

自营环比大幅回暖，大资管业绩仍承压

——兴业证券 2022 年中报点评

核心观点

- **归母净利润同比下降 44%，ROE 同比下降 6pct。** 1) 公司 22H 实现营业收入 49.46 亿元，同比-51.27%，实现归母净利润 13.74 亿元，同比-43.68%。其中 22Q2 营业收入 32.58 亿元，带动净利润降幅收窄。2) 公司 22H 实现年化 ROE6.55%，同比下降 6.19pct，较行业平均高 0.14pct。截至 22H 末权益乘数 3.91，同比+0.1。3) 资管、经纪、利息、投行、自营净收入（剔除其他业务）贡献度分别为 39%、35%、19%、12%、-5%，其中经纪占比提升 15pct，自营占比降低 28pct。
- **投行业务规模收入同比承压，经纪两融市占率双双下降。** 1) 公司 22H 实现投行业务收入 4.82 亿元，同比-23%。22H 公司股债承销规模合计 710.67 亿元，市占率由 21 年末 1.34% 降至 1.15%；其中 IPO 承销规模 12.27 亿元，市占率由 21 年末 1.67% 降至 0.47%，拖累投行业务收入。2) 22H 公司股基成交额市占率由 21 年末 1.65% 降至 1.52%，由于代销金融产品净收入同比下滑 26% 至 2.31 亿元，公司 22H 经纪业务收入同比下降 11% 至 14.26 亿元。3) 22H 公司利息净收入同比降低 5% 至 7.85 亿元。22H 公司两融余额 286 亿元，较 21 年末下降 15%，市占率较 21 年末降低 0.04pct 至 1.79%。
- **二季度自营收入同比增加难改亏损态势，大资管分部业绩短期仍承压。** 1) 截至 22H 末公司金融投资类资产规模较年初增加 17% 至 962 亿元，其中基金规模大增 90% 至 249 亿元。22H 公司自营收入同比下降 11% 至 -1.99 亿元，其中二季度收入同比增加 24% 至 10.3 亿元，但仍未能扭转亏损态势。2) 22H 公司实现大资管业务收入 15.72 亿元，同比降低 47%。旗下控股的兴全基金与参股的南方基金 22H 分别实现净利润 9.2 亿元、8.55 亿元，同比分别下降 33%、增长 2%，大资管贡献度（按股比折算）由 21 年的 30% 提升至 45%。

盈利预测与投资建议

- 根据中报数据对佣金率等指标进行调整，并将 22-24 年归母净资产预测值由 448/492/543 亿元调整至 535/564/599 亿元。按 SOTP 估值法，维持大资管分部 2022 年 21xPE，对应 311 亿元；其他分部维持 0.8xPB 估值，对应 428 亿元。调整目标价至 8.56 元，维持公司增持评级。

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)	17,580	18,972	16,855	19,603	22,605
同比增长(%)	23%	8%	-11%	16%	15%
营业利润(百万元)	6,200	7,708	6,128	7,603	9,314
同比增长(%)	133%	24%	-20%	24%	23%
归属母公司净利润(百万元)	4,003	4,743	3,678	4,653	5,672
同比增长(%)	127%	18%	-22%	27%	22%
每股收益(元)	0.60	0.71	0.43	0.54	0.66
总资产收益率(%)	2%	2%	2%	2%	2%
净资产收益率(%)	11%	12%	8%	8%	10%
市盈率	10.30	8.70	14.46	11.43	9.38
市净率	1.09	1.00	0.99	0.94	0.89
经纪业务佣金率(%)	0.0368	0.0390	0.0380	0.0375	0.0372

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09月02日）	6.09元
目标价格	8.56元
52周最高价/最低价	11.23/5.78元
总股本/流通A股（万股）	863,599/863,599
A股市值（百万元）	52,593
国家/地区	中国
行业	非银行金融
报告发布日期	2022年09月02日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-3.36	2.44	1.77	-40.59
相对表现	0.2	3.64	9.5	-15.15
沪深300	-3.56	-1.2	-7.73	-25.44



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	
旗下公募表现仍“旗帜鲜明”，ROE 稳居行业前列：——兴业证券 2021 年年报点评	2022-04-03
大资管收入贡献显著提升，自营收入缩水拖累业绩表现：——兴业证券 2021 年三季报点评	2021-11-01
兴全基金利润翻倍助公司业绩大增，ROE 稳居行业最前列：——兴业证券 2021 年中报点评	2021-08-29

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
佣金率（‰）	0.395	0.400	0.400	0.380	0.375	0.372
佣金市占率	1.63%	1.62%	1.62%	1.57%	1.55%	1.55%
兴全基金管理费率	0.78%	0.78%	0.78%	0.70%	0.74%	0.78%
兴全基金规模增长率	15%	30%	30%	3%	15%	20%
总投资收益率	4.7%	5.2%	5.2%	1.93%	2.85%	3.10%
基金投资增长率	15%	15%	15%	85%	5%	15%

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	3,620	4,172	4,694	3,354	3,743	4,177
增速	2%	15%	12%	-6%	12%	12%
占比	18%	18%	17%	20%	19%	18%
投行业务收入	1,380	1,525	1,675	1,049	1,168	1,293
增速	11%	11%	10%	-16%	11%	11%
占比	7%	6%	6%	6%	6%	6%
资产管理收入	5,920	7,249	9,324	5,035	5,780	7,081
增速	19%	22%	29%	2%	15%	23%
占比	29%	30%	34%	30%	29%	31%
利息净收入	1,971	2,225	2,793	2,026	2,240	2,609
增速	14%	13%	26%	17%	11%	16%
占比	10%	9%	10%	12%	11%	12%
自营业务收入	3,953	4,654	5,110	1,634	2,706	3,253
增速	6%	18%	10%	-56%	66%	20%
占比	19%	20%	18%	10%	14%	14%
其他收入	3,757	3,967	4,192	3,757	3,967	4,192
增速	0%	6%	6%	0%	6%	6%
占比	18%	17%	15%	22%	20%	19%
营业收入	20,600	23,792	27,788	16,855	19,603	22,605

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）	20,600	23,792	27,788	16,855	19,603	22,605
调整幅度				-18.18%	-17.61%	-18.65%
营业利润（百万元）	8,928	10,881	13,411	6,128	7,603	9,314
调整幅度				-31.36%	-30.12%	-30.55%
归母净利润（百万元）	5,656	6,870	8,351	3,678	4,653	5,672
调整幅度				-34.97%	-32.28%	-32.07%

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。

每股收益（元）	0.84	1.03	1.25	0.43	0.54	0.66
调整幅度				-49.58%	-47.48%	-47.33%

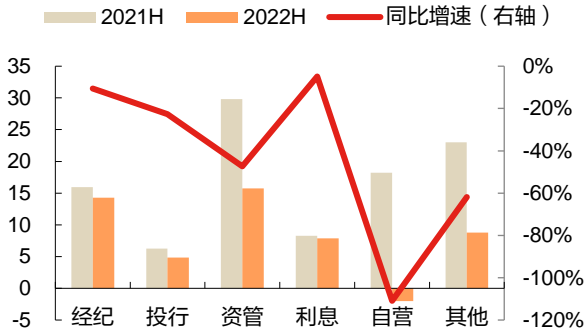
数据来源：公司公告，东方证券研究所

根据中报数据对佣金率等指标进行调整，并将公司 2022-2024 归母净资产由 448/492/543 亿元调整为 535/564/599 亿元。按 SOTP 估值法，1) 维持大资管分部 2022 年 21xPE，预计 2022 年大资管分部净利润 14.8 亿元，对应目标价值 310.75 亿元。2) 其他分部维持 0.8xPB 估值，预计 2022 年归母净资产 535 亿元，对应其他分部价值 428.2 亿元。3) 公司 2022 年合并目标价值为 738.95 亿元，对应目标价 8.56 元，维持增持评级。

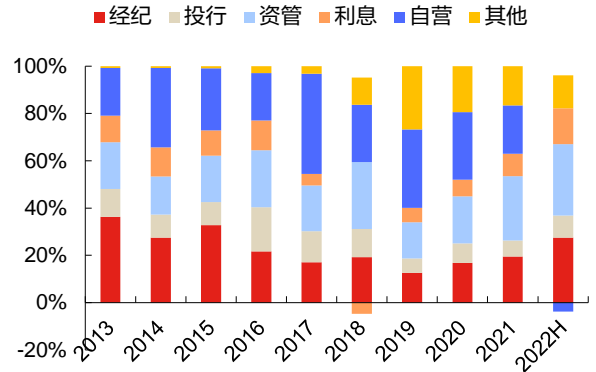
表 4：2022H 业绩摘要

单位：百万元	2021H	2022H	同比 (%)
一、营业收入	10,149	4,946	-51.27%
手续费及佣金净收入	5,362	3,681	-31.35%
经纪业务手续费净收入	1,594	1,426	-10.53%
投资银行业务手续费净收入	624	482	-22.67%
资产管理业务手续费净收入	119	70	-40.54%
利息净收入	826	785	-4.87%
投资净收益	2,117	-668	-131.58%
对联营企业和合营企业的投资收益	22.42	55.23	146.35%
公允价值变动净收益	-273	525	-292.46%
其他业务收入	1,912	344	-82.01%
二、营业支出	6,043	2,771	-54.15%
营业税金及附加	58	34	-41.94%
管理费用	4,118	2,311	-43.88%
减值损失合计	-28	67	N/A
其他业务成本	1,895	359	-81.08%
三、营业利润	4,106	2,175	-47.02%
四、利润总额	4,105	2,170	-47.14%
减：所得税	969	422	-56.46%
五、净利润	3,135	1,748	-44.26%
归属于母公司所有者的净利润	2,439	1,374	-43.68%
总资产	204,160	238,201	16.67%
归属于母公司所有者的净资产	38,845	42,683	9.88%
代理买卖证券款	56,004	71,155	27.05%
杠杆率（剔除代理买卖证券款）	3.81	3.91	0.10

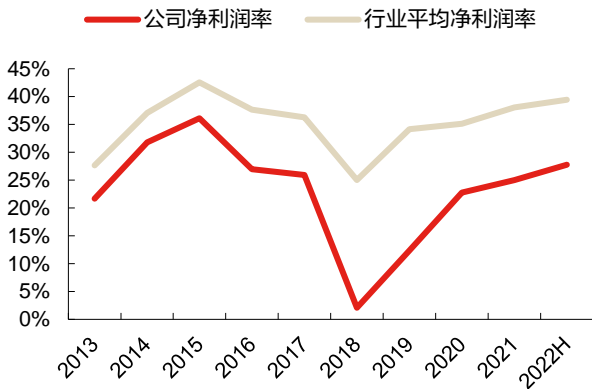
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 1：2022H 公司分业务收入（亿元）及同比增速


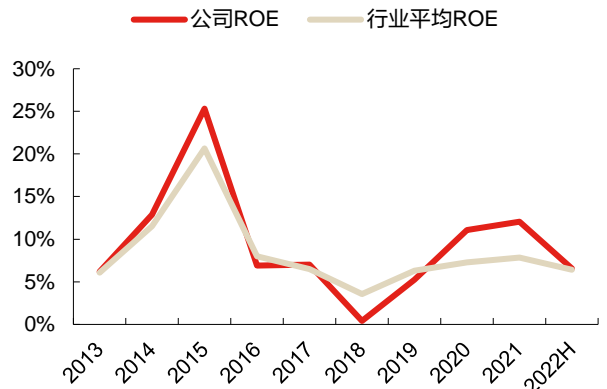
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 2：2013-2022H 公司分业务收入结构


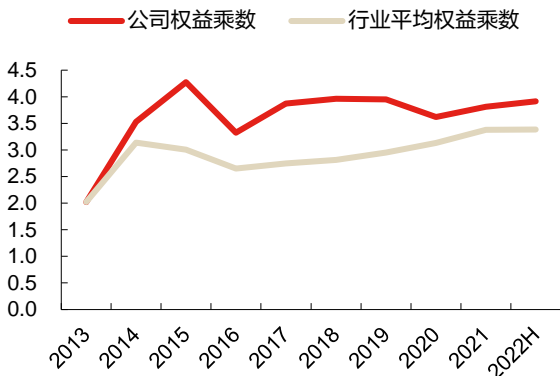
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 3：2013-2022H 公司净利润率


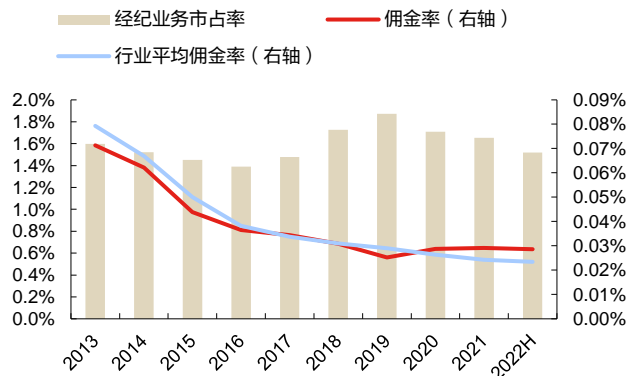
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 4：2013-2022H 公司 ROE


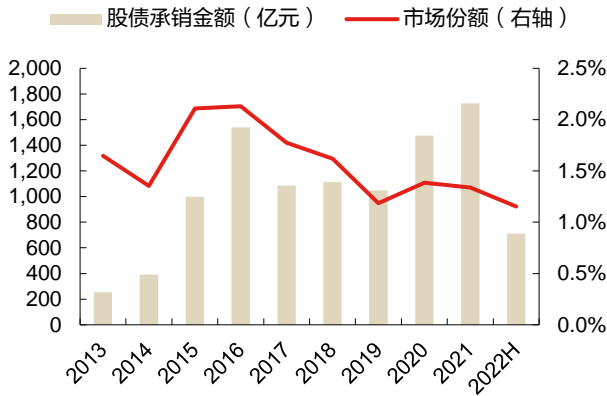
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 5：2013-2022H 公司权益乘数（剔除代理买卖证券款）


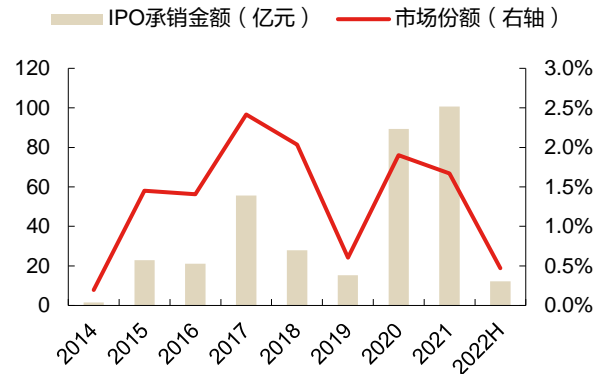
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 6：2013-2022H 公司经纪市占率及佣金率


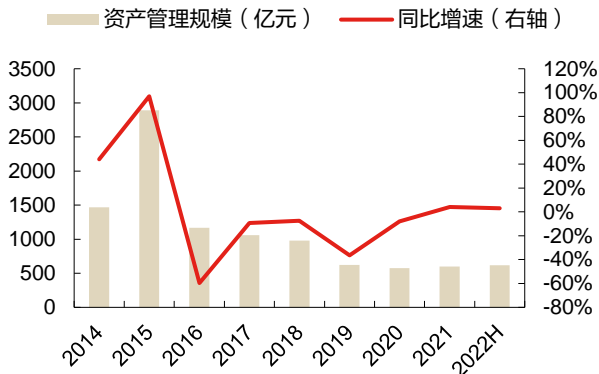
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 7：2013-2022H 公司股债承销金额及市占率


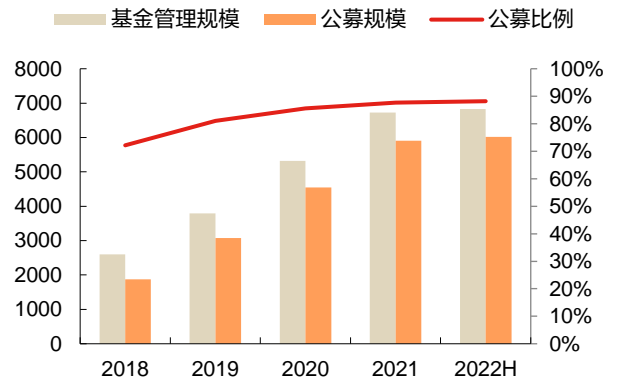
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 8：2014-2022H 公司 IPO 承销金额及市占率


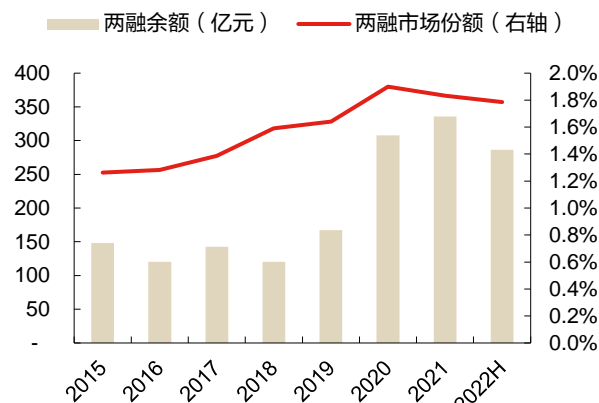
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 9：2015-2022H 公司资产管理规模（亿元）及增速


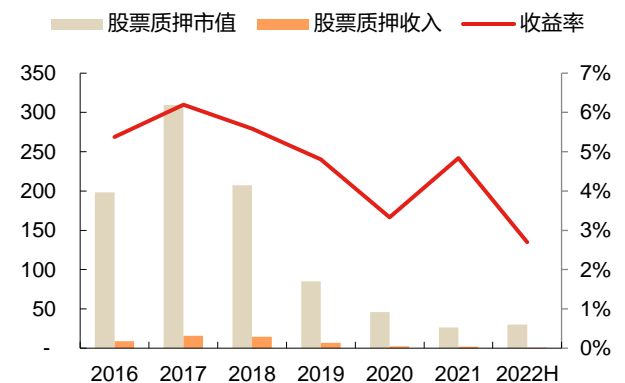
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 10：2018-2022H 兴全基金 AUM（亿元）及公募比例


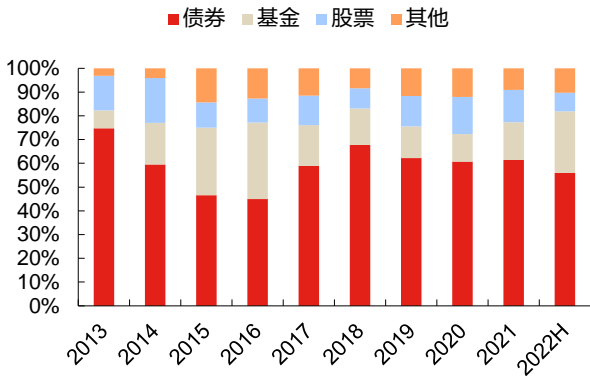
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 11：2015-2022H 公司两融余额（亿元）及市场份额


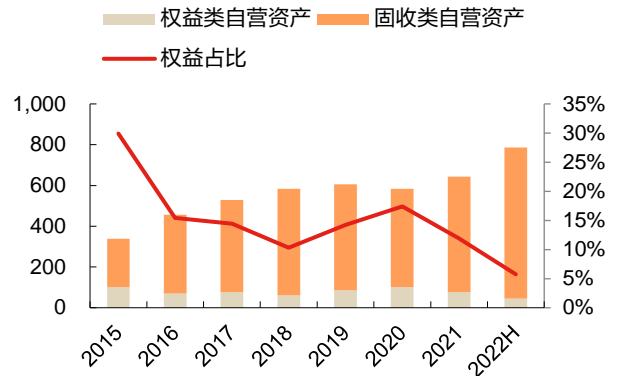
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 12：2016-2022H 表内股票质押余额及收入（亿元）


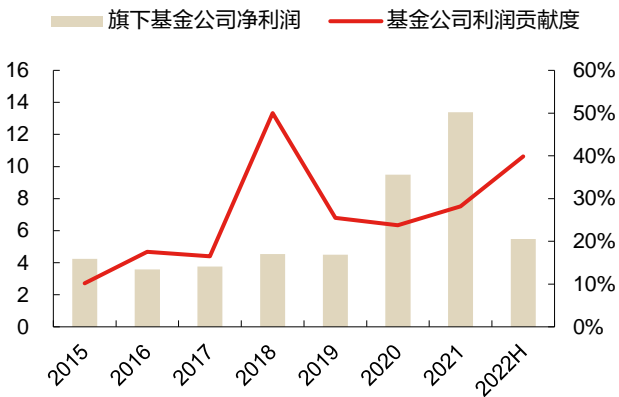
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 13：2013-2022H 公司金融投资资产构成


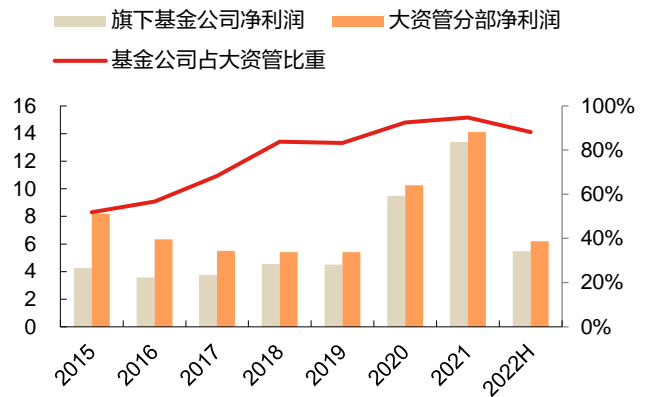
数据来源：Wind，东方证券研究所

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

图 15：15-22H 旗下基金公司净利润（亿元）及贡献度


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 16：15-22H 大资管分部净利润(亿元)：基金公司贡献度


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	48,924	66,854	82,436	80,377	93,524	成长能力					
其中：客户存款	33,966	51,192	59,736	59,101	68,768	营业收入	23.4%	7.9%	-11.2%	16.3%	15.3%
公司存款	14,958	15,663	22,700	21,276	24,756	手续费及佣金净收入	77.0%	29.9%	-3.0%	13.0%	17.0%
结算备付金	7,308	6,612	7,716	7,634	8,588	其中：经纪业务	77.7%	28.2%	-5.8%	11.6%	11.6%
其中：客户备付金	5,974	3,642	4,250	4,204	4,730	投行业务	85.3%	-9.9%	-15.6%	11.4%	10.7%
公司备付金	1,334	2,971	3,467	3,430	3,858	资产管理	73.3%	50.9%	1.6%	14.8%	22.5%
投资资产	73,720	82,235	95,509	102,287	113,786	净利息收入	55.5%	47.7%	17.5%	10.6%	16.5%
其中：交易性资产	49,574	60,102	69,803	74,757	83,161	营业收入	15.9%	-21.4%	-56.2%	65.6%	20.2%
其他债权投资	21,592	22,133	25,705	27,530	30,625	营业支出	-1.8%	-1.0%	-4.8%	11.9%	10.8%
其他权益工具投资	2,553	0	0	0	0	管理费用	12.1%	20.3%	-8.4%	14.7%	13.1%
存出保证金	6,923	9,181	10,714	10,600	8,236	营业利润	133.0%	24.3%	-20.5%	24.1%	22.5%
买入返售资产	4,552	6,672	6,595	6,430	7,482	归属于母公司净利润	127.1%	18.5%	-22.5%	26.5%	21.9%
长期股权投资	2,334	4,729	5,675	6,810	8,172	资产分布					
固定资产（含在建工程）	652	800	840	882	926	自有存款/总资产	8.3%	7.2%	9.1%	8.1%	8.4%
资产总计	181,020	217,463	250,602	261,799	295,005	客户存款/总资产	18.8%	23.5%	23.8%	22.6%	23.3%
交易性金融负债	2,617	1,988	1,509	1,146	871	投资资产/总资产	40.7%	37.8%	38.1%	39.1%	38.6%
代买卖证券款	44,535	60,512	70,613	69,861	78,592	买入返售资产/总资产	2.5%	3.1%	2.6%	2.5%	2.5%
应付职工薪酬	5,480	6,603	5,817	6,843	7,706	投资资产/净资产	180.5%	181.3%	165.0%	167.6%	164.1%
负债总计	140,184	172,108	192,703	200,779	225,682	收入分布					
股本	6,697	6,697	8,636	8,636	8,636	手续费收入/营业收入	44.2%	53.3%	58.2%	56.5%	57.3%
资本公积	14,377	14,377	22,522	22,522	22,522	经纪业务/营业收入	15.8%	18.8%	19.9%	19.1%	18.5%
一般风险准备	9,279	11,548	12,507	13,696	15,150	投行业务/营业收入	7.8%	6.5%	6.2%	6.0%	5.7%
其他综合收益	356	269	282	314	304	资管业务/营业收入	18.7%	26.1%	29.9%	29.5%	31.3%
盈余公积	2,011	2,309	2,788	3,383	4,110	自营业务/营业收入	27.0%	19.6%	9.7%	13.8%	14.4%
未分配利润	5,018	5,990	6,790	7,877	9,185	净利息收入/营业收入	6.6%	9.1%	12.0%	11.4%	11.5%
少数股东权益	3,097	4,166	4,374	4,593	9,416	净利润驱动指标					
股东权益合计	40,835	45,355	57,899	61,020	69,323	公司股票交易额	7540000	9130000	8826569	9980163	11227366
负债和股东权益总计	181,020	217,463	250,602	261,799	295,005	公司股基交易市占率	1.71%	1.65%	1.57%	1.55%	1.55%
						净佣金率(‰)	0.37	0.39	0.38	0.38	0.37
						IPO 市占率	1.90%	1.67%	1.00%	1.05%	1.10%
						再融资市占率	0.56%	0.67%	0.77%	0.77%	0.77%
						债券承销市占率	1.46%	2.03%	1.80%	1.80%	1.80%
						营业税金/营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
						成本收入比	64.7%	59.4%	63.6%	61.2%	58.8%
						有效税率	25.5%	23.6%	22.0%	22.0%	22.0%
						资本公积变化	2	0	8,145	0	0
						获利能力					
						净利率	22.8%	25.0%	21.8%	23.7%	25.1%
						ROA	2.3%	2.4%	1.6%	1.8%	2.0%
						ROE	11.07%	12.04%	7.77%	8.46%	9.75%
						每股指标（元）					
						每股收益	0.60	0.71	0.43	0.54	0.66
						每股净资产	5.64	6.15	6.20	6.53	6.94
						每股经纪业务交易额	1125.93	1363.36	1022.07	1155.65	1300.07
						估值比率					
						市盈率	10.30	8.70	14.46	11.43	9.38
						市净率	1.09	1.00	0.99	0.94	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