

国资背景深耕浙江, 资本补充多元布局

■ **国资背景深耕浙江。** 浙商证券实际控制人为拥有地方国资背景的浙江交投集团, 享有较强的区域竞争优势。浙江地理位置优越, 居民人均可支配收入全国排名第 3, 科技和现代服务业发达, 民营企业活跃, 这些因素为公司创造了良好的经营环境。

■ **经纪信用为最主要收入来源。** 2016 年和 2017 年 Q1 经纪信用业务收入占比分别为 45% 和 33%, 为第一大收入来源。近三年投行业务收入持续上升, 利润贡献持续为正, 重要性不断提升。

(1) **交易额份额续升, 加快转型步伐。** ① 受益于互联网金融的发展、相对较强的区域竞争优势和偏低的佣金水平, 2016 年公司 A 股交易额市场份额为 1.38%, 较 2014 年上升 23BP。2016 年公司证券经纪业务平均净佣金率为万分之 3.5, 略低于市场。② 公司积极推动证券业务互联网化及开展对互联网企业的投资或合作, 降低营业成本和提供获客能力; 营业部加快向财富管理转型, 加强增值服务, 从而弥补普通零售客户佣金率的下降。③ 在 2017 年日均股基交易额 5500 亿元的基本假设下, 我们预计公司交易额份额 1.5% 左右, 佣金率降至万分之 3.2 左右。

(2) **信用交易两融为主, 股票质押收入翻番。** ① 信用交易业务以两融业务为主, 截至 2016 年 12 月 31 日公司融资融券余额 80 亿元, 实现营业收入 9 亿元, 是主要的信用交易业务收入来源。② 2016 年公司实现股票质押式回购利息收入 2.4 亿元, 同比增长 135%。③ IPO 之后公司获得更多资本金补充, 将用于提升信用交易业务的规模, 预计 2017 年公司两融业务收入可保持平稳, 股票质押回购业务收入实现 50% 左右的较高速增长。

(3) **投行收入有望续升, 主打中小企业客户。** ① 截至 2017 年 7 月 6 日, 浙商证券已完成 IPO 项目 3 个, 超过 2014-2016 年公司 IPO 主承销项目数之和; 完成再融资项目 4 个, 接近 2016 年全年水平; 债券承销数量受市场环境因素影响明显小于 2016 年同期。② 公司投行业务主打中小企业投融资服务, 目标以新三板、债券、并购作为投行业务三大主攻方向, 由于浙江优质民营企业众多, 直接融资和并购重组的需求较大, 因此浙商证券投行业务仍具有较大的发展潜力。③ 参考公司上半年发行项目数量、费率和市场环境变化, 我们预计 2017 年公司费率较高的股权承销业务收入可以覆盖债券承销规模下降造成的损失, 投行业务收入有望保持 10% 左右的增速。

(4) **自营以固收为主, 全面布局大资管。** ① 无论从资金规模还是收益水平来看, 公司自营业务都是以固定收益类产品为主, 近年来公司股票投资的规模不断提升, 将增强自营业绩的弹性。② 2016 年公司平均受托管理规模 309 亿元 (YoY+139%), 实现净收入 5.8 亿元 (YoY-2%)。未来公司将构建覆盖全系列金融产品的“大资管”体系, 形成“团队多元化+产品多元化”的多层次资管业务集群, 资管规模可保持稳健上升的态势。③ 2016 年公司直投业务实现营业收入 2012 万元, 直投子公司浙商资本有望受益于浙江良好的创业环境, 投资成果逐步释放。

■ **全面布局多元金融, 有望获得估值溢价。** 公司新股募集资金总额 28 亿元, 相当于 2017 年 Q1 公司净资产 (98 亿元) 的 29%, 上市后公司资本金。根据公司招股说明书披露, 公司目标打造以证券公司为核心, 银行、保险、信托、金融租赁等多元金融协同发展的金融控股集团。浙商证券已拥有直投、期货和资管三个全资子公司, 还参股浙商基金、浙江股权交易中心等公司。证券公司多元化经营模式有助于稳定公司业绩, 产生业务协同效应, 维护和挖掘客户资源, 增强公司抗风险的能力。这种更稳定的业绩和更强的抗风险能力更易受到投资者的青睐, 可获得较高的估值溢价。

■ **投资建议:** 增持-A 投资评级, 6 个月目标价 22.79 元。预计 2017 年至 2019 年公司 EPS 分别为 0.48、0.53 和 0.62 元。根据分部估值法, 得出公司目标价格为 18.99 元/股, 加上 20% 的新股溢价空间, 对应目标价为 22.79 元/股。首次覆盖给予“增持-A”评级。

■ **风险提示:** 市场量下降风险、信用违约风险、政策变化风险

投资评级 **增持-A**

首次评级

6 个月目标价: **22.79 元**

股价 (2017-07-07) **18.56 元**

交易数据

总市值 (百万元)	61,866.67
流通市值 (百万元)	6,186.67
总股本 (百万股)	3,333.33
流通股本 (百万股)	333.33
12 个月价格区间	12.17/18.92 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.73	1.92	-6.65
绝对收益			

赵湘怀 分析师
SAC 执业证书编号: S1450515060004
zhaohx3@essence.com.cn
021-35082987

贺明之 分析师
SAC 执业证书编号: S1450517060001
hemz@essence.com.cn
021-35082968

相关报告

摘要(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	6189	4595	5057	5443	6028
净利润	1834	1241	1586	1763	2057
每股收益(元)	0.61	0.41	0.48	0.53	0.62
每股净资产(元)	2.82	3.19	3.68	4.04	5.16

盈利和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	30.94	45.74	39.75	35.77	30.66
市净率(倍)	6.72	5.93	5.15	4.68	3.66
净利润率	29.64%	27.01%	31.37%	32.39%	34.12%
净资产收益率	21.71%	12.97%	12.95%	13.08%	11.95%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

1. 国资背景深耕浙江，资本补充多元布局

1.1. 前身金信证券，主要指标排 20 名左右

浙商证券股份有限公司（证券简称：浙商证券，证券代码：601878.SH）前身为金信证券，创建于 2002 年 4 月，原始注册资本为 5.2 亿元，公司总部设立在浙江省杭州市。2006 年 8 月，公司正式更名为“浙商证券有限责任公司”。2012 年 7 月，公司正式变更为股份有限公司，注册资本 30 亿元。

图 1：浙商证券前身为金信证券



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

主要经营指标排名 20 名左右。近年来，浙商证券经营业绩和市场占有率逐年提升，主要经营指标在全国 107 家证券公司中排名 20 名左右，取得良好经营业绩。经纪业务方面，公司客户资金余额 2014 年、2015 年分别位于行业第 25 名和 23 名；代理买卖证券业务净收入 2014 年、2015 年分别位于行业第 23 名和第 19 名。股票基金交易 2014 年、2015 年分别位于行业第 21 名和 22 名。融资融券业务收入 2014 年、2015 年分别位于行业第 24 名和第 27 名。资产管理业务净收入排名 2014 年和 2015 年均位列第 15 名。2015 年期货净资产和期货净利润分别位于行业第 18 名和第 17 名。

表 1：浙商证券主要经营指标排名 20 名左右

主要指标	2014	2015
资产管理规模	15	15
股票基金交易	21	22
融资融券业务收入	24	27
代理买卖证券业务收入	23	19
客户资金余额	25	23
期货净资产	16	18
期货净利润	17	17

资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

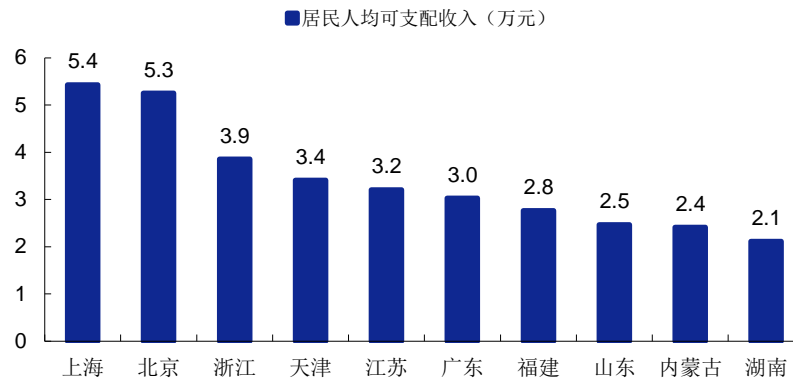
1.2. 依托地方国资背景深耕浙江

浙江地理位置优越，科技和服务业发达。浙江是中国经济最活跃的省份之一，2016 年全省生产总值达 4.7 万亿元，位列全国第四。杭州得益于运河和通商口岸的便利，经济基础良好，资本市场广阔，区域优势明显。经过多年转型升级后，高新技术产业、现代服务业在浙江高

速发展，互联网科技企业集聚。以阿里巴巴、蚂蚁金服为代表的科技企业将进一步用新生代互联网技术来推动浙江经济的转型升级。

人民收入水平高，民营经济活跃。2016年国家统计局数据显示，浙江省以3.9万元的人均可支配收入高居全国第3位，仅次于上海和北京。浙江居民之所以人均可支配收入较高，关键在于民营经济活跃。在浙江，许多乡镇都有自己的品牌企业，使得大多数居民不用出省就可以找到合适的工作。广泛的中小企业客户和高净值个人客户成为浙商证券扎实的客户基础。

图 2：2016 年浙江居民人均可支配收入仅次于上海和北京



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

浙江交投实际控制，股东优势明显。浙商证券的第一大股东为浙江上三高速公路，发行后该股东持股比例从71%下降到64%，但第一大股东地位保持不变。由于浙江交投集团通过沪杭甬公司实际控制浙江上三高速公路，因此浙商证券的实际控制人为浙江交投集团。浙江省国资委对交投集团实行国有资产授权经营，浙商证券凭借其特殊的地方国资股东背景，在浙江享有较强的区域竞争优势。

表 2：浙江上三高速公路为公司第一大股东

股东	本次发行前		本次发行并转持后	
	持股数 (万股)	持股比例 (%)	持股数 (万股)	持股比例 (%)
浙江上三高速公路 (SS)	212,482.52	70.83%	212,482.52	63.74%
西子联合控股	14,614.04	4.87%	14,614.04	4.38%
义乌市裕中投资	14,400.00	4.80%	14,400.00	4.32%
台州市金融投资 (SS)	11,547.70	3.85%	11,375.86	3.41%
浙江裕隆实业	10,963.80	3.65%	10,963.80	3.29%
振东集团	6,400.97	2.13%	6,400.97	1.92%
浙江中义集团	6,000.00	2.00%	6,000.00	1.80%
西藏朴仁济创业投资	3,789.39	1.26%	3,789.39	1.14%
兰州新兴热力	3,760.80	1.25%	3,760.80	1.13%
浙江和信投资管理	3,479.40	1.16%	3,479.40	1.04%
义乌市博汇投资	3,015.58	1.01%	3,015.58	0.90%
浙江华川实业集团	3,015.58	1.01%	3,015.58	0.90%
义乌联顺投资	3,015.58	1.01%	3,015.58	0.90%
义乌市金瑞投资	3,000.00	1.00%	3,000.00	0.90%
上海泾渭投资管理	514.63	0.17%	514.63	0.15%
全国社保基金理事会	—	—	171.83	0.05%
公众股东	—	—	33,333.34	10.00%

资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

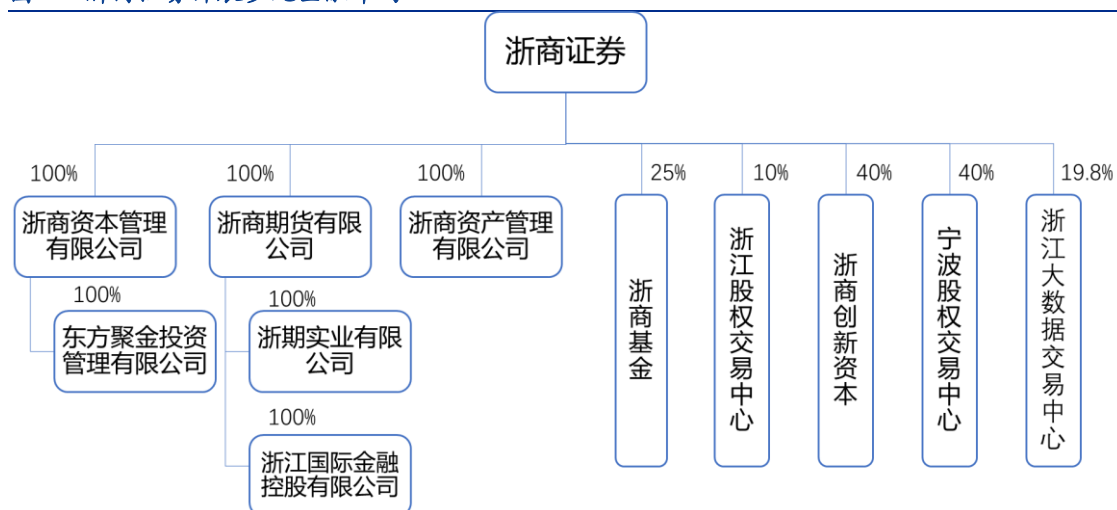
1.3. IPO 募资 28 亿元，布局多元金融

IPO 募资 28 亿，扩大规模增强实力。本次发行仅限于新股发行，发行股票数量为 3.33 亿股，本次发行后占总股本的 10%。发行价格为 8.45 元/股，募集资金总额为 28 亿元，相当于 2017 年一季度末公司净资产（98 亿元）的 29%。根据招股说明书披露，本次发行股票募集资金主要用途为：（1）扩大对资产管理业务投入；（2）优化证券营业网点建设和服务水平；（3）扩大投资银行业务规模；（4）适当调整自营业务规模及结构；（5）提升卖方研究实力；（6）补充期货、直投子公司资本金和业务规模；（7）加大对融资融券、场外市场等业务的投入规模；（8）加强信息系统建设，提升后台综合服务能力。

以证券公司为核心布局多元金融。根据公司招股说明书披露，公司目标打造以证券公司为核心，银行、保险、信托、金融租赁等多元金融协同发展的金融控股集团。第一步，优先做强做大证券业务，打造核心业务组成的证券控股集团；第二步，通过投资收购实施证券业务纵向延伸和横向整合；第三步，形成以证券为核心，证券板块、综合金融板块和金融投资板块组成的业务布局。截至公司招股说明书撰写日，浙商证券共有三个全资子公司：浙商资本、浙商期货和浙商资管，分别开展直投、期货和资管业务，还参股浙商基金、浙江股权交易中心、浙商创新资本、宁波股权交易中心和浙江大数据交易中心等公司，对公司主营业务形成有力支撑。

多元布局有利于提升公司估值溢价。证券公司多元化经营有助于稳定公司业绩，增强公司抗风险的能力。其主要原因有三：首先，金控平台多元化经营，在静态上看可以依靠不同地区、不同品种的金融资产分散金融风险；在动态上看不同金融资产的风险周期可能在时间序列上被拉平，从而避免了风险的集中爆发。其次，多元化经营有利于避免因客户需求发生变化而损失客户。最后，多元化经营还增强了客户在各业务板块之间的资金周转能力，从而降低了其在某一业务板块违约的可能性。更稳定的业绩和更强的抗风险能力将受到投资者的青睐，从而获得估值溢价。

图 3：浙商证券开展多元金融布局



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

注：浙商证券持有的浙商基金 25% 股权拟将转让给通联资本，该转让正在进行中，尚未获得证监会批准

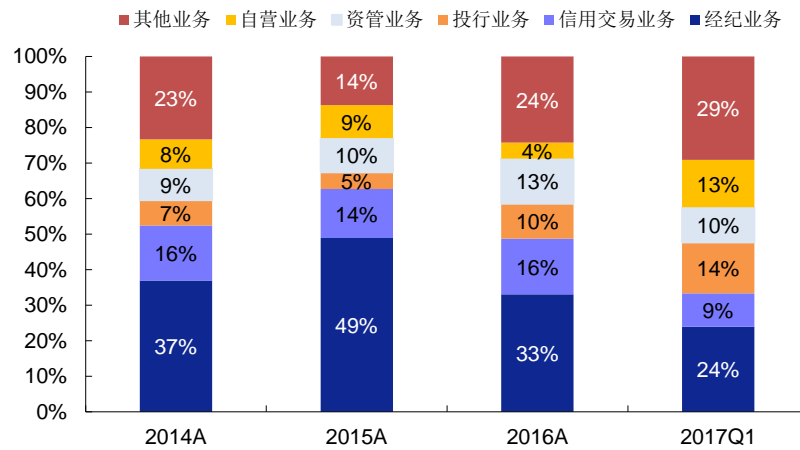
2. 经纪信用业务为最主要的收入来源

2.1. 经纪信用业务为主，投行业务贡献提升

经纪信用业务为主，投行业务贡献提升。2016 年和 2017 年一季度经纪业务收入占比分别为

29%和 24%，为公司第一大收入来源；信用交易业务收入占比分别为 16%和 9%，该业务在 2014-2016 年均为公司第二大收入来源。近三年投行业务收入持续上升，对公司利润贡献持续为正，业务收入的重要性提升。2016 年投行业务收入占比达 10%，较 2015 年上升 5 个百分点，2017 年一季度投行业务收入占比进一步升至 14%。

图 4：浙商证券收入结构以经纪业务为主



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

表 3：近三年投行业务对公司利润的贡献持续为正

	2014A	2015A	2016A
经纪业务贡献（不含期货经纪）	72%	244%	-84%
信用业务贡献	27%	47%	-7%
投行业务贡献	20%	8%	9%
资管业务贡献	41%	41%	-1%
自营业务贡献	43%	41%	-20%
营业支出节约贡献	-215%	-193%	38%
其他损益贡献	99%	-44%	32%
归母公司净利润增长	86%	145%	-32%

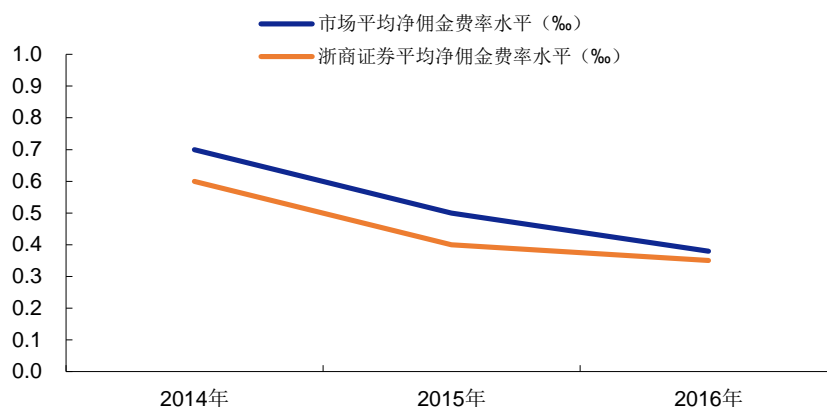
资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

2.2. 交易额份额续升，加快转型步伐

深耕浙江辐射全国。浙商证券将客户拆分成零售客户和高净值客户两类，分别由零售业务总部和机构业务总部负责，并由网点运营管理总部提供统一的后台管理服务。截至 2016 年 12 月 31 日，公司具备从事经纪业务资质的分支机构共有 100 家，其中浙江省有 62 家，对浙江省所有地市实现覆盖，2016 年省内经纪业务手续费及佣金净收入占比达 88%；省外分支机构覆盖北京、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。

交易额份额续升，佣金率低于市场。受益于互联网金融的发展、相对较强的区域竞争优势和偏低的佣金水平，公司股基交易额市场份额持续提升。根据公司招股说明书披露，2016 年公司股基交易额 3.5 万亿元，其中 A 股交易额市场份额为 1.38%，较 2014 年上升 23BP。2014-2016 年公司净佣金率均小于市场平均水平，2016 年公司证券经纪业务平均净佣金率为万分之 3.5，较 2014 年的万分之 5.9 下降明显，佣金率的下降与“一人一户”政策放开和证券行业的激烈竞争有关。公司积极推动证券业务互联网化及开展对互联网企业的投资或合作，降低营业成本和提供获客能力；营业部加快向财富管理转型，加强增值服务，从而弥补普通零售客户佣金率的下降。

图 5：浙商证券佣金率小于市场平均



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

期货经纪业务收入贡献较大。根据公司招股说明书数据披露，2016 年浙商期货的期货经纪业务为母公司贡献了 2 亿元的手续费及佣金收入，占营业收入的 4%。截至 2016 年 12 月 31 日，浙商期货已经开设了 21 家期货营业部，并设立了上海分公司，初步形成了遍布全国经济发达城市的营销网络。一方面，由于市场竞争更为激烈，浙商证券期货交易额市场份额出现一定下滑；但另一方面受股指期货政策调整的影响，公司金融期货经纪业务急剧萎缩，而商品期货佣金费率相对更高，因此平均佣金费率水平大幅提升。总体来看，浙商期货对母公司的收入贡献仍在逐年提升。

表 4：浙商期货经纪业务贡献较大

项目	2014 年	2015 年	2016 年
期货双边成交金额 (亿元)	86,063	150,882	42,054
成交金额市场占有率 (%)	1.5	1.4	1.1
公司平均佣金水平 (%)	0.02	0.01	0.05
市场平均佣金水平 (%)	0.02	0.01	—
计入集团会计核算口径的期货经纪业务手续费及佣金收入 (亿元)	1.7	1.7	2.1

资料来源：公司招股说明书，中国期货业协会，安信证券研究中心

2.3. 信用交易两融为主，股票质押收入翻番

信用交易业务以两融业务为主。公司信用交易业务以证券经纪存量客户为主要发展目标。根据公司招股说明书披露，截至 2016 年 12 月 31 日公司融资融券余额 80 亿元，同比下降 25%，跌幅略高于市场整体水平（同比下降 20%），规模位于行业第 28 位，实现营业收入 9 亿元，是主要的信用交易业务收入来源。

股票质押回购利息收入同比翻番。根据公司招股说明书披露，2016 年股票质押回购等证券信用业务平均融资金额为 1 亿元，公司交易质押股票参考市值为 101 亿元，实现股票质押式回购利息收入 2.4 亿元，同比增长 135%。2014 年起公司开展了小额股票质押式回购的创新业务，截至 2016 年 12 月 31 日期末待回购金额 8179 万元。IPO 之后，公司有更多的资金投入信用交易业务之中，预计公司股票质押回购业务可以保持较高速增长。

表 5：信用交易以两融为主，股票质押收入翻番

项目	2014 年	2015 年	2016 年	
融资融券业务	融资融券余额 (亿元)	86	106	80
	平均融资年利率	8.6%	8.4%	8.3%
	平均融券年利率	10.6%	9.1%	10.4%
	手续费及佣金收入 (亿元)	1.8	5.4	2.6
	融资融券利息净收入 (亿元)	3.7	9.9	6.5
股票质押回购等证券信用业务	期末融入方家数 (个)	44	56	66
	平均融资金额 (亿元)	0.4	1.2	1.0
	平均质押率水平	21.9%	25.9%	36.6%
	平均利率	8.2%	8.1%	6.7%
	股票质押式回购利息收入 (亿元)	0.7	1.0	2.4
	约定回购利息收入 (亿元)	0.30	0.05	0.15

资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

2.4. 投行收入有望续升，主打中小企业客户

投行收入结构均衡，债券承销增长较快。2016 年公司股票承销业务收入 1.1 亿元，债券承销业务收入 1.8 亿元，财务顾问业务收入 1.6 亿元，三类业务收入规模基本相当，结构较为均衡。2016 年公司债券承销业务收入增长较快，较 2015 年增长 147%，股票承销业务收入和财务顾问收入分别同比增长 39%和 27%。

表 6：投行业务收入结构较为均衡

	2015 年		2016 年	
	主承销规模 (亿元)	主承销收入 (亿元)	主承销规模 (亿元)	主承销收入 (亿元)
IPO	2.6	0.2	1.8	0.2
再融资	36.7	0.5	77.5	0.9
债券	90.9	0.7	279.4	1.8
财务顾问	—	1.3	—	1.6

资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

首发项目数超往年，投行收入有望续升。截至 2017 年 7 月 6 日，浙商证券 2017 年度已完成 IPO 项目 3 个，超过 2014-2016 年公司 IPO 主承销项目数之和；完成再融资项目 4 个，接近 2016 年全年水平；受到市场整体环境的影响，公司完成债券承销项目 9 个，明显少于 2016 年同期。参考上半年公司发行节奏、费率水平和市场环境变化，我们预计 2017 年公司费率较高的股权承销业务收入可以覆盖债券承销规模下降造成的损失，投行业务收入有望保持 10%左右的增速。

投行业务主打中小企业投融资服务。根据公司招股说明书披露，公司目标以新三板、债券、并购作为投行业务三大主攻方向，构建全产业链服务体系，推动投行业务与其他业务的联动发展。公司分别持有浙江股交中心和宁波股交中心 10%和 40%的股权并成立场外市场业务部，主要开展新三板和新四版业务。2016 年公司成功推荐 117 家企业在新三板挂牌交易，9 家在浙江股交中心挂牌。2017 年监管层多次强调多层次资本市场建设，鼓励券商在严格合规的基础上加强并购重组业务，由于浙江优质民营企业众多，直接融资和并购重组的需求较大，因此浙商证券投行业务具有较大的发展潜力。

2.5. 自营以固收为主，全面布局大资管

自营以固收投资为主，结构不断改善。公司下设证券投资部、固定收益总部和金融衍生品部，分别负责股票、固定收益产品和衍生品投资。无论从资金规模还是收益水平来看，公司自营

业务都是以固定收益类产品为主，令公司的自营收益波动较为稳定。近年来公司不断改善投资结构，股票投资的规模不断提升，将增强公司自营业绩的弹性。根据公司招股说明书，IPO 之后公司将适当调整自营业务规模及结构，增强公司自营业务的收入水平。

表 7：浙商证券自营业务以固收投资为主

项目	2014 年			2015 年			2016 年		
	规模(亿元)	收益(亿元)	收益率	规模(亿元)	收益(亿元)	收益率	规模(亿元)	收益(亿元)	收益率
股票	5,151	2,683	52.1%	16,531	3,509	21.2%	42,531	2,781	6.5%
固定收益产品	142,751	15,674	11.0%	329,221	32,382	9.8%	512,881	30,311	5.9%
金融衍生品	4,856	436	9.0%	12,926	4,306	33.3%	492	-36	-7.2%

资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

资管规模快速增长，全面布局大资管。浙商证券主要依靠子公司浙商资管开展券商资管业务，业务类型主要包括集合资产管理业务、定向资产管理业务、专项资产管理业务和公募基金管理业务，推出了“聚金”、“汇金”、“聚银”、“金惠”等品牌，满足不同投资者的个性化需求。2016 年公司平均受托管理规模 309 亿元，同比增长 139%；实现受托客户资产管理业务净收入 5.8 亿元，基本与 2015 年持平，占营业收入比重达到 13%。根据招股说明书披露，公司将构建覆盖全系列金融产品的“大资管”体系，加快对公司经纪业务客户的转化，做大财富管理资金规模，形成“团队多元化+产品多元化”的多层次资管业务集群。

直投业务逐步成长。公司通过全资子公司浙商资本开展直投业务，主要投资对象包括金融、传媒等行业的优质企业。根据公司招股说明书披露，2014-2016 年公司直投业务分别实现营业收入 1822 万元、739 万元和 2012 万元。浙江科技创业氛围较浓，新兴业态蓬勃发展，成长中的浙商资本有望受益于良好的创业环境，投资成果逐步释放。

3. 盈利预测与估值

3.1. 盈利预测

核心假设：

(1) 经纪业务：预计 2017 年市场日均股基交易额 5500 亿元左右，考虑到浙商证券在浙江具有较强的竞争优势，在资本金补充之后将加快开展互联网金融业务和财富管理业务的布局，预计经纪业务市场占有率为 1.5%，佣金率降至万分之 3.2 左右。

(2) 投行业务：IPO 发行提速将弥补债券承销规模的下降，公司以两家股权中心为核心的非保荐承销业务项目储备和客户资源保持稳中有升。

(3) 资本消耗型业务：浙商证券上市之后，将进一步扩大资本消耗型业务的规模（如自营业务、信用交易业务和资管业务）。

预计 2017 年公司营业收入 50.6 亿元。我们将公司业务拆分，综合前文分析，预计 2017 年公司营业收入 50.6 亿元，其中经纪业务（含期货经纪）收入 15.7 亿元、利息净收入 8.3 亿元、投行业务收入 5.1 亿元、自营业务收入 4.6 亿元、资产管理业务收入 6.1 亿元。预计 2017 年实现归母公司净利润 15.9 亿元，净利润率 31%。预计 2017-2019 年，公司 EPS 分别为 0.48 元、0.53 元和 0.62 元。

表 8：预计 2017 年公司营业收入 50.6 亿元、净利润 15.9 亿元

营业收入拆分 (亿元)	2017E	2018E	2019E
证券经纪业务 (含期货经纪)	15.7	16.6	18.3
投资银行业务	5.1	6.1	7.4
资产管理业务	6.1	6.7	7.4
信用交易业务	8.3	8.9	10.0
证券自营业务	4.6	5.2	6.0
其他业务	10.9	10.9	11.1
营业收入合计	50.6	54.4	60.3
归母公司净利润 (亿元)	15.9	17.6	20.6

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

3.2. 估值

根据分部估值法，得出公司 2017 年传统业务价值 457 亿元，创新业务价值 176 亿元，合计市值为 633 亿元，对应每股价格 18.99 元。公司作为低流通市值的次新股，我们给予 20% 的溢价空间，对应目标价 22.79 元/股。

表 9：浙商证券分部估值法

	2017E	2018E	2019E
传统业务价值(亿元)	457	524	617
经纪业务价值	123	135	156
自营业务价值	43	51	61
投行业务价值	56	69	89
资产管理价值	57	65	76
现金价值	177	204	235
创新业务价值(亿元)	176	189	215
创新价值/传统业务价值	39%	36%	35%
信用交易业务	91	101	120
其他业务	85	88	95
合计(亿元)	633	712	831
每股价值(元)	18.99	21.37	24.94

资料来源：安信证券研究中心

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	55,490	53,737	64,035	72,733	83,165	营业收入	6,189	4,595	5,057	5,443	6,028
客户资金存款	23,272	15,875	15,081	17,343	19,945	手续费及佣金净收入	3,925	2,595	2,901	3,108	3,469
自有货币资金	1,828	2,796	2,656	3,054	3,512	其中:代理买卖证券业务净收入	2,852	1,317	1,567	1,663	1,831
客户备付金	2,917	3,026	2,875	3,306	3,802	证券承销业务净收入	292	452	510	611	744
自有结算备付金	1,739	2,685	2,551	2,933	3,373	资产管理业务收入	593	583	612	673	741
融出资金	10,551	7,910	7,910	8,306	9,136	利息净收入	855	720	825	887	1,004
交易性金融资产	3,681	8,064	11,290	12,983	14,931	投资净收益	535	300	462	515	600
衍生金融资产	2	0	1	1	1	公允价值变动收益	37	-89	-8	5	-2
买入返售金融资产	4,959	3,965	9,913	11,400	13,110	汇兑收益	2	3	1	2	1
可供出售金融资产	2,649	3,134	3,761	4,325	4,974	其他业务收入	835	1,067	875	925	956
持有至到期投资	-	-	-	-	-	营业支出	3,673	2,969	2,955	3,106	3,299
其他资产合计	3,891	6,282	7,998	9,082	10,381	营业税金及附加	308	96	28	30	33
总负债	47,041	44,172	51,786	59,260	65,952	管理费用	2,446	1,939	2,276	2,449	2,712
应付短期融资款	1,616	3,328	2,996	3,445	3,962	资产减值损失	81	9	27	29	16
交易性金融负债	-	294	2,643	2,907	3,198	其他业务成本	838	925	624	597	536
衍生金融负债	4	1	1	1	1	营业利润	2,516	1,626	2,102	2,338	2,729
卖出回购金融资产款	5,385	7,487	8,984	10,332	11,881	加:营业外收入	18	23	14	13	12
代理买卖证券款	20,351	14,817	16,299	18,744	20,618	减:营业外支出	8	5	4	4	3
应付职工薪酬	1,305	1,295	1,353	1,548	1,723	利润总额	2,525	1,643	2,112	2,347	2,738
应付债券	9,900	9,700	10,185	11,713	12,884	减:所得税费用	691	402	525	584	681
其他负债合计	8,480	7,250	9,325	10,570	11,685	净利润	1,834	1,241	1,586	1,763	2,057
所有者权益	8,449	9,565	12,249	13,473	17,213	减:少数股东损益	-0	0	0	0	0
股本	3,000	3,000	3,333	3,333	3,333	归母公司净利润	1,834	1,241	1,586	1,763	2,057
少数股东权益	5	-	6	6	8	每股及估值指标					
归母公司净资产	8,444	9,565	12,243	13,467	17,204	每股盈利 (元)	0.61	0.41	0.48	0.53	0.62
ROAE	24.46%	13.82%	25.90%	13.71%	13.41%	每股净资产 (元)	2.82	3.19	3.68	4.04	5.16
ROAA	4.05%	2.27%	4.95%	2.58%	2.64%	市盈率 (倍)	30.94	45.74	39.75	35.77	30.66
杠杆率 (倍)	11.22	6.35	4.35	4.50	4.22	市净率 (倍)	6.72	5.93	5.15	4.68	3.66

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、贺明之声明, 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
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@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
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	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