

招商证券 18 三季报：三季度自营收益亮眼，业绩同比降幅收窄



核心观点

- 招商证券 18Q3 净利润同比-26%，单季业绩环比大增。18 前三季度，招商证券实现收入与归母净利润分别为 77.9、30.7 亿元，分别同比-18.2%、-26.4%，相较于 18 年中报，降幅有所收窄。其中，18Q3 单季实现收入与归母净利润分别 30.1、12.7 亿元，环比+38.9%、+77%。公司加权平均净资产收益率 3.80%，同比减少 2.35pct。
- 自营收益提升，是公司单季业绩亮眼的的核心原因。我们以“投资收益+公允价值变动损益-对合营联营企业投资收益”来衡量招商自营投资业绩，可以看到 18Q3 单季实现收益 11.36 亿元，环比增加 9.9 亿元，增幅+681%；从前三季度累计来看，18Q3 为 16.3 亿元，同比-6.7%。考虑股债的前三季度累计收益率，上证综指 18 年为-14.7%，17 年+7.9%；中证全债 18 年+5.8%，17 年+0.36%。我们预计，公司 18 年固定收益板块投资力度加大、投资策略适当，是自营业绩提振的核心原因。
- 投行与资管表现较好，股票质押风险可控。1) 投行：三季度招商投行净收入 4.43 亿元，环比+95%；前三季度累计 10.3 亿元，同比-33%。从行业数据来看，18 年前三季度 IPO 累计募资规模 1154 亿元，同比-34.4%；再融资累计 6520 亿元，同比-25.7%。招商投行前三季度累计表现与行业水平基本持平，其中三季度单季环比增速快。2) 资管：前三季度实现资管收入 8.73 亿元，同比+9.3%，由于证监会在 2016 年即开始对券商资管业务、尤其是通道业务的整顿，18 年 4 月的大资管新规对行业的影响较为有限。3) 股票质押：根据 18 中报数据，招商表内股质规模 316 亿元，排名行业第 8；18Q3 累计信用减值损失 0.97 亿元，单季度-0.23 亿元，可见资产质量风险可控。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 2018-2020 年每股净资产分别为 12.21/12.65/13.17 元，按照可比公司估值法，计算可得 2018 年一致预期市净率为 1.2x，对应股价 14.65，维持增持评级。

风险提示

- 系统性风险对非金融企业估值的压制；公司自营投资业绩存在不确定性。

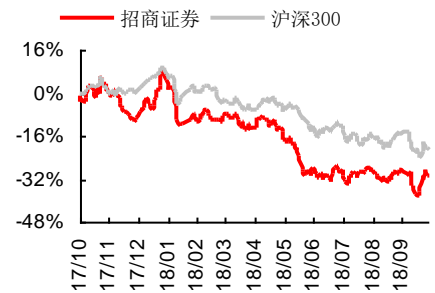
主要财务信息					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	11,695	13,353	11,204	12,422	14,920
同比增长	-53.8%	14.2%	-16.1%	10.9%	20.1%
营业利润 (百万元)	6,387	7,104	5,645	6,585	8,125
同比增长	-53.0%	11.2%	-20.5%	16.7%	23.4%
归属母公司净利润 (百万元)	5,403	5,786	4,588	5,393	6,608
同比增长	-50.5%	7.1%	-20.7%	17.6%	22.5%
每股收益 (元)	0.81	0.87	0.69	0.81	0.99
总资产收益率	2.0%	2.2%	1.6%	1.8%	2.1%
净资产收益率	10.0%	8.3%	5.7%	6.5%	7.6%
市盈率	16.0	14.9	18.8	16.0	13.1
市净率	1.4	1.1	1.1	1.0	1.0
经纪业务佣金率	4.50%	4.18%	4.08%	4.08%	4.08%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2018 年 10 月 29 日)	12.75 元
目标价格	14.65 元
52 周最高价/最低价	20.64/11.35 元
总股本/流通 A 股 (万股)	669,941/490,370
A 股市值 (百万元)	85,417
国家/地区	中国
行业	证券
报告发布日期	2018 年 10 月 30 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	-0.2	-2.9	-5.8	-36.0
相对表现 (%)	5.8	7.6	6.8	-12.5
沪深 300 (%)	-5.9	-10.5	-12.6	-23.5



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师	唐子佩
	021-63325888*6083
	tangzipei@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860514060001
	张潇
	021-63325888*6253
	zhangxiao@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860517080003

相关报告

稳中求进的综合性券商，机构业务亮点突出 2018-09-27

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						主要财务比率					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
银行存款	61,272	52,657	52,962	56,957	58,845	成长能力					
其中：客户存款	50,327	42,526	46,531	50,040	51,699	营业收入	-53.8%	14.2%	-16.1%	10.9%	20.1%
公司存款	10,945	10,131	6,432	6,917	7,146	手续费及佣金净收入	-48.5%	-6.3%	-15.7%	4.5%	5.3%
结算备付金	19,043	14,010	15,330	16,486	17,033	其中：经纪业务	-62.1%	-14.5%	-3.6%	7.5%	6.8%
其中：客户备付金	17,469	10,027	10,971	11,798	12,189	投行业务	-16.0%	2.0%	-22.0%	-8.4%	-7.5%
公司备付金	1,575	3,984	4,359	4,688	4,843	资产管理	0.0%	0.3%	-5.0%	14.2%	16.5%
投资资产	48,785	74,295	104,284	114,380	125,622	净利息收入	-65.8%	100.7%	-27.9%	10.3%	2.4%
其中：交易性资产	48,244	73,070	78,371	85,499	93,445	自营收入	-75.4%	106.2%	-21.6%	38.0%	67.7%
可供出售资产	540	1,224	25,913	28,881	32,177	营业支出	-54.7%	17.7%	-11.0%	5.0%	16.4%
持有至到期资产	0	0	0	0	0	管理费用	-50.8%	26.6%	-13.6%	6.6%	16.5%
存出保证金	540	1,224	1,340	1,441	1,489	营业利润	-53.0%	11.2%	-20.5%	16.7%	23.4%
买入返售资产	18,953	36,099	36,309	39,048	40,342	归属于母公司净利润	-50.5%	7.1%	-20.7%	17.6%	22.5%
长期股权投资	5,289	7,490	7,864	8,257	8,670	资产分布					
国定资产（含在建工程）	1,779	1,832	1,924	2,020	2,121	自有存款/总资产	4.5%	3.5%	2.2%	2.2%	2.2%
资产总计	243,058	285,644	289,391	307,415	327,808	客户存款/总资产	20.7%	14.9%	16.1%	16.3%	15.8%
交易性金融负债	4,440	5,493	6,316	6,948	7,643	投资资产/总资产	20.1%	26.0%	36.0%	37.2%	38.3%
代买卖证券款	67,582	51,095	55,907	60,124	62,117	买入返售资产/总资产	7.8%	12.6%	12.5%	12.7%	12.3%
应付职工薪酬	4,708	4,641	4,331	4,793	5,314	投资资产/净资产	81.4%	93.6%	127.4%	134.8%	142.2%
负债总计	183,143	206,310	207,512	222,571	239,465	收入分布					
股本	6,699	6,699	6,699	6,699	6,699	手续费收入/营业收入	72.5%	59.4%	59.7%	56.3%	49.4%
资本公积	27,534	27,534	27,534	27,534	27,534	经纪业务/营业收入	40.4%	30.2%	34.7%	33.7%	29.9%
一般风险准备	7,623	8,484	9,405	10,487	11,812	投行业务/营业收入	18.4%	16.5%	15.3%	12.6%	9.7%
交易风险准备						资管业务/营业收入	9.8%	8.6%	9.7%	10.0%	9.7%
盈余公积	3,876	4,306	4,767	5,308	5,970	自营业务/营业收入	31.0%	20.3%	22.5%	24.8%	31.3%
未分配利润	14,358	16,994	18,358	19,963	21,931	净利息收入/营业收入	7.7%	13.5%	11.6%	11.5%	9.8%
少数股东权益	89	104	109	114	120	净利润驱动指标					
股东权益合计	59,915	79,334	81,879	84,843	88,343	公司股基交易额	10,481.94	9,644,237	9,519,773	10,237.82	10,933.82
负债和股东权益总计	243,058	285,644	289,391	307,415	327,808		0			2	7
						公司股基交易市占率	3.78%	3.94%	3.99%	4.03%	4.06%
						公司股基交易净佣金率	45.03%	41.85%	40.85%	40.85%	40.85%
						IPO市占率					
						再融资市占率					
						债券承销市占率					
						营业税金/营业收入	3.5%	0.7%	1.0%	1.0%	1.0%
						成本收入比	45.4%	46.8%	49.6%	47.0%	45.5%
						有效税率	16.1%	18.3%	18.4%	17.9%	18.5%
						资本公积变化	7,510	476	(205)	(270)	(462)
						获利能力					
						净利率	46.2%	43.3%	40.9%	43.4%	44.3%
						ROA	2.0%	2.2%	1.6%	1.8%	2.1%
						ROE	10.0%	8.3%	5.7%	6.5%	7.6%
						每股指标（元）					
						每股收益	0.81	0.87	0.69	0.81	0.99
						每股净资产	8.93	11.83	12.21	12.65	13.17
						每股经纪业务交易额	1,564.61	1,439.57	1,420.99	1,528.17	1,632.06
						估值比率					
						市盈率	16.0	14.9	18.8	16.0	13.1
						市净率	1.4	1.1	1.1	1.0	1.0

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

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；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形，亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

