

公司研究/首次覆盖

2017年06月27日

非银行金融/证券 II

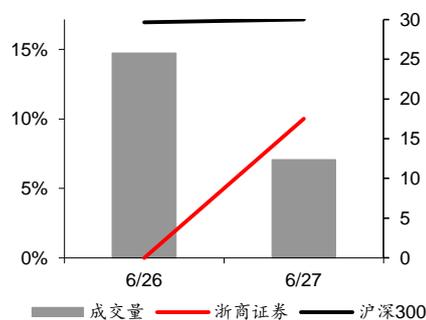
投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 13.39
合理价格区间(元): 13.5-16.5

沈娟 执业证书编号: S0570514040002
研究员 0755-23952763
shenjuan@htsc.com

彭文 0755-82125173
联系人 pengwen@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

践行浙商文化，传承创业创新

浙商证券(601878)

多年耕耘实力逐步提升，A股上市助推新发展

浙商证券是长三角南翼地区重要的财富管理机构，参控股多家金融机构，形成“证券+期货+基金+资管+创投”的金融产业布局，为客户提供全方位、多层次、宽领域的综合投融资服务和产品。自2002年成立以来，公司经过多年耕耘综合实力逐步提升，资本规模及业务实力位居行业中上游。此次公司发行3.3亿股A股股票，按照8.45元/股的发行价格募集资金约28亿元。上市将帮助公司解除资金束缚，打开各项业务空间，助推公司业务的转型升级，实现跨越式发展。

深耕江浙布局全国，交投集团旗下唯一金融平台

公司扎根浙江省，牢牢把握区域内发达的经济背景和资本市场带来的区域优势。浙江省2016年GDP增速显著高于国内平均；且民间资本较为活跃，为公司投融资业务提供了良好的发展平台。公司实际控制人交投集团属于浙江省国资委下属资产，优享股东业务及客户资源。公司作为交投集团旗下唯一的金融上市平台，有望以交投集团实业作为根基，推动形成产融协同。浙商证券坚持多元化发展道路，覆盖证券、投资、实业、资管、交易等多个板块。公司证券业务结构较为均衡，实现风险分散。

经纪线上线下双轮驱动，期货创新业务渐成看点

经纪业务线下加强增值服务，丰富产品线，大力培育投顾队伍，实现向财富管理转型。线上强化互联网金融实力，同时加大第三方互联网平台的引流力度，进一步扩大客户范围。公司市占率自2014年开始逐年提升，佣金率低于行业平均水平，未来进一步下滑空间有限。传统期货业务受市场竞争加剧等原因，近年来市占率有所下滑。但浙商期货资管业务及对冲业务近年来发展迅速，业务规模及营收水平大幅提升，渐成看点。

资管业务特色发展，两融业务排名靠前

浙商资管于2014年获得公募基金牌照，近年来产品线逐步丰富。公司推出“聚金汇银”系列产品线，下设多个子品牌以满足不同风险偏好投资人的需求。公司创新能力位于行业前列，率先发行多只创新型产品，提升资管业务整体实力。2014、2015年公司受托客户资产管理业务净收入排名均位列行业第15，竞争优势较为明显。两融业务自2012年开展以来实现较快发展，2016年末业务规模排名行业第28。公司实行较为严格的合规管理机制，实现业务风险可控。

江浙区域资源优势+高弹性优势，首次覆盖给予增持评级

公司深耕江浙区域，拥有较强的品牌优势及客户资源。此次募集资金到位后将打开各业务发展空间。预计2017-19年归属母公司净利润分别10.8亿元、12.1亿元和13.8亿元，发行完成后预计净资产规模126亿元。参考可比券商估值，并结合新股+高流动性给予一定溢价，给予2017年PE为40-50倍，PB约3.5-4.5倍。结合PE、PB综合比较，预计合理市值440亿元-550亿元，目标价13.5-16.5元。

风险提示：市场波动风险，业务发展不如预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	3,333
流通A股(百万股)	333.33
52周内股价区间(元)	12.17-13.39
总市值(百万元)	44,633
总资产(百万元)	54,658
每股净资产(元)	2.95

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6,189	4,595	4,417	4,881	5,362
+/-%	91.79	(25.76)	(3.88)	10.51	9.85
归属母公司净利润(百万元)	1,834	1,241	1,078	1,213	1,378
+/-%	144.52	(32.36)	(13.09)	12.48	13.57
EPS(元, 最新摊薄)	0.61	0.41	0.34	0.38	0.43
PE(倍)	22	33	40	35	31

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

上市助推新发展.....	4
深耕江浙区域，特色业务模式.....	6
深耕江浙布局全国，区位优势显著.....	6
交投集团旗下唯一金融平台，推动打造产融协同.....	6
业务特色化发展，打造金融控股平台.....	7
业务稳健发展，特色鲜明.....	8
经纪业务：财富管理+互联网双轮驱动，合理控制成本.....	8
期货业务：传统业务调整加剧，创新业务渐成看点.....	9
资产管理业务：创新发展，丰富产品线.....	10
投资银行业务：发展迅速，空间广阔.....	11
资本中介业务：业务排名靠前，风险机制完善.....	11
投资业务：固收类投资为主.....	12
监管规范利于行业长期发展.....	13
盈利预测与估值.....	14

图表目录

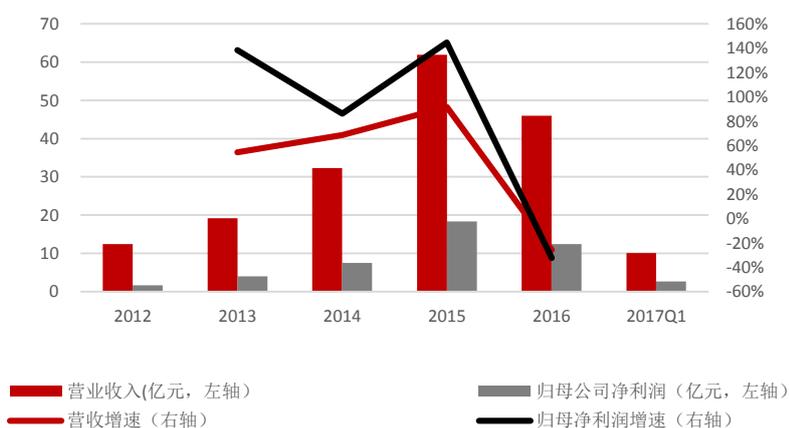
图表 1: 浙商证券营业收入及净利润情况.....	4
图表 2: 公司综合排名.....	4
图表 3: 浙商证券前十大股东发行前后持股情况.....	5
图表 4: 浙江省历史 GDP (单位: 亿元)	6
图表 5: 浙商证券业务布局	7
图表 6: 浙商证券佣金率与市场平均佣金率水平.....	8
图表 7: 浙商证券经纪业务股票市场份额.....	8
图表 8: 浙商期货与市场平均佣金率水平.....	9
图表 9: 浙商期货成交金额及市场份额	9
图表 10: 浙商期货资管业务发行规模和运行规模	9
图表 11: 浙商期货资产管理业务损益情况.....	9
图表 12: 浙期实业营收情况	10
图表 13: 浙商资管业务受托资金损益情况.....	11
图表 14: 浙商证券投资银行股票承销业务表现	11
图表 15: 浙商证券投资银行债券承销业务表现	11
图表 16: 浙商证券融资融券业务规模.....	12
图表 17: 浙商证券质押式回购业务情况	12
图表 18: 自营业务股票市场指标表现.....	12
图表 19: 自营业务固定收益产品指标表现.....	12
图表 20: 券商指数市盈率 (TTM)、市净率 (LF) 情况.....	13
图表 21: 浙商证券盈利预测表.....	14
图表 22: A 股主要中小型上市券商估值情况	14

上市助推新发展

浙商证券前身为金信证券，成立于2002年5月9日，2006年更名为“浙商证券有限责任公司”，2012年变更为股份有限公司，改名为“浙商证券股份有限公司”，总部位于浙江省杭州市，注册资本30亿元。截至2016年底公司净资本规模为70.57亿元。浙商证券是长三角南翼地区的重要财富管理机构，全资控股浙商期货有限公司、浙江浙商资本管理有限公司和浙江浙商证券资产管理有限公司，主发起设立浙商基金管理有限公司，形成“证券+期货+基金+资管+创投”的金融产业布局，为客户提供全方位、多层次、宽领域的综合投融资服务和产品。公司主要业务包括证券经纪、投资银行、资产管理、财务顾问、投资咨询、证券自营、期货业务、直接投资、融资融券等，其中，资产管理、证券经纪、期货经纪等业务已跻身行业中上游。

浙商证券经过多年耕耘，综合实力逐步提高。2016年公司实现营业收入46亿元，实现规模净利润12.4亿元，同比分别-26%和-32%，变动幅度远优于行业平均。根据证券业协会公布的母公司口径排名数据，截至2015年末，公司总资产位列行业第30位，较2013年水平有较大幅度提升。净资产位列行业第50位，净资本位列行业第49位。2015年营业收入及净利润分别排名行业第35位和第40位。

图表1：浙商证券营业收入及净利润情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：公司综合排名

项目	2015	2014	2013
净资产	50	42	38
净资本	49	42	44
总资产	30	31	46
营业收入	35	40	33
净利润	40	48	37
代理买卖证券业务净收入	19	23	28
承销与保荐业务净收入	24	36	34
受托资产管理业务净收入	23	15	16
证券投资收入	54	71	-
融资融券业务收入	27	24	22

资料来源：证券业协会，华泰证券研究所

本次公司发行 3.3 亿股 A 股股票，占发行后公司总股本的 10%。按照 8.45 元/股的发行价格，募集资金约 28 亿元。发行前上三高速持有公司 21.2 亿股股份，占公司总股本的 70.83%，是公司的控股股东。沪杭甬持有上三高速 73.63% 股权，为上三高速的控股股东。交投集团通过持有沪杭甬 66.99% 股份成为公司实际控制人。本次发行后上三高速的持股比例下降到 60.71%，仍为公司的绝对控股股东。

上三高速承诺自浙商证券 A 股股票在证券交易所上市交易之日起 36 个月内，不转让或者委托他人管理其在本次发行前持有的浙商证券股份，也不由浙商证券回购这些股份。且浙商证券上市后 6 个月内如股票连续 20 个交易日的收盘价低于发行价，或者上市后 6 个月期末收盘价低于发行价，上三高速持有的浙商证券股票的锁定期自动延长 6 个月。同时上三高速于锁定期届满时起两年内进行股份减持时，每年减持股份数量不超过浙商证券股份总数的 5%。其他股东西子联合、义务市裕中投资等所持股份锁定期为 12 个月。

图表3：浙商证券前十大股东发行前后持股情况

股东名称	股份类别	发行前持股比例	发行后持股比例	锁定期
浙江上三高速公路有限公司	国家股	70.83%	60.71%	36 个月
西子联合控股有限公司	境内法人股	4.87%	4.18%	12 个月
义乌市裕中投资有限公司	境内法人股	4.80%	4.11%	12 个月
台州市金融投资有限责任公司	国家股	3.85%	3.23%	12 个月
浙江裕隆实业股份有限公司	境内法人股	3.65%	3.13%	12 个月
振东集团有限公司	境内法人股	2.13%	1.83%	12 个月
浙江中义集团有限公司	境内法人股	2.00%	1.71%	12 个月
西藏朴仁济创业投资有限公司	境内法人股	1.26%	1.08%	12 个月
兰州新兴热力有限公司	境内法人股	1.25%	1.07%	12 个月
浙江和信投资管理有限公司	境内法人股	1.16%	0.99%	12 个月
合计		95.81%	82.05%	12 个月

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

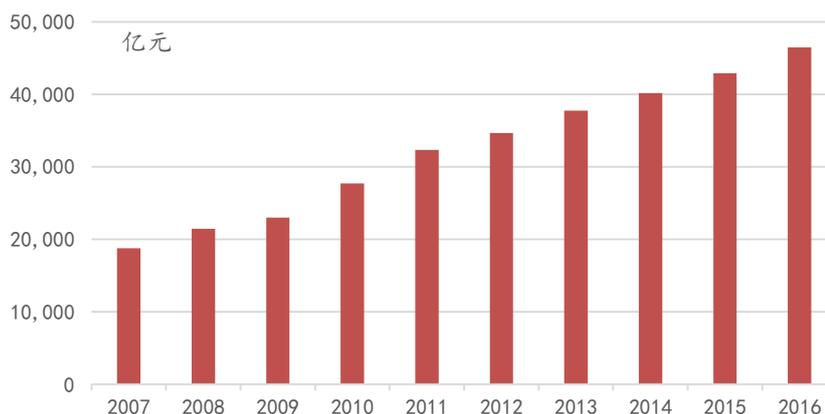
深耕江浙区域，特色业务模式

深耕江浙布局全国，区位优势显著

浙江省经济基础良好，民营资本活跃，区域优势显著。浙江省是国内经济最为发达的省份之一。2016年浙江省实现生产总值4.65万亿元，全国排名第四，同比增长7.50%，高于国内总体GDP增速。浙江省民间资本较为活跃，是全国优质中小企业和高净值人群聚集地之一，为公司投资和融资业务的开展提供了良好的发展平台。截至2016年底，浙江省拥有在册市场主体528.6万户。其中，全省拥有在册企业175.5万户，在册个体工商户383.5万户，市场主体总量居全国第四，人均市场主体拥有量居全国第一。

公司扎根浙江省，牢牢把握区域内发达的经济背景和资本市场带来的区域优势。对各项业务进行了针对性布局，在浙江省内形成了较强的竞争优势。公司在浙江省内拥有62家营业网点，覆盖省内所有地市和主要发达县镇。投行业务方面，2016年公司完成10单浙江省内上市公司再融资项目，及多单浙江省内中小企业私募债项目。为更好的服务浙江省内中小企业，公司参股浙江股交中心，2016年共推荐9家企业在浙江股交中心实现挂牌交易。依托浙江省良好的经济基础及活跃的民营资本市场，近年来公司资产管理规模及融资融券余额也实现了快速增长。

图表4：浙江省历史GDP（单位：亿元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

深耕江浙区域，布局全国，形成全国性的财富管理布局网络。公司近年来积极扩大分支机构规模和覆盖范围，截至2016年末公司在全国范围内设有100多家分支机构，其中浙江省62家；浙江省外地区38家，覆盖中国三大经济区--珠三角、长三角和环渤海地区，在全国21个经济最活跃的省份打下了综合性投融资服务的基石。健康繁荣的经济为公司带来业务机会，形成全国性财富管理网络布局。截至目前，“立足浙江，深耕长三角，拓展长江沿线，择机环渤海和珠三角”的战略布局已基本形成。

交投集团旗下唯一金融平台，推动打造产融协同

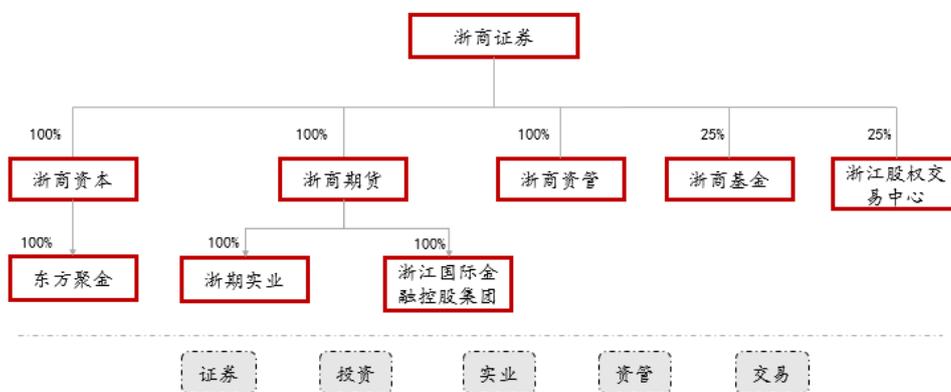
实际控制人交投集团属浙江省国资委下属资产。浙江省交通投资集团有限公司（交投集团）是根据浙江省人民政府要求，以原浙江省高等级公路投资有限公司为主体，吸纳浙江省交通厅其他4家所属企业组建而成的省级交通类国有资产运营机构。交投集团通过持有沪杭甬66.99%股份间接控股浙商证券，为公司实际控制人。浙江省国资委代表浙江省人民政府行使出资人的职能，对交投集团实行国有资产授权经营，并由交投集团对其下属参、控股企业实施统一管理。

交投集团旗下唯一金融上市平台，以交投集团实业为根基，推动产融结合协同。产融协同包括一般性协同、互为客户、共享上下游客户和建立行业专长。1) 一般性协同，通过品牌、资本、政府关系、企业关系、领导力、人才等方面的资源贡献，发挥交投集团作为产业集团的规模效应。2) 互为客户，交投集团及浙江省国资委下属企业与集团其他子公司之间建立直接客户关系。3) 共享上下游客户，通过供应链金融等方式服务交投集团其他板块上下游企业，进一步交叉销售至上下游企业的存款、现金管理、个人信贷等服务。4) 建立行业专长，利用集团实业的行业资源，建立覆盖各产业领域的金融服务体系，为产业客户提供从融资、支付、结算到投资等支持的全方位服务，获取专业化、行业化服务能力。

业务特色化发展，打造金融控股平台

浙商证券坚持多元化发展的道路，从事业务包括经纪业务、期货业务、投资银行业务、融资融券等证券信用业务、研究业务和自营业务。下属子公司有浙商资本、浙商资管、浙商实业、东方聚金、浙商期货。

图表5：浙商证券业务布局



资料来源：公司招股说明书、华泰证券研究所

公司业务多元发展，结构均衡。2016年经纪业务占总体营收比重仅29.7%，期货业务占比28.4%，与经纪业务一同形成公司主要营收来源。除2015年受牛市影响证券经纪业务取得相对高营收外，公司各主要业务均保持均衡发展。业务多元发展保证公司风险分散到不同领域，不易因单个领域剧烈变化而受过大影响，实现风险可控。

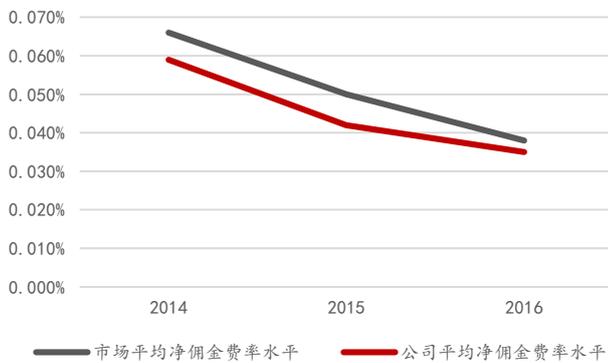
业务稳健发展，特色鲜明

经纪业务：财富管理+互联网双轮驱动，合理控制成本

经纪佣金率略低于行业平均水平，未来继续下滑压力有限。经纪业务是公司最重要的业务之一，截至2016年底公司共有107家分支机构，其中浙江省62家，覆盖浙江省所有地市；浙江省外地区38家，覆盖北京、天津、上海、重庆、深圳、广州、济南、南京、厦门、福州等国内主要城市。凭借营业网点的合理布局、高素质的团队建设和全面的服务体系，公司的经纪业务实现稳定发展，2014和2015年代理买卖证券业务净收入(合并口径)排名分别为23和19名，保持在行业中位数以上。

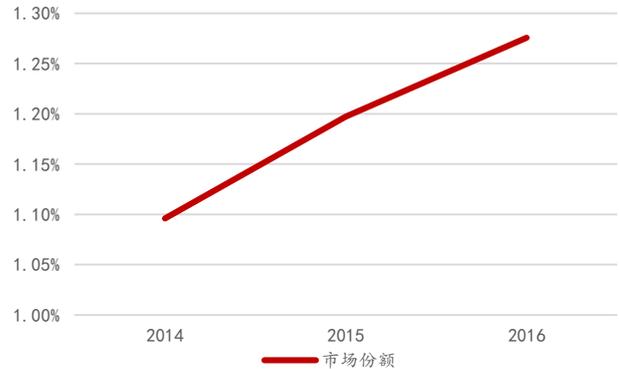
2016年公司经纪业务收入13.7亿元，占总营业收入比重30%。浙江省作为国内经济和资本市场最为发达的区域之一，省内经纪业务竞争激烈，因此公司采取具有竞争力的费率巩固市场占有率。2016年公司平均股基佣金率为0.035%，略低于市场0.038%的水平，未来进一步下降的压力有限。

图表6：浙商证券佣金率与市场平均佣金率水平



资料来源：公司招股说明书、华泰证券研究所

图表7：浙商证券经纪业务股票市场份额



资料来源：公司招股说明书、华泰证券研究所

加强增值服务，向财富管理转型。公司通过深化投资顾问等收费性服务，丰富公司产品线。大力培育投资顾问队伍，加快发展一对一的个性化协议服务，将营业部建设成为当地的财富管理中心。公司将整体客户按五级分类，并向不同客户提供差异化的佣金套餐，以满足不同客户的需求。推出“财富慧金”品牌服务，为客户提供自助解决方案、一站式解决方案、全套解决方案和个性化全套解决方案，基本覆盖了所有层次的客户需求。公司还为高净值客户特别推出了“慧金沙龙”投资交流平台，向其传递研究成果，解读专业投资技能。通过财富管理转型公司有效提升客户粘性，2016年公司股票交易市场份额从2014年的1.1%提升至1.28%。

强化互联网金融实力，推动业务互联网化。公司将呼叫中心团队、投资顾问团队、互联网营销团队、业务办理互联网化团队全部整合至互联网金融部，使互联网金融部成为具有后台业务运行支持、基础客户服务内容、业务互联网实现、互联网营销服务综合能力的业务部门。利用公司完整的互联网金融业务体系，积极推进业务办理互联网化、产品销售互联网化及用户服务互联网化，开发上线互联网业务、销售及服务平台，实现互联网途径上对客户的全面服务；同时通过第三方互联网平台进一步加强渠道引流，创新与传统渠道如银行等渠道合作模式，线上线下结合，实现优势互补，进一步扩大客户基础。

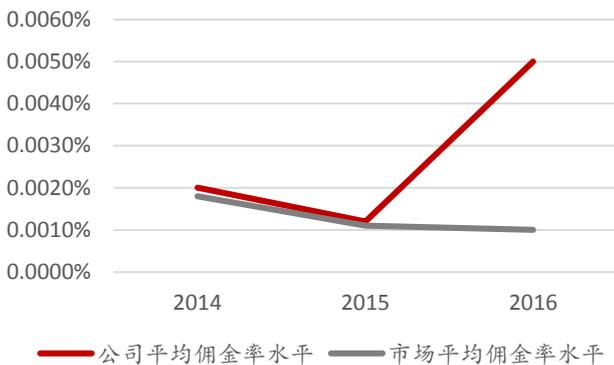
合理配置网点，降低经营成本。公司以长三角、珠三角等东南沿海经济发达地区作为新业务的发展重点，并根据各地市场体量和业务经营模式将分支机构划分为标I、标II、标III、小微四类，对各类分支机构进行标准化成本设定，针对不同地区的市场体量和特点配置相应模式的分支机构，力争以最低的成本进行经纪业务开拓。

期货业务：传统业务调整加剧，创新业务渐成看点

市场竞争加剧，传统期货业务面临转型。公司通过控股子公司浙商期货为客户提供期货经纪、期货投资咨询和资产管理服务。2013年浙商期货设立了全资子公司浙期实业，从事仓单服务、合作套保、第三方风险管理、定价服务和基差交易业务。另外浙商期货通过全资子公司浙商国际金融控股在香港市场开展期货合约交易、期货合约咨询等业务，目前尚处于业务拓展期。金融期货业务2016年成交金额达到4.2万亿元，市场占有率1.07%，受部分客户获得中国金融期货交易所结算会员资格使得对浙商期货代理结算需求下降以及市场竞争加剧的影响，浙商期货2014年以来成交金额市场占有率有所下降。2016年浙商期货总资产规模68亿元，净资产规模12.7亿元；实现手续费收入13亿元，同比增长7%。

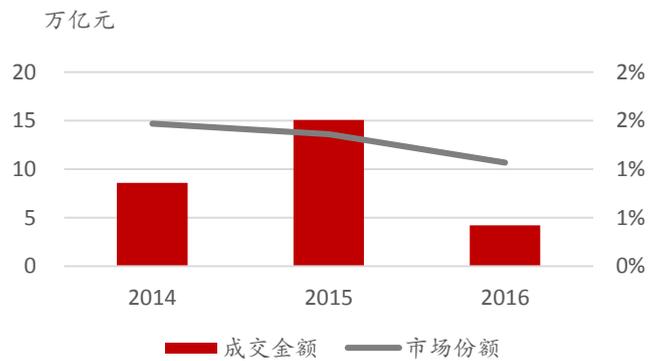
佣金率受业务结构调整有较大波动，未来有进一步下行压力，2016年公司期货业务平均佣金率0.005%，较2015年有较大幅度提升，主要由于股指期货相关政策调整，公司金融期货经纪业务急剧萎缩，而商品期货佣金费率较金融期货经纪业务费率更高，因此平均佣金费率水平大幅提升。预计2017年期货市场竞争将持续加剧，同时受互联网金融影响，佣金费率有进一步下行的压力，公司期货业务面临转型以取得更大市场份额。

图表8：浙商期货与市场平均佣金率水平



资料来源：公司招股说明书、华泰证券研究所

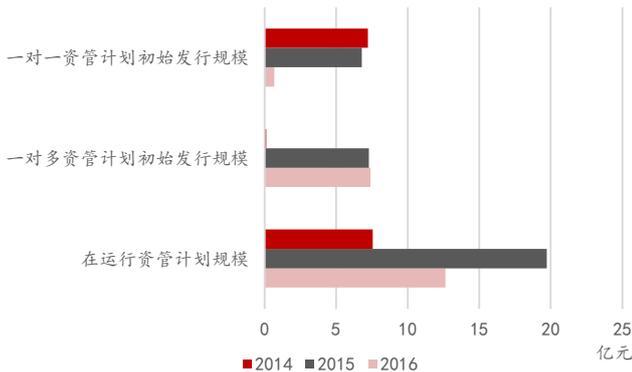
图表9：浙商期货成交金额及市场份额



资料来源：公司招股说明书、华泰证券研究所

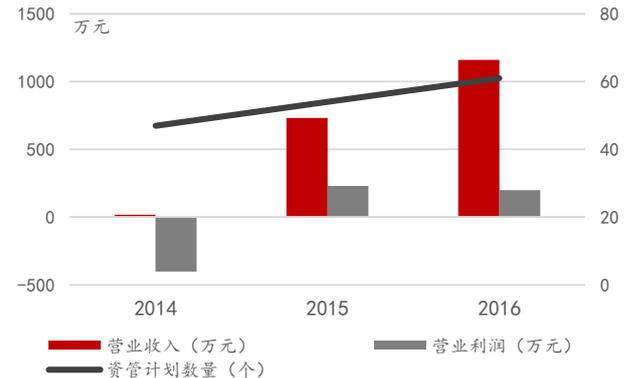
“一对一”向“一对多”转型，期货资管业务渐成亮点。浙商期货于2012年底开展“一对一”资产管理业务，监管政策放开后2014年底开展“一对多”的资产管理业务，大幅提升了资管业务的收入和利润。2016年公司发行一对一资产管理计划14个，初始发行规模为0.67亿元；发行一对多资产管理计划40个，初始发行规模7.40亿元。截至2016年底，浙商期货在运行资产管理计划为61个，运行规模为12.7亿元，其中9个产品业绩排名位于同类产品的前50%，5个产品业绩排名位于同类产品的前25%。

图表10：浙商期货资管业务发行规模和运行规模



资料来源：公司招股说明书、华泰证券研究所

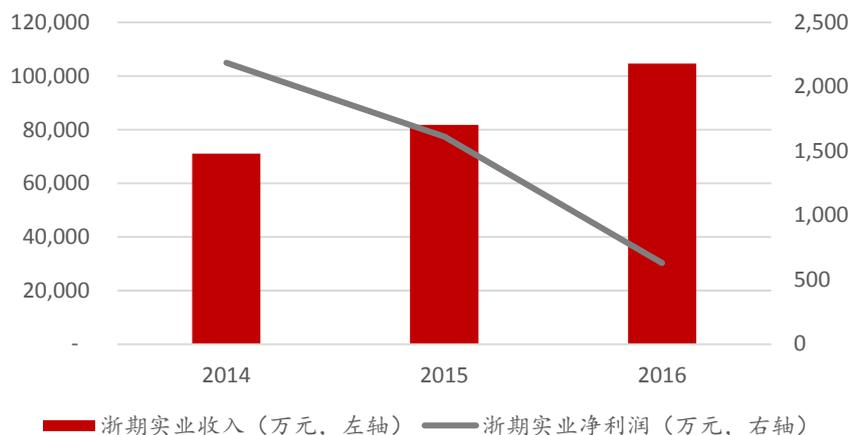
图表11：浙商期货资产管理业务损益情况



资料来源：公司招股说明书、华泰证券研究所

对冲业务多向发展，严格把控风险。浙期实业自2013年起陆续开展了仓单服务、合作套保、第三方风险管理、定价服务和基差交易等业务，其中仓单服务为浙期实业目前主要开展的业务。浙期实业注重把控业务风险，交易过程中在不约定销售的情况下，均通过期货市场进行全额对冲交易，保证风险可控。在开展仓单服务、合作套保业务的过程中对每一份合同均实行报备制度，付款前需经过业务人员逐级授权，货物购入及售出均有专人管理，并每日编制库存报表。此外，浙期实业建立了客户筛选制度，并遵守不进行单边交易的交易纪律。多重制度下，浙期实业得以实现对风险严格把控。浙期实业设立以来，业务迅速发展，商品销售收入大幅增加，2016年达10亿元。但由于对冲因素存在整体利润规模较小，2016年为630万元，净利润对期货业务整体损益影响较小。

图表12：浙期实业营收情况



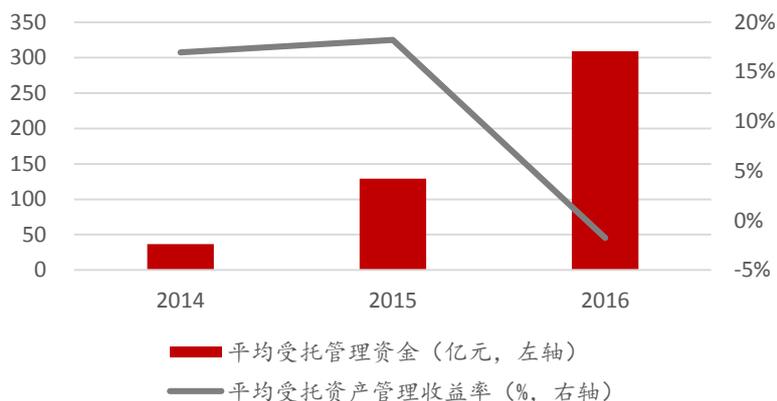
资料来源：公司招股说明书、华泰证券研究所

资产管理业务：创新发展，丰富产品线

特色资管业务，产品线逐步丰富，理财业务个性化。浙商资管成立于2013年，并于2014年8月获得公募基金牌照。近年来随着业务的发展产品线逐步丰富。公司推出了“聚金汇银”系列产品线，下设“聚金”、“汇金”、“聚银”、“金惠”等子品牌，以满足不同风险偏好的投资人需求。大集合资管产品主要对接大众客户理财需求，在风险可控的基础上追求资产长期稳定增值；小集合资管产品以高净值客户需求为核心，产品设计和投资管理较为灵活，致力于为投资者创造超额收益。截至2016年末公司集合资产管理计划146个，受托管理资金规模为457亿元。定向资产管理计划187个，受托资产管理规模889亿元。浙商资管于2014年12月募集首只公募基金产品，截至2016年末公募基金产品6个，受托管理资金规模为17亿元。2014、2015年公司受托客户资产管理业务净收入排名均位列行业第15，竞争优势较为明显。

创新资管产品，多样平台式资管。公司产品创新能力位于行业前列，于2010年成功发行了公司第一单定向股指期货期货现套利产品，并积极构建平台式资产管理业务，覆盖类信托、类资产证券化、类银行等领域。截至2016年底公司平台式资产管理业务受托资金管理规模835亿元，通过多样化的产品开发空间将有利于提升公司资产管理业务整体实力。另外公司通过参股的浙商基金开展基金业务，截至2016年末基金产品14个，规模115亿元。

图表13： 浙商资管业务受托资金损益情况



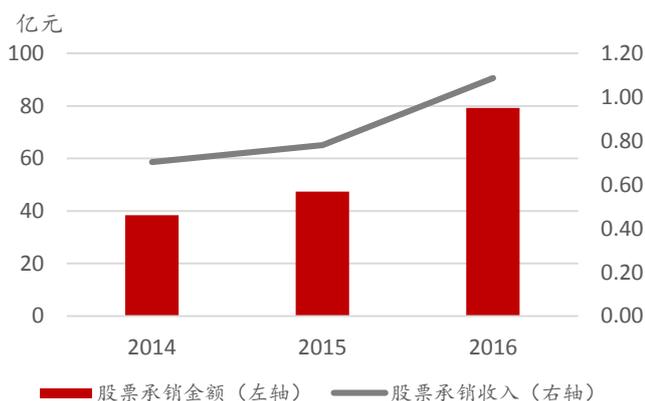
资料来源：公司招股说明书、华泰证券研究所

投资银行业务：发展迅速，空间广阔

公司投资银行业务主要包括证券承销与保荐业务、财务顾问业务及场外市场业务等。2016年股票承销金额达到79亿元，同比增长67.17%，其中IPO和再融资分别为18亿元和77亿元。承销收入达到1.1亿元，同比增长39.20%，实现较快发展。目前公司IPO在会项目3家，受益于资本市场改革的持续深化、新股发行常态化，未来IPO业务有较大发展空间，投行业务有望保持较高增速。

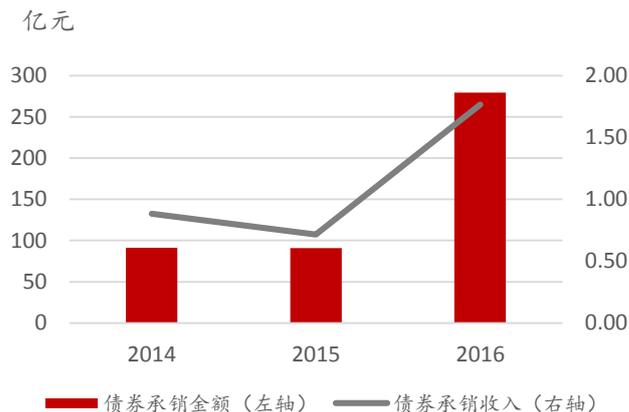
公司债券承销业务具备良好的市场信誉和一定的经济效益，公司作为国内首批具有中小企业私募债承销资格的证券公司，自业务开展以来已与多家企业签订了中小企业私募债的承销协议。2016年公司债券承销规模合计279亿元，同比+207%。实现债券承销收入1.76亿元，同比+148%。2016年公司实现新三板挂牌123家，推荐浙江股交中心挂牌9家。浙江省中小企业数量较多，为公司中小企业融资类业务提供了广阔的空间。

图表14： 浙商证券投资银行股票承销业务表现



资料来源：公司招股说明书、华泰证券研究所

图表15： 浙商证券投资银行债券承销业务表现



资料来源：公司招股说明书、华泰证券研究所

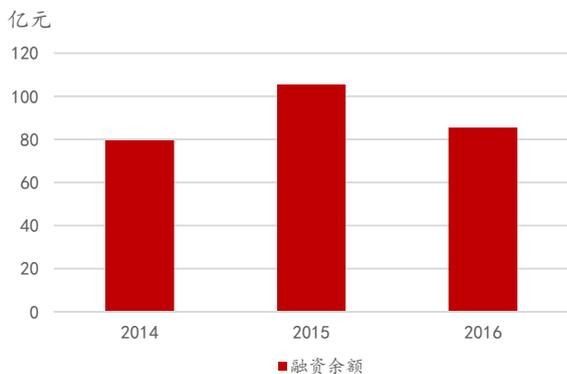
资本中介业务：业务排名靠前，风险机制完善

两融业务排名靠前，实行较为严格的风控管理。公司自2012年开展融资融券业务以来，受市场环境等因素影响业务实现较快发展。2016年末公司融资融券余额79.5亿元，排名行业第28。公司实行较为严格的风险管控机制，建立了由营业部初审、公司总部复审的融资融券审批业务流程；其中营业部实行融资融券专员、运保部经理、总经理三岗审核；

总部实行审核、复审岗分离原则。授信额度审批采取分级授权方式进行，大额审批需另外报备公司分管领导或公司融资融券业务管理委员会审批。

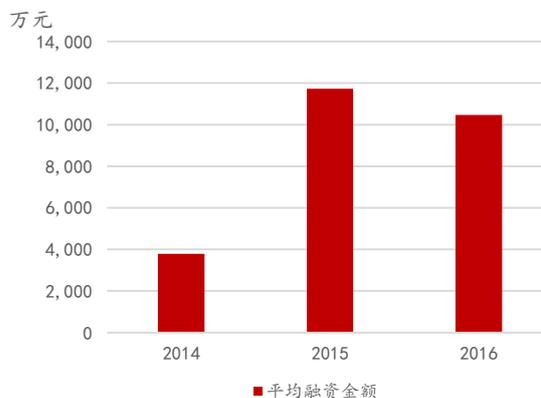
公司2013年7月取得股票质押式回购业务资格，2013-2015年业务保持高速增长的趋势，其中2015年业务规模同比上升250%。2016年受股票市场异常波动及政策调整等影响，业务规模有所下降，全年质押股票市值101亿元，同比下降44%。

图表16：浙商证券融资融券业务规模



资料来源：公司招股说明书、华泰证券研究所

图表17：浙商证券质押式回购业务情况



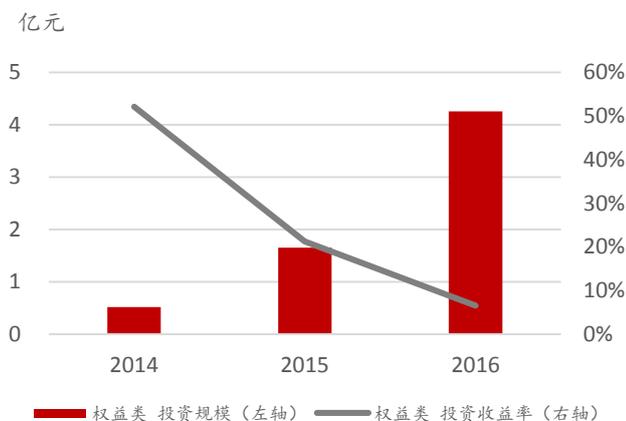
资料来源：公司招股说明书、华泰证券研究所

投资业务：固收类投资为主

公司自营业务由下属三个部门负责具体实施操作，证券投资部主要负责股票二级市场的投资经营，固定收益总部主要负责固定收益类产品的投资交易，金融衍生品部主要负责衍生品投资，实行“集中运作、分级授权、分级决策”的运作模式。2016年公司权益及固定收益类投资规模分别为4亿元及51亿元，投资收益率分别为6.5%及6%；2014-2016年公司共实现自营业务收益1.9亿元、4.5亿元及2.6亿元。

公司又通过下属全资子公司浙商资本开展直投业务。2014-2016年，公司直接投资业务分别实现营业收入1822万元、739万元和2012万元。

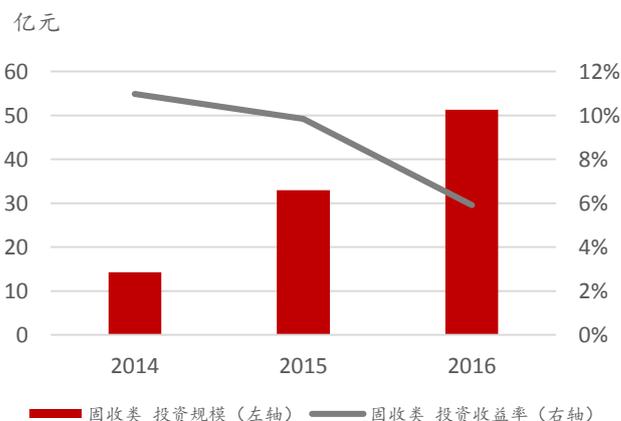
图表18：自营业务股票市场指标表现



资料来源：公司招股说明书、华泰证券研究所

投资规模=报告期内自营证券占用成本累计日积数/报告期天数
收益率=(自营证券差价收入+期末结存证券浮动盈亏-期初结存证券浮动盈亏)/投资规模*100%

图表19：自营业务固定收益产品指标表现



资料来源：公司招股说明书、华泰证券研究所

投资规模=报告期内自营证券占用成本累计日积数/报告期天数
收益率=(自营证券差价收入+期末结存证券浮动盈亏-期初结存证券浮动盈亏)/投资规模*100%

监管规范利于行业长期发展

当前板块处于长期制度利好与短期市场悲观的焦灼状态。2017年行业监管力度不减。监管收紧是提升中介机构综合运营能力，以及未来资本市场稳定健康发展的必然举措。新的监管环境将加速行业的分化，资本实力强、风控控制突出的优秀券商将取得竞争优势，部分资本薄弱，风险控制差的券商将进入阵痛期。

2016年经纪业务在震荡市场环境下交易量萎缩和佣金继续受压将出现较大回落，未来预计佣金率进一步下滑压力有限，差异化和增值服务是经纪发展的重要转型方向。投行业务IPO规模超预期，严监管环境下更看重券商业务实力。资产管理业务在监管驱动下加快转型发展，业务回归本源，更强调主动管理能力。资本中介业务回归正常水平后，预计将保持平稳发展，受成本端改善驱动业绩或实现较好增长。投资业务风格趋稳健，但由于股权投资收益收窄，债券市场波动加剧，投资收益仍具备较大不确定性。

监管逐步收紧，引导行业健康发展。2016年以来监管层对券商多项业务的开展进行规范，从多个维度、针对多方主体提出合规要求。监管力度逐步收紧旨在规范市场行为，维护市场秩序。监管趋严将对券商的业务专业能力、审慎度、勤勉度等提出更高要求，业务实力强、风控体系健全的券商将迎来发展契机。同时监管措施也将促使各券商通过规范自身经营，改善合规管理和风险控制水平，有利于业务的可持续发展。

改革持续推进，中长期向上发展趋势依旧。新三板分层制度落地，市场迎来全新生态体系，差异化制度为上市公司提供了更为灵活、多元的融资途径。深港通细则发布，开拓金融对外开放新局面，推动形成完善健全、价值投资为主的股票市场。下半年以来市场逐步企稳回升，预计行业将进入平稳向上发展阶段，并且随着后期业务边界不断打开，盈利空间逐渐打开，中长期向上趋势未改。

图表20：券商指数市盈率（TTM）、市净率（LF）情况



资料来源：华泰证券研究所

盈利预测与估值

预计 2017-19 年归属母公司净利润分别 10.8 亿元、12.1 亿元和 13.8 亿元，同比分别变化 -13%、+12%、+14%，对应的 EPS 分别为 0.34 元、0.38 元和 0.43 元。2017 年一季度浙商证券归属于母公司所有者权益 98.3 亿元，IPO 发行完成后预计净资产规模 126 亿元。2017 年证券行业上市大型券商 PE 估值 14-16 倍左右，平均 PB 约 1.4 倍。中型券商 PE 估值在 18-25 倍，PB 约 2-3 倍；小型券商 PE 估值 30-45 倍，PB 约 3-5 倍。参考行业可比券商估值，并结合公司新股特征给予一定溢价，给予公司 2017 年 PE 为 40-50 倍，PB 约 3.5-4.5 倍，对应合理市值 440 亿元-550 亿元，目标价 13.5-16.5 元。

图表21： 浙商证券盈利预测表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	6,189	4,595	4,417	4,881	5,362
手续费及佣金净收入	3,925	2,595	2,163	2,355	2,526
经纪业务手续费净收入	2,852	1,317	1,153	1,240	1,322
投资银行业务手续费净收入	292	452	427	475	521
资产管理业务手续费净收入	593	583	583	640	683
利息净收入	855	720	738	827	930
投资净收益	535	300	315	375	447
公允价值变动净收益	37	-89	20	25	30
汇兑净收益	2	3	2	2	2
其他业务收入	835	1,067	1,179	1,297	1,427
二、营业支出	3,673	2,969	3,013	3,300	3,564
营业税金及附加	308	96	88	98	107
管理费用	2,446	1,939	1,767	1,952	2,145
资产减值损失	81	9	6	6	6
其他业务成本	838	925	1,152	1,244	1,306
三、营业利润	2,516	1,626	1,404	1,581	1,798
加：营业外收入	18	23	20	20	20
减：营业外支出	8	5	5	5	5
四、利润总额	2,525	1,643	1,419	1,596	1,813
减：所得税费用	691	402	341	383	435
五、净利润	1,834	1,241	1,079	1,213	1,378
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	1,834	1,241	1,078	1,213	1,378
六、每股收益（元）	0.61	0.41	0.34	0.38	0.43

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表22： A股主要中小型上市券商估值情况

公司	市值	PE		PB	
		2016	2017E	2016	2017E
西部证券	498	35.35	35.55	3.21	3.16
国金证券	360	27.72	22.80	2.06	1.52
华安证券	374	49.19	23.74	3.16	1.91
中原证券	315	46.31	47.18	3.78	3.21
山西证券	272	56.53	49.29	2.21	3.22

资料来源：Wind，华泰证券研究所

注：2017E 数据为一致预测，市值数据按 2017 年 6 月 25 日收盘价计算

风险提示：

- 1、市场波动风险。
- 2、各项业务推进不如预期。
- 3、后续政策存在不确定性。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com