

积淀深厚的老牌券商，投行投资势头良好

申万宏源(000166)

中央汇金控股旗下老牌券商，盈利能力、杠杆倍数均高于行业

公司盈利能力较为突出，杠杆倍数高于行业。2013年以来申万宏源ROE水平持续超过上市券商均值，仅2022年低于上市券商均值；从杠杆倍数来看公司杠杆持续高于上市券商均值，2023三季度末数据显示申万宏源杠杆倍数为6.3，上市券商均值为4.2。

分支机构数目排名行业第6，上海、新疆最占优

公司网络渠道布局行业领先。从分支机构数目来看，2022年年报显示，截至2022年末公司共有分公司54家、证券营业部297家，分支机构数目（分公司+营业部）行业排名第6。公司在上海、新疆分支机构布局最多。但整体来看，公司营业网点遍布全国，实现了32个省市自治区全覆盖。

证券投资业务、新三板业务行业领先

公司自营业务收入占比最高。由于22年以来市场环境处于非常态，我们以21年数据分析。从2021收入结构来看，公司占比最高的为证券自营业务，占比46%，大幅高于行业。整体资金类业务来看公司占比也高于行业，2021年公司资金类业务收入占比50%，高于行业的40%。

公司较早布局新三板业务，目前新三板督导主券商公司家数排名行业第一。

2023年整体我们预计公司证券自营收入增长，减值率及管理费用率下降助推公司业绩大幅增长

我们预计公司营业收入（减去其他业务成本）164.9亿元，同比+11%，其中证券自营业务收入86.9亿元，同比+71%。经纪、投行、资管业务收入则均有所下滑。

我们假设费用端预计信用减值率与管理费用率均有所下调，分别为62%、2%。

由此可算得2023年公司归母净利润45.6亿元，同比+63%。根据2024年1月20日公司公布的业绩预增公告，预计2023年年度实现归母净利润42亿元到50亿元，同比增长50.59%到79.27%。我们的预测值落入公司业绩预增区间。

投资建议

在2023/2024/2025年股基日均交易额分别为9917/8925/10748亿元的核心假设下，预计公司2023/2024/2025年营业收入分别为198.73/190.11/233.78亿元，预计公司2023/2024/2025年归母净利润分别为45.71/47.64/66.81亿元，预计公司2023/2024/2025年EPS分别为0.18/0.19/0.27元，预计公司2023/2024/2025年BVPS分别为4.03/4.12/4.23元，1月31日

评级及分析师信息

评级:	增持
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	4.37
股票代码:	000166
52周最高价/最低价:	5.32/4.06
总市值(亿)	1,094.25
自由流通市值(亿)	984.80
自由流通股数(百万)	22,535.51



分析师: 吕秀华

邮箱: lvxh@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040001

联系电话:

分析师: 罗惠洲

邮箱: luohz@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520070004

联系电话:

股价 4.37 元，对应的 PB 为 1.08/1.06/1.03 倍。

目前 A 股市场整体处于低位，我们看好未来资本市场进一步活跃；公司背靠中央汇金公司，历史积累深厚，投行、投资业务发展势头良好，新三板及北交所业务行业领先，看好公司在中国特色资本市场发展中的重要作用；另外我们期望看到公司 22 年新上任管理层带来的公司业绩持续改善。首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

- 1) 公司过去 3 年曾 4 次被监管部门或交易所采取监管措施。注册制下中介责任被压实，业务尽责及合规风险加大。
- 2) 权益市场大幅下跌，证券投资业务与股票质押业务风险；
- 3) 交易量大幅萎缩，经纪业务收入下滑风险；
- 4) 资本市场改革低于预期的风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	343.07	206.10	198.73	190.11	233.78
YoY (%)	16.66	(39.93)	(3.58)	(4.34)	22.97
归母净利润(亿元)	93.98	27.89	45.71	47.64	66.81
YoY (%)	21.02	(70.32)	63.89	4.22	40.24
毛利率 (%)	27.39	13.53	23.00	25.06	28.58
每股收益(元)	0.38	0.11	0.18	0.19	0.27
ROE	10.23	2.93	4.67	4.67	6.39
市盈率	11.64	39.23	23.94	22.97	16.38

正文目录

1. 股东背景强大、历史积淀深厚的老牌券商	5
1.1. 历史积淀深厚，中央汇金控股	5
1.2. 独特的“集团+证券子公司”双层架构	6
1.3. 网络渠道布局行业领先，上海、新疆最占优	8
1.4. 自营业务收入占比高，盈利能力、杠杆倍数均高于行业	9
2. 证券自营行业领先，投行业务发展态势良好	11
2.1. 经纪业务收入占比下降，A股两融市占率有所下滑	11
2.2. 多平台布局投资管理业务	13
2.3. 投行 IPO 业务与债券业务势头较好，新三板督导家数行业排名第 1	15
2.4. 证券自营投资规模行业领先，收益相对稳健	17
3. 预计证券自营收入提升，减值率、费用率下降助推公司 23 年业绩高增	19
4. 风险提示	22

图表目录

图 1 申万宏源发展历程.....	5
图 2 申万宏源股权结构.....	6
图 3 独特的“集团+证券子公司”双层架构.....	7
图 4 公司分支机构数目排名行业第 6.....	8
图 5 公司在各省份分支机构分布情况.....	8
图 6 申万宏源收入结构.....	9
图 7 行业收入结构.....	9
图 8 申万宏源资金类业务收入占比高于行业.....	9
图 9 申万宏源 ROE 除 22 年外均好于行业均值.....	11
图 10 申万宏源杠杆倍数高于上市券商均值.....	11
图 11 申万宏源经纪业务收入占比高于行业.....	11
图 12 申万宏源证券零售经纪与机构经纪业务市场份额均在 4%左右.....	12
图 13 公司融资融券余额及市场份额.....	13
图 14 公司股票质押业务规模及同比.....	13
图 15 申万宏源资管业务收入占比低于行业.....	13
图 16 公司旗下投资管理平台.....	14
图 17 申万菱信基金股权结构.....	14
图 18 富国基金股权结构.....	14
图 19 2023H 公司资产管理与基金管理业务合计净收入排名上市券商第 12（不含联营企业）.....	15
图 20 偏股类基金规模行业前 10（2023 年 9 月末）.....	15
图 21 全部基金规模行业前 10（2023 年 9 月末）.....	15
图 22 公司投行业务收入占比提升，但仍低于行业.....	16
图 23 公司 IPO 市场份额 21 年以来有所提升.....	16
图 24 公司再融资业务市场份额 21 年以来有所提升.....	16
图 25 公司核心债券融资市场份额持续提升.....	17
图 26 公司新三板督导主券商公司家数排名第一.....	17
图 27 公司保荐代表人 279 名，行业排名 10.....	17
图 28 公司 IPO 排队 43 家，行业排名 14.....	17
图 29 20 年以来公司自营业务收入占比显著高于行业.....	18
图 30 20 年以来公司自营资产/所有者权益显著高于行业.....	18
图 31 公司证券投资规模上市券商排名第 5.....	19
图 32 公司证券投资收益与上市券商整体较为接近.....	19
表 1 集团主要管理层.....	7
表 2 证券公司部分主要业务部门高管.....	8
表 3 申万宏源各项指标行业排名.....	10
表 4 23Q1-Q3 公司各项业务增速.....	20
表 5 23Q1-Q3 公司各项业务收入贡献.....	20
表 6 2023 年各项业务收入、各项费用增速预测.....	21
表 7 可比公司估值（总资产单位亿元）.....	21

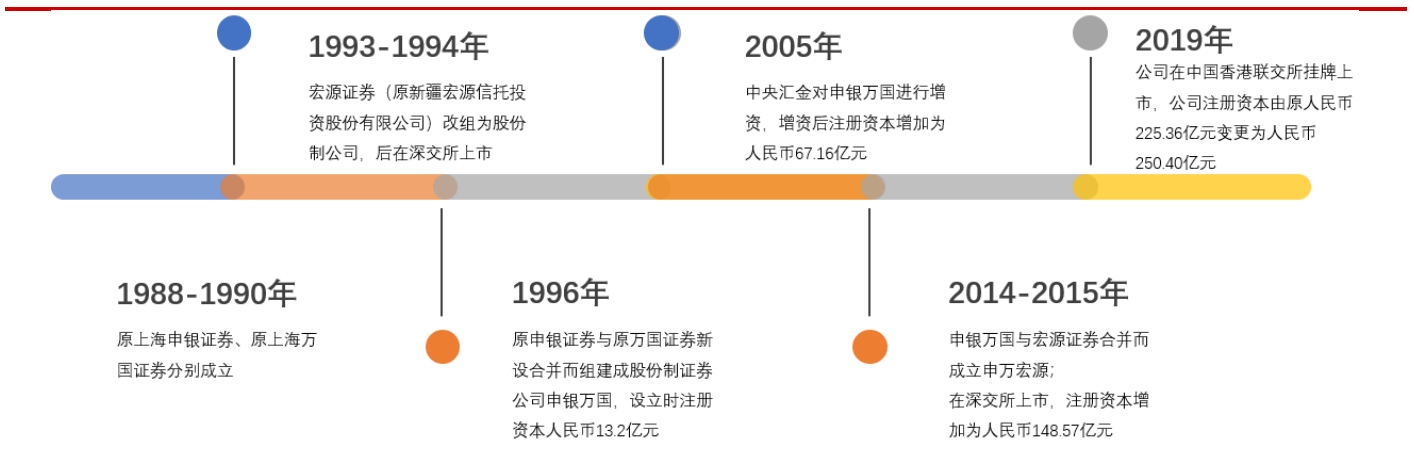
1. 股东背景强大、历史积淀深厚的老牌券商

1.1. 历史积淀深厚，中央汇金控股

申万宏源集团股份有限公司（以下简称“公司”）是中央汇金投资有限责任公司控股的投资控股集团，由原申银万国证券股份有限公司与原宏源证券股份有限公司于2015年1月合并而成。申银万国是由原申银证券有限公司与原万国证券公司于1996年新设合并而组建成立的股份制证券公司。

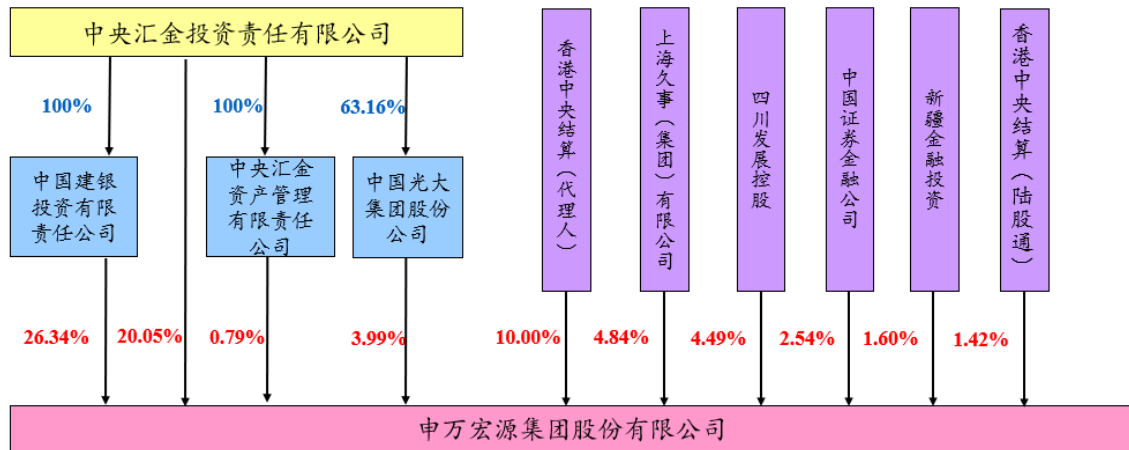
1988-1990年原申银证券、原万国证券在上海注册成立，因后者在“317事件”中出现巨额亏损，万国证券于1996年与申银证券合并为申银万国证券，注册资本13.2亿元。2005年中央汇金对本公司进行增资，公司注册资本增加为人民币67.2亿元。为了满足“一参一控”新政与申银万国上市的初衷，2014年起申银万国证券通过换股吸收的方式吸收合并上市券商宏源证券。2015年1月，申银万国证券以吸收合并宏源证券后的全部证券类资产及负债出资设立全资证券子公司申万宏源证券，申银万国证券更名为“申万宏源集团股份有限公司”，经营范围变更为“投资管理，实业投资，股权投资，投资咨询”，同月迁址新疆维吾尔自治区，并在深交所正式挂牌上市。2019年，公司在中国香港联交所挂牌上市，成为第12家A+H股上市券商。

图1 申万宏源发展历程



股权相对集中，中央汇金为公司实控人。公司属性为中央国有企业，实际控制人为中央汇金，汇金直接持股20.05%，并且通过建银投资、汇金资产管理、光大集团间接持有26.34%、0.79%、3.99%的股份，合计控股51.17%。建银投资为公司的第一大股东，持有公司26.34%的股份。另外上海久事集团、四川发展控股以及新疆金融投资分别持股4.84%、4.49%和1.60%。

图 2 申万宏源股权结构



资料来源：2023 年三季报，华西证券研究所

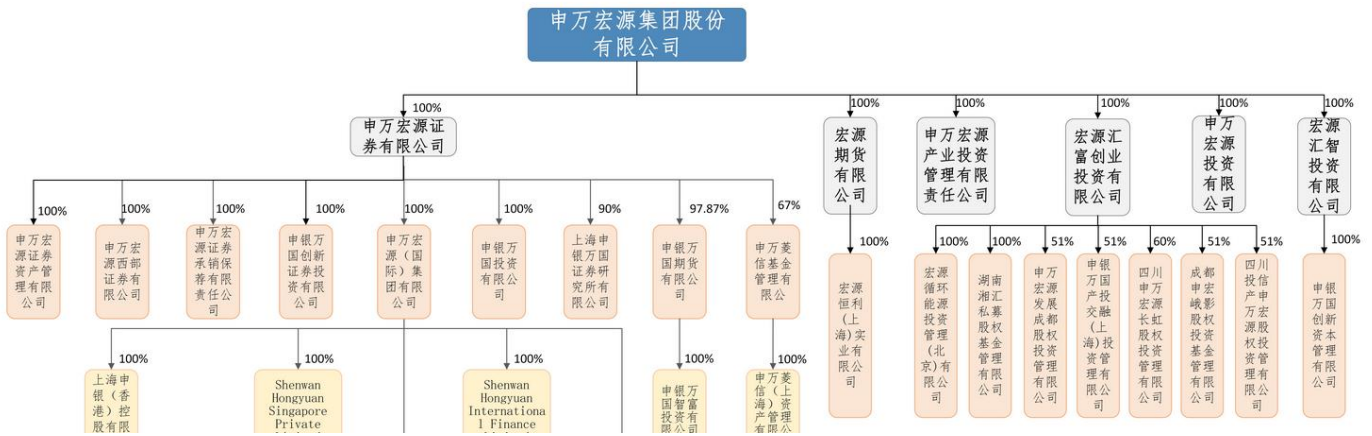
1.2. 独特的“集团+证券子公司”双层架构

“投资控股集团+证券子公司”的双层架构。2014 年为了申银万国与宏源证券的顺利合并，并购方案中设计了独特的“投资控股集团+证券子公司”的母子公司双层架构。

一方面，不同于大多数券商以证券母公司整合期货和投资业务的组织架构，申万宏源集团保留了宏源期货、宏源汇富创投、宏源汇智投资等多个与券商平行的公司。

另一方面，并购案为了争取上海市和新疆自治区两地政府的支持，注册地上也较为特殊，集团注册地在新疆，集团一级证券子公司申万宏源证券注册地在上海，二级区域经纪子公司申万宏源西部，以及一级投行子公司申万宏源承销保荐注册地在新疆。虽然这种平行的业务布局成功地规避了重组后的团队整合困境，然而它却导致了业务的重复构建和内部竞争现象，从而不利于各业务之间的协同与共同发展。

图 3 独特的“集团+证券子公司”双层架构



2022 年集团管理层更迭。2022 年公司原董事长到龄退休，新董事长到任。新任董事长刘健自 2022 年起任职，目前兼任申万宏源证券董事长，集团与证券执委会主任，以及代理证券总经理。此前曾任职于中国证监会、中央汇金公司、中国投资有限责任公司、中银集团投资公司，行政背景深厚；集团总经理黄昊自 2020 年任职，曾任职于国家外管局、中央汇金公司、国泰君安证券以及中金公司；执委会成员任全胜、刘跃、徐亮，此前均长期任职于申万宏源证券。

证券公司主要业务部门领导深耕行业多年，业务经验丰富。例如投行部负责人有中信证券投行部背景，证券投资部领导有证券研究、资产管理部門工作经验，金融创新部领导有同业衍生品业务工作经验。其他风控、合规、信息部等领导均有相关领域工作背景。

表 1 集团主要管理层

姓名	职务	任职日期	主要履历
刘健	集团与证券党委书记	2022.7	中国证监会、中央汇金公司、中国投资有限责任公司、中银集团投资
	集团董事长	2022.8	
	证券董事长	2022.9	
	集团与证券执委会主任	2022.12	
	证券总经理（代）	2023.8	
黄昊	集团总经理	2020.12	国家外管局、中央汇金投资公司资本市场部、国开行股权管理处、证券机构管理部；国泰君安证券、中金公司
任全胜	集团财务总监	2020.12	宏源证券、申万宏源
刘跃	集团执委会委员	2021.5	申银万国、申万宏源证券分支机构、产业投资管理有限责任公司执行董事
徐亮	集团董事会秘书	2021.3	宏源证券、申万宏源
	宏源汇智投资有限公司董事长	2020.12	

表 2 证券公司部分主要业务部门高管

姓名	职务	主要履历
张剑	投行部负责人	中信证券投资银行部
朱敏杰	首席风险官	申银万国证券
李雪峰	证券投资事业部（筹）总经理、证券投资总部总经理	申银万国证券研究所、渤海证券研究所、国都证券研究发展中心、财富管理中心、浙商证券资产管理公司
陈秀清	财务总监、董事会秘书	长城信托投资公司证券资金清算部、中国银河证券有限责任公司财务资金总部清算中心、客户资产存管中心、运营部、结算管理部、托管总部总经理
王苏龙	战略规划总部总经理	申银万国证券分支机构、申万宏源证券办公室/董办、董事会秘书（兼）
吴萌	国际业务总部总经理	中国建银投资、中央汇金投资有限责任公司资本市场处
汤俊	金融创新总部总经理	法国巴黎银行伦敦分行欧洲股票衍生品业务、中信证券股权衍生品业务线、申万宏源证券原投资交易事业部、金融创新总部（筹）、证券投资总部
谢晨	首席信息官	上海期货交易所技术部、中国期货市场监控中心技术部
毛宗平	合规总监	申银万国证券江苏管理总部、稽核审计总局、合规与风险管理总部、合规与风险管理中心；申银万国投资有限公司董事长

1.3. 网络渠道布局行业领先，上海、新疆最占优

公司网络渠道布局行业领先。从分支机构数目来看，2022 年年报显示，截至 2022 年末公司共有分公司 54 家、证券营业部 297 家，分支机构数目（分公司+营业部）行业排名第 6。

公司在上海、新疆分支机构布局最多。从分支机构绝对数目来看，公司在上海、新疆、江苏、浙江、广东数目最多，从各个省份分支机构市场份额来看，公司在新疆、上海、海南、广西、湖北、宁夏份额较高。但整体来看，公司营业网点分布广泛，据 2022 年年报，公司及所属证券类子公司分布于 29 个省市自治区。

图 4 公司分支机构数目排名行业第 6

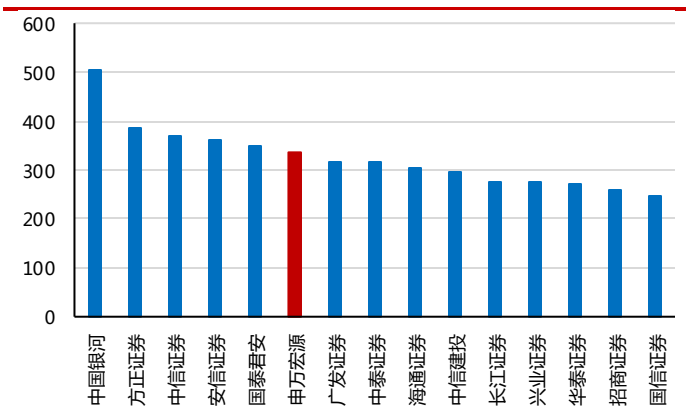
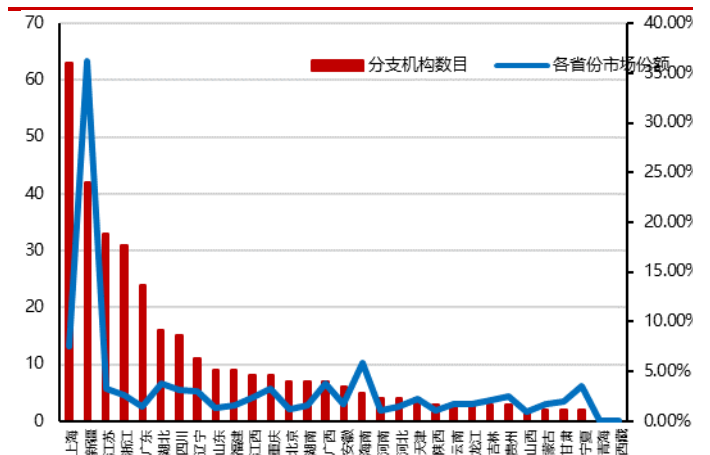


图 5 公司在各省份分支机构分布情况



1.4. 自营业务收入占比高，盈利能力、杠杆倍数均高于行业

公司自营业务收入占比最高。由于 22 年以来市场环境处于非常态，我们以 21 年数据分析。从 2021 收入结构来看，公司占比最高的为证券自营业务，占比 46%，经纪业务和投行业务占比分别为 29%和 8%，资管+利息+股权投资业务收入占比 13%，其他业务收入占比 4%。

公司证券自营收入占比高于行业，21 年公司占比 46%，高于行业平均值 28%。趋势上看，自营业务净收入占比逐渐上升，从 2016 年的 18%大幅增长至 2021 的 46%；经纪业务净收入占比逐渐下降，从 2016 年的 40%逐渐下降至 2021 的 29%。整体资金类业务来看公司占比也高于行业，2021 年公司资金类业务收入占比 50%，高于行业的 40%。

图 6 申万宏源收入结构

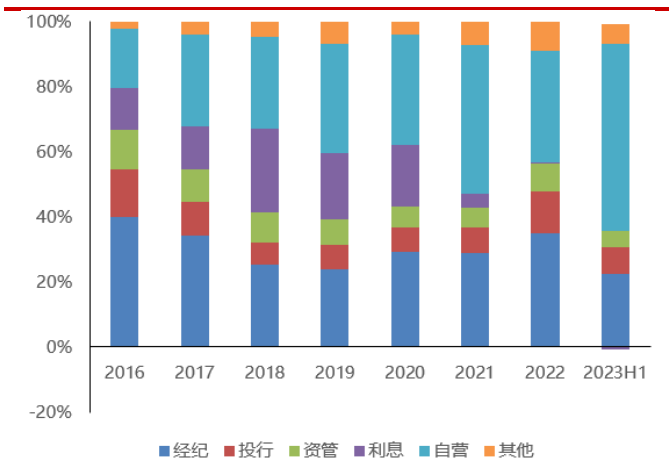


图 7 行业收入结构

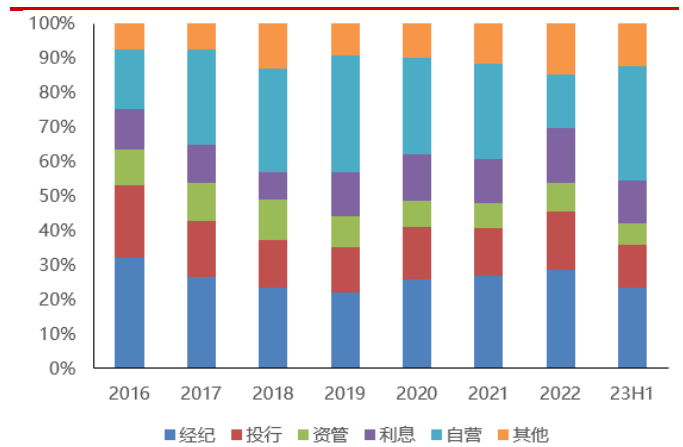
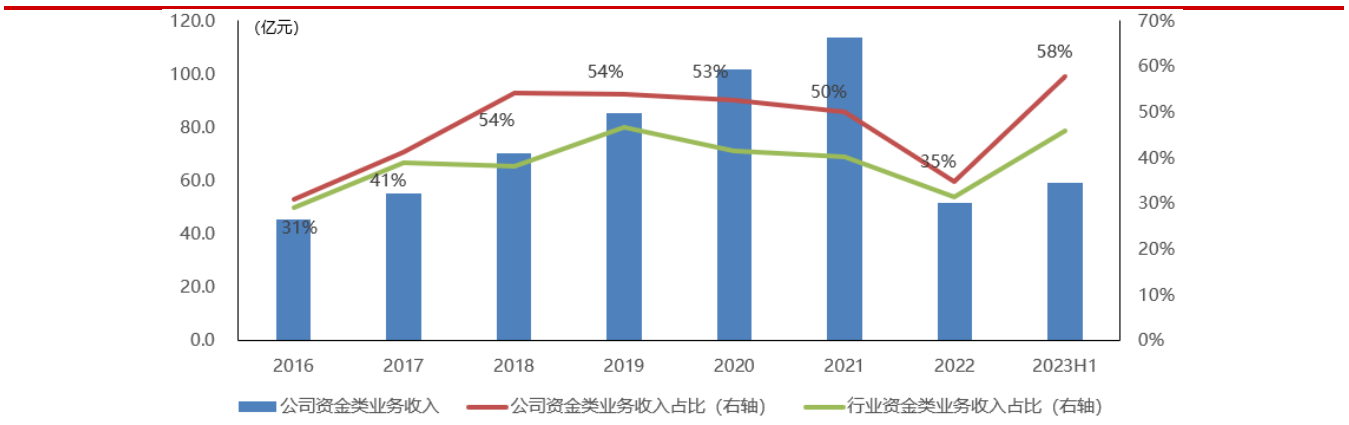


图 8 申万宏源资金类业务收入占比高于行业



近年公司营收净利润~~下滑~~会数据显示 2021 年公司总资产、净资产、营业收入、净利润行业排名分别为 5、6、10、11。

具体各业务来看，公司在**经纪与财富管理业务、投资业务**方面较具优势，**两项业务的核心指标排名相对靠前**。21年公司客户资金余额排名行业第9，机构客户交易额、托管证券市值2021年分别排名第7、3；资管业务收入行业排名第10。**投资业务方面证券投资收入排名行业第2**。投行业务方面承销与保荐、财务顾问业务收入排名分别第12、第11。资本中介业务方面，融资融券业务排名靠前，与经纪业务排名基本相当，股票质押业务做得相对较少。

表3 申万宏源各项指标行业排名

单位: 亿元	指标	2021年金额	2021年排名	2020年金额	2020年排名	2019年金额	2019年排名
规模	总资产	4,984.7	5	4,082.8	5	3,222.6	7
	净资产	1,011.9	6	789.0	9	734.9	7
	净资本	927.4	5	741.8	6	647.5	7
	核心净资本	719.8	5	657.8	5	624.5	5
盈利	营业收入	192.4	10	173.2	8	135.5	7
	净利润	94.3	11	78.5	8	55.9	7
	财务杠杆	4.3	6	4.3	4	3.6	9
	净资产收益率	10.2%	15	10.0%	11	7.9%	13
经纪与财富管理	客户资金余额	681.0	9	696.8	6	573.1	6
	托管证券市值	43,250.0	3	4.1	3	31,430.1	2
	经纪业务收入	52.7	8	48.3	8	33.7	8
	席位租赁收入	10.1	10	6.9	10	4.2	10
	机构客户交易额	27.9	7	23.2	5	18.7	5
	代销金融产品收入	4.5	14	2.2	18	0.9	16
	投资咨询业务收入	1.6	9	0.9	14	0.9	9
资产管理业务	客户资产管理业务收入	10.0	10	11.8	8	12.0	5
投行业务	投行业务收入	17.4	12	13.8	14	10.4	12
	承销与保荐收入	15.7	12	11.6	15	7.9	13
	财务顾问收入	1.7	11	2.2	7	2.5	10
	并购重组财务顾问业务收入	0.3	13	0.4	10	1.0	8
投资业务	证券投资收入	80.9	2	53.1	6	47.6	6
	股权投资收入	7.6	10	7.6	8	2.2	17
融资融券业务	融资类业务利息收入	55.8	8	57.4	6	57.2	5
	融资融券业务利息收入	52.6	7	45.1	6	35.0	5
	股票质押利息收入	3.2	13	9.9	7	21.0	5

公司盈利能力较为突出，杠杆倍数高于行业。2013年以来申万宏源ROE水平持续超过上市券商均值，仅2022年低于上市券商均值；从杠杆倍数来看公司杠杆持续高于上市券商均值，2023三季度末数据显示申万宏源杠杆倍数为6.3，上市券商均值为4.2。

图 9 申万宏源 ROE 除 22 年外均好于行业均值

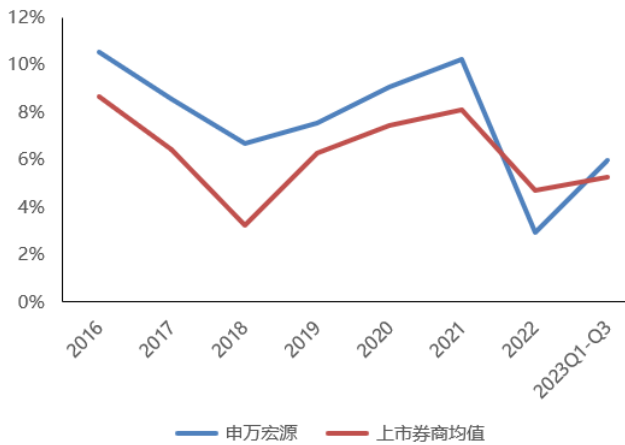
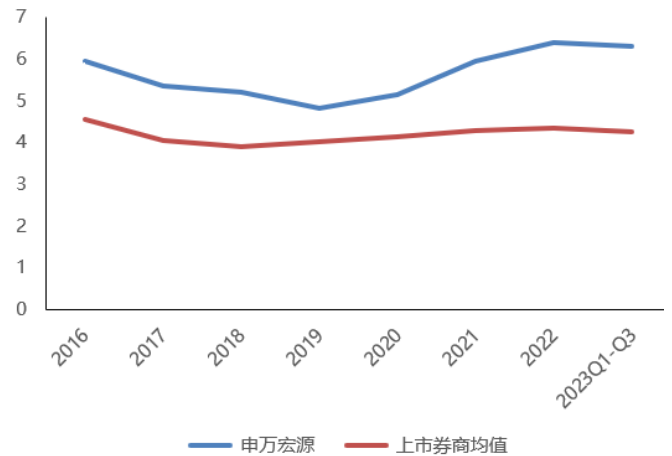


图 10 申万宏源杠杆倍数高于上市券商均值



2. 证券自营行业领先，投行业务发展态势良好

2.1. 经纪业务收入占比下降，A股两融市占率有所下滑

行业地位来看，公司经纪业务市场排名行业前 10。公司分支机构数目行业排名第 6，21 年公司经纪与财富管理业务核心指标经纪业务收入行业排名第 8，客户资金余额、托管证券市值分别排名行业第 9、第 3（见表 1）。

近年来伴随佣金费率下滑，经纪业务收入在总收入中占比逐年下滑，从 2016 年年之前的 40%左右下滑至近三年的 30%左右。但与行业相比，申万宏源经纪业务收入占比高于行业。据中国证券业协会 21 年数据，公司零售经纪与机构经纪业务发展较为均衡，市场份额均在 4%左右。

图 11 申万宏源经纪业务收入占比高于行业

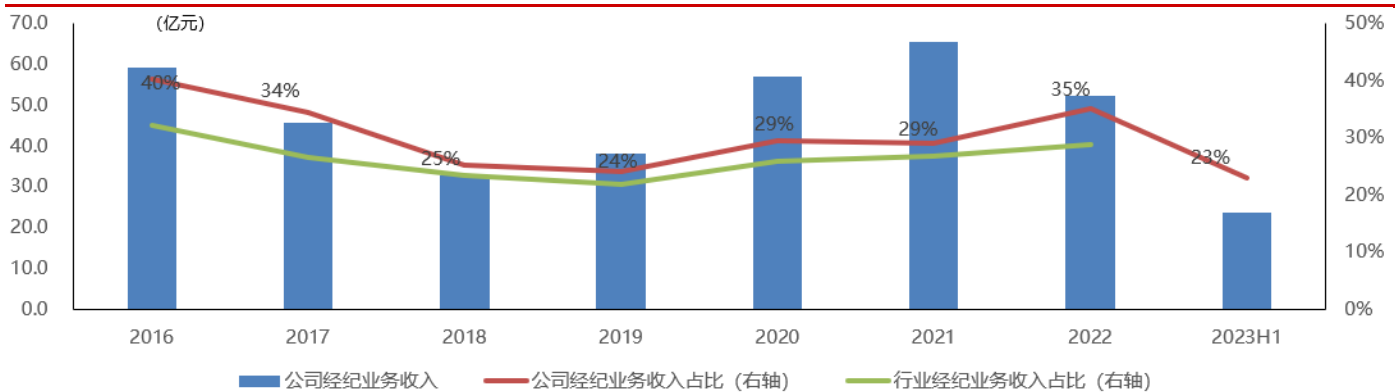
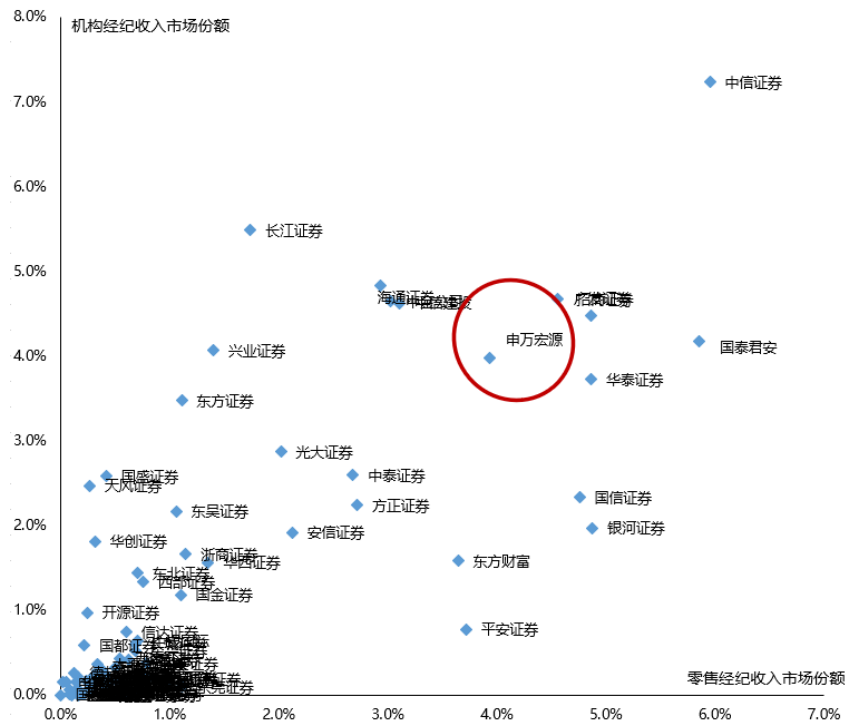


图 12 申万宏源证券零售经纪与机构经纪业务市场份额均在 4%左右



资料来源：中国证券业协会（21 年数据），华西证券研究所

公司两融业务余额随市场变动，但市占率有所下滑。截至 23H1 公司两融余额 592.9 亿元，市场份额 3.6%。

股押业务继续压降。19 年以来公司股押业务持续压降，截至 23H1 公司股押业务余额 40.9 亿元。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/408055023017006033>