

(报告出品方/分析师：中信证券 田良 陆昊 邵子钦 薛姣 童成墩 张文峰)

## 行业分析：革故鼎新，商业模式重定位

### 传统证券业务从成长期进入饱和期

经纪业务：互联网释放成长潜力，高质量客户占比下滑。

互联网扩大投资者覆盖面，释放增长潜力。2013年末至2022年6月末，A股投资者总数从6669万户增加到20624万户，增长209%。其中，近5年投资者年增长率始终保持在10%左右，呈现较为稳定的成长势头。但高质量客户占比出现下滑。

图1：沪深两市投资者数量（亿户）

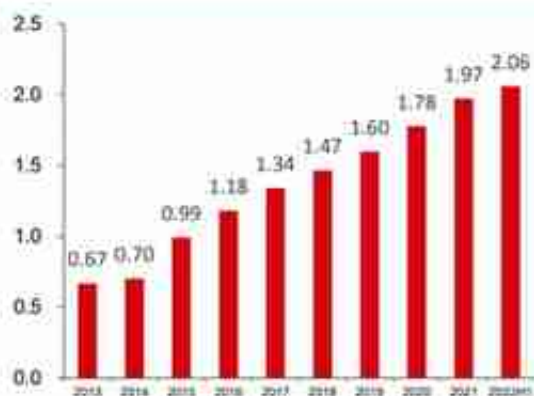


图2：高质量客户占比



图7：证券行业整体情况（亿元）

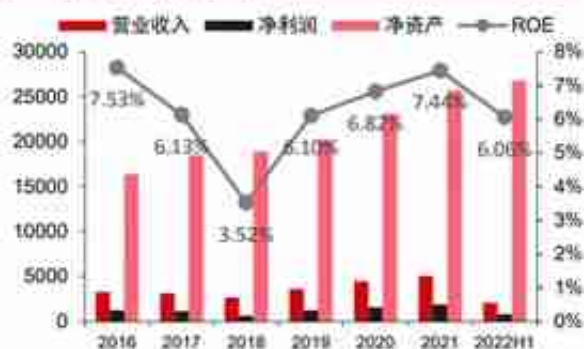


图8：中外券商在国内市场能力对比



### 创新驱动的新周期已然开启

未来几年是对券商创新能力的检验，包括新业务、新产品以及传统业务的新模式。当下证券行业已经在政策、市场、创新机制层面迎来了创新改革的时间窗口。

政策：鼓励创新、扶优限劣的新周期。

2019 年 9 月，证监会提出“深化资本市场改革十二条”，从参与者、市场规则和监管制度三个方面对资本市场改革进行了系统性规划，再加上新《证券法》的落地，一个高质量和效率的资本市场体系正在建立。

2019 年以来出台的证券行业监管政策从纠偏过度从严政策，到延续既定改革，再到寻求新突破，证券行业监管政策已经回到放松约束和鼓励创新的轨道。

市场：机构化大幕开启，业务重心再调整。

2021 年末与 2007 年对比，上交所散户投资者（持股 10 万以下）持股市值从 0.6 万亿将至 0.4 万亿元。同期，专业机构持股市值从 2.1 万亿增加到 6.7 万亿元。

未来在外资开放、注册制和税收优惠的共同作用下，A 股市场有望进入快速机构化的阶段。

在机构化市场中，证券业务将呈现聚焦核心资产、衍生品和场外业务高速发展以及从单一服务到综合服务三个特点。

交易机制：衍生品发展和多空机制完善。

股票衍生品市场进入全面发展期。

场内市场，50ETF 期权、沪深 300ETF 和指数期权推出以来始终保持高增长趋势，后续随着中证 1000 股指期货和期权的推出，市场品类将更加完善。场外市场、场外期权和收益互换规模自 2019 年起保持稳步提升增长。

交易机制层面，融券制度改革为券商逆周期业务创新提供条件。科创板试行的融券改革即将向主板和创业板推广，险资公募为融券市场提供了更为丰富的券源，更灵活的转融券制度能激发对冲型投资者需求，融券业务将迎来新的发展机遇。

图 13：中日美三国证券行业业务集中度



## 公司概况：中国东方旗下券商，打造 AMC 体系内协同优势

发展历程：AMC 系券商，推动“大投行、大资管、大财富”业务全面发展

AMC 系券商，净资本排名行业第 24 位。

东兴证券成立于 2008 年，由中国东方资产管理股份有限公司作为主要发起人发起设立。

图 14：东兴证券发展历程



公司治理：财政部为实控人，董事长即将完成更替

财政部为实控人，持股比例集中。

截至2022H1，东方资产管理公司持有东兴证券 45% 的股权，为公司第一大股东。

江苏省铁路集团和山东高速分别持有公司4.92%和 3.71%的股权，分列第二和第三大股东。除上述三股东外，其余股东持股比例均在2%以下，股权结构较为集中。

目前财政部是东兴证券的实际控制人，通过控股子公司中国东方资产管理公司间接持有东兴证券 32.2%的股权。

董事会10名非独立董事中，5 人来自股东方东方资产管理公司，3 人来自公司内部，1 人来自股东方山东高速，1 人来自股东方江苏铁路集团。

高管构成较为多元，董事长即将完成更替。

公司主要高管团队共 10

人，分别来自公司内部、股东方、监管系统和同业机构。董事长魏庆华自 2015 年起担任公司董事长。2022 年 9 月，魏庆华提出辞职申请，大股东中国东方提议中国东方机构管理部负责人李娟接任董事长一职。总经理张涛来自同业机构，此前曾任职于华泰证券和钟山金融控股。副总经理陈海来自公司内部；副总经理刘亮、张军、赵慧文（兼任首席风险官及合规总监）来监管系统；副总经理兼财务负责人张芳和董事会秘书张锋来自股东方；副总经理鲍宇和首席信息官陆中兵来自同业机构。

图 16：2021 东兴证券收入结构



图 17：东兴证券 ROE 情况 (%)

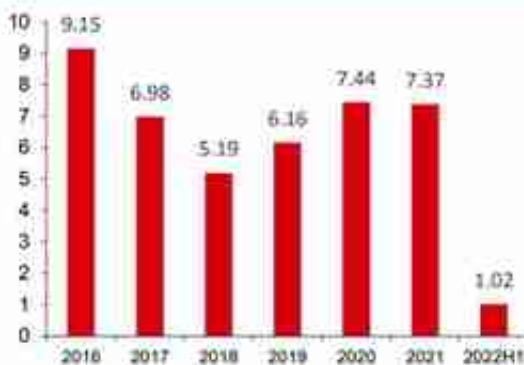


图 19：2022H1 中型证券公司净利润 (亿元)

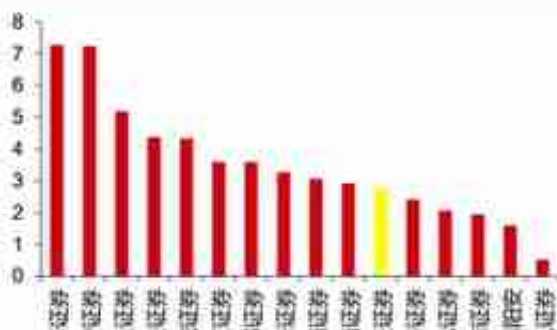
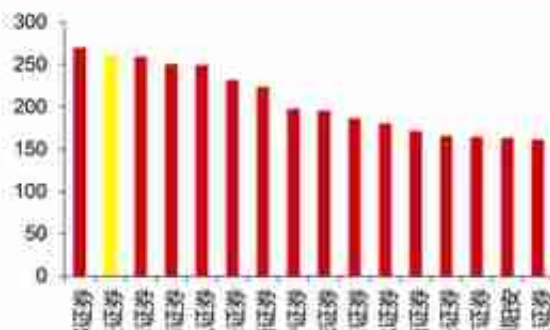


图 20：2022H1 中型证券公司净资产 (亿元)



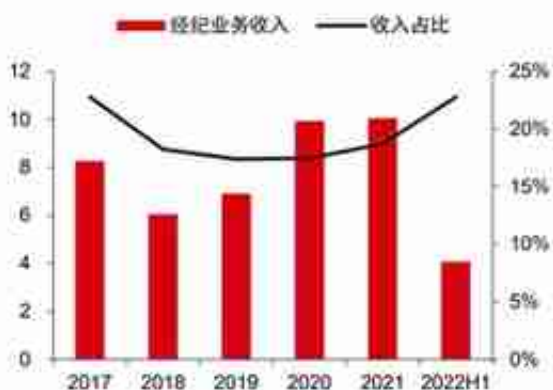
## 经营分析：投行业务发展迅速，信用风险仍需关注

**财富管理：公司收入基石，质押业务风险仍值得关注**

**经纪业务：收入占比保持稳定，福建地区重点布局。**2021 和 2022H1，东兴证券经纪业务手续费净收入为 10.05 和 4.06 亿元，近五年经纪业务收入占比保持在 20%左右。其中，股票代理买卖为经纪业务收入主体，2022H1 股票代理买卖收入占经纪业务总收入的

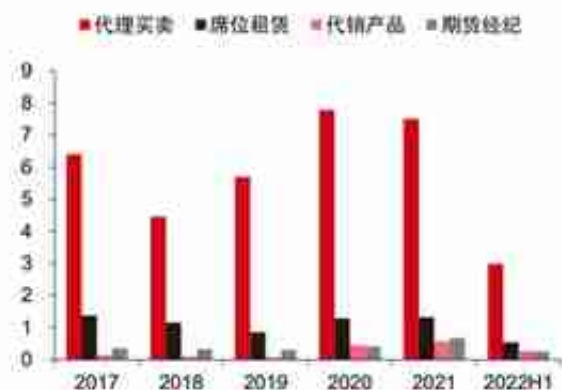
74%。2022H1，东兴证券股票基金代理买卖累计成交金额为 1.43 万亿元，同比下降 1.98%，市场份额 0.57%，较 2021 年下降 0.04 个百分点。

图 21: 东兴证券经纪业务收入及占比 (亿元)



资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 22: 东兴证券经纪业务收入结构 (亿元)



资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 23: 东兴证券利息净收入及占比 (亿元)

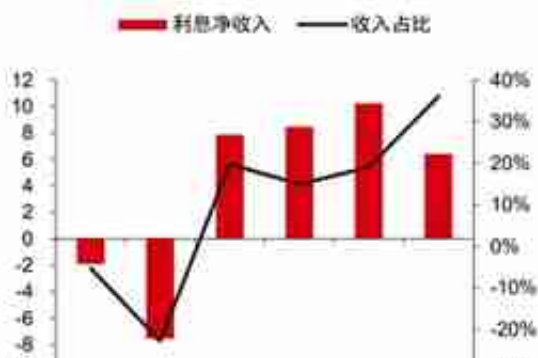
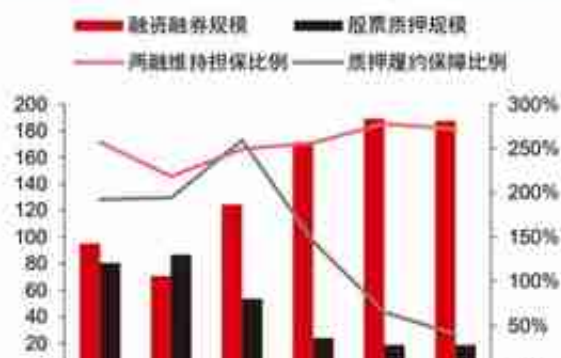


图 24: 东兴证券信用业务规模及风险情况 (亿元)



## 投资银行：IPO 业务发展迅猛，围绕 AMC 体系深化新产业及新业务布局

业务实力领先公司综合排名，IPO 业务发展迅猛。

2022 年上半年，东兴证券实现投资银行业务净收入 5.65 亿元，同比增长 42.08%，行业排名第 14 位，显著领先公司综合排名。

结构层面，2022H1 东兴证券股权承销规模为 92.81 亿元，同比增长 155.67%，承销规模的扩容主要得益于 IPO 业务的较好表现。东兴证券保荐的腾远钴业为 2022H1 创业板市场募资规模最大的 IPO 项目。

债券业务方面，受债券发审政策趋紧、债市结构性资产荒以及城投债融资规模下滑等情况影响，东兴证券债券承销规模较 2021 年同期有一定程度的下降。2022H1



债券融资规模为 95.79 亿元，同比下降 53.32%。

围绕 AMC 体系深化新产业及新业务布局。

东兴证券未来将立足重点行业和区域，注重优质大中型项目的承揽，提升市场影响力，打造具有东兴证券特色的差异化投行品牌。一方面，继续深入推进 IPO 业务，加大对国家战略性新兴产业项目的承揽承做，更加关注信息技术、生物、高端装备制造、新能源等新行业产业，注重优质明星项目的培育和挖掘；另一方面，积极响应国家政策，开发 ESG 债券、产业债券和乡村振兴债券等符合国家政策号召的品种。

同时公司持续加强与中国东方的业务协同，充分整合双方资源，扩大市场占有率，全面提升专业服务能力。

图 27: 东兴证券投资收益及收入占比 (亿元)

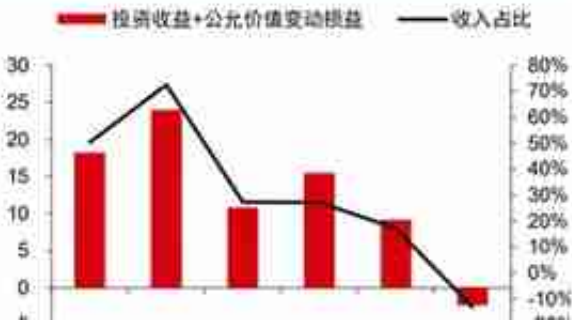
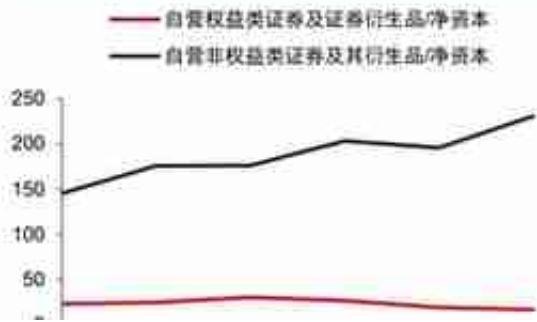


图 28: 东兴证券自营业务资产占净资本比重



### 资管业务：资管规模下滑明显，公募业务贡献有限

券商资管：资管规模下滑较大，积极布局公募牌照。2021 和 2022H1，东兴证券资管业务手续费收入分别为 1.30 和 0.80 亿元，近两年收入占比在 5% 以下。截至 2022H1 末，东兴证券管理资产总规模为 287.28 亿元，较 2021 年末下滑 30.77%。

集合、定向和专项资管规模分别为 110.57、89.22 和 87.49 亿元，其中专项资管规模下降较为明显，较 2021 年末下滑 54.4%。

展望未来，东兴证券提出将力争尽快设立资管子公司并申请公募牌照，实现公私募综合化、集约化经营，以增量业务开拓新发展空间。

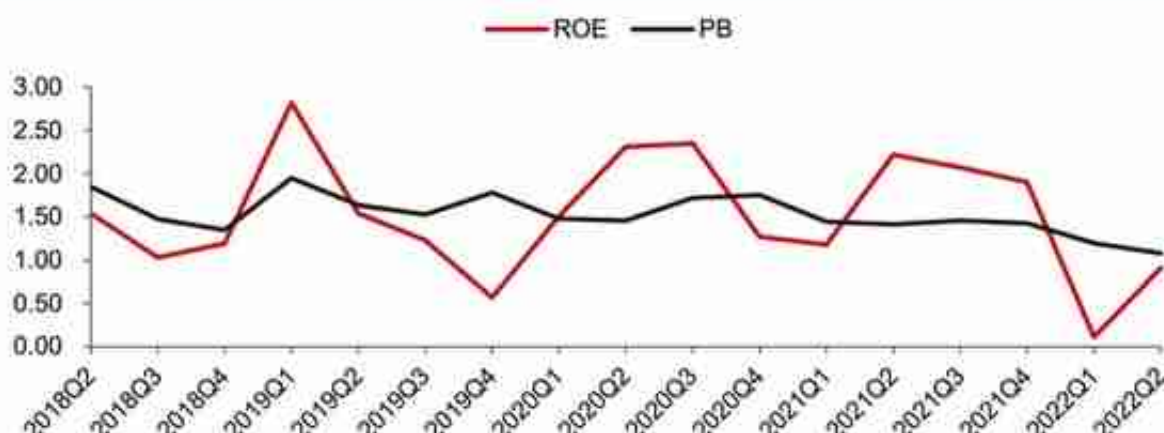
公募业务：管理规模高速扩容，利润贡献不足 1%。东兴证券通过全资子公司东兴基金经营公募基金业务。

截至 2022 年 6 月末，东兴基金公募基金管理总规模为 323.02 亿元，同比增长 432.33%，非货币基金管理规模为 221.13 亿元，同比增长 576.34%。

2022H1 净利润为 203.62 万元，利润贡献率为 0.7%。

东兴基金短期注重明星产品打造，其中东兴兴瑞等基金规模已进入行业同类产品的前 1%；长期注重品牌构筑，提出“绝对收益目标引导，尽量降低业绩波动，追求长期业绩稳定性”原则，着力打造差异化竞争力。

图 31：东兴证券 PB-ROE 对比



可比公司法：

考虑东兴证券的业务发展、净资产规模、业务体量和净利润情况，我们选取华西证券、西部证券、西南证券、国金证券为东兴证券的可比公司。

目前，华西证券 PB 为 0.86 倍，西部证券为 0.97 倍，西南证券为 0.98 倍，国金证券为 0.93 倍。4 家可比券商平均估值约为 0.94 倍 PB，位于 2018 年以来的 0%分位数，估值处于绝对低位。

东兴证券当前 PB 0.92 倍，估值与可比公司平均水平基本持平。

表 2：公司主要财务数据与盈利预测

百万元 (除特殊说明)	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
利润表摘要						资产负债表摘要					
手续费及佣金收入	2,527	2,233	2,282	2,501	2,663	主动性货币资金	2,358	2,965	3,706	5,087	6,656
其中：经纪业务	993	1,005	881	937	997	交易性金融资产	17,917	22,157	17,725	18,612	19,542
投行业务	1,322	1,084	1,230	1,301	1,376	可供出售金融资产	1,677	853	682	546	437
资管业务	203	130	171	197	217	主动性总资产	72,285	79,430	83,269	88,548	89,400
利息净收入	849	1,024	1,402	1,545	1,689	股本	2,758	3,232	3,232	3,232	3,232
总投资收益	1,551	920	204	855	1,167	归属母公司所有者净资产	21,148	26,659	26,802	27,880	28,850
营业收入	5,687	5,375	4,351	5,483	6,154	财务指标					
业务及管理费	2,306	2,401	2,113	2,535	2,915	营业收入增长率	43.13%	-5.48%	-19.07%	26.01%	12.24%
营业利润	1,951	2,003	1,182	1,898	1,762	净利润增长率	26.13%	7.31%	-40.99%	43.74%	3.78%
归属母公司所有者净利润	1,540	1,652	975	1,401	1,454	管理费用率	40.54%	44.66%	48.55%	46.24%	47.37%
每股指标及估值						营业利润率	34.31%	37.27%	27.16%	30.98%	28.63%

报告属于原作者，我们不做任何投资建议！如有侵权，请私信删除，谢谢！

精选报告来自【远瞻智库】