

## 自营投行驱动增长,“投研顾”结合焕新生

■事件:据公司年报,2019年公司实现营业收入246亿元(YoY+61%,可比公司:招商+65%/银河+72%),归母净利润57亿元(YoY+38%,招商+65%/银河+81%),加权平均ROE为7.4%(YoY+1.2pcts,招商ROE9.5%/银河ROE7.6%)。我们认为公司投资亮点有:(1)获首批基金投顾试点资格,公司经纪业务基础较好。2019年公司经纪业务收入市占率达4.3%,营业部数量、投顾人数和研究所实力均处于行业前列,具备良好的新业务模式发展基础。(2)“投资+投行”快速发展。2019年公司在投行、固收自营、衍生品业务等方面取得了明显的业绩增长,本基金有望凭借资金、研究、投行和机制方面优势实现加速发展。

■资本补充助推投资与做市业务快速发展,信用交易业务清风险。公司募资210亿后资本实力大幅提升助推公司投资与做市业务的快速发展,自营收益大幅增长成为业绩改善的主要原因。(1)“FICC发力+自营投资能力”带动自营投资收益大幅提升。2019年公司自营收益53亿元(YoY+46%,招商/银河),投资规模大幅上升,母公司自营权益类证券及其衍生品/净资本由年初的20.3%升至29.7%,非权益比例由年初的172%升至277%。从投资能力看,据年报数据,2019年公司固定收益投资收益率超越开放式纯债型基金均值11pcts,截至2019年末已连续42个月实现盈利;在新业务方面,2019年公司场外衍生品业务市占率12.3%,累计规模行业排名前五,取得显著进步。(2)多元本金投资格局,打造“投资+投行”特色。公司本金投资业务充分发挥“投资控股集团+证券子公司”双层架构优势,加强“投资+投行”深度协同联动。子公司宏源汇智积极推进房地产金融项目、消费信贷项目、应收账款项目、城市更新项目等业务;申万创新投重点推动私募股权、私募证券投资基金投资以及科创板跟投业务;申万直投着力加强与大型集团、上市公司、地方政府等业务合作,已有2家被投企业实现上市。我们认为未来投资与投行的联动是综合类券商的发展趋势之一,公司在这方面具有资金优势和较强的业务协同能力。(3)信用交易业务清风险。2019年公司利息净收入为32.2亿元(YoY-4%,招商+2.7%/银河+1.4%)截至2019年末公司两融业务期末余额517亿元,市占率降至5.1%(2018A:5.7%);股票质押回购余额245亿元,较年初下降44%;累计信用和资产减值损失计提8.6亿元,其中买入返售计提1.6亿元,债权及其他债权投资减值计提3.6亿元。

■基金投顾资质助力经纪业务转型。(1)基金投顾带来新动能,稳步转型财富管理。2019年经纪业务净收入38亿元(YoY+16%,招商+27%/银河+31%),收入市占率达到4.33%。根据年报和证券业协会数据统计,公司营业部达311家,客户近727万户(YoY+11%),投资顾问人数达2357人(YoY+27%)。2020年初公司获得基金投顾试点资格,我们预计公司将充分发挥其在营业部数量、投顾数量和研究能力方面的优势,在新模式下推动经纪业务快速向财富管理转型。(2)投行抓住政策机遇。2020年公司共完成股权融资项目13个(IPO3个、再融资项目10个)、经审核通过的并购重组项目6家、公司债主承销金额452亿元,实现投行净收入12亿元(YoY+33%,招商+25%/银河-10%)。精选层改革有望发挥公司在新三板项目资源上的优势。(3)资管收入实现正增长。受资管新规影响,2019年公司资管业务净收入12.9亿元(YoY+8%,招商-13%/银河-15%),主动管理业务收入占比86%(YoY+11pcts),年末公司参股子公司富国基金和申万菱信公募管理规模分别为762亿元/3391亿元。

■投资建议:维持买入-A投资评级,我们预计公司2020-2022年的EPS为0.25元、0.28元和0.32元,6个月目标价5.5元,对应估值约1.6xPB。

■风险提示:本金投资风险/新业务经营风险/政策变化风险

摘要(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	15,277	24,593	27,111	29,932	34,422
净利润	4,248	5,803	6,405	7,073	8,136
每股收益(元)	0.18	0.23	0.25	0.28	0.32
每股净资产(元)	3.08	3.32	3.45	3.69	3.87

盈利和估值	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	32.50	26.20	23.74	21.49	18.69
市净率(倍)	1.95	1.81	1.74	1.63	1.55
净利润率	27.80%	23.60%	23.62%	23.63%	23.64%
净资产收益率	6.19%	7.41%	7.47%	7.82%	8.49%

数据来源:Wind资讯,安信证券研究中心预测

投资评级 买入-A

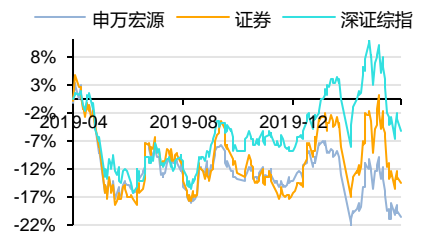
维持评级

6个月目标价: 5.5元  
股价(2020-03-31) 4.41元

### 交易数据

总市值(百万元)	110,426.16
流通市值(百万元)	99,376.77
总股本(百万股)	25,039.94
流通股本(百万股)	22,534.41
12个月价格区间	4.33/5.79元

### 股价表现



资料来源:Wind资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.23	-10.6	-17.05
绝对收益	-5.77	-13.87	-19.27

张经纬 分析师  
SAC 执业证书编号: S1450518060002  
zhangjw1@essence.com.cn  
021-35082392

蒋中煜 分析师  
SAC 执业证书编号: S1450519070002  
jiangzy@essence.com.cn  
021-35082609

### 相关报告

申万宏源:申万宏源中报  
点评:资本补充助推公司 2019-09-02  
“投资+投行”转型/张经纬

**财务报表预测和估值数据汇总**

资产负债表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	损益表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>总资产</b>	<b>347,725</b>	<b>411,357</b>	<b>452,492</b>	<b>484,167</b>	<b>508,375</b>	<b>营业收入</b>	<b>15,277</b>	<b>24,593</b>	<b>27,111</b>	<b>29,932</b>	<b>34,422</b>
客户资金存款	48,146	68,072	71,476	75,049	71,532	手续费及佣金净收入	5,473	6,410	7,031	7,653	9,183
自有货币资金	25,350	38,210	40,121	42,127	40,153	其中: 代理买卖证券业务净收入	3,262	3,797	4,176	4,392	5,271
客户备付金	9,375	15,420	16,191	17,000	16,203	证券承销业务净收入	876	1,162	1,395	1,674	2,009
自有结算备付金	3,096	5,284	5,548	5,825	5,552	资产管理业务收入	1,199	1,290	1,460	1,586	1,904
融出资金	44,148	67,658	71,041	74,593	82,052	利息净收入	3,357	3,220	3,542	3,896	4,285
交易性金融资产	94,270	103,697	114,067	125,473	138,021	投资净收益	3,928	5,709	6,851	7,879	8,667
衍生金融资产	454	908	1,180	1,416	1,699	公允价值变动收益	-67	-101	-184	-352	-387
买入返售金融资产	66,268	40,045	44,276	48,789	58,546	汇兑收益	5	203	7	5	44
可供出售金融资产	32,629	51,342	59,043	64,948	68,195	其他业务收入	2,445	8,968	9,864	10,851	12,629
持有至到期投资	9,116	9,445	10,390	12,468	13,715	<b>营业支出</b>	<b>10,077</b>	<b>17,642</b>	<b>19,448</b>	<b>21,472</b>	<b>24,693</b>
其他资产合计	14,873	11,276	19,161	16,479	12,706	营业税金及附加	130	146	164	184	202
<b>总负债</b>	<b>276,529</b>	<b>303,706</b>	<b>364,447</b>	<b>389,958</b>	<b>409,456</b>	管理费用	6,948	7,911	8,755	9,782	11,250
应付短期融资款	13,568	17,065	20,478	24,574	29,980	资产减值损失	659	860	649	723	744
交易性金融负债	2,832	384	3,515	3,907	4,766	其他业务成本	2,340	8,725	9,880	10,783	12,497
衍生金融负债	456	615	234	260	317	<b>营业利润</b>	<b>5,201</b>	<b>6,951</b>	<b>7,662</b>	<b>8,460</b>	<b>9,729</b>
卖出回购金融资产款	79,362	83,944	100,733	120,879	114,835	加: 营业外收入	8	3	7	7	7
代理买卖证券款	60,275	77,053	84,759	88,997	97,896	减: 营业外支出	21	26	24	24	24
应付职工薪酬	2,738	3,677	4,737	5,265	6,423	<b>利润总额</b>	<b>5,187</b>	<b>6,927</b>	<b>7,645</b>	<b>8,442</b>	<b>9,711</b>
应付债券	89,508	91,735	110,082	113,720	117,132	减: 所得税费用	939	1,124	1,240	1,370	1,576
其他负债合计	27,789	29,233	39,910	32,357	38,107	<b>净利润</b>	<b>4,248</b>	<b>5,803</b>	<b>6,405</b>	<b>7,073</b>	<b>8,136</b>
<b>所有者权益</b>	<b>71,196</b>	<b>84,831</b>	<b>88,045</b>	<b>94,209</b>	<b>98,919</b>	减: 少数股东损益	88	68	75	83	95
股本	22,536	25,040	25,040	25,040	25,040	<b>归母公司净利润</b>	<b>4,160</b>	<b>5,735</b>	<b>6,330</b>	<b>6,990</b>	<b>8,040</b>
少数股东权益	1,797	1,625	1,687	1,805	1,895	<b>每股及估值指标</b>					
<b>归母公司净资产</b>	<b>69,399</b>	<b>83,206</b>	<b>86,359</b>	<b>92,404</b>	<b>97,024</b>	每股盈利 (元)	0.18	0.23	0.25	0.28	0.32
ROAE	6.19%	7.02%	7.47%	7.82%	8.49%	每股净资产 (元)	3.08	3.32	3.45	3.69	3.87
ROAA	6.68%	1.53%	1.47%	1.49%	1.62%	市盈率 (倍)	32.50	26.20	23.74	21.49	18.69
杠杆率 (倍)	3.92	3.46	4.18	4.19	4.15	市净率 (倍)	1.95	1.81	1.74	1.63	1.55

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

张经纬、蒋中煜声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn	
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn	
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn	
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn	
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn	
	北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
		姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
张莹		010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
王帅		010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn	
曹琰		15810388900	caoyan1@essence.com.cn	
夏坤		15210845461	xiakun@essence.com.cn	
张杨		15801879050	zhangyang4@essence.com.cn	
深圳联系人	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn	
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn	
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn	
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn	
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034