

非银金融

2022年10月24日

财通证券 (601108)

——以资管为特色的中型券商，享受浙江区域优势

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

投资要点:

- **资管业务优势突出的中型券商，轻资本业务收入占比高，ROE持续高于行业。**2021年公司总资产、净资产分别为1104亿元、252亿元，排名行业第22、第28；营业收入、净利润分别为64.1亿元、25.7亿元，排名行业第22、第19，其中资管业务排名第6名（2016-2020年稳定在10名上下），**显著优于公司综合实力排名**；1H22公司资管业务占主营业务收入的30.5%，其中主动管理占比达99.7%，质与量均优于行业平均。同时，**公司轻资产业务收入合计占比67%，显著高于行业平均54%，带动公司ROE持续高于行业，2021年公司加权ROE10.7%，高于行业平均2.9pct。**
- **浙江省财政厅旗下券商牌照，深度受益浙江经济发展。**财通证券前身为成立于1993年的浙江财政证券公司，实控人为浙江省财政厅（直接与间接持股32.4%）。公司坚持深耕浙江，充分发挥区域优势，经纪业务方面，公司129家营业部中超8成（104家）设在浙江省内，1H22公司股基成交省内市场份额为10.6%，排名第二；投行业务方面，2020-2021年公司9单IPO承销项目中8单均为浙江省内公司，近两年省内国企IPO市占率约40%。
- **资管业务：利润重要支柱，大资管贡献利润占比超1/3。**2021年公司全资子公司财通资管净利润4.56亿元，2017-2021年CAGR达27%，高于财通证券归母净利润近4年CAGR（14%）。同时公司持有财通基金40%的股权，截至1H22，财通基金非货公募规模483亿元，2017-1H22CAGR为32%（行业复合增速30.6%），1H22财通基金实现归母净利润1.14亿元，同比高增67%；**1H22大资管业务（财通资管+财通基金）合计贡献公司利润为2.25亿元，占集团利润比重为35.5%，较2021年提升15.2pct。**
- **期货业务：贡献集团利润约15%，是期货龙头永安期货最大股东。**财通证券参股永安期货30.18%股权，为其第一大股东。2017-21年永安期货ROE均超10%，高于公司整体ROE，2021年为15.5%（公司为10.7%）；永安期货21年归母净利润13.1亿元，排名行业第一，2019年以来，贡献集团利润占比稳定在15%左右，1H22受永安国富净利润大幅下滑影响，永安期货净利润同比降57%，预计随权益市场回暖，永安期货净利润将恢复稳健增长。
- **投资业务：以固收类为主，近年杠杆提升但仍低于行业。**2021年公司投资规模480亿元，2017-2021年CAGR为20%；投资杠杆呈现逐年提升趋势，由2017年的1.3倍提升至2021年的1.9倍，2Q22降至1.5倍，显著低于行业的2.4倍。自营业务以固收类产品为主，股票占比不足10%。公司通过全资子公司财通创新开展另类投资业务，2019-2021年财通创新贡献集团利润占比超10%，1H22财通创新净利润3.2亿元，贡献占比约5成。
- **投资分析意见：首次覆盖给予“买入”评级，23E目标PB 1.55x，向上空间68%。**公司资管业务行业领先，是公司重要利润支柱，同时参股期货业龙头，享受大资管发展时代红利，并受益于浙江区域经济发展。预计2022-2024E归母净利润分别为15.4、25.5、32.5亿元，同比分别-40.1%、+65.8%、+27.5%。通过可比券商PB-ROE估值法，基于23E ROE 7.4%最终给予23E目标PB 1.55x，目标价11.89元，较当前收盘价向上空间68%。
- **风险提示：**经济下行；流动性收紧，居民资金入市进程放缓。

市场数据： 2022年10月21日

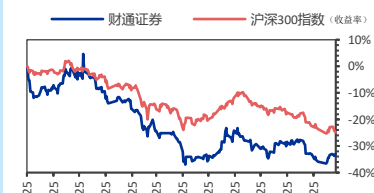
收盘价(元)	7.06
一年内最高/最低(元)	11.88/6.66
市净率	1.0
息率(分红/股价)	2.83
流通A股市值(百万元)	32785
上证指数/深证成指	3038.93/10918.97

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2022年06月30日

每股净资产(元)	6.91
资产负债率%	69.88
总股本/流通A股(百万)	4644/4644
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

许旖珊 A0230520080002
xuys@swsresearch.com

联系人

许旖珊
(8621)23297818x
xuys@swsresearch.com

财务数据及盈利预测

	2021	2022H1	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	6,408	2,226	4,401	6,592	8,069
同比增长率(%)	-1.8	-30.2	-31.3	49.8	22.4
归母净利润(百万元)	2,566	633	1,538	2,550	3,250
同比增长率(%)	12.0	-39.5	-40.1	65.8	27.5
每股收益(元/股)	0.72	0.14	0.33	0.55	0.70
净利润率(%)	40.0	28.4	34.9	38.7	40.3
ROE(%)	10.9	2.0	5.3	7.4	8.8
市盈率					

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

投资分析意见：首次覆盖给予“买入”评级，目标 PB 1.55x。公司资管业务行业领先，是公司重要利润支柱，同时参股期货业龙头，享受大资管发展时代红利，并受益于浙江区域经济发展。预计 2022-2024 年归母净利润分别为 15.4、25.5、32.5 亿元，同比分别-40.1%、+65.8%、+27.5%。通过可比券商 PB-ROE 估值法，基于 23E ROE 7.4%最终给予 23E 目标 PB 1.55x，目标价 11.89 元，较当前收盘价向上空间 68%。

关键假设点

资管业务：假设 2022-2024 年资管规模分别为 1100、1300、1450 亿元，随主动管理占比提升 2022-2024 年资管业务综合费率分别为 1.3%、1.4%、1.4%。

经纪业务：假设 2022-2024 年市场日均股基成交分别为 9400 亿元、10733 亿元、11643 亿元，公司市占率分别为 1.27%、1.26%、1.24%，佣金率保持 1.68bp。

投行业务：假设 2022-2024 年市场 IPO 融资规模分别为 6200 亿元、6400 亿元、6600 亿元，公司市占率稳定在 1%；市场债承规模分别为 11.9 万亿、13.0 万亿、14.1 万亿，公司市占率保持 0.6%不变。

重资产业务：假设 2022-2024 年年底公司投资规模分别为 505 亿元、540 亿元、565 亿元，综合投资收益率分别为 1.8%、5.0%、5.0%。假设 2022-2024E 市场日均两融余额分别为 1.49 万亿元、1.85 万亿元、2.14 万亿元，公司市占率稳定在 1.1%，融资融券利率保持约为 6.6%。

有别于大众的认识

市场认为公司为地方性券商发展空间小，我们认为资管特色可成为公司破局点。伴随注册制改革进行，市场普遍认为券商行业集中化趋势下头部券商成长性显著好于地方性券商。我们认为公司作为以资管业务为特色的区域券商（且区域经济发达）同样具有较好的发展机遇。9/26 国常会将个人养老金领取的实际税负由 7.5%降至 3%，鼓励长线增量资金入市，财富管理长期成长性确定，财通证券通过公募牌照及参股财通基金参与公募业务，将享受大资管行业发展红利。同时公司深耕浙江，享受区域经济发展优势，金融科技发展可助力公司在中型券商中以更快速度推进财富管理转型。

股价表现的催化剂

全面注册制改革推进速度加快；个人养老金等长线资金入市；流动性宽松等因素带动股基成交额大幅增长。

核心假设风险

经济下行；流动性收紧，居民资金入市进程放缓

目录

1. 资管特色精品中型券商，盈利能力优异	6
1.1 轻资产收入占比高，ROE 显著超行业平均	6
1.2 资管业务优势明显，大资管贡献利润占比超 1/3	8
1.3 参股龙头期货公司永安期货	12
2. 各业务条线整体均衡稳健发展	13
2.1 浙江省财政厅券商牌照，立足浙江辐射全国	13
2.2 经纪业务：积极进行财富管理转型，重视科技投入	15
2.3 投行业务：依托地域优势，股权业务排名逐年提升	16
2.4 投资类业务：杠杆低于行业平均，资产以固收类为主	17
3. 盈利预测与估值：首次覆盖，给予“买入”评级	18
3.1 盈利预测：未来 3 年归母净利润-40%、+66%、+27%	18
3.2 可比券商 PB-ROE 估值法给予 2023E 目标 PB 1.55 倍	20
4. 风险提示	23

图表目录

图 1：财通证券营收、净利润近四年 CAGR 超行业	6
图 2：配股完成，1H22 公司净资产达 321 亿元	6
图 3：2014-2021 年财通证券与行业 ROE 对比	7
图 4：行业大环境向好时，财通证券盈利能力更胜一筹	7
图 5：1H22 财通证券轻资本业务占主营业务收入的 66.5 %	7
图 6：1H22 财通证券资管业务占主营业务收入排名第 5	8
图 7：2016-2021 年财通证券业务结构占比	9
图 8：1H22 财通证券资管占主营业务收入远超行业	9
图 9：2016-2021 年财通证券受托资产规模	10
图 10：2016-21 年财通证券主动资产管理规模占比	10
图 11：财通证券资管业务营收呈上升趋势且占比稳定	10
图 12：财通资管贡献集团净利润占比提升	11
图 13：财通资管旗下产品业绩稳健	11
图 14：1H22 财通基金归母净利润同比增 67%	11
图 15：近年来财通基金非货公募规模排名持续提升	11
图 16：永安期货贡献利润占比约 15%	12
图 17：近五年永安期货 ROE 水平维持在 10% 以上	12
图 18：财通证券历史沿革	13
图 19：财通证券股权结构（截至 2022 年 6 月末）	14
图 20：2017-2021 年财通证券分支机构数量（单位：个）	14
图 21：2021 年浙商证券浙江的营业部占比超八成	14
图 22：十省市居民人均可支配收入（单位：元）	15
图 23：2016-1H22 财通证券经纪业务收入及占比	16
图 24：财通证券净佣金费率低于行业佣金率	16
图 25：2017-2021 年，公司信息系统投入翻 3 倍	16
图 26：2019-2021 年财通证券代销金融产品收入高增	16
图 27：财通证券投行业务收入及占比	17
图 28：财通证券投行业务以债券承销为主	17
图：年 月末投资杠杆（投资规模/净资产）为 . 倍	

图 30: 2017-2021 年财通证券自营业务收入及占比	18
图 31: 财通证券交易性金融资产多元化 (单位: 亿元)	18
图 32: 1H22 财通创新贡献集团利润比重约 5 成.....	18
图 33: 可比券商 2023E PB-ROE 回归.....	21
表 1: 2016-2021 财通证券各项指标排名	9
表 2: 2021 年期货公司按净利润排名前二十.....	13
表 3: 财通证券 2020 年至 2021 年 8 单上市项目申报中 7 单为浙江省内项目 ...	17
表 4: 财通证券重要财务指标预测.....	19
表 5: 财通证券核心盈利假设 (单位: 亿元)	20
表 6: 财通证券与可比公司 2023E ROE 与 PB.....	21
表 7: 财通证券预测合并利润表	22
表 8: 财通证券预测合并资产负债表	22

1. 资管特色精品中型券商，盈利能力优异

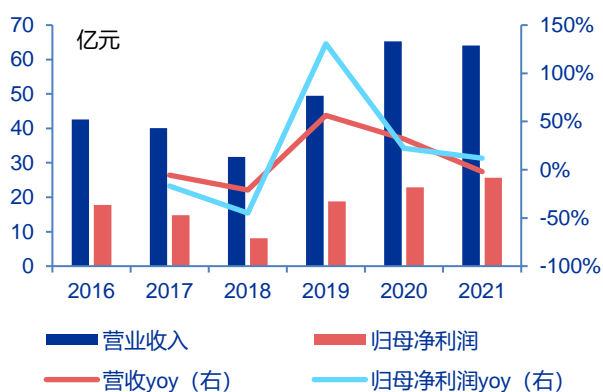
1.1 轻资产收入占比高，ROE 显著超行业平均

精品中型券商，综合实力排名行业 20 名左右。2021 年公司总资产、净资产分别为 1104 亿元、252 亿元，排名行业第 22、第 28；营业收入、净利润分别为 64.1 亿元、25.7 亿元，排名行业第 22、第 19，整体实力属中型券商之列，随着 2022 年 4 月配股落地，募资 72 亿元主要用于发展重资本业务，公司综合实力有望进一步提升。

公司营收、利润双高升，2018-2021 年 CAGR 均超行业。2021 年公司实现营业收入 64.1 亿元，同比下滑 2%，2018-2021 年复合增长达 26.5%（行业 24%）；实现归母净利润 25.7 亿元，同比增 12%，2018-2021 年复合增长达 46.7%（行业 42%）。2022 年 6 月末公司总资产 1066 亿元、净资产 321 亿元（主由 2022 年 4 月配股落地，募资 71.7 亿元），2018-1H22 总资产 CAGR 达 18.6%，资产规模稳健扩张。

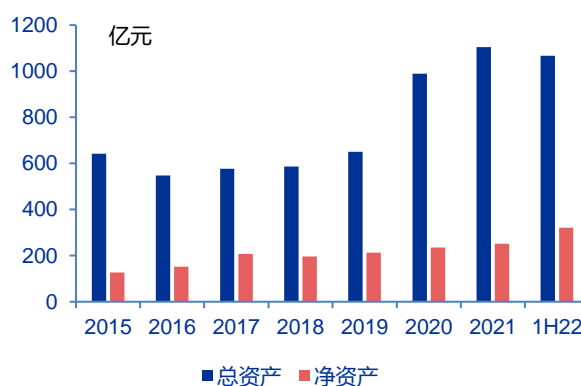
财通证券 ROE 长期高于行业平均 ROE。2019-2021 年财通证券的 ROE 维持在 10% 左右，2021 年为 10.7%（行业的平均 ROE 7.8%），财通证券的 ROE 均高于行业平均水平，且在行业 ROE 高时，高于行业的程度相较于行业 ROE 低时更显著，2014-2021 年财通证券 ROE 均高于行业，其中 2014、2015、2020 年分别高出行业 5.6pct、7.3pct、3.2pct，在行业大环境向好时，财通证券盈利能力更胜一筹。

图 1：财通证券营收、净利润近四年 CAGR 超行业

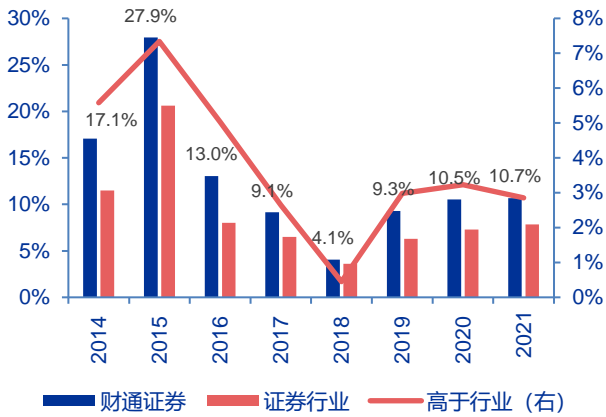


资料来源：Wind，申万宏源研究

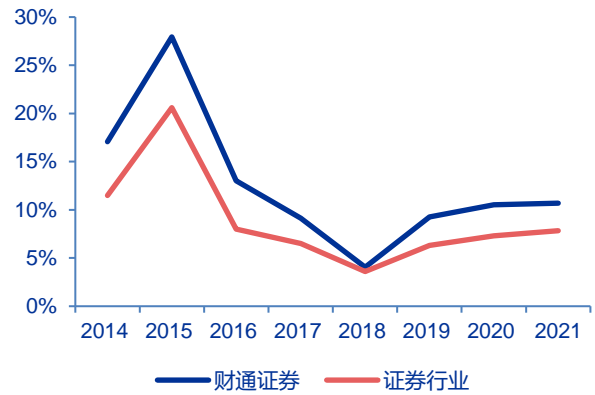
图 2：配股完成，1H22 公司净资产达 321 亿元



资料来源：Wind，申万宏源研究

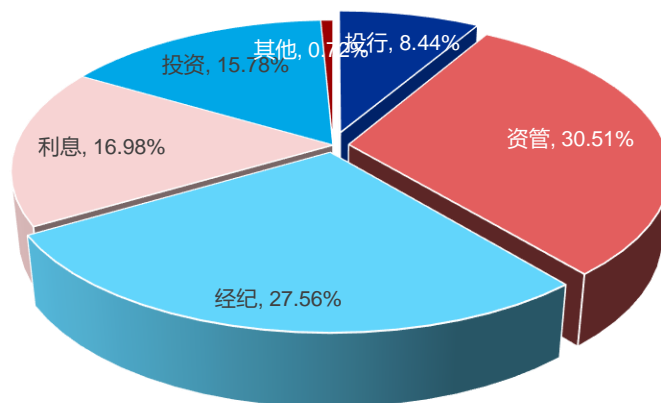
图 3：2014-2021 年财通证券与行业 ROE 对比


资料来源：Wind，申万宏源研究

图 4：行业大环境向好时，财通证券盈利能力更胜一筹


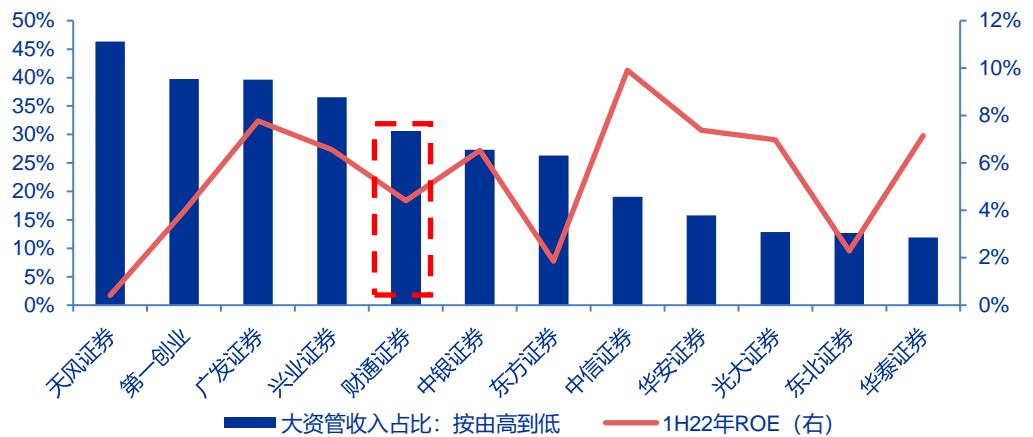
资料来源：Wind，申万宏源研究

财通证券 1H22 轻资本业务结构占比高于上市券商整体水平。 1H22 公司投行业务占主营业务收入的 8.4%、资管业务占主营业务收入的 30.5% (高于行业平均水平 11.3pct, 在上市券商中排名第 5)、经纪业务占主营业务收入的 27.6%; 轻资本业务 (投行+资管+经纪) 占主营业务收入的 66.5%, 同期行业的业务结构为投行业务占主营业务收入的 13.3%, 资管业务占主营业务收入的 11.3%、经纪业务占主营业务收入的 29.8%, 行业轻资本占主营业务收入水平 54.4%; 财通证券轻资本业务占比高出行业 12.1%。

图 5：1H22 财通证券轻资本业务占主营业务收入的 66.5 %


资料来源：Wind，申万宏源研究

图 6：1H22 财通证券资管业务占主营业务收入排名行业第 5



资料来源：Wind，申万宏源研究

1.2 资管业务优势明显，大资管贡献利润占比超 1/3

公司规模排名行业 20 名左右，资管业务优势明显。公司 2021 年总量规模排名约行业 20 名左右，资管业务排名第 6 名，2016-2020 年稳定在 10 名上下，显著优于公司整体业务排名，且整体呈排名向上趋势。

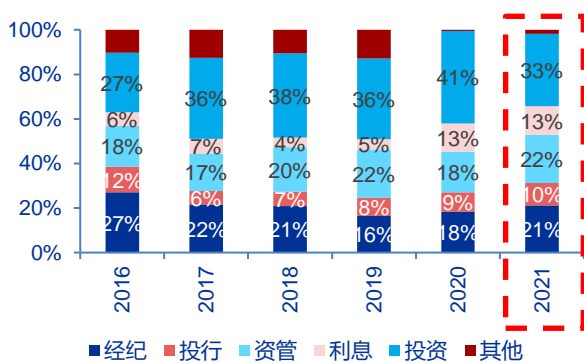
资管业务结构占比高且稳定，轻资本业务占比高于行业。2016-2021 年，财通证券资管业务收入占比占主营业务收入的稳定维持在 20% 左右，2021 年为 22%。1H22 公司资产资管业务收入比同时期上市券商整体水平（11%）高近 19%，高 ROE 的轻资本业务占比高于行业有效拉动公司 ROE 显著高于行业 ROE。

表 1：2016-2021 年财通证券各项指标排名

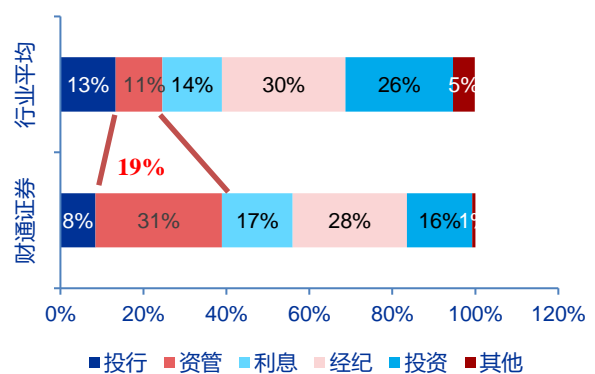
指标	2021	2020	2019	2018	2017	2016
总资产	22	20	25	26	25	27
净资产	28	27	21	23	22	28
营业收入	22	20	20	27	26	26
净利润	19	19	16	19	17	20
代理买卖证券业务收入 (含席位租赁)	28	26	26	26	26	24
代销金融产品收入	24	23	24	22	19	14
资产管理业务收入	6	9	8	13	11	11
投资银行业务收入	26	31	34	45	53	42
股票承销业务收入	25	32	43	-	57	61
债券承销业务收入	24	23	24	33	44	36
财务顾问业务收入	40	42	54	42	38	35
融资类业务收入	22	22	30	29	34	27
融资融券利息收入	22	20	29	22	22	23
约定购回利息收入	14	16	15	19	18	18
证券投资收入	31	19	23	27	17	24

资料来源：证券业协会，申万宏源研究

注：2018年公司股票承销收入排名未展示因当年协会该项指标统计数据中只披露前55名券商，财通未排名前55名

图 7：2016-2021 年财通证券业务结构占比


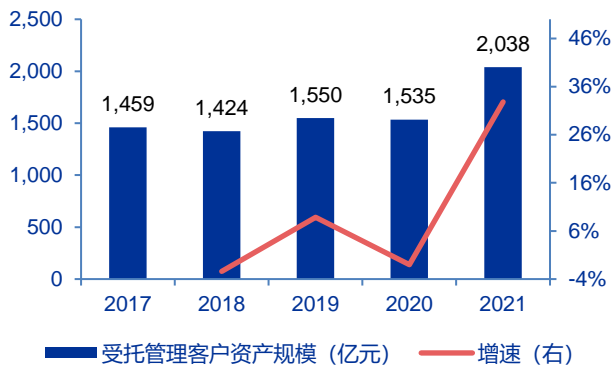
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 8：1H22 财通证券资管占主营业务收入远超行业


资料来源：Wind，申万宏源研究

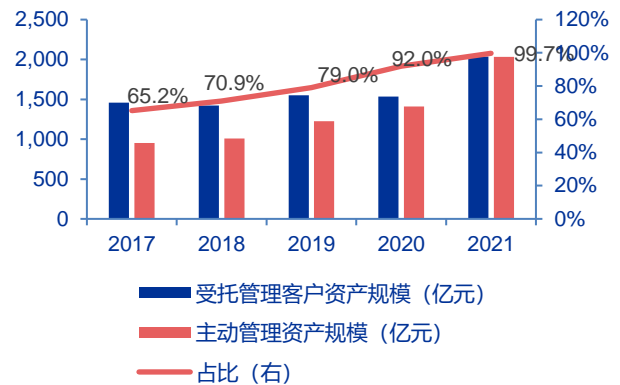
资管业务主动管理占比逐年提升，业务结构持续优化。2021 年末，财通证券资管受托总资产管理规模达 2038 亿元，同比增长 33%；其中，公募 998 亿元，同比增长 108%；非货公募 861 亿元，同比增长 174%。资管业务中主动管理规模持续增加，2017 年公司主动管理业务规模为 951 亿元，截至 2021 年底，公司主动管理规模已达 2032 亿元，占同期总资产管理规模的 99.7%，2017-2021 年主动管理规模 CAGR 达 21%（同期财通资管管理规模复合增速为 8.7%）。

图 9：2016-2021 年财通证券受托资产规模



资料来源：公司公告，申万宏源研究

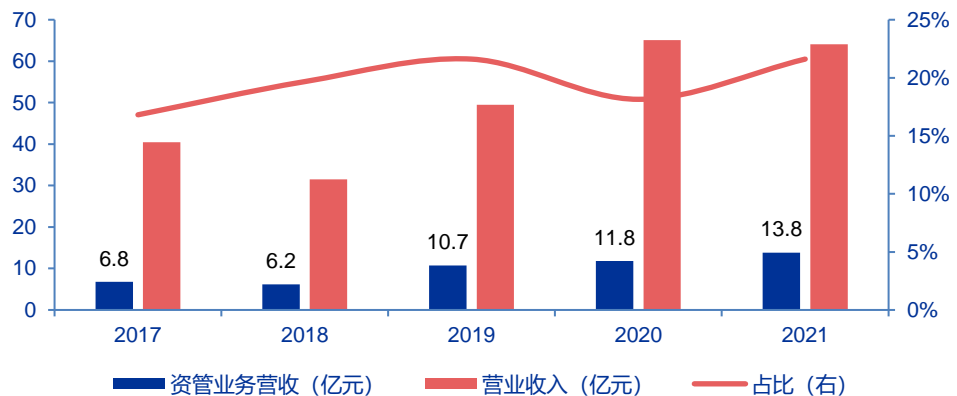
图 10：2016-21 年财通证券主动资产管理规模占比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

资管业务收入稳健增长，贡献公司收入占比提升。2017-2021 年公司资产管理业务收入由 6.8 亿元提升至 13.8 亿元 (4 年 CAGR 19.5%VS.公司营业收入 4 年 CAGR 12.2%)，资管业务占营业收入比重由 16.8%提升 4.8pct 至 21.6%。

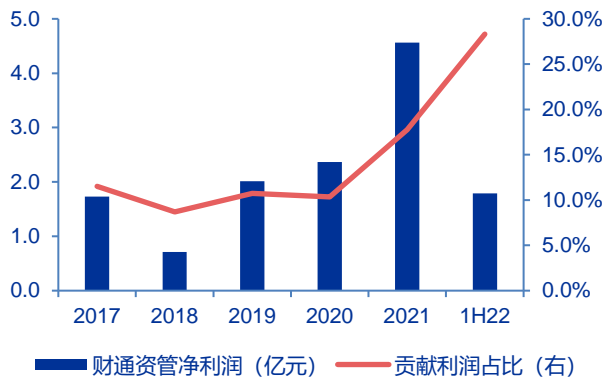
图 11：财通证券资管业务营收呈上升趋势且占比稳定



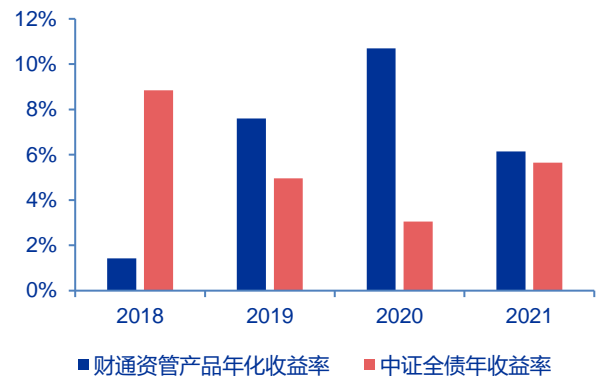
资料来源：Wind，申万宏源研究

财通资管为公司业绩重要支柱，1H22 贡献利润占比近 3 成。财通资管不断完善固收业务产品线，继续推广“固收+”系列产品；提升内功，打磨股票投资主动管理能力；积极培育 ABS 业务、指数和量化投资业务、资本市场业务等创新型业务。财通资管自成立伊始就逐步摸索奠定了“深度研究、价值投资、绝对收益、长线考核”的核心投研理念，依靠扎实的投研实力，实现业绩稳健增长。2021 年财通资管净利润 4.56 亿元，2017-2021 年 CAGR 达 27%，高于财通证券归母净利润近 4 年的 CAGR (14%)；1H22 财通资管贡献集团利润占比达 28.3%，较 2017 年提升 16.8pct。

旗下产品业绩稳健, 驱动财通资管非货公募规模快速增长。从产品结构看, 截至 1H22, 财通资管旗下公募基金中, 债基占比 73.7%, 混合型基金占比 13.6%, 货基占比 12.6%。根据 wind 统计, 2019-2021 财通资管旗下全部基金的年化收益率 (规模加权) 显著跑赢中证全债指数, 在 2018 年权益市场大幅下跌时, 财通资管仍保持正收益率 (1.43%), 稳健的业绩驱动财通资管非货公募规模由 2017 年的 11 亿元快速扩张至 1H22 达 1242 亿元。

图 12: 财通资管贡献集团净利润占比提升


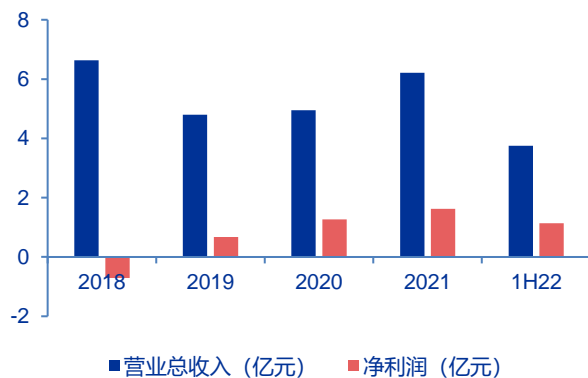
资料来源: wind, 申万宏源研究

图 13: 财通资管旗下产品业绩稳健


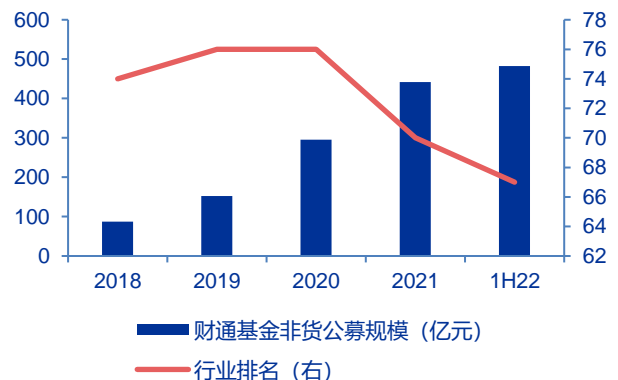
资料来源: wind, 申万宏源研究

注: 财通资管收益率采用旗下产品收益率按规模加权计算

持股财通基金 40% 股权, 深度受益公募行业发展机遇。公司持有财通基金 40% 的股权, 且为财通基金第一大股东, 截至 2022 年 6 月末, 财通基金非货公募规模 483 亿元, 排名行业第 67, 较 2020 年末提升 9 名; 2017-1H22 非货公募规模 CAGR 为 32% (行业复合增速为 30.6%); 1H22 财通基金实现归母净利润 1.14 亿元, 同比高增 67%, 大资管业务 (财通资管+财通基金) 合计贡献集团利润为 2.25 亿元, 占集团利润比重为 35.5%, 较 2021 年提升 15.2pct。

图 14: 1H22 财通基金归母净利润同比增 67%


资料来源: wind, 申万宏源研究

图 15: 近年来财通基金非货公募规模排名持续提升


资料来源: wind, 申万宏源研究

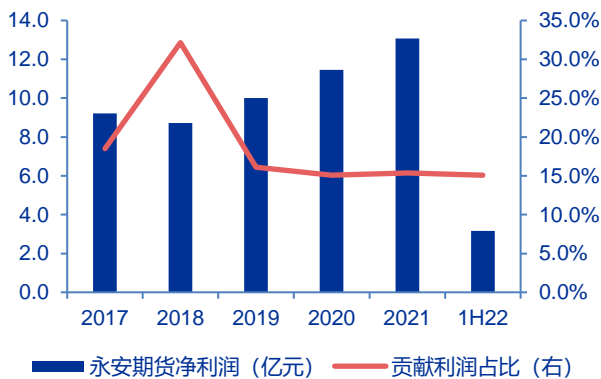
1.3 参股龙头期货公司永安期货

财通证券参股龙头期货公司永安期货，其资本金实力远超同业。公司参股永安期货 30.18% 股权，为最大股东，永安期货提供的期货经纪服务覆盖国内所有的大宗商品期货及金融期货。永安期货资本实力远超同业，与同业相比，1H22 公司总资产达 717.3 亿元，远高于南华期货（338.2 亿）、瑞达期货（171.2 亿）；净资产达 115.5 亿元，同样远超南华期货（31.2 亿）、瑞达期货（24.1 亿）。

2019-2021 年永安期货利润稳健增长，贡献集团利润占比约 15%。2021 年永安期货实现净利润 13.1 亿元（位居行业第一，且领先第二名 3 亿元），同比增长 14.1%，近 3 年（2018-2021 年）CAGR 14.4%。1H22 永安期货净利润 3.16 亿元，同比下降 57%，主因参股公司永安国富（永安期货持股 31.35%）上半年受权益市场下行影响，净利润同比下滑 87%（同比减少 6.6 亿元），预计后续随市场回暖，永安期货将恢复稳健增长。2019 年以来，永安期货贡献集团利润稳定在 15% 左右。

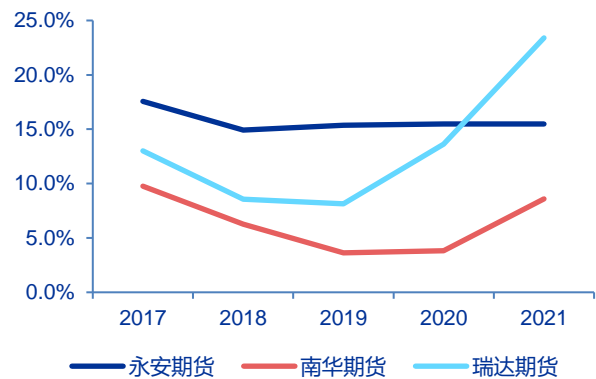
近五年永安期货 ROE 水平平均维持在 10% 以上。2017-2021 年永安期货 ROE 均超 10%，盈利稳定性优于其他可比上市公司；且永安期货近五年 ROE 均高于财通证券整体 ROE，2021 年为 15.5%（财通证券为 10.7%），有望带动公司整体 ROE 进一步上行。

图 16：永安期货贡献利润占比约 15%



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 17：近五年永安期货 ROE 水平维持在 10% 以上



资料来源：Wind，申万宏源研究

表 2：2021 年期货公司按净利润排名前二十，其中永安期货排第一

排名	期货公司	净利润 (亿元)	净利润同比增速	第一大股东	排名	期货公司	净利润 (亿元)	净利润同比增速	第一大股东
1	永安期货	13.07	14%	财通证券	11	申银万国期货	3.82	63%	申万宏源证券
2	中信期货	9.92	53%	中信证券	12	招商期货	3.74	75%	招商证券
3	银河期货	7.66	112%	中国银河证券	13	华泰期货	3.68	67%	华泰证券
4	国泰君安期货	7.43	101%	国泰君安证券	14	光大期货	3.40	109%	光大证券
5	东证期货	5.92	209%	东方证券	15	浙商期货	3.00	51%	浙商证券
6	中信建投期货	5.59	122%	中信建投证券	16	中粮期货	2.81	35%	中粮资本
7	瑞达期货	5.04	103%	佳诺实业	17	方正中期期货	2.72	82%	方正证券
8	国投安信期货	4.31	54%	安信证券	18	兴证期货	2.47	104%	兴业证券
9	海通期货	4.03	55%	海通证券	19	南华期货	2.44	159%	横店集团
10	广发期货	4.02	65%	广发证券	20	鲁证期货	2.04	260%	齐鲁证券

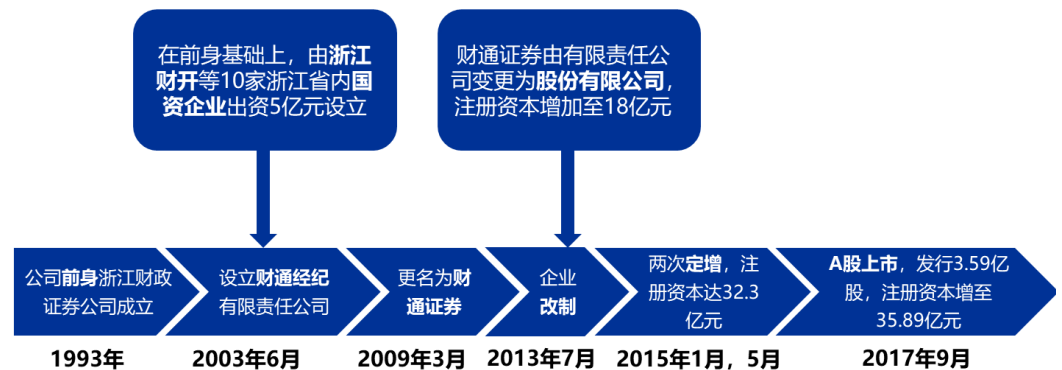
资料来源：中期协，申万宏源研究

2. 各业务条线整体均衡稳健发展

2.1 浙江省财政厅券商牌照，立足浙江辐射全国

财通证券前身为浙江财政证券公司，2017 年 A 股上市。浙江财政证券公司于 1993 年成立。2003 年 6 月，在浙江财政证券公司基础上，由浙江省财务开发公司与 9 家浙江省内国资企业共同出资 5 亿元设立财通经纪有限责任公司，2009 年 3 月，财通经纪更名为财通证券。2013 年 7 月，财通证券由有限责任公司改制成为股份有限公司，注册资本增加至 18 亿元。2015 年 1 月和 5 月，公司通过两次定向增发，注册资本达到 32.3 亿元。2017 年 9 月，财通证券发行 3.59 亿股 A 股，成功实现 A 股挂牌上市，注册资本为 35.89 亿元。2021 年，财通证券子公司永安期货于 2021 年 12 月在上交所主板上市。

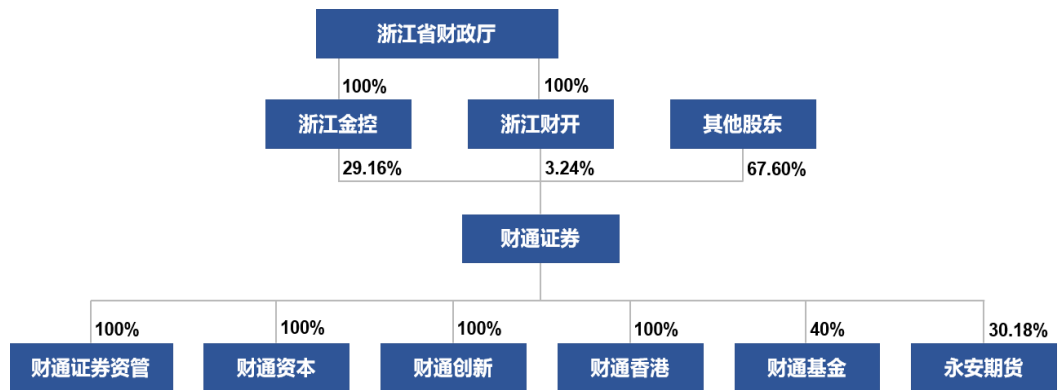
图 18：财通证券历史沿革



资料来源：招股说明书，公司财报，申万宏源研究

浙江财政厅旗下唯一券商牌照。截至 2022 年 6 月末，公司持股 5%以上股东仅 1 家，为浙江金融控股有限公司，持股比例 29.16%。浙江金控是浙江省政府的金融投资管理平台，浙江省财务开发公司为财通证券第二大股东，持股 3.24%，同时持有浙江金控的 100% 股权。浙江财开由浙江省政府成立并委托浙江省财政厅管理，因此财通证券的实际控制人为浙江省财政厅。

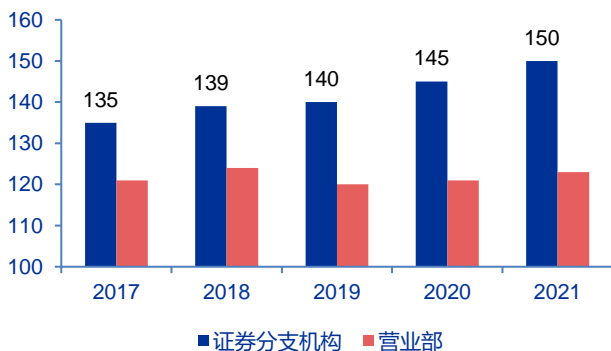
图 19：财通证券股权结构（截至 2022 年 6 月末）



资料来源：公司财报，申万宏源研究

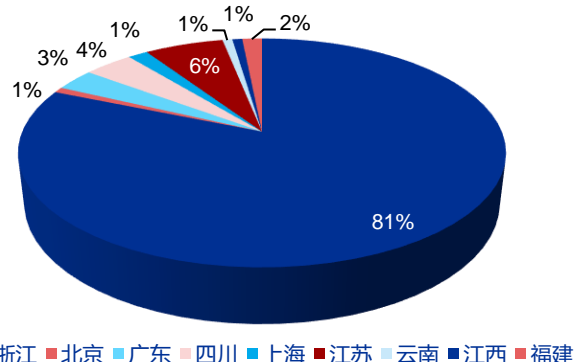
公司立足于浙江省，财富管理与投行机会强于其他区域省属券商。浙江作为全国经济强省，地处我国繁荣的长三角地区，各项经济指标处于全国领先水平。省内民营经济发达，优质企业资源众多，民间资本活跃，投资需求旺盛，聚集了大量高净值客户，为公司业务发展提供了良好的客户资源和广阔的拓展空间。作为总部设立在浙江省的上市券商，截至 2021 年底，财通证券共设证券营业部 129 家，其中 104 家设立在浙江省内，省外 25 家。1H22，公司股基成交额在省内市占率为 10.6%，排名行业第二。

图 20：2017-2021 年财通证券分支机构数量（单位：个）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

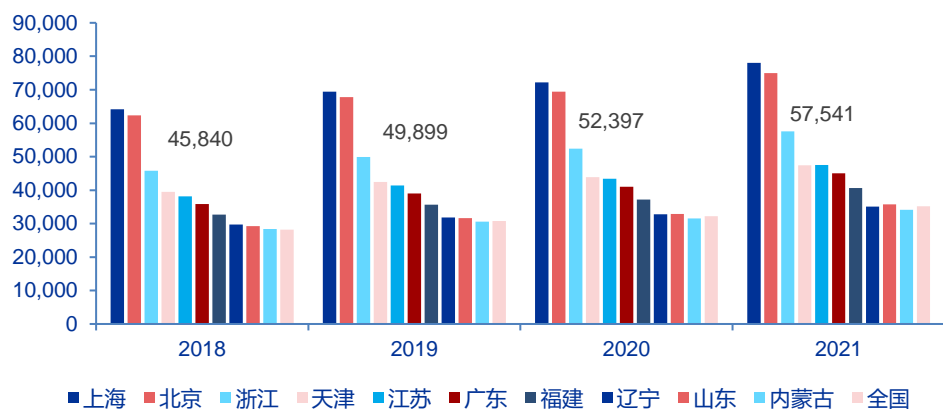
图 21：2021 年财通证券在浙江的营业部占比超八成



资料来源：公司公告，申万宏源研究

深耕浙江，享受当地区位优势。浙江省 2021 年 GDP 突破 7 万亿元，2018-2021 年 GDP 均位列全国第 4 位；2018-2021 年浙江省人均可支配收入分别为 45840 元、49899 元、52397 元、57541 元，均位列全国第 3，仅次于上海与北京，较高的经济水平及居民财富水平为公司发展提供潜在动力。浙江省民营经济发达，优质企业资源众多，民间资本活跃，投资需求旺盛，聚集了大量的高净值客户，为公司提供优质的客户资源与广阔的发展空间。

图 22：十省市居民人均可支配收入（单位：元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

2.2 经纪业务：积极进行财富管理转型，重视科技投入

经纪业务收入占比提升，为公司第二大收入来源。1H22 公司经纪收入 6.0 亿元，占证券主营收入的 27.6%，较 2017 年提升 6pct，为公司第二大收入来源。同时公司大力加强“数智财富”建设，注重科技投入，2021 年信息系统投入 4.82 亿元，较 2017 年翻超 3 倍；客户群拓展提速，2021 年公司 APP 注册用户数同比增长 19%，其中线上引流客户数同比增长 300%；经纪业务客户数 248 万户，同比增长 14.3%；客户资产日均规模 6086 亿元，同比增长 40.2%。

公司净佣金费率低于行业，股基市占率近 2 年略有下降。2021 年，公司净佣金率为万分之 1.7，较行业平均佣金率低 0.8bps，2018-2020 年，公司代理买卖证券业务收入（含席位租赁）行业排名均稳定在第 26 名，2021 年为 28 名，排名略有下滑。2021 年公司股基交易总额 6.7 万亿元（2019-2021 年 CAGR 达 32%），市占率方面，2016-2018 年股基交易市占率均为 1.24%，保持平稳，2019 年跃升至 1.42%，之后略有下滑，2021 年为 1.27%。

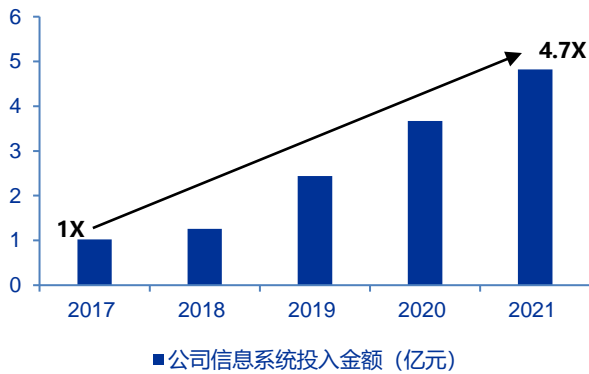
公司积极推进财富管理转型，经纪业务收入结构优化。财通证券在保持传统经纪业务竞争优势的同时，加速财富管理转型，2021 年公司实现代销收入 2.31 亿元，同比增 80%（行业 51%）；2021 年公司代销收入占经纪净收入比重为 17%，排名行业第 10，同比提升 .pct，经纪业务收入结构持续优化。

图 23: 2016-1H22 财通证券经纪业务收入及占比

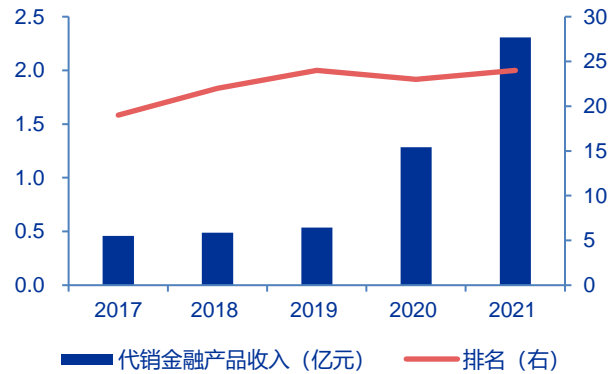

资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 24: 财通证券净佣金费率低于行业佣金率


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 25: 2017-2021 年，公司信息系统投入翻 3 倍


资料来源：中国证券业协会，申万宏源研究

图 26: 2019-2021 年财通证券代销金融产品收入高增


资料来源：中国证券业协会，申万宏源研究

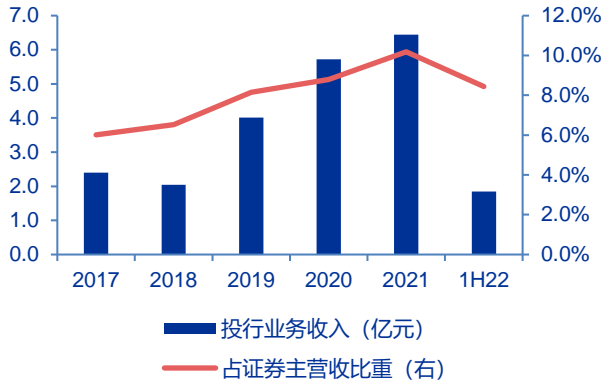
2.3 投行业务：依托地域优势，股权业务排名逐年提升

投行业务收入增速明显，排名逐年改善。2021 年公司实现投行收入 6.4 亿元，同比增 13%，占证券主营收的 10%，1H22 受 IPO 发行节奏影响，投行收入下滑 4 成。2016 年-2021 年，公司投资银行业务收入行业排名呈提升趋势，2021 年排名行业第 26，较 2016 年提升 16 名。

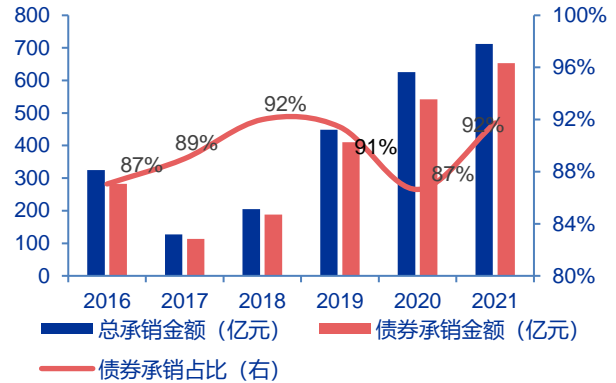
投行业务深度受益浙江省内资源倾斜。2017 年 9 月，浙江“凤凰行动”计划正式开启，2017-2021 年浙江省内 IPO 家数达 273 家，仅次于广东省 302 家，公司作为“凤凰行动”主力军，积极服务中小客户。2020-2021 年，公司共完成 9 单股权项目申报，其中 8 单为浙江省内项目；公司 IPO 项目以传统行业为主，9 家 IPO 项目中 7 家为主板及中小板企业。

债券承销市占率高于股权承销，近 2 年股权业务明显发力。2016 年-2021 年，债券承销金额占股基总承销金额比重约 9 成。2021 年公司 IPO 市占率 1.1%，同比提升 0.4pct，股权业务明显发力。公司 IPO 项目储备丰富，截至 年 月末，公司 A 股在审项目

家数达 20 家, 创历史新高, 全国排名 19 位, 浙江省内排名第三; IPO 辅导备案家数 25 家, 浙江省内排名第一。

图 27: 财通证券投行业务收入及占比


资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 28: 财通证券投行业务以债券承销为主


资料来源: Wind, 申万宏源研究

表 3: 财通证券 2020 年至 2021 年 9 单上市项目申报中 8 单为浙江省内项目

代码	名称	上市板块	上市日期	发行规模 (亿元)	承销及保荐收入 (万元)	承销保荐费率	所在地	证监会行业
003017.SZ	大洋生物	中小板	2020-10-26	4.33	2,736	6.32%	浙江杭州	化学原料和化学制品制造业
601609.SH	金田铜业	主板	2020-04-22	15.85	6,291	3.97%	浙江宁波	有色金属冶炼和压延加工业
605255.SH	天普股份	主板	2020-08-25	4.24	3,686	8.69%	浙江宁波	橡胶和塑料制品业
300911.SZ	亿田智能	创业板	2020-12-03	6.49	3,063	4.72%	浙江绍兴	电气机械和器材制造业
605337.SH	李子园	主板	2021-02-08	7.76	5,660	7.30%	浙江金华	酒、饮料和精制茶制造业
600032.SH	浙江新能	主板	2021-05-25	7.30	2,528	3.46%	浙江杭州	电力、热力生产和供应业
601921.SH	浙版传媒	主板	2021-07-23	22.84	5,750	2.52%	浙江杭州	新闻和出版业
301138.SZ	华研精机	创业板	2021-12-15	7.85	8,204	10.45%	广东广州	专用设备制造业
600927.SH	永安期货	主板	2021-12-23	13.08	4,340	3.32%	浙江杭州	资本市场服务

资料来源: Wind, 申万宏源研究

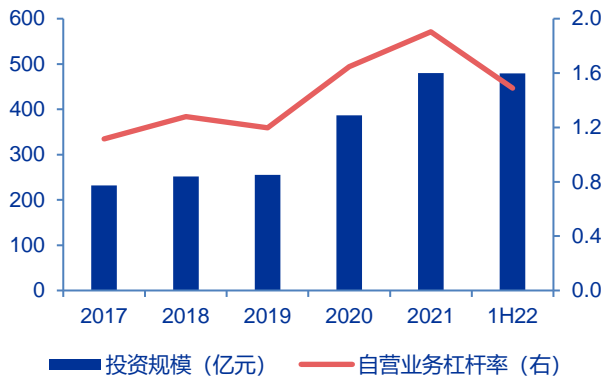
2.4 投资类业务: 杠杆低于行业平均, 资产以固收类为主

投资类业务规模扩张, 但杠杆率显著低于行业。 2021 年公司投资规模 480 亿元, 2017-2021 年 CAGR 高达 20%; 同时投资业务杠杆呈现逐年提升趋势, 由 2017 年的 1.3 倍提升至 2021 年的 1.9 倍, 2022 年 6 月末下降至 1.5 倍, 显著低于行业 2.4 倍。2017-2021 年, 财通证券投资类业务贡献证券主营收比重均超过 40%, 1H22 受市场波动影响, 贡献收入下降至 33%。公司通过全资子公司财通创新开展另类投资业务, 2019-2021 年财通创新贡献集团利润占比均超 10%, 1H22 财通创新实现净利润 3.2 亿元, 贡献占比约 5 成。

投资业务以固定收益类为主, 投资资产较为多元化。 公司自营业务以固定收益类产品为主 (2021 年公司自营规模约 334 亿元, 固定收益类占比约 97%), 在固定收益投资方面, 公司推出了如“收益互换+网下打新”、“收益互换+存量盘活”等创新业务产品。

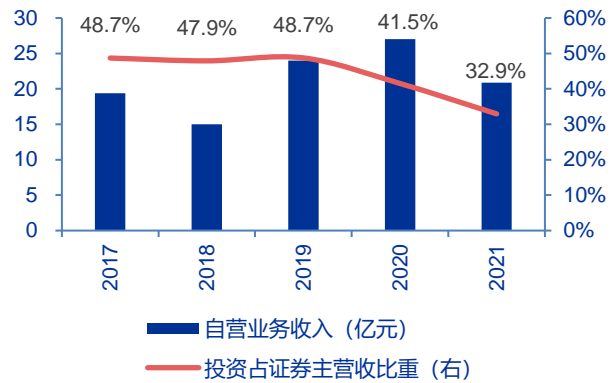
年-2018年，公司交易性金融资产中，债券产品占比分别为 98.9%、88.2%及 94.2%，同期股票占比分别为 0.9%、9.3%及 1.2%。2019年-2021年，公司交易性金融资产中债券占比下降至 45%，股票占比不足 10%，呈现出多元化的趋势。

图 29: 2022 年 6 月末投资杠杆 (投资规模/净资产) 为 1.5 倍



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 30: 2017-2021 年财通证券自营业务收入及占比



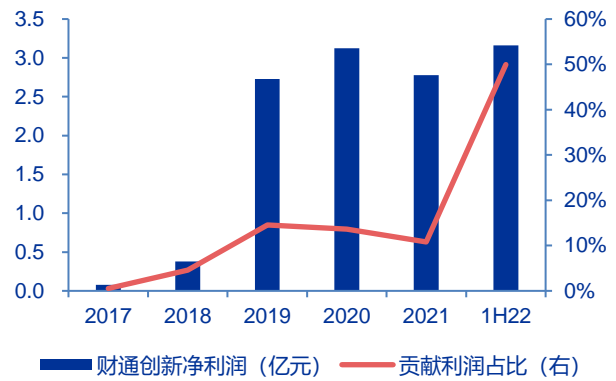
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 31: 财通证券交易性金融资产多元化 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 32: 1H22 财通创新贡献集团利润比重约 5 成



资料来源: Wind, 申万宏源研究

3. 盈利预测与估值: 首次覆盖, 给予“买入”评级

3.1 盈利预测: 未来 3 年归母净利润-40%、+66%、+27%

公司深耕浙江, 区位优势可为公司经纪、财富管理业务提供发展机遇; 同时公司资管业务行业领先, 成为公司利润重要支柱。最终我们预计公司 2022-2024E 年营业收入 44.0 亿元、65.9 亿元、80.7 亿元, 同比分别-31.3%、+49.8%、+22.4%; 预计 2022-2024E 年归母净利润 15.4 亿元、25.5 亿元、32.5 亿元, 同比分别-40.1%、+65.8%、+27.5%,

EPS 分别为 0.33 元、0.55 元、0.70 元，年末 BPS 分别为 7.16 元、7.67 元、8.32 元，ROE 分别为 5.3%、7.4%、8.7%。

资管业务：假设 2022-2024 年资管规模分别为 1100、1300、1450 亿元，随主动管理占比提升 2022-2024 年资管业务综合费率分别为 1.3%、1.4%、1.4%。

经纪业务：假设 2022-2024 年市场日均股基成交分别为 9400 亿元、10733 亿元、11643 亿元，公司市占率分别为 1.27%、1.26%、1.24%，佣金率保持 1.68bp。

投行业务：假设 2022-2024 年市场 IPO 融资规模分别为 6200 亿元、6400 亿元、6600 亿元，公司市占率稳定在 1%；市场债承规模分别为 11.9 万亿、13.0 万亿、14.1 万亿，公司市占率保持 0.6%不变。

重资产业务：假设 2022-2024 年年底公司投资规模分别为 505 亿元、540 亿元、565 亿元，综合投资收益率分别为 1.8%、5.0%、5.0%。假设 2022-2024E 市场日均两融余额分别为 1.49 万亿元、1.85 万亿元、2.14 万亿元，公司市占率稳定在 1.1%，融资融券利率保持约为 6.6%。

表 4：财通证券重要财务指标预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)						
每股收益	0.52	0.64	0.72	0.33	0.55	0.70
每股净资产	5.81	6.26	6.89	7.16	7.67	8.32
关键运营指标 (%)						
ROE	9.36%	10.59%	10.88%	5.31%	7.41%	8.75%
净利润率	37.8%	35.1%	40.0%	34.9%	38.7%	40.3%
收入同比增长率	56.3%	31.8%	-1.8%	-31.3%	49.8%	22.4%
净利润同比增长率	128.6%	22.4%	12.0%	-40.1%	65.8%	27.5%
资产负债率	67.2%	75.7%	77.2%	68.5%	69.2%	68.5%
估值指标 (倍)						
P/E	13.5	11.1	9.9	21.3	12.9	10.1
P/B	1.22	1.13	1.03	0.99	0.92	0.85

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：估值指标根据 2022/10/21 收盘价计算

表 5：财通证券核心盈利假设（单位：亿元）

经纪业务	2020	2021	2022E	2023E	2024E	22E 增速	23E 增速	24E 增速
经纪业务净收入	11.9	13.6	11.7	12.8	13.8	-13.9%	9.3%	7.4%
代理买卖证券业务净收入	10.7	11.3	9.7	11.0	11.8	-14.0%	13.3%	6.8%
市场日均股基交易额	9,071	10,918	9,400	10,733	11,643	-13.9%	14.2%	8.5%
股基交易市场份额	1.37%	1.27%	1.27%	1.26%	1.24%			
佣金率	0.0176%	0.0168%	0.0168%	0.0168%	0.0168%			
投行业务	2020	2021	2022E	2023E	2024E	22E 增速	23E 增速	24E 增速
投行业务净收入	5.7	6.4	7.8	8.5	9.2	22%	8%	8%
IPO 融资市场规模	4,726	6,030	6,200	6,400	6,600	3%	3%	3%
IPO 融资市场份额	0.7%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%			
IPO 承销佣金率	6.0%	6.0%	5.0%	5.0%	5.0%			
债券承销市场规模	101,380	112,202	119,451	129,815	140,993	6%	9%	9%
债券承销市场份额	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%			
债券承销佣金率	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%			
资产管理业务	2020	2021	2022E	2023E	2024E	22E 增速	23E 增速	24E 增速
受托客户资产管理业务净收入	12.4	13.8	14.3	16.4	19.0	3.3%	14.3%	16.1%
受托客户资产管理规模	1,055	1,040	1,100	1,300	1,450			
受托客户资产管理费率	1.14%	1.3%	1.3%	1.4%	1.4%			
基金管理净收入	0.0	3.7	3.91	4.50	5.10			
自营业务	2020	2021	2022E	2023E	2024E	22E 增速	23E 增速	24E 增速
投资净收益及公允价值变动	27.0	20.9	3.6	20.6	21.6	-83%	470%	4.8%
自营业务规模	387	480	505	540	565	5.3%	6.9%	4.6%
投资收益率	7.5%	4.4%	1.8%	5.0%	5.0%			
信用业务	2020	2021	2022E	2023E	2024E	22E 增速	23E 增速	24E 增速
融资融券利息收入	11.3	13.2	12.0	12.1	14.5	-9.3%	1.3%	19.5%
融资融券业务规模	16,190	18,322	14,879	18,535	21,396	-18.8%	24.6%	15.4%
两融市占率	1.31%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%			
融资融券利差	7.1%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%			
买入返售利息收入	1.93	1.42	1.34	1.51	1.49	-5.4%	12.9%	-1.6%
平均利差	5.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%			

资料来源：Wind，申万宏源研究

3.2 可比券商 PB-ROE 估值法给予 2023E 目标 PB 1.55 倍

公司作为中型上市券商，2Q22 归母净资产规模为 321 亿元，我们选取归母净资产规模在 150-350 亿元的上市券商作为可比公司，最终选取了华西证券、浙商证券、长城证券、国金证券、国元证券 5 家券商作为可比券商。

我们将可比券商 2023E ROE 作为自变量、将可比券商 2023E PB 估值作为因变量进行回归，得到回归模型：

$$2023E\ PB \sim 2023E\ ROE \times 0.22 - 0.08$$

我们将财通证券 E ROE .%代入回归模型，给予财通证券 E 目标 PB

1.55 倍，对应目标价为 11.89 元/股，较当前（2022/10/21）收盘价 7.06 元/股上涨空间为 68.4%。

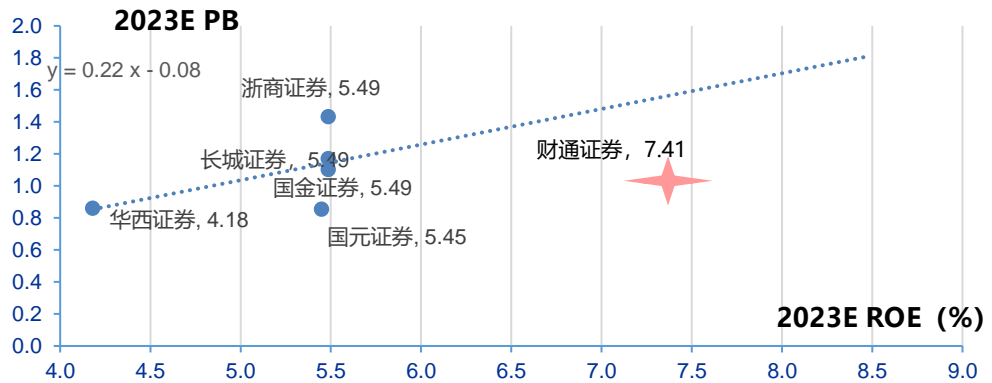
表 6：财通证券与可比公司 2023E ROE 与 PB

代码	上市券商	预测来源	2Q22 归母净资产 (亿元)	2023E ROE (%)	2023E PB	2023E 归母净利润 (亿元)	PB(LF)	2023E bps
601108.SH	财通证券	申万模型预测	321	7.41	0.92	25.50	1.04	7.67
可比券商平均				5.15	1.06		1.09	
600109.SH	国金证券	申万模型预测	305	5.49	1.10	15.61	0.97	7.21
002926.SZ	华西证券	申万模型预测	223	4.18	0.86	9.75	0.91	9.01
601878.SH	浙商证券	申万模型预测	259	5.49	1.43	15.61	1.59	7.21
000728.SZ	国元证券	申万模型预测	322	5.45	0.85	18.13	0.90	7.76
002939.SZ	长城证券	申万模型预测	195	5.49	1.17	15.61	1.26	7.21

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：2023E PB 为 2022/10/21 收盘对应估值

图 33：可比券商 2023E PB-ROE 回归



资料来源：Wind，申万宏源研究

表 7：财通证券预测合并利润表

人民币：百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	4,952	6,528	6,408	4,401	6,592	8,069
手续费及佣金净收入	2,296	2,984	3,426	3,442	3,880	4,363
利息净收入	228	825	819	577	629	1,523
投资净收益及公允价值变动	2,400	2,701	2,085	362	2,063	2,163
其他业务收入	28	17	78	20	20	20
营业支出	2,719	3,729	3,359	2,534	3,506	4,143
营业税金及附加	21	32	40	28	42	51
管理费用	2,618	3,232	3,348	2,156	3,164	3,792
资产减值损失	78	463	-31	350	300	300
其他业务成本	2	2	2	0	0	0
营业利润	2,233	2,799	3,048	1,867	3,086	3,926
营业外收支	-12	-31	-19	-14	-14	-10
利润总额	2,221	2,769	3,029	1,853	3,072	3,916
所得税	346	477	466	315	522	666
净利润	1,875	2,292	2,563	1,538	2,550	3,250
少数股东损益	3	0	-3	0	0	0
归属母公司净利润	1,872	2,292	2,566	1,538	2,550	3,250

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 8：财通证券预测合并资产负债表

人民币：百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	16,131	24,756	28,471	25,005	27,817	29,149
交易性及衍生金融资产	19,618	25,002	32,440	35,000	38,000	40,000
可供出售金融资产	5,935	13,649	15,534	15,500	16,000	16,500
存出保证金	306	533	290	580	657	702
长期股权投资	5,724	6,701	7,863	7,863	7,863	7,863
其他资产	17,278	26,018	25,826	23,078	27,000	30,146
资产合计	64,992	96,659	110,425	107,027	117,338	124,360
代理买卖证券款	13,525	17,631	19,552	17,405	19,717	21,049
卖出回购及拆入资金	7,859	15,643	21,527	19,250	20,900	22,000
短期融资券、应付债券及长短期借款	19,679	34,447	38,126	35,000	38,000	38,000
经营性负债及其他	2,581	5,482	6,002	1,645	2,583	4,153
负债合计	43,644	73,202	85,207	73,300	81,199	85,202
股本	3,589	3,589	3,589	4,644	4,644	4,644
其他所有者权益	17,750	19,859	21,616	29,071	31,482	34,503
归属母公司所有者权益	21,339	23,448	25,205	33,715	36,126	39,146
少数股东权益	9	9	12	12	12	12
负债及所有者权益合计	64,992	96,659	110,425	107,027	117,338	124,360

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：2022 年股本增加是配股完成增厚股本 10.55 亿

4. 风险提示

1) 经济下行: 全球经济增速预期下修, 海外主流经济体可能面临滞胀甚至衰退的风险; 随着海外需求的逐步回落, 我国出口增速将边际放缓。叠加海外仍处于货币政策收紧周期, 市场风险偏好降低, 海外股市表现低迷, 中国股市波动也会加大。

2) 流动性收紧, 居民资金入市进程放缓: 流动性若快速收缩, 国内投资者市场风险偏好将下降, 从而影响交投活跃度, 并影响行业经纪收入增速; 同时, 新发基金和基金规模增长乏力, 并影响资管业务收入增长和代销金融产品收入增速。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swyhsc.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swyhsc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swyhsc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。