业绩分析

招商证券 (600999.SS)

中性

证券研究报告

业绩符合预期：新业务强劲，经纪/投资银行业务不及预期

与预测不一致的方面

招商证券 2014 年上半年净利润同比增长 30%，至人民币 13.7 亿元，占我们/万得市场 2014 全年预测的 50%。虽然总资产回报率同比上升 0.3 个百分点至 2.9%，但 5 月份完成的 110 亿元定向增发所带来的股权摊簿使得净资产回报率同比持平于 8.1%。**积极因素：1)** 2014 年上半年包括净利息收入和资管业务收入在内的新业务收入增速喜人，同比分别增长了 256%和 150%；这两项合计在今年上半年的总收入中贡献了 26%，而去年同期的贡献占比为 10%。**2)** 交易收入从去年下半年的疲弱状态反弹，半年环比增长了 189%，因为投资回报收益率上升而且自营交易资产规模有所扩大。**3)** 上半年招商证券净资本增加了人民币 117 亿元，监管指标净资本/净资产之比提高至 66%（半年环比上升了 13 个百分点），公司发展资本密集型新业务或因此更具竞争力。**不利因素：1)** 2014 年上半年经纪业务收入同比下滑 3%，因价格竞争激烈而且交易市场份额略有降低。尽管如此，招商证券的佣金费率似乎相对同业更为坚挺——上半年公司平均经纪佣金率下滑了 4%（我们预计行业佣金率下滑约 10%），部分原因在于招商证券定价低于同业而且公司在很大程度上涉足于竞争更为激烈、价格进一步下行空间相对较小的市场。**2)** 虽然上半年投行业务同比增长 214%，但仍稍逊于预期，这主要是因为 IPO 的重启步伐慢于预期。我们预计下半年招商证券的承销收入将有所回升，因为公司上市项目储备充足 （万得数据显示，招商证券的项目储备数量在全行业内排第四，在我们研究范围内位列第一）。

投资影响

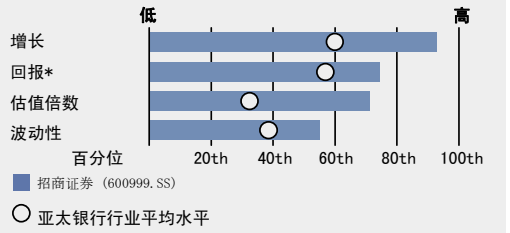
我们维持对于招商证券的中性评级，因为尽管其业务收入不够多元化，但估值已经相对充分。我们微调了我们的 14/15/16 年税后净利润预测，并维持基于市净率估值法计算的 12 个月目标价格人民币 11.50 元。风险：经纪业务定价好于/弱于预期，交易波动。

招商证券 2014 年二季度业绩概览

	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14
佣金率	0.071%	0.075%	0.069%	0.065%
净资产回报率	8.1%	9.6%	10.3%	7.7%

资料来源：公司数据、高华证券研究

投资摘要



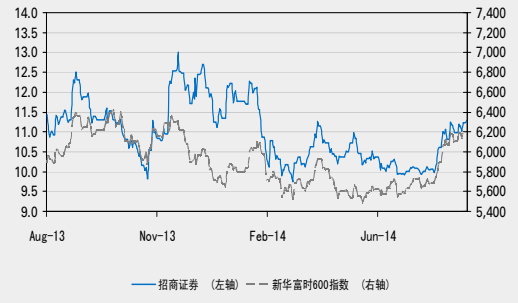
* 回报 – 资本回报率

投资摘要指标的全面描述请参见本报告的信息披露部分。

主要数据	当前
股价(Rmb)	11.29
12个月目标价格(Rmb)	11.50
市值(Rmb mn / US$ mn)	65,573.8 / 10,667.6
外资持股比例(%)	0.0

	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
每股盈利(Rmb)	0.48	0.53	0.55	0.60
每股盈利增长(%)	35.5	11.7	2.8	9.2
市净率(X)	2.0	1.6	1.5	1.5
市盈率(X)	24.6	21.1	20.6	18.8
股息收益率(%)	0.0	1.4	1.6	1.8
股价/拨备前营业利润	24.7	11.6	8.1	7.5
拨备前营业利润增长(%)	41.4	113.0	43.5	8.3
拨备前资产回报率(%)	3.3	5.7	6.8	6.7
总资产回报率(%)	2.81	5.15	6.36	6.28
净资产回报率(%)	8.4	15.0	18.2	18.6

股价走势图



股价表现(%)	3个月	6个月	12个月
绝对	7.9	(2.6)	(1.3)
相对于新华富时600指数	(3.0)	(4.9)	(5.0)

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet（股价为8/18/2014收盘价）

所属投资名单

中性

行业评级： 中性

李南, CFA （分析师） 执业证书编号: S1420513110001
+86(10)6627-3021 nan.li@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司

马宁 （分析师） 执业证书编号: S1420510120014
+86(10)6627-3063 ning.ma@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司

吴双 （分析师） 执业证书编号: S1420514080001
+86(10)6627-3487 jessica.wu@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司

钱玥 （研究助理）
+86(10)6627-3463 yvonne.qian@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司

北京高华证券有限责任公司及其关联机构与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者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，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。 有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或请与您的投资代表联系。

招商证券： 财务数据概要

损益表(Rmb mn)	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
投资银行手续费	433.2	929.3	1,056.9	1,165.6
佣金	2,985.0	3,165.7	3,363.5	3,428.5
本金交易	1,256.2	1,428.9	1,276.6	1,340.5
资产管理	235.9	376.6	415.9	461.9
其他	330.6	333.8	365.0	334.1
净利息收入	836.0	1,577.9	2,080.1	2,543.5
信用卡手续费	--	--	--	--
客户贷款拨备	(4.1)	(6.4)	(8.2)	(8.4)
净收入	**6,076.9**	**7,812.2**	**8,557.9**	**9,274.2**
员工/薪酬支出	(1,671.0)	(1,135.7)	0.0	0.0
非利息费用合计(含贷款损失拨备)	(3,428.9)	(2,170.3)	(461.0)	(502.3)
联营公司	0.0	0.0	0.0	0.0
资产处置损益	0.0	0.0	0.0	0.0
其他净额合计	0.0	0.0	0.0	0.0
税前利润	**2,648.0**	**5,641.9**	**8,097.0**	**8,771.9**
所得税拨备	(413.0)	(562.3)	(541.0)	(590.7)
少数股东损益	(5.4)	(1.9)	0.0	0.0
优先股息发放前净利润	**2,229.7**	**2,797.7**	**3,190.2**	**3,483.2**
优先股息	0.0	0.0	0.0	0.0
非经常项目前净利润	**2,229.7**	**2,797.7**	**3,190.2**	**3,483.2**
税后非经常性损益	0.0	0.0	0.0	0.0
特别税项后净利润	**2,229.7**	**5,077.7**	**7,556.0**	**8,181.2**
每股盈利(非经常项目前，基本)(Rmb)	**0.48**	**0.53**	**0.55**	**0.60**
每股盈利(摊薄，非经常项目前)(Rmb)	0.48	0.53	0.55	0.60
每股股息(Rmb)	0.00	0.16	0.18	0.20
每股净资产(Rmb)	**5.83**	**6.96**	**7.35**	**7.77**
有形资产每股账面净值(Rmb)	5.82	6.96	7.35	7.77

增长率和利润率(%)	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
净收入增长	30.1	28.6	9.5	8.4
净利润增长率	35.5	127.7	48.8	8.3
每股盈利增长	35.5	11.7	2.8	9.2
税前利润	43.6	72.2	94.6	94.6
税后利润率	36.7	65.0	88.3	88.2
净利息收入增长	47.9	88.7	31.8	22.3

资产负债表(Rmb mn)	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
现金及等价物	25,276.9	33,791.7	34,026.9	35,064.6
现金及登记证券	--	--	--	--
证券合计	21,407.5	30,965.0	32,233.5	34,138.7
回购	2,096.5	2,423.7	2,801.9	3,268.1
借入证券	--	--	--	--
券商应收款	--	--	--	--
客户应收款	--	--	--	--
其他应收款	231.0	222.3	244.6	269.0
应收款合计	**231.0**	**222.3**	**244.6**	**269.0**
物业、厂房及设备，净值	1,087.0	1,251.5	1,440.8	1,658.9
无形资产	33.7	33.0	33.0	33.0
其他资产	--	--	--	--
资产合计	**83,157.2**	**113,915.4**	**123,834.3**	**136,578.9**
商业票据与短期债	10,219.1	9,303.8	11,257.6	13,621.8
存款	26,718.5	36,254.8	36,869.6	40,966.6
售出证券合计，非买入	0.0	0.0	0.0	0.0
回购	4,358.4	11,009.2	12,715.6	14,018.9
贷出证券	--	--	--	--
其他	--	--	--	--
券商应付款	--	--	--	--
客户应付款	--	--	--	--
应付款合计	2,875.2	2,870.5	3,336.0	3,714.3
应计费用及其他负债	0.0	0.0	0.0	0.0
长期债务合计	10,137.0	10,715.9	12,966.2	14,325.9
其它负债	1,664.6	3,298.5	3,965.6	4,770.1
负债合计	**55,972.8**	**73,452.7**	**81,110.7**	**91,417.5**
资本份额和其它优先证券	**--**	**--**	**--**	**--**
优先股	**--**	**--**	**--**	**--**
普通股权益	**27,159.3**	**40,435.8**	**42,696.7**	**45,134.4**
少数股东权益	**25.1**	**27.0**	**27.0**	**27.0**
股东权益合计	**27,184.4**	**40,462.7**	**42,723.7**	**45,161.4**
负债及股东权益合计	**83,157.2**	**113,915.4**	**123,834.3**	**136,578.9**

比率(%)	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
总资产回报率	2.8	2.8	2.7	2.7
净资产回报率	8.4	8.3	7.7	7.9

注：最后一个实际年度数据可能包括已公布和预测数据。
资料来源：公司数据、高盛研究预测

对此报告有贡献的人员

李南, CFA
nan.li@ghsl.cn

钱玥
yvonne.qian@ghsl.cn

马宁
ning.ma@ghsl.cn

吴双
jessica.wu@ghsl.cn

图表1：招商证券 2014 年上半年净利润同比增长 30%，至人民币 13.7 亿元，占我们全年预测的 50%。包括净利息收入和资管业务收入在内的新业务收入增速强劲，而经纪/投行业务收入弱于预期。5 月份完成的定向增发所带来的股权摊簿使得净资产回报率同比持平于 8.1%

	Half yearly results					Quarterly results					
人民币 百万			1H14		1H14 as					QoQ (%)	YoY (%)
	2H13	1H14	HoH (%)	YoY (%)	of 2014E	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	2Q14	2Q14
利润表											
手续费及佣金净收入	**2,145**	**1,874**	**(13)**	**22**	**42%**	**1,009**	**1,137**	**1,057**	**817**	**(23)**	**13**
经纪业务	1,669	1,281	(23)	(3)	40%	835	834	736	545	(26)	(12)
投资银行	304	407	34	214	43%	91	213	237	169	(29)	190
资产管理	164	179	9	150	71%	79	85	79	100	26	165
净利息收入	**622**	**763**	**23**	**256**	**53%**	**289**	**333**	**344**	**419**	**22**	**275**
自营交易收入	**276**	**796**	**189**	**(19)**	**72%**	**154**	**121**	**303**	**493**	**63**	**14**
其他收入	130	172	32	(1)	57%	81	50	78	94	21	4
总营业收入	**3,173**	**3,605**	**14**	**24**	**50%**	**1,532**	**1,641**	**1,781**	**1,824**	**2**	**34**
营业成本	**1,834**	**1,917**	**5**	**21**	**46%**	**894**	**941**	**892**	**1,025**	**15**	**28**
拨备前利润	1,339	1,688	26	29	54%	639	700	889	799	(10)	44
税前利润	1,334	1,686	26	28	54%	639	696	889	796	(10)	43
净利润	**1,183**	**1,365**	**15**	**30**	**50%**	**536**	**647**	**711**	**653**	**(8)**	**51**
资产负债表											
资产											
客户存款	22,683	25,438	12	(5)	102%	23,494	22,683	24,072	25,438	6	(5)
结算备付金	5,047	6,048	20	(2)	109%	4,747	5,047	5,928	6,048	2	(2)
流动资产总额	55,919	76,118	36	10	109%	60,156	55,919	60,337	76,118	26	10
长期投资总额	5,517	5,593	1	10	99%	5,177	5,517	5,553	5,593	1	10
固定资产总额	1,087	1,166	7	23	103%	1,013	1,087	1,129	1,166	3	23
其他资产	20,634	24,321	18	76	91%	17,110	20,634	23,785	24,321	2	76
资产总额	**83,157**	**107,197**	**29**	**21**	**104%**	**83,457**	**83,157**	**90,804**	**107,197**	**18**	**21**
负债及股东权益											
代理买卖证券款	26,718	30,241	13	(4)	103%	27,295	26,718	29,043	30,241	4	(4)
流动负债总额	45,521	56,786	25	24	114%	36,732	45,521	52,343	56,786	8	24
长期债务总额	10,137	10,206	1	2	90%	10,083	10,137	10,190	10,206	0	2
负债总额	**55,973**	**67,279**	**20**	**7**	**109%**	**56,840**	**55,973**	**62,811**	**67,279**	**7**	**7**
少数股东权益	25	27	8	445	108%	14	25	27	27	(1)	445
股东权益合计	**27,159**	**39,891**	**47**	**53**	**95%**	**26,603**	**27,159**	**27,965**	**39,891**	**43**	**53**
收入成本比	53.9%	49.7%	-4.2%	-2.3%		54.4%	53.4%	46.3%	53.0%	6.8%	-3.1%
佣金率	0.069%	0.064%	-0.006%	-0.003%		0.071%	0.075%	0.069%	0.065%	-0.004%	-0.006%
净资产回报率	8.9%	8.1%	-0.7%	0.1%		8.1%	9.6%	10.3%	7.7%	-2.6%	1.1%
总资产回报率	2.7%	2.9%	0.1%	0.3%		2.5%	3.1%	3.3%	2.6%	-0.6%	0.7%

*季度佣金率数据有所高估，因为鉴于信息披露不足，我们没有剔除期货经纪收入

资料来源：公司数据、高华证券研究

信息披露附录

申明

本人，李南, CFA，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述公司或其证券的个人看法。此外，本人薪金的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA 和收入等。 **回报**是各项资本回报指标一年预测的加总，如 CROCI、平均运用资本回报率和净资产回报率。 **估值倍数**根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。 **波动性**根据 12 个月的历史波动性计算并经股息调整。

Quantum

Quantum 是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场的公司之间进行比较。

GS SUSTAIN

GS SUSTAIN 是侧重于长期做多建议的相对稳定的全球投资策略。GS SUSTAIN 关注名单涵盖了我们认为相对于全球同业具有持续竞争优势和出色的资本回报、因而有望在长期内表现出色的行业领军企业。我们对领军企业的筛选基于对以下三方面的量化分析：现金投资的现金回报、行业地位和管理水平（公司管理层对行业面临的环境、社会和企业治理方面管理的有效性）。

信息披露

相关的股票研究范围

李南, CFA：中国券商、中国金融行业。马宁：中国金融行业。

中国券商：银河证券、招商证券、中信证券(A)、中信证券(H)、光大证券、海通证券(A)、海通证券(H)。

中国金融行业：农业银行(A)、农业银行(H)、北京银行、中国银行(A)、中国银行(H)、重庆银行、交通银行(A)、交通银行(H)、南京银行、宁波银行、中国信达、中信银行(A)、中信银行(H)、建设银行(A)、建设银行(H)、光大银行、中国人寿(A)、中国人寿(H)、招商银行(A)、招商银行(H)、民生银行(A)、民生银行(H)、中国太保(A)、中国太保(H)、中国太平、重庆农村商业银行、远东宏信、华夏银行、工商银行(A)、工商银行(H)、兴业银行、新华保险(A)、新华保险(H)、人保集团、人保财险、平安银行、中国平安(A)、中国平安(H)、浦发银行。

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

高盛高华在过去 12 个月中曾从下述公司获得投资银行服务报酬： 招商证券 (Rmb11.29)

高盛高华在今后 3 个月中预计将从下述公司获得或寻求获得投资银行服务报酬： 招商证券 (Rmb11.29)

高盛高华在过去 12 个月中与下述公司存在投资银行客户关系： 招商证券 (Rmb11.29)

公司评级、研究行业及评级和相关定义

买入、中性、卖出：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据 25-35%的股票评级为买入、10-15%的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单；但是，在某一特定行业买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。地区强力买入或卖出名单是以潜在回报规模或实现回报的可能性为主要依据的投资建议。

潜在回报：代表当前股价与一定时间范围内预测目标价格之差。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究行业及评级：分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及／或估值对研究对象的投资前景的看法。 **具吸引力(A)：**未来 12 个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及／或估值。 **中性(N)：**未来 12 个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及／或估值持平。 **谨慎(C)：**未来 12 个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及／或估值。

暂无评级(NR)：在高盛高华于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时并在某些其他情况下，投资评级和目标价格已经根据高华证券的政策予以除去。 **暂停评级(RS)：**由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标，或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制，我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效，因此投资者不应依赖该等资料。 **暂停研究(CS)：**我们已经暂停对该公司的研究。 **没有研究(NC)：**我们没有对该公司进行研究。 **不存在或不适用(NA)：**此资料不存在或不适用。 **无意义(NM)：**此资料无意义，因此不包括在报告内。

一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华为高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报告中涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师和信贷分析师，将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的地区，本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议，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，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。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。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。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。

投资者可以向高华销售代表取得或通过 http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp 取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在高华客户网上并向所有客户同步提供。高华未授权任何第三方整合者转发其研究报告。有关某特定证券的研究报告、模型或其它数据，请联络您的销售代表。

北京高华证券有限责任公司版权所有 © 2014 年

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。