

# 股行规模收缩自营承压，资管板块持续向好

——中金公司 2022 年中报点评

## 核心观点

- **归母净利润同比下降 23%，ROE 同比下降 5pct。** 1) 公司 22H 实现营业收入 121.32 亿元，同比-16.11%，实现归母净利润 38.42 亿元，同比-23.28%。2) 公司 22H 实现年化 ROE 8.77%，同比下降 4.54pct，仍高于行业平均 2.37pct。截至 22H 末权益乘数 6.32，同比-0.43，仍高居行业首位。3) 自营、投行、经纪、资管、利息净收入（剔除其他业务）贡献度分别为 44%、24%、23%、13%、-3%，其中投行占比提高 5pct，自营占比降低-12pct。
- **A 股 IPO 规模大幅提升，经纪两融市占率双双降低。** 1) 公司 22H 实现投行业务收入 26.81 亿元，同比微降 0.48%。22H 公司完成 A 股 IPO 承销金额 222.25 亿元，同比大幅提升 92%；再融资金额 480.66 亿元，市场排名第一。2) 22H 公司经纪业务收入同比下降 7.71% 至 25.82 亿元，其中代销金融产品业务收入同比增加 2% 至 6.08 亿元。预计公司股基成交额市占率由 21 年末 3.09% 降至 2.84%。3) 22H 公司利息净收入同比下降 27% 至 -3.71 亿元。22H 公司两融余额 435.75 亿元，较年初下降 14%，市占率同比微降 0.02pct 至 2.72%。
- **自营业绩短期仍承压，公募私募基金规模进一步提升。** 1) 截至 22H 末公司金融投资类资产规模较年初微增 0.13% 至 3446 亿元，其中股权类资产规模较年初下降 13% 至 1115 亿元。衍生品规模受市场环境影响同样收缩，衍生金融工具名义本金较年初下降 6% 至 8698 亿元，其中权益衍生工具较年初下降 23% 至 3349 亿元。22H 公司实现自营收入 50.45 亿元，同比-38%，其中二季度自营收入 35.57 亿元，同比下降 34%，虽降幅收窄但短期业绩仍承压。2) 22H 公司实现大资管板块收入 14.46 亿元，同比+6.96%。22H 末公司资管规模较 21 年末降低 16.49% 至 13846 亿元，其中公募基金和私募股权资管规模进一步提升，较 21 年末分别同比增加 14%、11% 至 967、2448 亿元，集合资管规模较 21 年末下降 44% 至 3191 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 17.93/20.46/23.45 元调整至 17.51/19.56/22.09 元，按可比公司估值法，维持 10% 估值溢价，维持公司 2022 年 2.80xPB，对应目标价 49.02 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)	23,660	30,131	30,064	36,122	44,089
同比增长(%)	50%	27%	-0%	20%	22%
营业利润(百万元)	8,747	12,977	11,936	14,628	18,310
同比增长(%)	57%	48%	-8%	23%	25%
归属母公司净利润(百万元)	7,207	10,778	9,920	12,137	15,200
同比增长(%)	70%	50%	-8%	22%	25%
每股收益(元, 摊薄)	1.49	2.23	2.06	2.51	3.15
每股净资产(元)	13.84	15.79	17.51	19.56	22.09
净资产收益率	0.00%	0.00%	12.09%	13.03%	14.59%
市盈率	27.83	18.61	20.22	16.53	13.20
市净率	3.00	2.63	2.37	2.12	1.88
净佣金率	0.036%	0.035%	0.035%	0.035%	0.035%

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)	41.55 元
目标价格	49.02 元
52 周最高价/最低价	60.87/34.9 元
总股本/流通 A 股 (万股)	482,726/283,334
A 股市值 (百万元)	200,573
国家/地区	中国
行业	非银行金融
报告发布日期	2022 年 09 月 04 日

## 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-0.64	1.55	8.23	-25.51
相对表现	2.92	2.75	15.96	-0.07
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

股行与投行优势稳固，财管与资管厚积薄发：——中金公司 2021 年年报点评	2022-04-01
股行等多业务板块全线增长，公司 ROE 持续行业领先：——中金公司 2021 年三季度点评	2021-10-29
股行不惧股市跌宕助自营保持高增，ROE 持续领跑行业：——中金公司 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（‰）	0.351	0.350	0.349	0.348	0.346	0.345
总投资收益率	4.5%	5.2%	5.3%	2.86%	3.50%	4.08%
权益投资增长率	15%	15%	20%	5%	10%	15%
基金投资增长率	15%	15%	15%	3%	8%	10%

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
<b>经纪业务收入</b>	<b>6,388</b>	<b>7,633</b>	<b>8,764</b>	<b>6,255</b>	<b>7,368</b>	<b>8,539</b>
增速	6%	19%	15%	4%	18%	16%
占比	18%	17%	17%	21%	20%	19%
<b>投行业务收入</b>	<b>8,969</b>	<b>10,456</b>	<b>12,084</b>	<b>8,969</b>	<b>10,456</b>	<b>12,084</b>
增速	27%	17%	16%	27%	17%	16%
占比	25%	24%	24%	30%	29%	27%
<b>资产管理收入</b>	<b>3,624</b>	<b>4,416</b>	<b>5,381</b>	<b>3,624</b>	<b>4,416</b>	<b>5,381</b>
增速	19%	22%	22%	19%	22%	22%
占比	10%	10%	10%	12%	12%	12%
<b>利息净收入</b>	<b>-1,026</b>	<b>-1,046</b>	<b>-833</b>	<b>-680</b>	<b>-296</b>	<b>115</b>
增速	4%	2%	-20%	-31%	-56%	-139%
占比	-3%	-2%	-2%	-2%	-1%	0%
<b>自营业务收入</b>	<b>18,033</b>	<b>22,215</b>	<b>25,504</b>	<b>11,419</b>	<b>13,673</b>	<b>17,554</b>
增速	23%	23%	15%	-22%	20%	28%
占比	49%	50%	50%	38%	38%	40%
<b>其他收入</b>	<b>478</b>	<b>506</b>	<b>415</b>	<b>478</b>	<b>506</b>	<b>415</b>
增速	56%	6%	-18%	56%	6%	-18%
占比	1%	1%	1%	2%	1%	1%
<b>营业收入</b>	<b>36,466</b>	<b>44,179</b>	<b>51,316</b>	<b>30,064</b>	<b>36,122</b>	<b>44,089</b>

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）	36,466	44,179	51,316	30,064	36,122	44,089
调整幅度				-17.55%	-18.24%	-14.08%
营业利润（百万元）	15,468	18,665	22,196	11,936	14,628	18,310
调整幅度				-22.83%	-21.63%	-17.51%
归母净利润（百万元）	12,862	15,499	18,437	9,920	12,137	15,200
调整幅度				-22.87%	-21.69%	-17.56%
每股收益（元）	2.66	3.21	3.82	2.06	2.51	3.15
调整幅度				-22.87%	-21.69%	-17.56%

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。

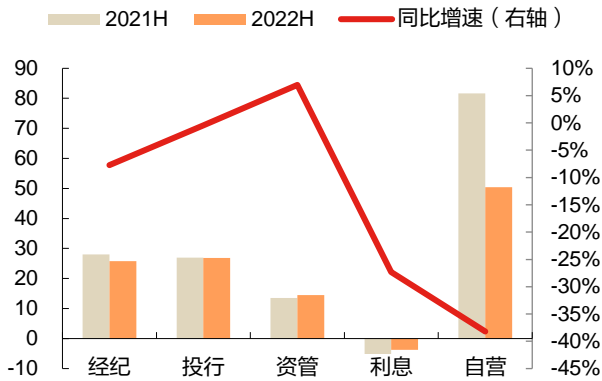
数据来源：公司公告，东方证券研究所

公司 2022-2024BVPS 预测值为 17.51/19.56/22.09 元（原预测为 17.93/20.46/23.45 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 2.80xPB，对应目标价 49.02 元，维持增持评级。

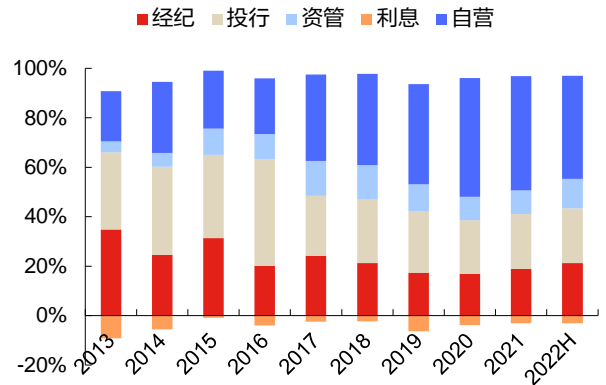
**表 4：2022H 业绩摘要**

单位：百万元	2021H	2022H	同比 (%)
一、营业收入	14,461	12,132	(16.11)
手续费及佣金净收入	7,192	7,098	(1.31)
经纪业务手续费净收入	2,798	2,582	(7.71)
投资银行业务手续费净收入	2,694	2,681	(0.48)
资产管理业务手续费净收入	628	705	12.27
利息净收入	(511)	(371)	(27.34)
投资净收益	(2,925)	(1,141)	(61.01)
对联营企业和合营企业的投资收益	33.96	15.96	(53.00)
公允价值变动净收益	11,123	6,201	(44.25)
其他业务收入	9.98	7.19	(27.98)
二、营业支出	8,330	7,594	(8.83)
营业税金及附加	59	66	10.93
管理费用	8,299	7,596	(8.48)
减值损失合计	(30)	(68)	131.39
其他业务成本	0.34	0.34	0.28
三、营业利润	6,132	4,538	(25.99)
四、利润总额	6,119	4,518	(26.16)
减：所得税	1,103	669	(39.37)
五、净利润	5,016	3,850	(23.25)
归属于母公司所有者的净利润	5,007	3,842	(23.28)
总资产	618,077	679,994	10.02
归属于母公司所有者的净资产	78,798	90,773	15.20
代理买卖证券款	86,054	105,975	23.15
权益乘数	6.75	6.32	(0.43)

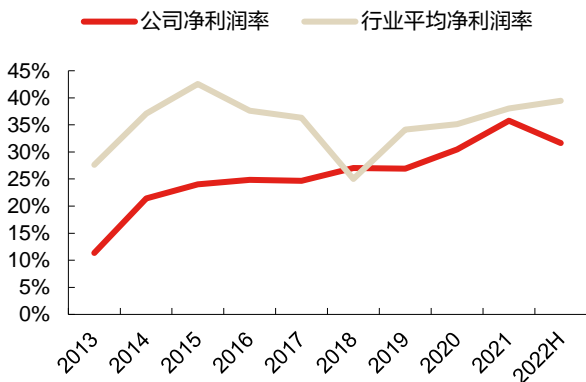
数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 1：2022H 公司分业务收入（亿元）及同比增速**


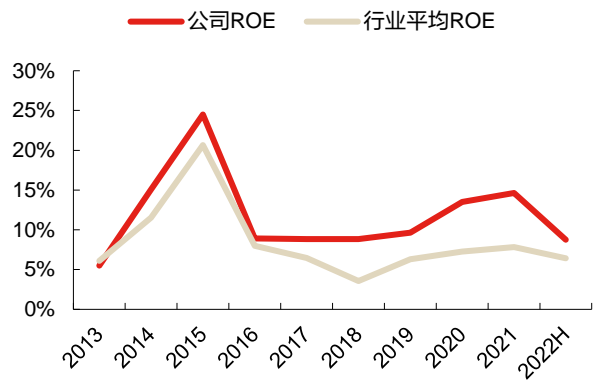
数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 2：2013-2022H 公司分业务收入结构**


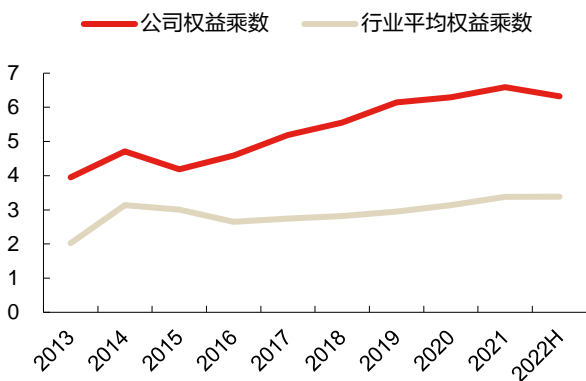
数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 3：2013-2022H 公司净利润率**


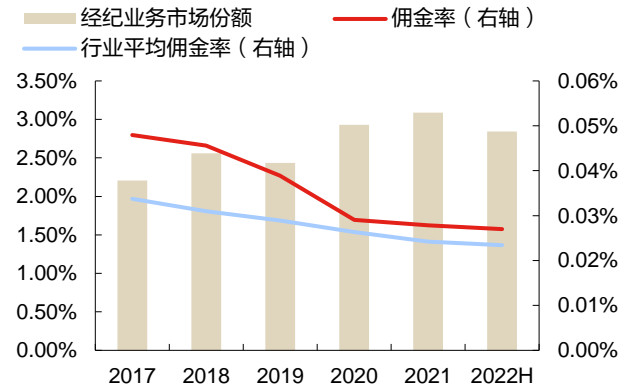
数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 4：2013-2022H 公司 ROE**


数据来源：Wind，东方证券研究所

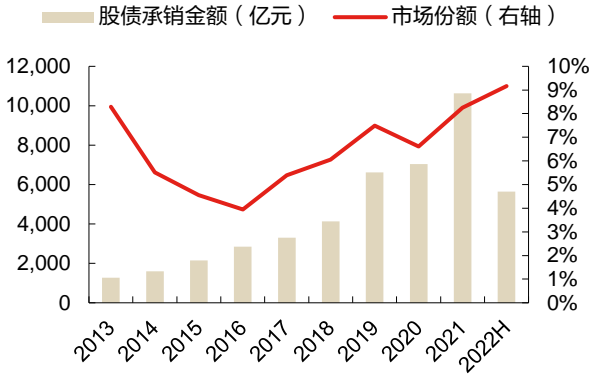
**图 5：2013-2022H 公司权益乘数（剔除代理买卖证券款）**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 6：2017-2022H 公司经纪市占率及佣金率**


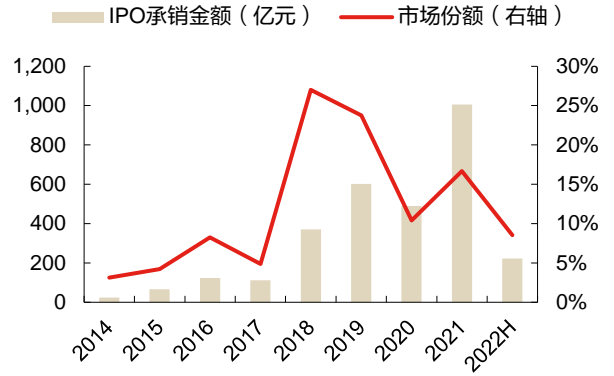
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 7：2013-2022H 公司股债承销金额及市占率



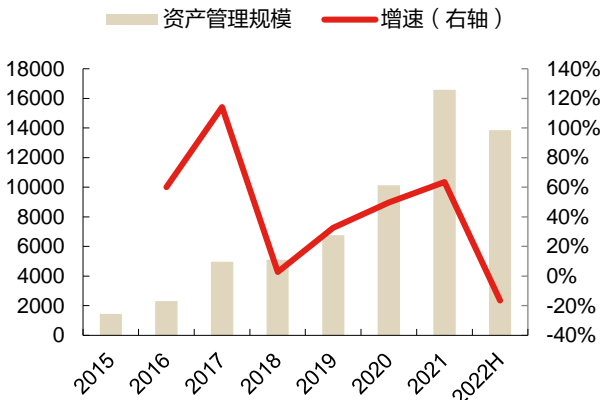
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 8：2014-2022H 公司 IPO 承销金额及市占率



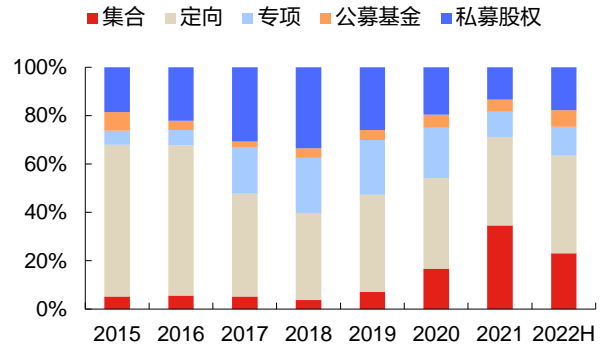
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 9：2015-2022H 公司资产管理规模（亿元）及增速



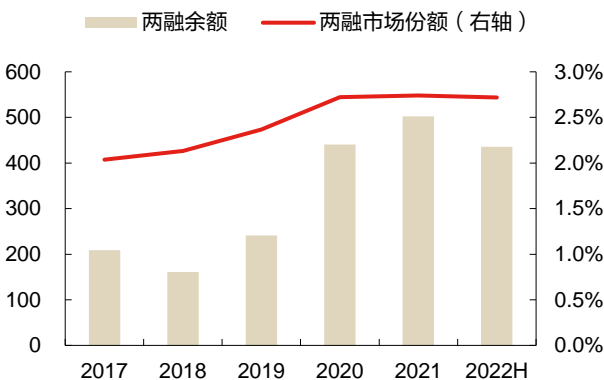
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 10：2015-2022H 公司资产管理构成



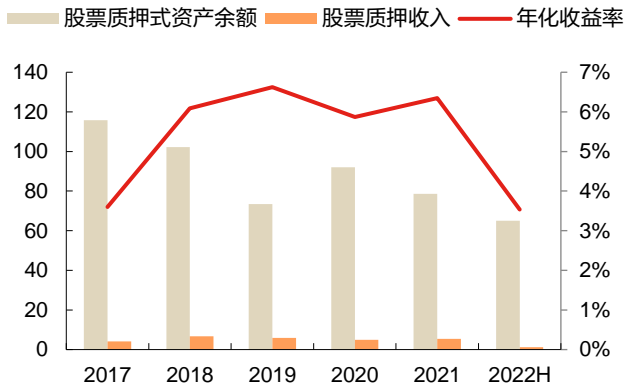
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 11：2017-2022H 公司两融余额（亿元）及市场份额



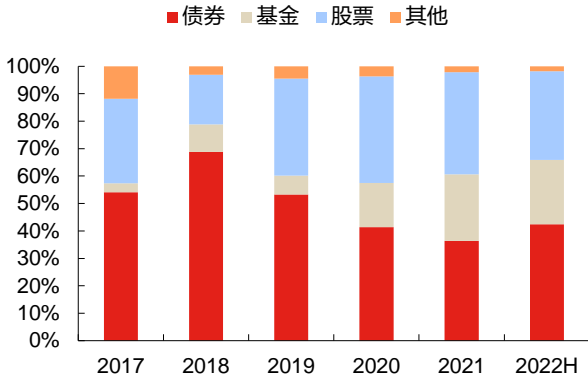
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 12：2017-2022H 表内股票质押余额及收入（亿元）



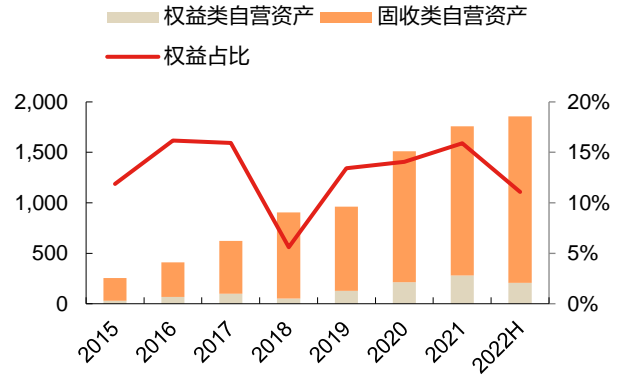
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 13：2017-2022H 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	95,817	135,106	154,979	182,563	211,007	<b>成长能力</b>					
其中：客户存款	51,666	75,342	86,909	102,955	119,670	营业收入	50.2%	27.4%	-0.2%	20.1%	22.1%
公司存款	44,151	59,764	68,070	79,608	91,336	手续费及佣金净收入	42.7%	23.5%	16.7%	17.7%	16.7%
结算备付金	12,295	22,074	25,463	30,165	35,062	其中：经纪业务	54.8%	30.8%	3.7%	17.8%	15.9%
其中：客户备付金	9,285	15,695	18,105	21,448	24,930	投行业务	40.2%	18.1%	27.5%	16.6%	15.6%
公司备付金	3,010	6,379	7,358	8,717	10,132	资产管理	37.2%	18.9%	19.1%	21.8%	21.9%
投资资产	297,129	358,748	380,645	407,868	450,235	净利息收入	-2.4%	-7.4%	-31.3%	-56.5%	-138.7%
其中：交易性资产	247,606	301,174	316,511	342,817	382,706	自营收入	89.1%	11.7%	-22.3%	19.7%	28.4%
其他债权投资	37,212	43,010	45,200	48,957	54,653	营业支出	46.4%	15.0%	5.7%	18.6%	19.9%
衍生金融资产	12,311	14,564	18,933	16,093	12,875	管理费用	39.1%	26.1%	2.6%	18.1%	20.0%
存出保证金	11,768	12,632	14,571	17,262	20,064	营业利润	57.1%	48.4%	-8.0%	22.6%	25.2%
买入返售资产	18,431	25,858	29,662	34,759	39,963	归属于母公司净利润	70.0%	49.5%	-8.0%	22.3%	25.2%
长期股权投资	1,189	1,087	994	909	831	<b>资产分布</b>					
固定资产（含在建工程）	553	870	913	959	1,007	自有存款/总资产	8.5%	9.2%	9.7%	10.1%	10.3%
<b>资产总计</b>	<b>521,620</b>	<b>649,795</b>	<b>702,720</b>	<b>785,404</b>	<b>889,071</b>	客户存款/总资产	9.9%	11.6%	12.4%	13.1%	13.5%
交易性金融负债	42,892	38,927	42,819	47,101	51,812	投资资产/总资产	57.0%	55.2%	54.2%	51.9%	50.6%
代买卖证券款	70,655	93,445	107,791	127,693	148,424	买入返售资产/总资产	3.5%	4.0%	4.2%	4.4%	4.5%
应付职工薪酬	8,587	11,169	10,813	13,148	15,781	投资资产/净资产	413.7%	423.4%	392.8%	381.8%	378.2%
<b>负债总计</b>	<b>449,805</b>	<b>565,065</b>	<b>605,812</b>	<b>678,572</b>	<b>770,020</b>	<b>收入分布</b>					
股本	4,827	4,827	4,827	4,827	4,827	手续费收入/营业收入	57.6%	55.9%	65.3%	64.0%	61.1%
资本公积	39,533	39,532	40,323	41,129	41,952	经纪业务/营业收入	19.5%	20.0%	20.8%	20.4%	19.4%
一般风险准备	17,799	25,529	27,519	29,953	33,000	投行业务/营业收入	25.2%	23.4%	29.8%	28.9%	27.4%
盈余公积	996	1,392	2,387	3,604	5,128	资管业务/营业收入	10.8%	10.1%	12.1%	12.2%	12.2%
未分配利润	4,074	5,470	10,416	16,467	24,050	自营业务/营业收入	55.6%	48.8%	38.0%	37.9%	39.8%
归属于母公司所有者权益合计	71,635	84,422	96,538	106,387	118,518	净利息收入/营业收入	-4.5%	-3.3%	-2.3%	-0.8%	0.3%
少数股东权益	180	309	370	445	533	<b>净利润驱动指标</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>71,815</b>	<b>84,731</b>	<b>96,908</b>	<b>106,832</b>	<b>119,051</b>	公司股基交易额	12918318	17075143	17965185	21282152	24737391
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>521,620</b>	<b>649,795</b>	<b>702,720</b>	<b>785,404</b>	<b>889,071</b>	公司股基交易市占率	2.93%	3.09%	3.20%	3.31%	3.42%
						净佣金率	0.036%	0.035%	0.035%	0.035%	0.035%
						IPO 市占率	20.91%	22.21%	23.21%	23.71%	24.21%
						再融资市占率	1.35%	1.92%	2.00%	2.25%	2.50%
						债券承销市占率	11.88%	13.49%	14.49%	14.99%	15.49%
						营业税金/营业收入	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
						成本收入比	63.0%	56.9%	60.3%	59.5%	58.5%
						有效税率	16.6%	16.7%	16.7%	16.7%	16.7%
						资本公积变化	11,732	(235)	285	147	(23)
						<b>获利能力</b>					
						净利率	30.5%	35.8%	33.0%	33.6%	34.5%
						ROA	1.7%	1.8%	1.5%	1.6%	1.8%
						ROE	13.52%	14.64%	12.09%	13.03%	14.59%
						<b>每股指标（元）</b>					
						每股收益	1.49	2.23	2.06	2.51	3.15
						每股净资产	13.84	15.79	17.51	19.56	22.09
						每股经纪业务交易额	2,676.12	3,537.24	3,721.61	4,408.75	5,124.52
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	27.83	18.61	20.22	16.53	13.20
						市净率	3.00	2.63	2.37	2.12	1.88

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](http://www.dfzq.com.cn)