

**招商证券** 股票代码：600999.SH

# 顶住市场压力，保持固有优势

**事项：**

招商证券 8 月 24 日披露 2017 年中报，公司实现营收 58.59 亿元，同比增 12.73%；归母净利润 25.52 亿元，同比增 13.85%。EPS 为 0.3529 元/股，同比降 8.56%，加权平均净资产收益率为 3.88%，比上年同期减少 0.76 个百分点。报告期末净资产 729.34 亿元，较 2016 年末增加 28.21%。

**投资要点**
**1. 财富管理转型见效，佣金率企稳，股基成交额市占率显著提升**

公司上半年经纪和财富管理业务实现营收 35.47 亿元，同比+2.34%，主要系二季度市场份额有较大提升，较好地抵御了市场交易收缩、佣金率下滑等不利因素。公司 2017Q2 的平均佣金率为 4.17%，与一季度持平。股基成交额 2017Q2 市占率为 4.17%，较一季度大幅提升 10%，而去年上半年的市占率为 3.8%。公司大力推进财富管理转型，提升金融产品配置能力，财富管理计划累计客户数目同比提升 18.55%，相应股基交易量同比增长 24.09%。同时主经纪商业务继续发挥优势，基金托管服务领先于行业。期货经纪方面积极布局新业务，公司是首批获得大连、郑州两家商品交易所商品期权业务办理资格的券商，并完成了风险管理全资子公司的设立。

**2. IPO 同比大幅增长，项目储备夯实，再融资数目增多但金额下滑**

投行业务实现营收 10.05 亿元，同比+2.30%。报告期内公司完成 9 家 A 股 IPO（去年同期 4 家）和 12 家再融资（去年同期 3 家）。IPO 承销金额 41.24 亿元（同比+89%），再融资承销金额 116.45 亿元（同比-17%），符合上半年股票融资环境。IPO 项目储备行业排名前三，继续立足中小客户，调整客户结构，开拓大客户资源。债券类主承销项目 119 只，承销金额达 1634 亿元，同比逆市增长 3.53%，其中短期融资券、特种金融债券以及资产证券化的承销金额大幅增长。公司成功完成了一只资产支持专项计划的发行，成为国内首批 PPP 项目资产证券化产品。

**3. 投资管理和投资交易业务稳健发展**

投资管理业务包括资管、基金管理和直投业务，2017 上半年实现营业收入 8.81 亿元，同比大增 153.96%，主要系去年同期基数较低。报告期末，公司资产管理总规模为 6450 亿元，较去年末增长 2.4%。其中，主动管理规模 1184.5 亿元（+16.3%），主动管理能力提升。直投子公司招商致远资本期末资产管理规模 190 亿元，与去年底持平，稳居券商私募前列。

投资交易业务实现营收 3.26 亿元，同比+19.6%。风控能力卓越，是行业内仅有的两家连续 10 年 AA 评级的券商之一。今年 3 月，大连商品交易所豆粕期货期权上市，公司成为首家获得商品期权做市资格的券商。

**4. 投资建议：**招商证券业务结构稳定，抗市场波动干扰能力强。背靠百年招商局集团，内外部业务有效协同发展。海外业务稳健，在香港市场招证国际 IPO 承销金额排名第一。今年又成为了国内首家进军韩国的大陆券商，国际化外延发展令人期待。基于上述判断，维持推荐评级，预计公司 2017/2018/2019 年 EPS 为 0.91/1.00/1.09，对应 PE 分别为 19.42/17.60/16.18 倍。

**风险因素：**海外拓展受阻，市场持续低迷

**目标价：** - RMB

**当前股价：** 17.61RMB

**投资评级 推荐**
**评级变动 维持**
**证券分析师**

**证券分析师：洪锦屏**

执业编号：S0360516110002

电话：0755-82755952

邮箱：hongjinping@hcyjs.com

**公司基本数据**

|                |             |
|----------------|-------------|
| 总股本(万股)        | 669,941     |
| 流通 A 股/B 股(万股) | 490,370/-   |
| 资产负债率(%)       | 68.4        |
| 每股净资产(元)       | 11.4        |
| 市盈率(倍)         | 20.45       |
| 市净率(倍)         | 1.97        |
| 12 个月内最高/最低价   | 19.88/15.41 |

**市场表现对比图(近 12 个月)**

**相关研究报告**

《招商证券（600999）：业绩增量有保障，国际化道路再进一步》

2017-03-29

《招商证券（600999）一季报点评：立足服务，谋求转型》

2017-05-02

《招商证券（600999）调研简报：强监管下稳中求进，投行自营成增长点》

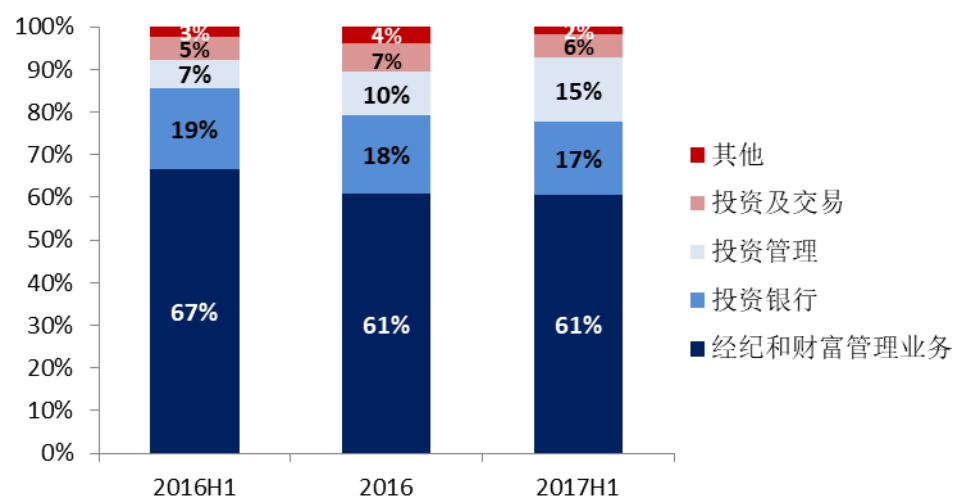
2017-06-16

图表 1 2017H1 招商证券主营业务经营情况

| 业务类别      | 营业收入（亿元） | 营业成本（亿元） | 毛利率  | 营业收入同比 | 毛利率较上年同期增减    |
|-----------|----------|----------|------|--------|---------------|
| 经纪和财富管理业务 | 35.47    | 18.22    | 49%  | 2.34   | 降低 8.74 个百分点  |
| 投资银行      | 10.05    | 5.58     | 44%  | 2.3    | 降低 15.35 个百分点 |
| 投资管理      | 8.81     | 1.29     | 85%  | 153.96 | 增加 36.62 个百分点 |
| 投资及交易     | 3.26     | 1.19     | 63%  | 19.6   | 增加 13.5 个百分点  |
| 其他        | 1.00     | 1.27     | -27% | -23.24 | -             |

资料来源：公司公告、华创证券

图表 2 招商证券近年收入结构对比



资料来源：公司公告、华创证券

图表 3 资管规模和净收入变动

| 类别   | 资产管理规模（亿元）      |                  |     | 资管业务净收入（亿元） |        |      |
|------|-----------------|------------------|-----|-------------|--------|------|
|      | 2017 年 6 月 30 日 | 2016 年 12 月 31 日 | 增长率 | 2017H1      | 2016H1 | 同比   |
| 集合理财 | 432.61          | 446.54           | -3% | 3.71        | 4.01   | -7%  |
| 定向理财 | 5,648.33        | 5,619.96         | 1%  | 1.15        | 0.73   | 58%  |
| 专项理财 | 369.32          | 232.22           | 59% | 0.06        | 0.31   | -81% |
| 合计   | 6,450.26        | 6,298.72         | 2%  | 4.92        | 5.05   | -3%  |

资料来源：公司公告、华创证券

## 附录：财务预测表

### 利润表

|                  |               |               |               |               |               |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 单位：百万元           | 2015          | 2016          | 2017E         | 2018E         | 2019E         |
| <b>营业收入</b>      | <b>25,292</b> | <b>11,695</b> | <b>13,626</b> | <b>15,778</b> | <b>17,443</b> |
| 手续费及佣金净收入        | 16,449        | 8,473         | 7,858         | 8,539         | 9,252         |
| 其中：代理买卖证券业务净收入   | 12,441        | 4,720         | 3,758         | 4,013         | 4,465         |
| 证券承销业务净收入        | 2,566         | 2,154         | 2,202         | 2,266         | 2,341         |
| 受托客户资产管理业务净收入    | 1,142         | 1,143         | 1,791         | 2,260         | 2,446         |
| 利息净收入            | 2,621         | 895           | 1,545         | 1,522         | 2,010         |
| 投资净收益            | 6,382         | 3,620         | 2,723         | 3,229         | 3,495         |
| 其中：对联营和合营企业的投资收益 | 551           | 629           | 1,260         | 1,521         | 1,647         |
| 公允价值变动净收益        | -150          | -1,596        | 1,477         | 2,428         | 2,628         |
| 汇兑净收益            | -37           | 259           | -7            | 13            | 16            |
| 其他业务收入           | 27            | 44            | 28            | 47            | 43            |
| <b>营业支出</b>      | <b>11,715</b> | <b>5,309</b>  | <b>5,717</b>  | <b>6,863</b>  | <b>7,673</b>  |
| 营业税金及附加          | 1,664         | 412           | 23            | 0             | 0             |
| 管理费用             | 9,823         | 4,829         | 5,634         | 6,784         | 7,501         |
| 资产减值损失           | 228           | 66            | 60            | 78            | 172           |
| 其他业务成本           | 1             | 1             | 0             | 0             | 0             |
| <b>营业利润</b>      | <b>13,576</b> | <b>6,387</b>  | <b>7,908</b>  | <b>8,915</b>  | <b>9,770</b>  |
| 加：营业外收入          | 94            | 81            | 46            | 125           | 68            |
| 减：营业外支出          | 36            | 15            | 4             | 11            | 16            |
| <b>利润总额</b>      | <b>13,634</b> | <b>6,453</b>  | <b>7,950</b>  | <b>9,028</b>  | <b>9,822</b>  |
| 减：所得税            | 2,706         | 1,036         | 1,823         | 2,257         | 2,455         |
| <b>净利润</b>       | <b>10,928</b> | <b>5,417</b>  | <b>6,126</b>  | <b>6,771</b>  | <b>7,366</b>  |
| 归属于母公司所有者的净利润    | 10,909        | 5,403         | 6,075         | 6,703         | 7,293         |
| 减：少数股东损益         | 20            | 14            | 51            | 68            | 73            |
| <b>EPS</b>       | <b>1.88</b>   | <b>0.91</b>   | <b>0.91</b>   | <b>1.00</b>   | <b>1.09</b>   |

资料来源：公司公告、华创证券

## 非银组分析师介绍

### 华创证券组长、首席分析师：洪锦屏

华南理工大学管理学硕士。曾任职于招商证券。2016 年加入华创证券研究所。2010 年获得新财富非银行金融最佳分析师第二名（团队），2011-2013 年新财富上榜（前四团队），2015 年金牛奖非银金融第五名。

### 华创证券分析师：徐康

英国纽卡斯尔大学经济学硕士。曾任职于平安银行总行能源金融事业部，撰写过多篇行业发展白皮书。2016 年加入华创证券研究所。

### 华创证券助理分析师：方嘉悦

香港中文大学经济学硕士。2017 年加入华创证券研究所。

### 华创证券助理分析师：翟盛杰

浙江大学经济学硕士。曾任职于浙商证券。2017 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

| 地区      | 姓名  | 职 务           | 办公电话          | 企业邮箱                  |
|---------|-----|---------------|---------------|-----------------------|
| 北京机构销售部 | 崔文涛 | 销售副总监         | 010-66500827  | cuiwentao@hcyjs.com   |
|         | 刘蕾  | 销售经理          | 010-63214683  | liulei@hcyjs.com      |
|         | 申涛  | 销售经理          | 010-63214683  | shentao@hcyjs.com     |
|         | 黄旭东 | 销售助理          | 010-66500801  | huangxudong@hcyjs.com |
|         | 杜博雅 | 销售助理          | 010-63214683  | duboya@hcyjs.com      |
| 广深机构销售部 | 张娟  | 所长助理兼广深机构销售总监 | 0755-82828570 | zhangjuan@hcyjs.com   |
|         | 郭佳  | 高级销售经理        | 0755-82871425 | guojia@hcyjs.com      |
|         | 王栋  | 高级销售经理        | 0755-88283039 | wangdong@hcyjs.com    |
|         | 汪丽燕 | 销售经理          | 0755-83715428 | wangliyan@hcyjs.com   |
|         | 罗颖茵 | 销售助理          | 0755 83479862 | luoyingyin@hcyjs.com  |
|         | 朱妍  | 销售助理          | 0755-82027731 | zhuyan@hcyjs.com      |
| 上海机构销售部 | 石露  | 销售副总监         | 021-20572595  | shilu@hcyjs.com       |
|         | 李茵茵 | 高级销售经理        | 021-20572582  | liyinyin@hcyjs.com    |
|         | 沈晓瑜 | 高级销售经理        | 021-20572589  | shenxiaoyu@hcyjs.com  |
|         | 朱登科 | 高级销售经理        | 021-20572548  | zhudengke@hcyjs.com   |
|         | 张佳妮 | 销售经理          | 021-20572585  | zhangjiani@hcyjs.com  |
|         | 陈晨  | 销售经理          | 021-20572597  | chenchen@hcyjs.com    |
|         | 乌天宇 | 销售经理          | 021-20572597  | wutianyu@hcyjs.com    |
|         | 何逸云 | 销售助理          | 021-20572591  | heyiyun@hcyjs.com     |
|         | 张敏敏 | 销售助理          | 021-20572592  | zhangminmin@hcyjs.com |
|         | 柯任  | 销售助理          | 021-20572590  | keren@hcyjs.com       |
|         | 蒋瑜  | 销售助理          | 021-20572509  | jiangyu@hcyjs.com     |

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10%—20%;  
 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%—10%之间;  
 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%—20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;  
 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,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“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

| 北京总部                                                                                      | 广深分部                                                                                               | 上海分部                                                                                     |
|-------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------|
| 地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号<br>恒奥中心 C 座 3A<br>邮编: 100033<br>传真: 010-66500801<br>会议室: 010-66500900 | 地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号<br>中投国际商务中心 A 座 19 楼<br>邮编: 518034<br>传真: 0755-82027731<br>会议室: 0755-82828562 | 地址: 上海浦东银城中路 200 号<br>3402 室 华创证券<br>邮编: 200120<br>传真: 021-50581170<br>会议室: 021-20572500 |