2014 年 10 月 30 日

郑春明
C0059@capital.com.tw

目标价(元) 13.50

公司基本资讯

产业别	非银金融
A 股价(2014/10/29)	11.89
上证综指(2014/10/29)	2373.03
股价 12 个月高/低	13.01/9.77
总发行股数(百万)	5808.14
A 股数(百万)	4661.10
A 市值(亿元)	690.59
主要股东	深圳市招融投资控股有限公司(24.71%)
每股净值(元)	6.94
股价/账面净值	1.71

	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	7.2	7.5	10.4

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等

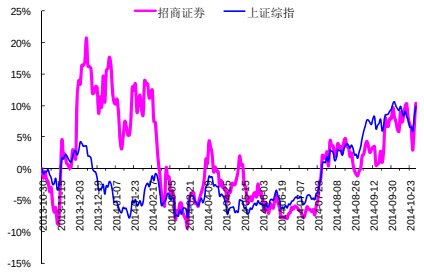
产品组合

证券经纪业务	66.5%
证券投资业务	11.8%
投资银行业务	11.5%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	3.4%
一般法人	65.4%
财务公司	0.0%

股价相对大盘走势



招商证券(600999.SH) Buy 买入（维持）

三季报点评：投行、两融推升业绩，结构趋于合理

结论与建议：

公司公布 2014 年三季报，前三季度实现实现营收 65.7 亿元，YOY 增长 48.2%，实现净利润 25.3 亿元，YOY 增长 60.1%，业绩实现高速增长，一是受益于 IPO 重启后投行业务的出色表现，并且公司两融类信贷业务在公司增发后表现突出；另外我们也注意到公司结构渐趋于均衡，对传统业务依赖性逐步降低，自营及资管板块同样表现稳健。

在四季度股市继续向好的判断下，预计公司将继续以传统业务为基石，利用增发带来的规模效应，在资金类等创新业务方面取得持续突破。目前公司股价对应 2015 年 PB 约为 1.7 倍，估值不高，给予“买入”的投资建议。

- **投行、两融推升业绩：**前三季取得高增长的主要原因之一，在于投行业务的贡献，1-3Q 公司共完成 7 单 IPO，共贡献承销收入约 3.3 亿元左右，加上增发及债券承销，前三季公司实现投行业务收入 8.04 亿元，YOY 增长 256%；此外，自 5 月定增 111.5 亿元完成后，经营杠杆也持续提升，有效的推动了两融规模的增长，截止 Q3 末，公司两融余额达 345 亿元，仍稳居行业第四位，前三季度净利息收入增 154%至 12.8 亿元。
- **股市向好带动经纪及自营：**除了投行及两融外，Q3 股市量价齐升也带动了经纪及自营业务的好转：沪深 300 单季度上涨约 13.2%，市场日均成交量达 2946 亿元，YOY 增 40%，带动公司 Q3 实现经纪业务净收入 10.9 亿元，YOY 增长 31%，Q3 实现投资净收益（含公允）8.5 亿元，YOY 增长 275%，成为单季度贡献业绩的主力。
- **业务结构趋于合理：**从各业务贡献来看，传统经纪业务收入占比已较去年同期降 12 个百分点至 36.1%；而净利息收入（主要为两融）占比则提升 8 个百分点至 19.4%，且随着 IPO 的开闸，投行收入占比也恢复至 12%的正常水准，我们认为公司业务结构逐渐趋于均衡，未来在行业加杠杆的背景下，两融等创新类资金业务贡献有望进一步提升。
- **展望未来：**展望未来，我们认为股市上涨的通道以基本确立，四季度成交量维持高位的概率较大，经纪收入有望稳步提升；且预计公司投行业务将延续高增长。 此外，我们也看好公司在强大的资本实力下，在新三板、融资融券等创新业务方面的潜力。
- **盈利预测与投资建议：**预计 2014/2015 年净利润分别为 32.2 亿元、40.3 亿元，YOY 分别增长 44.6%、24.9%，目前股价交易于 2014 年 PB 1.7X，估值不高，给予为买入的投资建议。

.....接续下页.....

年度截止 12 月 31 日		2011	2012	2013	2014E	2015E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	2,008	1,646	2,230	3,223	4,025
同比增减	%	-37.80%	-18.04%	35.46%	44.55%	24.88%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.43	0.35	0.48	0.55	0.69
同比增减	%	-52.16%	-18.04%	35.46%	16.00%	24.88%
市盈率(P/E)	X	27.60	33.67	24.86	21.43	17.16
股利 (DPS)	RMB 元	0.15	0.14	0	0.20	0.25
股息率 (Yield)	%	1.26%	1.19%	0.00%	1.68%	2.10%

预期报酬(Expected Return；ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER ≧ 30%)；买入 Buy (30% ＞ ER ≧ 10%)
中性 Neutral (10% ＞ ER ＞ -10%)
卖出 Sell (-30% ＜ER ≦ -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER ≦ -30%)

附一：合并损益表

百万元	2011	2012	2013	2014E	2015E
营业收入	5,225	4,666	6,087	8,521	10,225
手续费及佣金净收入	3,604	2,442	3,680	4,784	5,502
利息净收入	689	565	836	1881	2,163
投资收益	1,201	1,530	1,643	2,054	2,465
营业支出	2,664	2,797	3,430	4,287	5,059
管理费用	2,390	2,545	3,071	10,299	11,200
资产减值损失	0	1	4	3	2
营业利润	2,561	1,869	2,657	4,234	5,167
所得税	556	229	413	818	1,012
净利润	2,008	1,646	2,230	3,223	4,025

附二：合并资产负债表

百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	31,510	28,913	25,277	39,507	47,408
结算备付金	4,205	4,694	5,047	6,646	7,976
交易性金融资产	14,701	23,840	14,932	27,551	33,061
可供出售金融资产	7,267	4,830	6,388	9,807	11,769
长期投资净额	4,793	5,094	5,511	5,041	6,049
固定资产合计	912	937	1,087	1,224	1,469
无形资产及其他资产合计	14	11	24	24	29
资产总计	68,857	75,537	83,157	131,497	157,796
代理买卖证券款	32,139	30,110	26,718	38,952	46,742
负债合计	44,188	49,769	55,973	91,158	109,390
股东权益合计	24,669	25,768	27,184	40,339	48,406
负债及股东权益总计	68,857	75,537	83,157	131,497	157,796

附三：合并现金流量表

百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动产生的现金流量净额	-25,566	-3,177	-18,429	-3,813	-4,575
投资活动产生的现金流量净额	-274	-204	-421	-245	-294
筹资活动产生的现金流量净额	-871	1,274	15,702	1,528	1,834
现金及现金等价物净增加额	-26,927	-2,108	-3,283	-2,530	-3,035

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群证益券(香港)有限公司提供的投资服务.不是.个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司.不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证¡@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证¡@。此份报告.不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。