

分析师: 张洋

执业证书编号: S0730516040002

Zhangyang-yjs@ccnew.com

021-50588666-8069

投行、投资拖累, 核心指标稳定

——招商证券(600999) 2018 年中报点评

证券研究报告-中报点评

增持(维持)

市场数据(2018-08-31)

收盘价(元)	13.10
一年内最高/最低(元)	22.35/12.52
沪深300 指数	3334.5
市净率(倍)	1.11
总市值(亿元)	877.62
流通市值(亿元)	642.38

基础数据(2018-6-30)

每股净资产(元)	9.46
总资产(亿元)	2,980.78
所有者权益(亿元)	783.50
净资产收益率(%)	2.16
总股本(亿股)	66.99
H 股(亿股)	9.80

个股相对沪深300 指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

1 《招商证券(600999) 2017 年年报点评: 争先进位、逆市增长》 2018-04-09

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

发布日期: 2018 年 09 月 03 日

中报概况: 招商证券 2018 年上半年实现营业收入 47.86 亿元, 同比-18.31%; 实现归母净利润 18.07 亿元, 同比-29.21%。基本每股收益 0.21 元, 同比-40.55%; 加权平均净资产收益率 2.16%, 同比-1.72 个百分点。2018 年中期不分配、不转增。

点评: 1. 经纪业务手续费净收入占比显著回升, 投资收益(含公允)、投行手续费净收入占比明显下降。

2. 经纪业务稳中有升, 合并口径股基净佣金率降幅收窄。

3. 投行业务同比下滑; ABS 业务是亮点, 承销金额同比大增, 行业排名第 1。

4. 资管业务主动调结构, 重点发力主动管理型产品, 主动管理规模同比+9%。

5. 权益类自营业务收入同比大幅下降, 进而拖累中期业绩。

6. 信用业务规模有所下降, 整体风险可控。

7. 国际业务仍有潜力, 取得韩国牌照是公司国际化发展的重大里程碑。

投资建议: 面对严峻的市场环境, 公司努力采取有效措施防范各类风险, 积极营销拓收, 核心竞争力指标行业排名保持稳定; 公司连续 11 年获得券商分类监管 A 类 AA 级监管评级, 实属不易。报告期内公司投行、投资业务虽有所下滑, 但未来边际改善的空间较大。此外, CDR 业务及取得场外期权业务一级交易商资格将为公司打开新的成长空间。鉴于当前市场环境暂未明显转暖, 下调公司盈利预测。预计公司 2018、2019 年 EPS 分别为 0.67 元、0.73 元, BVPS 分别为 9.57 元、9.87 元, 按 8 月 31 日收盘价计算, 对应 P/E 分别为 19.55 倍、17.95 倍, 对应 P/B 分别为 1.37 倍、1.33 倍, 维持“增持”的投资评级。

风险提示: 权益类及固收类二级市场行情持续弱势导致公司各项业务无法得到有效改观

	2016A	2017A	2018E	2019E
营业收入(亿元)	116.95	133.53	115.18	125.52
增长比率	-54%	14%	-14%	9%
归母净利(亿元)	54.03	57.86	44.87	48.60
增长比率	-50%	7%	-22%	8%
EPS(元)	0.91	0.78	0.67	0.73
市盈率(倍)	18.07	20.57	19.55	17.95
BVPS(元)	8.93	9.59	9.57	9.87
市净率(倍)	1.83	1.79	1.37	1.33

资料来源: Wind、中原证券

招商证券 2018 年中报概况:

招商证券 2018 年上半年实现营业收入 47.86 亿元, 同比-18.31%; 实现归母净利润 18.07 亿元, 同比-29.21%。基本每股收益 0.21 元, 同比-40.55%; 加权平均净资产收益率 2.16%, 同比-1.72 个百分点。2018 年中期不分配、不转增。

根据中国证券业协会的统计, 2018 年上半年行业共实现营业收入 1265.72 亿元, 同比-11.92%; 共实现净利润 328.61 亿元, 同比-40.53%。公司 2018 年上半年营收增速逊于行业均值、净利增速优于行业均值。

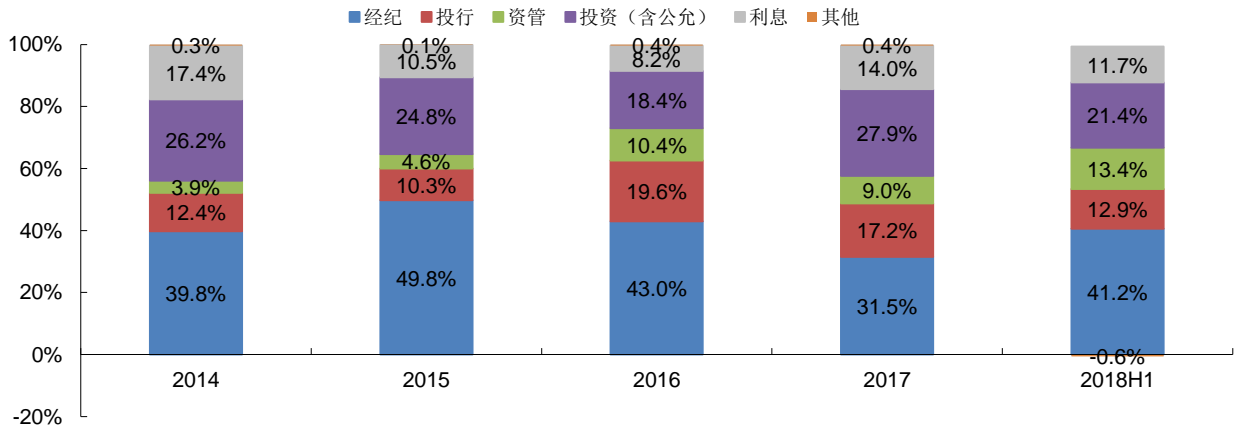
点评:

1. 经纪业务收入占比显著回升

2018 年上半年公司经纪、投行、资管、投资收益(含公允)、利息和其他业务收入占比分别为 41.2%、12.9%、13.4%、21.4%、11.7%、-0.6%, 2017 年分别为 31.5%、17.2%、9.0%、27.9%、14.0%、0.4%。

2018 年上半年公司经纪业务手续费净收入占比显著回升, 投资收益(含公允)、投行手续费净收入占比明显下降。

图 1: 2014-2018H1 公司收入结构



资料来源: 公司财报、中原证券

注: 其他收入包括汇兑损益、资产处置收益、其他收益、其他业务收入

2. 经纪业务稳中有升

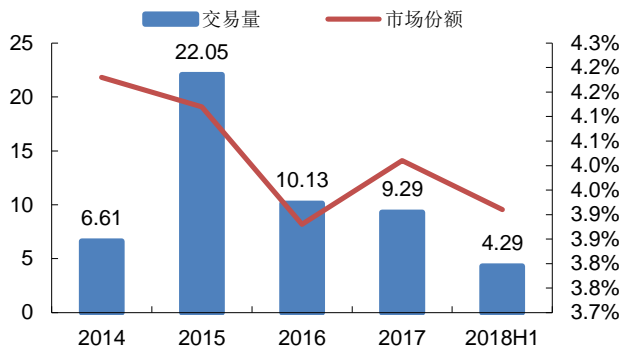
2018 年上半年公司实现经纪业务手续费净收入 40.36 亿元, 同比+0.7%。

报告期内公司与渠道资源深入合作, 进一步扩大新增客户市场份额, 经纪业务主要指标稳中有升。截至报告期末, 公司代理股票基金交易量 4.29 万亿元, 同比+1.97%; 市场份额 3.91%。

同比基本持平；代理买卖净收入排名行业第 7 位；港股通深圳市场份额排名第 1，上海市场份额排名第 6，具备了较强的竞争优势。

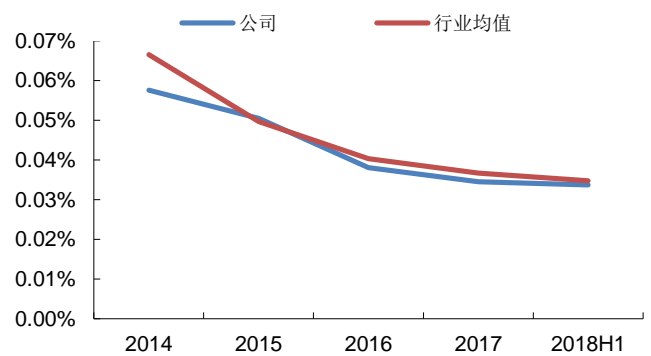
2018 年上半年公司合并口径股基净佣金率为 0.34% 左右，较 2017 年年底-2.32%，降幅逐年收窄，略低于行业均值。

图 2：公司股基交易量（万亿）及市场份额



资料来源：Wind、公司财报、中原证券

图 3：公司及行业净佣金率



资料来源：Wind、公司财报、中原证券

3.ABS 业务是亮点

受行业投行业务总量萎缩的影响，2018 年上半年公司实现投行业务手续费净收入 5.83 亿元，同比-42.5%。

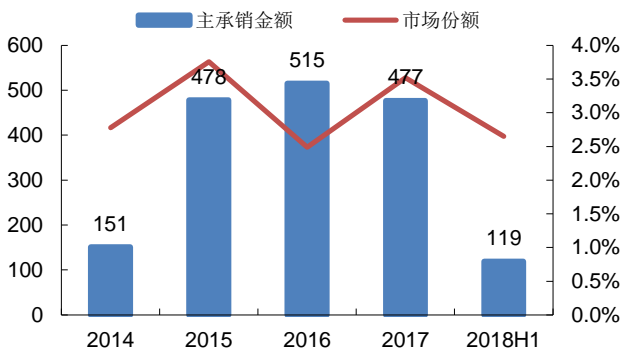
股权融资方面，报告期内公司共完成 10 个股权融资项目，主承销金额 119 亿元，同比-19.55%，行业排名第 9 位，较 2017 年-2 位；其中，完成 IPO 项目 4 个，主承销金额 32.59 亿元，排名行业第 6 位；完成再融资项目 6 个，主承销金额 86.23 亿元，行业排名第 9 位。根据 Wind 的统计，目前公司 IPO 项目储备 19 个（包括联合保荐、审核状态包括已受理、已反馈、已预披露更新），项目储备较为充足。

债权融资方面，报告期内公司承销各类债券合计 234 只，主承销金额 1673 亿元，同比+21.32%，行业排名第 3 位。其中，ABS 承销金额 891 亿元，同比+67.20%，行业排名第 1 位。

财务顾问业务方面，报告期内公司共为 8 家企业提供并购重组财务顾问服务，涉及金额 359.47 亿元，行业排名第 7 位。

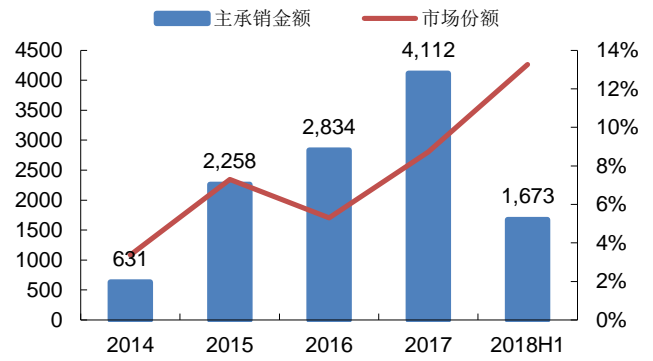
此外，入围 CDR 业务试点期间境内发行上市的主保荐机构，公司投行业务发展前景值得期待。

图 4: 公司股权融资规模 (亿) 及市场份额



资料来源: Wind、公司财报、中原证券

图 5: 公司债权融资规模 (亿) 及市场份额



资料来源: Wind、公司财报、中原证券

4. 资管业务重点发力主动管理

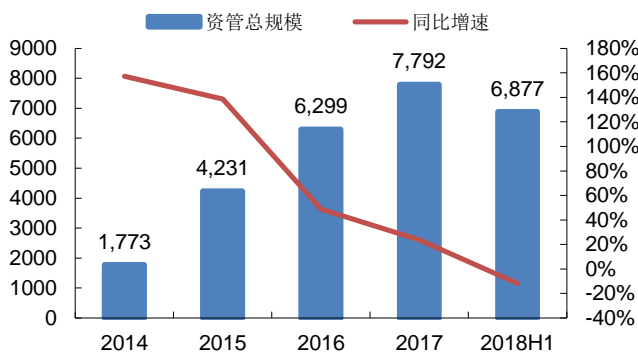
2018 年上半年公司实现资管业务手续费净收入 6.06 亿元, 同比+12.8%。

资产管理业务方面, 报告期内公司主动调整业务结构, 重点发力主动管理型产品。截至报告期末, 招商资管管理资产总规模 6877 亿元, 较 2017 年年底-11.74%, 排名行业第 5 位; 主动管理业务规模 1387 亿元, 较 2017 年年底+9.0%; 集合、定向、专项资管规模分别为 525 亿、5867 亿、485 亿, 较 2017 年年底分别+11.45%、-14.69%、+9.20%。

私募基金业务方面, 招商致远资本累计资产管理规模超过 210 亿元, 较 2017 年年底+5%, 累计投资规模超过 100 亿元。

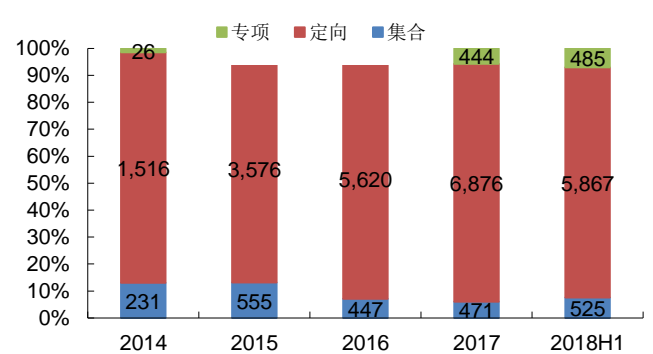
基金管理业务方面, 截至报告期末, 公司参股的博时基金、招商基金管理非货币公募基金规模分别排名行业第 2 位、第 8 位。

图 6: 公司资管总规模 (亿) 及同比增速



资料来源: Wind、公司财报、中原证券

图 7: 公司各类别资管规模 (亿)



资料来源: Wind、公司财报、中原证券

5. 权益类自营拖累业绩

2018 年上半年公司实现投资收益 (含公允价值变动) 9.66 亿元, 同比-26.48%。

投资收益（含公允价值变动）同比下滑主要由权益类自营业务收入同比大幅下降所致。

6. 信用业务规模有所下降、整体风险可控

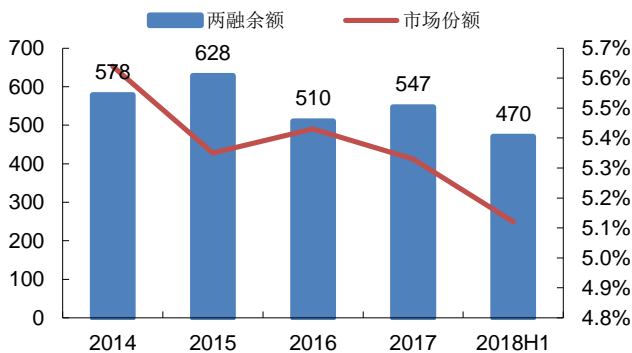
2018年上半年公司实现利息净收入 5.27 亿元，同比-44.93%，主要由公司负债融资规模增长所带来的利息支出增加（同比+44.62%）所致。

融资融券业务方面，截至报告期末，公司两融余额为 470 亿元，较 2017 年年底-14.01%；市场份额 5.12%。计提减值准备占融出资金净值的比例约为 0.23%。

股票质押式回购业务方面，截至报告期末，公司股票质押待购回余额 545 亿元，较 2017 年年底-7.78%。计提减值准备占买入返售金融资产总规模的比例约为 0.55%。

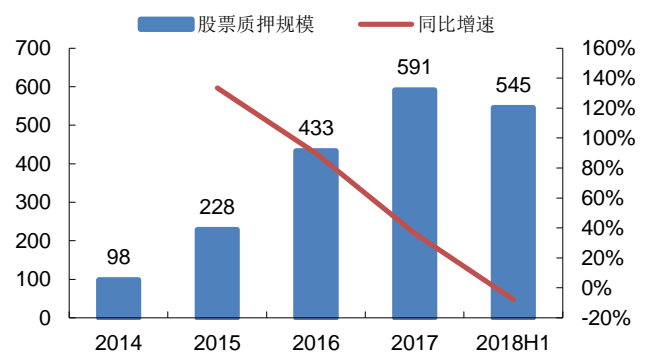
截至报告期末，公司信用业务规模有所下降，整体风险可控。

图 8: 公司两融余额 (亿) 及市场份额



资料来源: Wind、公司财报、中原证券

图 9: 公司股票质押规模 (亿) 及同比增速



资料来源: Wind、公司财报、中原证券

7. 国际业务仍有潜力

截至报告期末，招证国际 IPO 融资规模在我国香港地区排名第 8 位；港股 IPO 项目储备创历史新高，已提交上市申请项目排名第 1 位。

报告期内招证国际定息收益板块投资收益显著下降，但信用债投资收益率持续领先同期市场基准收益率。

报告期内招商证券（韩国）有限公司成为第一家获得韩国业务牌照的中资券商，是公司国际化发展的重大里程碑。

投资建议

面对严峻的市场环境，公司努力采取有效措施防范各类风险，积极营销拓收，核心竞争力

指标行业排名保持稳定；公司连续 11 年获得券商分类监管 A 类 AA 级监管评级，实属不易。报告期内公司投行、投资业务虽有所下滑，但未来边际改善的空间较大。此外，CDR 业务及取得场外期权业务一级交易商资格将为公司打开新的成长空间。

鉴于当前市场环境暂未明显转暖，下调公司盈利预测。预计公司 2018、2019 年 EPS 分别为 0.67 元、0.73 元，BVPS 分别为 9.57 元、9.87 元，按 8 月 31 日收盘价计算，对应 P/E 分别为 19.55 倍、17.95 倍，对应 P/B 分别为 1.37 倍、1.33 倍，维持“增持”的投资评级。

风险提示：权益类及固收类二级市场行情持续弱势导致公司各项业务无法得到有效改观

表 1: 资产负债表预测 (亿元)

	2016A	2017A	2018E	2019E
资产:	2430.58	2856.44	3010.15	3146.52
货币资金	612.72	526.57	579.23	596.61
融出资金	533.52	592.35	533.12	559.78
交易性金融资产	482.44	730.70	830.77	913.85
买入返售金融资产	189.53	360.99	397.09	377.24
应收利息及款项	19.87	26.79	35.69	39.26
可供出售金融资产	247.22	332.75	334.41	344.44
长期股权投资	52.89	74.89	78.45	83.45
固定及无形资产	18.02	18.54	18.91	19.29
商誉	0.10	0.10	0.10	0.10
其他资产合计	274.26	192.74	202.38	212.50
负债:	1831.43	2063.10	2218.08	2334.34
流动负债	265.34	551.27	567.81	596.20
交易性金融负债	44.40	54.93	34.93	36.68
卖出回购金融资产款	193.99	333.83	469.30	492.77
代理买卖证券款	675.82	510.95	536.50	563.32
应付费	113.84	91.24	95.80	98.67
长期借款	3.69	14.44	14.91	15.41
应付债券	504.66	472.30	448.69	471.12
其他负债	29.70	34.14	50.14	60.17
所有者权益:	599.15	793.34	792.07	812.18
股本	66.99	66.99	66.99	66.99
其他权益工具	0	150.00	150.00	150.00
资本公积金	275.34	275.34	275.34	275.34
存留收益	179.70	215.13	213.22	232.53
一般风险准备	76.23	84.84	85.69	86.49
少数股东权益	0.89	1.04	0.83	0.83

资料来源: Wind、中原证券

表 2: 利润表预测 (亿元)

	2016A	2017A	2018E	2019E
营业收入:	116.95	133.53	115.18	125.52
手续费及佣金净收入	84.73	79.37	71.44	76.11
其中: 代理买卖证券	47.20	40.36	39.55	41.53
证券承销	21.54	21.98	14.29	15.72
资产管理	11.43	11.45	12.60	13.86
利息净收入	8.95	17.96	13.46	16.15
投资收益 (含公允)	20.24	37.22	29.78	32.76
其他收入	3.03	-1.03	0.50	0.50
营业支出:	53.09	62.49	58.84	64.52
管理费用	48.29	61.12	56.84	62.52
其他成本	4.79	1.37	2.00	2.00
利润总额:	64.53	71.07	56.34	61.00
所得税	10.36	13.02	11.27	12.20
净利润:	54.17	58.05	45.07	48.80
少数股东损益	(0.14)	(0.19)	(0.20)	(0.20)
归母净利:	54.03	57.86	44.87	48.60

资料来源: Wind、中原证券

表 3: 每股指标与估值

	2016A	2017A	2018E	2019E
EPS	0.91	0.78	0.67	0.73
ROE	10.58%	8.39%	7.00%	7.35%
BVPS	8.93	9.59	9.57	9.87
P/E	18.07	20.57	19.55	17.95
P/B	1.83	1.79	1.37	1.33

资料来源: Wind、中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。