

审慎推荐-A (下调)

浙商证券 601878.SH

目标估值: 19.83-19.83 元

当前股价: 17.85 元

2017年08月16日

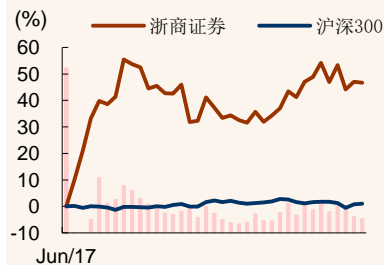
2017 中报点评: 江浙沃土孕育中型券商成长希望

基础数据

上证综指	3251
总股本(万股)	333333
已上市流通股(万股)	333333
总市值(亿元)	595
流通市值(亿元)	60
每股净资产(MRQ)	3.9
ROE(TTM)	9.7
资产负债率	76.7%
主要股东	浙江上三高速公路有
主要股东持股比例	63.74%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	111	111
相对表现	3	103	102



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《浙商证券(601878)新股报告—浙商文化践行者, 准中型上市券商》2017-06-11

郑积沙

zhengjisha@cmschina.com.cn  
S1090516020001

马鲲鹏

021-68407836  
makunpeng@cmschina.com.cn  
S1090516030003

公司上半年营业收入 20.60 亿元, 同比-2.54%; 归母净利润 5.14 亿元, 同比+1.58%。表现基本符合预期。

- 以深耕浙江作为核心竞争力, 投行表现优异。上半年投行收入 2.45 亿元, 同比+6.5%。公司在浙江地区根基深厚, 上半年完成 13 的单股、债融资项目中 11 家为浙江的上市公司, 2 单并购重组项目也均涉及浙江的企业。公司上半年完成 IPO 项目 3 家, 融资规模 19 亿元; 再融资和并购重组项目 4 单, 融资规模 50 亿; 债券主承销项目 8 单, 融资总额 68 亿元。展望未来, 中国经济见底反转背景下, 江浙地区经济有望率先反弹, 公司占据天时地利有望取得优异成绩。
- 自营“短端”投资业绩提升, “长端”搭建 FICC 业务平台。1H17 公司自营投资收益 3.71 亿, 同比大增超过 2 倍; 收益率 5.85%, 较 16 年全年 2.3% 明显提升, 且我们预计该收益率将会是同业上市券商领先水平。公司债券投资规模 108 亿; 实现收入 1.4 亿元, 同比增长 42%; 股票规模 10.9 亿, 较上年末规模扩大 8.6%, 实现收益 14.1%, 成功超越同时市场指数; 公司大力推进利率及衍生品业务的落地, 做大投资规模, 上半年实现盈利 3000 万元。
- 自经纪业务受市场影响收入下降, 向财富管理取得进展。上半年经纪业务收入 4.69 亿元, 同比-33.87%。上半年股基市场份额 1.24%, 较 16 年全年下降 0.08 个百分点; 佣金率 0.0325%, 较去年小幅下降。凭借在浙江及长三角等富裕地区的优势, 财富管理业务推进顺利。通过积极拓展推荐金融机构参与财富管理业务取得良好效果, 上半年新增财富管理业务规模 240 亿元, 同比提升 200%, 实现收入 1.06 亿元, 同比+10%。其中, 向个人客户销售产品 103 亿元, 推荐金融机构参与财富管理业务规模 137 亿元。
- 资管着力主动管理转型, 规模增长表现优于收入萎缩。资产管理业务收入 1.86 亿元, 同比-37.37%。集合资产管理规模 569 亿, 较上年末+22%; 定向资产管理规模 1028 亿, 较上年末+15.6%; 专项资产管理规模 6.99 亿, 较上年末-54.2%; 公募基金规模 15.10 亿, 较上年末-12.77%。公司着力打造主动管理的核心竞争力, 主动管理规模 675.52 亿, 较上年末增长 26.4%,

P	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万)	6,189	4,595	4,522	4,933	5,322
同比增长	91.79%	-25.76%	-1.58%	9.08%	7.89%
净利润(百万元)	1,834	1,241	1,361	1,554	1,722
同比增长	144.52%	-32.36%	9.65%	14.24%	10.80%
每股收益(元)	0.61	0.41	0.41	0.47	0.52
PE	29.19	43.15	43.72	38.27	34.54
PB	2.85	1.78	4.28	2.17	

资管子公司是行业中获得公募基金牌照的 12 家之一，先发优势显著。收入的下滑或因自有资金投资表现欠佳，下半年有望底部回升。

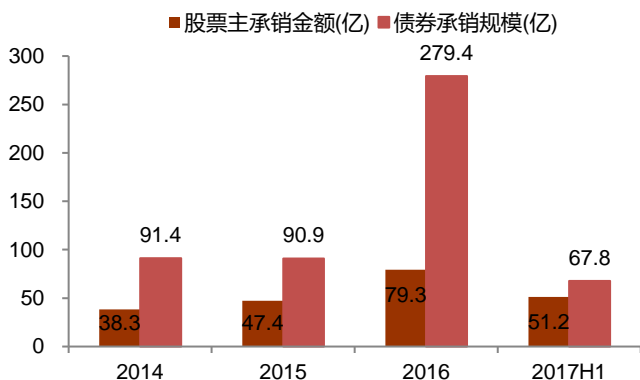
**信用业务表现欠佳，规模跑在收入前面。**上半年，公司利息净收入 1.78 亿，同比-50.14%，主要由于利息支出增加和收入滞后反应规模增长。上半年末，两融余额 69.8 亿，市场份额 0.79%，较上年末减少 0.04 个百分点；创造利息收入 2.94 亿，同比减少 12.12%。买入返售金融资产规模 69.3 亿，较上年末增加 74.83%；创造利息收入 1.41 亿，同比-23.37%。两者的下滑均主因利差变薄所致。随着未来信用业务规模扩大、市场份额提升，业绩有望有更好表现。

**期货业务优势巩固。**上半年期货业务实现收入 7.34 亿元，净利润 0.86 亿元，同比增加 160%。依靠浙期实业做精做细基差交易业务，实现收入 4.93 亿元拉动收入增长。积极开展新业务，启动白糖期权做市商业务；推动“保险+期货”在云南天然橡胶项目、新疆棉花价格保险扶贫项目和广西南宁白糖价格保险项目的创新落地。

**投资建议：下调公司至审慎推荐评级。**基于：(1) 公司次新股光环闪耀，后续资本运作灵活性加强，品牌提升有利于业务开展。(2) 公司业绩表现整体好于行业，补充资本金后，下半年业绩动能继续加强，全年业绩大概率超越行业。(3) 公司在浙江乃至长三角地区底蕴深厚，依托区位优势财富管理和投行有望爆发。我们预测公司 17 年归母净利润 13.65 亿，同比增 10%。用分部估值法测算出公司 2017 年目标市值为 660.86 亿，对应目标价 19.83 元，上升空间 11%，对应公司当年 PB4.76 倍、PE48.57 倍。

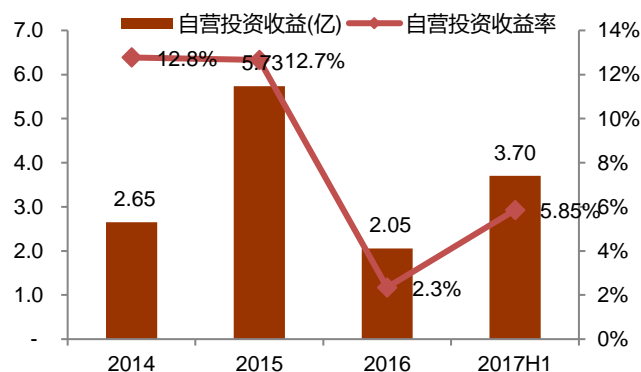
**风险提示：市场交易低迷、业绩不达预期**

图 1：浙商证券股票和债券承销金额



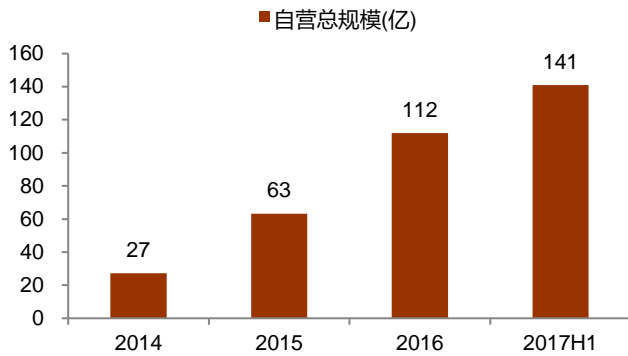
资料来源：wind,招商证券

图 2：浙商证券自营投资收益与自营收益率



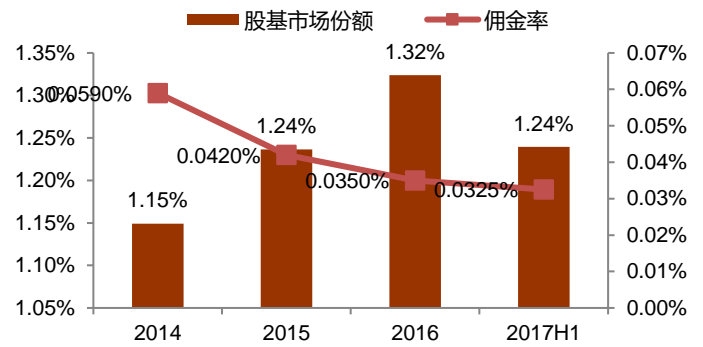
资料来源：wind,招商证券

图 3: 浙商证券自营总规模 (亿元)



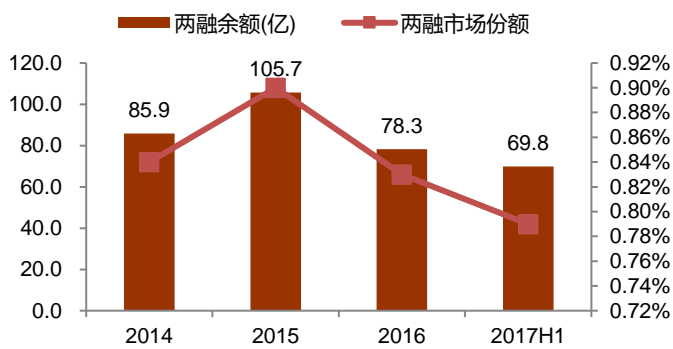
资料来源: wind,招商证券

图 4: 浙商证券股基市占率和佣金率



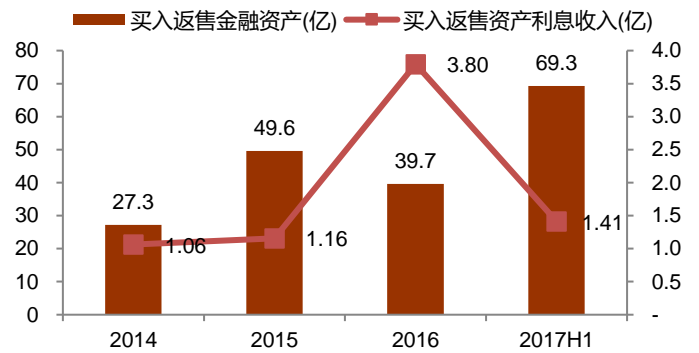
资料来源: wind,招商证券

图 5: 浙商证券两融余额 (亿元) 和市占率



资料来源: wind,招商证券

图 6: 浙商证券买入返售规模 (亿元) 及收入



资料来源: wind,招商证券

表 1: 预测利润表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	6,189	4,595	4,522	4,933	5,322
手续费及佣金净收入	3,925	2,595	2,167	2,387	2,650
其中：经纪业务手续费净收入	2,852	1,317	1,168	1,283	1,442
投行业务手续费净收入	292	452	499	549	608
资产管理业务手续费净收入	593	583	459	513	556
利息净收入	855	720	465	568	619
投资净收益	535	300	688	756	830
其中：对联营合营公司投资收益	-2			50	50
公允价值变动净收益	37	-89	30	50	50
汇兑净收益			-1	-1	-1
其他业务收入	835	1,067	1,173	1,173	1,173
二、营业支出	3,673	2,969	2,779	2,933	3,100
营业税金及附加	308	96	95	103	111
业务及管理费	2,446	1,939	1,745	1,891	2,050
资产减值损失	81		14	14	14
其他业务成本	838	925	925	925	925
三、营业利润	2,516	1,626	1,744	2,000	2,223
加：营业外收入	18	23	60	60	60
减：营业外支出					
四：利润总额	2,525	1,643	1,802	2,058	2,281
减：所得税费用	691	402	441	504	558
五、净利润	1,834	1,241	1,361	1,555	1,722
归属母公司所有者的净利润	1,834	1,241	1,361	1,554	1,722

资料来源：wind，招商证券

表 2: 预测资产负债表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	25,100	18,670	18,670	18,670	18,670
其中: 客户资金存款	23,272	15,875	15,875	15,875	15,875
结算备付金	4,656	5,711	5,711	5,711	5,711
其中: 客户备付金	2,917	3,026	3,026	3,026	3,328
融出资金	10,551	7,910	7,436	7,808	8,589
交易性金融资产	3,681	8,064	12,903	12,903	14,193
买入返售金融资产	4,959	3,965	7,138	7,851	8,636
应收款项	76	155	155	155	155
应收利息	263	293	293	293	293
存出保证金	1,907	2,137	2,137	2,137	2,137
可供出售金融资产	2,649	3,134	2,507	2,507	2,507
长期股权投资	42	109	109	109	109
固定资产	984	1,002	1,002	1,002	1,002
无形资产	52	53	53	53	53
商誉	20	20	20	20	20
递延所得税资产	245	267	267	267	267
其他资产	303	2,246	1,947	14,447	1,345
资产总计	55,490	53,737	60,349	73,934	63,689
拆入资金	200	700	700	700	700
交易性金融负债	0	294	294	294	294
卖出回购金融资产款	5,385	7,487	7,487	7,487	7,487
代理买卖证券款	20,351	14,817	14,817	14,817	14,817
应付职工薪酬	1,305	1,295	1,295	1,295	1,295
应交税费	357	201	201	201	201
应付款项	69	25	25	25	25
应付利息	348	261	261	261	261
应付债券	9,900	9,700	15,001	15,002	15,002
递延所得税负债	58	65	65	65	65
其他负债	5,097	5,998	5,998	5,998	5,998
负债合计	47,041	44,172	46,144	46,145	46,145
股本	3,000	3,000	3,333	3,333	3,333
资本公积	1,557	1,557	4,174	4,330	4,502
其他综合收益	108	146	293	322	354
盈余公积	238	324	418	526	645
一般风险准备	1,070	1,301	1,555	1,844	2,165
未分配利润	2,471	3,237	4,114	5,116	6,225
归属于母公司所有者权益	8,444	9,565	13,886	27,470	17,224
少数股东权益	5	0	318	319	319
所有者权益合计	8,449	9,565	14,204	27,789	17,543
负债和股东权益总计	55,490	53,737	60,349	73,934	63,689

资料来源: wind, 招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑积沙，美国纽约大学克朗数学研究所硕士。曾就职于招商财富投资管理部。2015 年加入招商证券，从事非银行金融行业研究。2015 年获得金牛奖第五名（团队），2016 年获得新财富、金牛奖、IAMAC 等评选第二名（团队）。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。