

实施赶超战略，布局互联网金融平台

■ **业绩概述:** 招商证券 2014 年收入 110 亿元，同比增长 80.69%；净利润 38.8 亿元，同比增长 74%；净资产 415.96 亿，比 13 年底增长 53.02%；总资产 1934.08 亿，比 13 年底增长 132.58%。2014 年 EPS 为 0.72 元，BVPS 为 7.15 元。业绩整体符合预期。

■ **报净佣金收入份额提升，类贷款业务快速增长:** 2014 年股基市场份额为 4.18%，同比略有下降，但净佣金收入份额大幅提升；2014 年融资融券规模为 578.25 亿元，同比增加 192.83%，排名第五；股票质押规模为 99.70 亿元；2014 年经纪业务收入同比增长 59.99%。**财富管理业务转型成效显著，综合化经营提前布局，未来在账户管理业务以及综合经营方面建立先发竞争优势。**

■ **投行 IPO 储备项目陆续兑现:** 招商证券 2014 年在 IPO 项目的发行数量和金额均位居行业第二。2014 年承销业务收入同比增长 248.35%。未来随着注册制的推出，IPO 项目储备收益将逐步兑现。

■ **自营投资竞争优势凸显，尤其是衍生品投资:** 2014 年自营业务收入同比增长 126.57%，主要是新型自营投资收益增加，方向性投资管理能力显著增强。

■ **托管业务爆发性增长，培育私募基金客户群体:** 2014 年托管业务规模近千亿元，行业排名第 1，获得了优质的私募基金客户群体，为后续开展 PB 业务打下基础。

■ **股东大力支持实施赶超战略，互联网金融布局是最大看点:** 年报中提到，2015 年经营计划以**新三年赶超战略**为指导，积极布局固定收益全产业链服务平台、跨境业务平台、场外业务平台、环球商品业务平台和**互联网金融平台**。预计未来集团将在融资、全功能平台的业务发展等多方面充分支持招商证券的发展，业务发展空间全面打开。

■ **投资建议:** 投资建议：买入-A 投资评级，6 个月目标价 42 元。我们预计公司 2015 年-2016 年的收入增速分别为 55.88%、20.92%，净利润增速分别为 52.98%、23.61%，成长性突出；首次给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 42 元。

■ **风险提示:** 市场交易量萎缩；佣金费率大幅下降；二级市场大幅波动

投资评级

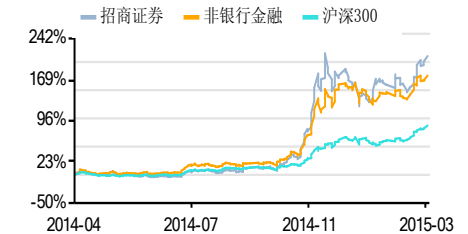
买入-A

6 个月目标价 **42.00 元**
股价 (2015-03-31) **31.83 元**

交易数据

总市值 (百万元)	184,872.95
流通市值 (百万元)	148,362.81
总股本 (百万股)	5,808.14
流通股本 (百万股)	4,661.10
12 个月价格区间	9.92/32.33 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	1.07	-2.05	125.47
绝对收益	14.46	12.59	214.22

衡昆

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511020004
hengkun@essence.com.cn
010-66581658

相关报告

摘要(百万元)	2012	2013	2014	2015E	2016E
营业收入	4,666	6,087	11,002	17,151	20,738
净利润	1,646	2,230	3,851	5,943	7,346
每股收益(元)	0.35	0.48	0.72	1.02	1.26
每股净资产(元)	5.5	5.8	7.2	8.2	9.6

盈利和估值	2012	2013	2014	2015E	2016E
市盈率(倍)	91.0	66.3	44.2	31.1	25.2
市净率(倍)	5.8	5.5	4.5	3.9	3.3
净资产收益率	6.53%	8.42%	11.20%	13.28%	14.19%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总(利润表(百万元))

利润表						资产负债表					
(百万元)	2012	2013	2014	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014	2015E	2016E
营业收入	4,666	6,087	11,002	17,151	20,738	货币资金	28,913	25,277	54,867	78,250	92,726
手续费净收入	2,442	3,680	6,181	10,173	11,595	结算备付与保证金	4,061	4,729	11,278	13,561	15,487
代理买卖证券业务净收入	1,787	2,985	4,363	7,812	8,525	交易性金融资产	23,840	14,932	36,122	51,634	64,107
证券承销业务净收入	340	433	1,357	1,763	2,293	买入返售金融资产	217	2,097	7,545	4,745	4,680
资产管理业务净收入	83	236	427	598	777	可供出售金融资产	4,830	6,388	14,878	17,795	20,016
利息净收入	565	836	1,910	2,674	3,744	其他资产	13,675	29,734	68,719	75,775	81,007
投资收益及公允价值变动	1,639	1,539	2,877	3,914	4,990	资产总计	75,537	83,157	193,408	241,760	278,024
其他业务收入	19	32	33	33	35	短期借款	787	1,419	2,844	4,453	4,842
营业支出	2,797	3,430	6,039	9,433	11,199	交易性金融负债	102	281	652	111	1,967
营业税金及附加	249	354	588	943	1,141	衍生金融负债	0	132	850	342	327
业务及管理费	2,545	3,071	4,780	8,404	9,954	卖出回购金融资产款	14,123	4,358	49,139	25,077	34,490
营业利润	1,869	2,657	4,963	7,718	9,540	代理买卖证券款	30,110	26,718	57,694	98,733	116,807
营业外收支	6	-9	9	1	2	其他负债	4,646	23,064	40,634	65,159	63,963
利润总额	1,875	2,648	4,972	7,718	9,540	负债合计	49,769	55,973	151,812	193,876	222,396
所得税	229	413	1,087	1,775	2,194	股本	4,661	4,661	5,808	5,809	5,810
净利润	1,646	2,235	3,885	5,943	7,346	归属母公司所有者权益	25,766	27,159	41,537	47,884	55,628
归属母公司所有者净利润	1,646	2,230	3,851	5,943	7,346	少数股东权益	2	25	59	0	0
少数股东损益	0	5	34	0	0	所有者权益合计	25,768	27,184	41,596	47,884	55,628

经营指标

	2012	2013	2014	2015E	2016E
平均总资产收益率	2.28%	2.81%	2.78%	2.73%	2.83%
平均净资产收益率	6.53%	8.42%	11.20%	13.28%	14.19%
管理费用率	54.55%	50.45%	43.44%	49.00%	48.00%
营业收入/总资产	6.46%	7.67%	7.96%	7.88%	7.98%

每股数据

(元)	2012	2013	2014	2015E	2016E
每股收益	0.35	0.48	0.72	1.02	1.26
每股净资产	5.5	5.8	7.2	8.2	9.6

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

风险指标

	2012	2013	2014	2015E	2016E
净资本					
扣除代买卖证券款负债率					
自营规模/净资本					
权益自营规模/净资本					

估值

	2012	2013	2014	2015E	2016E
市盈率	91.0	66.3	44.2	31.1	25.2
市净率	5.8	5.5	4.5	3.9	3.3

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

衡昆声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

