



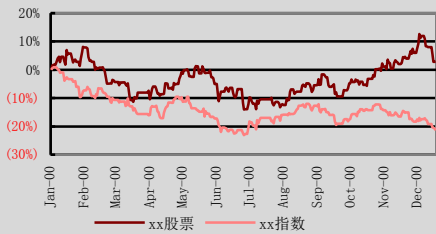
600999.SH

增持

市场价格：人民币 13.28

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(25.4)	(20.2)	(22.7)	(23.1)
相对上证指数	(9.4)	(9.8)	(11.6)	(11.3)

发行股数(百万)	6,699
流通股(%)	73
流通股市值(人民币 百万)	75,948
3个月日均交易额(人民币 百万)	152
主要股东(%)	
深圳市招融投资控股有限公司	21

资料来源：公司数据，聚源及中银证券  
以2018年6月28日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

非银金融:证券

王维逸

(8621) 20328591

weiyi.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518050001

## 招商证券

### 机构业务先发布局，具备龙头潜力

公司传统业务均衡发展，各业务市场排名均列第一梯队，没有短板业务。同时在机构业务布局领先，在证券行业未来机构业务迎来大发展的趋势下，布局领先。

#### 支撑评级的要点

- **机构业务先发布局**：公司较早重点布局机构业务，目前已具备健全的机构客户统筹管理模式，一体化提供投研、销售、做市和系统等方面的整套服务，实现主券商综合收入的高速增长。公司托管的备案产品数量市场份额 26.89%，私募基金托管、公募基金托管数量连续 4 年保持全行业第一。未来中国证券市场机构化程度将持续提升，公司战略性布局领先，有望持续扩展托管综合平台业务类型和规模，升级服务平台，创新服务模式。
- **传统业务结构均衡，均位于第一梯队**：公司 2018 年一季度经纪业务市场份额 3.98%，行业排名稳居第一梯队。投行 IPO、再融资、债券承销市场份额分别为 5.4%、4.2%、6.8%，延续 2017 年以来的发展势头。信用业务虽受市场利率走高影响融资成本提升，影响利息收入，但是信用业务规模持续增长，市占率保持稳中有升。
- **布局领先，具备龙头潜力**：公司传统业务均衡发展，各业务市场排名均列第一梯队，没有短板业务。同时在机构业务布局领先，在证券行业未来机构业务迎来大发展的趋势下，布局领先。此外，公司具有紧跟创新业务的能力，率先推出全国首批政府及社会资本合作资产证券化产品，推出多个业内首单资产证券化创新产品，首次在银行间市场通过“债券通（北向通）”为资产支持证券引入境外投资者。国际业务持续推进，招证国际进行战略大客户营销。2017 年在香港市场主承销 10 家 IPO，承销金额 9.4 亿美元。债券承销数目 42 个，承销金额 33.77 亿美元，同比大增 392.3%，承销排名同比上升 13 名。

#### 评级面临的主要风险

- 市场波动对行业业绩、估值的双重影响；政策面变化对公司业务带来的影响。

#### 估值

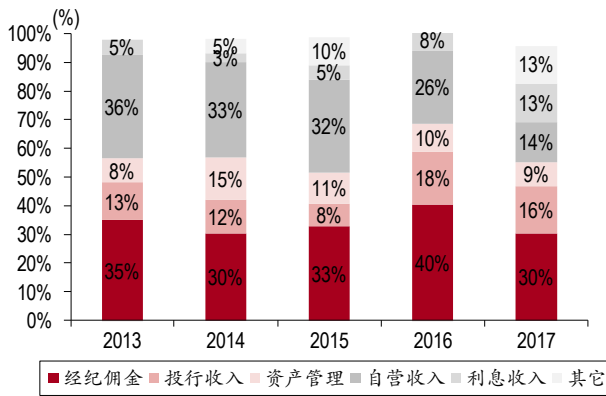
- 首次覆盖，给予“增持”评级，给予目标估值 1.5 倍 18PB，对应目标价 15.00 元。

#### 投资摘要

年结日：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(人民币, 百万)	11,695	13,353	11,563	12,719	13,773
变动(%)	(79)	14	(13)	10	8
归母净利润(人民币, 百万)	5,403	5,786	5,509	6,213	6,728
变动(%)	(73)	7	(5)	13	8
每股股息(人民币)	0.19	0.40	0.38	0.43	0.47
股息率(%)	1.42	3.01	2.87	3.23	3.50
市净率(倍)	1.49	1.39	1.33	1.27	1.21

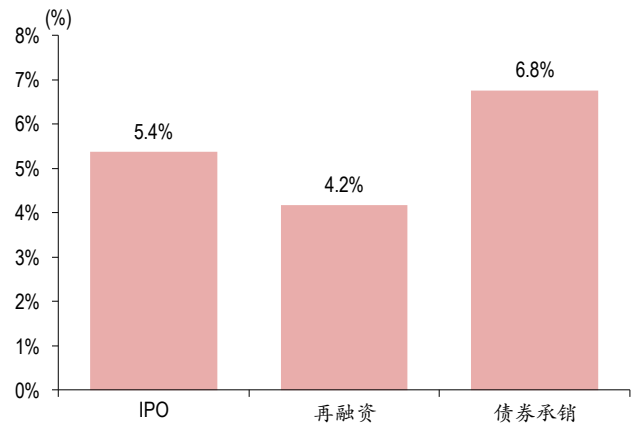
资料来源：公司数据及中银证券预测

图表 1. 招商证券收入结构



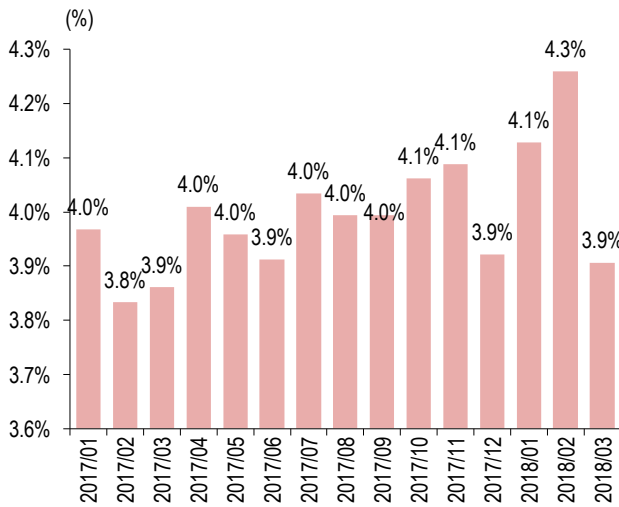
资料来源：公司公告及中银证券

图表 2. 招商证券投行业务市场份额



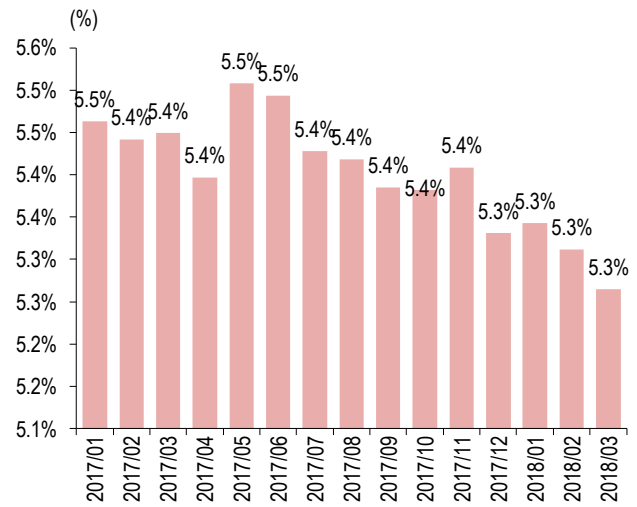
资料来源：公司公告及中银证券

图表 3. 招商股基成交额市占率



资料来源：万得数据及中银证券

图表 4. 招商两融余额市占率



资料来源：万得数据及中银证券

**损益表 (人民币 百万)**
**主要比率**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E	主要比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>一、营业收入</b>	<b>11,695</b>	<b>13,353</b>	<b>11,563</b>	<b>12,719</b>	<b>13,773</b>	<b>收入构成</b>					
手续费净收入	8,473	7,937	7,198	7,918	8,492	经纪佣金 (%)	40	30	34	34	33
其中:代理买卖证券业务净	4,720	4,036	3,955	4,351	4,568	投行收入 (%)	18	16	19	19	19
证券承销业务净收入	2,154	2,198	2,154	2,370	2,607	资产管理 (%)	10	9	9	9	10
委托管理资产业务净收	1,143	1,145	1,088	1,197	1,317	自营收入 (%)	26	14	17	17	18
利息净收入	895	1,796	1,707	1,877	2,065	利息收入 (%)	8	13	15	15	15
投资净收益	3,620	2,712	2,658	2,924	3,216	其它 (%)	(6)	13	6	6	6
其中:对联营企业和合营	629	845	737	791	764	<b>成长性</b>					
公允价值变动净收益	(1,596)	1,010	-	-	-	营业收入增长率 (%)	(79)	14	(13)	10	8
汇兑净收益	259	(150)	-	-	-	营业利润增长率 (%)	(77)	11	(5)	13	8
其他业务收入	44	38	-	-	-	归母净利润增长率 (%)	(73)	7	(5)	13	8
<b>二、营业支出</b>	<b>5,309</b>	<b>6,249</b>	<b>4,796</b>	<b>5,088</b>	<b>5,509</b>	<b>每股指标</b>					
营业税金及附加	4,829	6,112	4,741	4,833	5,234	EPS (元)	0.81	0.86	0.82	0.93	1.00
业务及管理费	48	61	55	58	56	BVPS (元)	8.93	9.59	10.00	10.46	10.96
资产减值损失	1	0	1	0	1	<b>盈利能力</b>					
其他业务成本	0	-	0	0	0	经营利润率 (%)	55	53	59	60	60
<b>三、营业利润</b>	<b>6,387</b>	<b>7,104</b>	<b>6,767</b>	<b>7,631</b>	<b>8,264</b>	净资产收益率(ROE)	9	7	7	7	8
加:营业外收入	81	16	-	-	-	总资产收益率(ROA)	2	2	2	2	2
减:营业外支出	15	14	-	-	-	<b>估值比率</b>					
<b>四、利润总额</b>	<b>6,453</b>	<b>7,107</b>	<b>6,767</b>	<b>7,631</b>	<b>8,264</b>	PB	1.49	1.39	1.33	1.27	1.21
减:所得税费用	1,036	1,302	1,240	1,398	1,514	PE	16.47	15.38	16.15	14.32	13.22
<b>五、净利润</b>	<b>5,417</b>	<b>5,805</b>	<b>5,527</b>	<b>6,233</b>	<b>6,750</b>						
<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>5,403</b>	<b>5,786</b>	<b>5,509</b>	<b>6,213</b>	<b>6,728</b>						

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资料来源: 公司数据及中银证券预测