合收益	317	(753)	(1,290)	(1,957)	(2,813)	资管业务/营业收入	14.7%	15.3%	17.3%	16.6%	16.4%
盈余公积	9,438	9,985	12,391	15,245	18,773	自营业务/营业收入	45.8%	23.9%	19.2%	20.6%	22.8%
未分配利润	28,635	32,959	40,472	50,930	64,280	净利息收入/营业收入	4.8%	7.0%	9.0%	10.8%	11.4%
少数股东权益	4,171	4,636	5,033	5,441	5,942	净利润驱动指标					
股东权益合计	185,883	213,808	255,597	274,926	299,080	公司股基交易额	28600000	38400000	39574206	45644420	51710178
负债和股东权益总计	1,052,962	1,278,665	1,469,898	1,694,554	1,936,367	公司股基交易市占率	6.49%	6.95%	7.05%	7.10%	7.15%
						净佣金率(‰)	0.38	0.34	0.31	0.29	0.28
						IPO 市占率	9.47%	17.93%	13.64%	16.64%	17.64%
						再融资市占率	22.68%	23.88%	23.00%	23.44%	23.22%
						债券承销市占率	10.58%	11.33%	11.83%	12.13%	12.33%
						营业税金/营业收入	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
						成本收入比	62.1%	57.6%	58.5%	56.9%	54.2%
						有效税率	24.2%	24.7%	24.0%	25.0%	25.0%
						资本公积变化	11,476	(2)	25,305	568	572
						获利能力					
						净利率	27.40%	30.19%	30.21%	30.98%	32.97%
						ROA	1.62%	1.98%	1.68%	1.73%	1.87%
						ROE	8.68%	13.10%	11.25%	11.00%	12.53%
						每股指标(元)					
						每股收益	1.01	1.56	1.56	1.85	2.29
						每股净资产	14.06	13.22	18.55	20.01	21.84
						每股经纪业务交易额	2212.46	2970.58	2670.23	3079.81	3489.09
						估值比率					
						市盈率	19.26	12.43	12.43	10.47	8.47
						市净率	1.38	1.46	1.04	0.97	0.89

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