

经纪维持投行进步，补充资本打造金控

■事件：申万宏源 2016 年实现营业收入 147 亿元 (YoY -52%)，归母公司净利润 54 亿元 (YoY -56%)，归母公司净资产 523 亿元 (YoY +4%)。加权平均 ROE 为 10.59% (YoY -16.82pc)，杠杆率升为 3.3 倍。

■经纪业务维持，把握区位优势。

(1) 经纪业务市场份额提升。2016 年公司经纪业务手续费净收入 59 亿元 (YoY -62%)，仍是公司第一大收入来源。根据东方财富 Choice 统计，虽然受市场影响，申万宏源 2016 年全年股基交易额降为 12 万亿元 (YoY -46%)，但得益于公司推行标准化咨询产品签约、开拓网下投资者新股配售业务、探索零售客户的网上投顾服务模式等系列举措，公司股基交易额市场份额提升为 4.37% (YoY +27BP)。

(2) 公司网点布局把握区位优势。截至 2016 年末公司 302 家营业部中 61 家位于上海 (占比 20%)、41 家位于新疆 (占比 14%)，充分把握“一东一西”、“一海一陆”的两个“一带一路”节点城市区域发展红利，推进线上线下双向发展。我们认为公司网点布局的成效将逐步显现，预计 2017 年市场份额将维持在 4.4% 左右，佣金率维持在 0.038% 左右。

(3) 两融业务维持较高市场份额。2016 年公司利息净收入 19 亿元 (YoY -34%)，占营业收入比 13% (YoY +4pc)。公司两融业务受到市场交易萎缩的冲击，截至 2016 年末公司两融余额 (不含孖展融资) 下降至 545 亿元 (YoY -24%)，但市占率维持 5.8% 的较高水平。结合 2017 年一季度两融余额不断回升的表现，预计公司 2017 年两融业务随市复苏，两融余额达到 600 亿元。

■债券承销行业领先，投行业务稳中有进。

(1) 债券承销行业领先，股权承销成长快。2016 年投行业务实现收入 21 亿元 (YoY +26%)。公司债券承销业务行业领先，2016 年主承销债券 81 家 (YoY +50%)，规模 773 亿元 (YoY +14%)，行业排名维持第 2。股权承销业务成长较快，公司主承销 IPO 11 家 (YoY +83%)，承销规模 70 亿元 (YoY +138%)，再融资 17 家 (YoY +55%)，承销规模 202 亿元 (YoY +83%)，股票主承销家数前进 5 位至第 9 名。

(2) 投行业务稳中有进。根据 Wind 统计，截至 2017 年 3 月 27 日公司主承销 IPO 项目 6 个；根据证监会统计，截至 2017 年 3 月 23 日公司 IPO 排队项目 18 个，项目储备较为充足。综合考虑已发行 IPO 数和排队数，我们预计 2017 年公司 IPO 承销规模 46 亿元左右；受再融资受新规影响，公司 2017 年再融资承销规模降至 156 亿元左右，债券承销基本持平。

■自营做市行业领先，资管业务积极转型。

(1) 自营做市行业领先。2016 年受市场震荡影响，投资净收益降为 39 亿元 (YoY -45%)，公允价值变动净亏损 10 亿元，成为业绩下降的主因。公司固定收益类投资权益类投资通过多种衍生品交易增厚收益；权益投资加强风险管理的精细化水平；“新三板”做市业务继续保持行业领先地位，全年执业质量并列行业第 1。2017 年年初至今股票和债券投资收益率整体保持平稳，有助于稳定自营业绩。

(2) 资管业务积极转型。2016 年公司资管业务规模 6870 亿元，基本与 2015 年持平；受托资产管理业务净收入 13 亿元 (YoY -18%)，行业排名第 4，占营业收入比 12% (YoY +4pc)。公司将财富管理作为未来发展方向，推进资产管理业务积极转型，通过大力拓展委外业务提升主动管理能力，全年委外业务受托资金规模近千亿元，主动管理业务规模升至 1837 亿元。预计 2017 年资管业务规模 8232 亿元。

■拟定增补充资本，打造金融全产业链。申万宏源以证券业务为基础，积极吸纳证券行业外的其他金融业务，力争建成金融全牌照的投资控股集团和中投旗下金融资产证券化的重要平台，建设以资本市场为依托的投资与金融全产业链。公司于 2017 年 1 月发布 190 亿元的定增方案 (还需经过证监会审核通过)，其中 140 亿元用于向申万宏源证券及子公司申万宏源西部进行增资，50 亿元用于补充申万宏源产业投资等 4 家子公司的资本金和运营资金。定增若能顺利完成，将有助于公司加强母公司资本实力，拓展实业投资、产业并购和多元金融布局，促进公司多项业务协同共进，进一步提升公司业绩。

■投资建议：买入-A 投资评级。我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 为 0.32 元、0.38 元和 0.42 元，6 个月目标价 7.56 元。

■风险提示：市场交易量大幅萎缩、宏观经济下行、信用违约风险。

摘要(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	30463	14720	16855	19154	21085
净利润	12428	5528	6503	7549	8459
每股收益(元)	0.84	0.28	0.32	0.38	0.42
每股净资产(元)	3.49	2.70	3.88	4.59	5.19
盈利和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	7.45	22.60	19.22	16.55	14.77
市净率(倍)	1.78	2.31	1.61	1.36	1.20
净利润率	40.80%	37.56%	38.58%	39.41%	40.12%
净资产收益率	23.96%	10.22%	8.36%	8.20%	8.13%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 买入-A

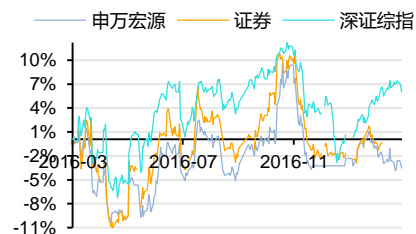
维持评级

6 个月目标价：7.56 元
股价 (2017-03-29) 6.23 元

交易数据

总市值 (百万元)	124,952.65
流通市值 (百万元)	44,726.28
总股本 (百万股)	20,056.61
流通股本 (百万股)	7,179.18
12 个月价格区间	6.13/9.00 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.04	-3.02	-12.63
绝对收益	-2.5	-0.32	-2.91

赵湘怀

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515060004
zhaoxh3@essence.com.cn
021-35082987

贺明之

报告联系人

hemz@essence.com.cn
021-35082968

相关报告

申万宏源：经纪业务占比提升，金控平台进展顺利 2016-08-29

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	损益表 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
总资产	333,569	275,489	311,523	351,022	386,117	营业收入	30,463	14,720	16,855	19,154	21,085
客户资金存款	112,888	74,870	82,357	92,240	101,464	手续费及佣金净收入	19,880	9,903	11,765	12,714	13,605
自有货币资金	27,849	23,260	25,586	28,656	31,522	其中:代理买卖证券业务净收入	15,675	5,897	7,504	7,713	8,183
客户备付金	17,397	11,726	12,899	14,447	15,892	证券承销业务净收入	1,678	2,115	2,220	2,440	2,559
自有结算备付金	2,114	1,706	1,877	2,102	2,312	资产管理业务收入	2,352	1,804	1,953	2,463	2,751
融出资金	71,419	55,869	61,456	67,602	74,362	利息净收入	2,840	1,867	1,996	2,576	3,015
交易性金融资产	57,452	34,936	40,177	46,203	50,824	投资净收益	7,134	3,902	3,138	3,908	4,573
衍生金融资产	25	6	7	8	8	公允价值变动收益	486	-1,018	-105	-119	-189
买入返售金融资产	2,827	17,732	20,392	23,450	25,796	汇兑收益	16	11	6	8	10
可供出售金融资产	28,023	40,595	46,684	53,687	59,055	其他业务收入	107	54	55	66	70
持有至到期投资	72	-	-	-	-	营业支出	12,966	8,483	9,417	10,512	11,402
其他资产合计	13,503	14,788	20,088	22,627	24,882	营业税金及附加	1,937	425	486	553	609
总负债	281,704	221,416	233,698	258,937	282,092	管理费用	10,844	7,598	8,764	9,768	10,542
应付短期融资款	24,357	3,212	3,854	4,432	4,875	资产减值损失	114	451	137	156	215
交易性金融负债	-	1,054	1,160	1,276	1,339	其他业务成本	71	10	29	35	36
衍生金融负债	31	20	22	24	25	营业利润	17,496	6,237	7,438	8,642	9,683
卖出回购金融资产款	65,141	34,778	38,256	42,081	44,185	加:营业外收入	67	173	86	93	104
代理买卖证券款	132,781	89,704	103,160	118,634	130,497	减:营业外支出	17	24	13	15	17
应付职工薪酬	5,651	4,989	3,547	3,930	4,282	利润总额	17,547	6,385	7,511	8,720	9,771
应付债券	26,188	62,330	65,446	68,719	75,591	减:所得税费用	5,118	857	1,008	1,170	1,311
其他负债合计	27,555	25,329	18,253	19,841	21,297	净利润	12,428	5,528	6,503	7,549	8,459
所有者权益	51,866	54,073	77,825	92,086	104,025	减:少数股东损益	274	119	140	163	182
股本	14,857	20,057	20,057	20,057	20,057	归母公司净利润	12,154	5,409	6,362	7,387	8,277
少数股东权益	1,631	1,768	2,703	3,199	3,613	每股及估值指标					
归母公司净资产	50,234	52,305	75,121	88,887	100,412	每股盈利(元)	0.84	0.28	0.32	0.38	0.42
ROAE	27.41%	10.78%	9.86%	8.89%	8.63%	每股净资产(元)	3.49	2.70	3.88	4.59	5.19
ROAA	5.25%	1.82%	2.22%	2.28%	2.30%	市盈率(倍)	7.45	22.60	19.22	16.55	14.77
杠杆率(倍)	3.74	3.30	2.52	2.35	2.29	市净率(倍)	1.78	2.31	1.61	1.36	1.20

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

赵湘怀声明，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	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@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
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@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