

## 经纪拉动净利，H股发行获批

■ **事件:** 2015年8月18日，招商证券发布2015年中期报告。报告期内公司完成营业收入158.63亿元，同比增长340.24%；归母净利润为73.15亿元，同比增长435.93%，增长超过券商行业的平均水平（373.57%）。其中，经纪业务营业收入为99.73亿元，**利润贡献率为70.52%**；自营业务营业收入39.14亿元，**利润贡献率为28.37%**。各项主营业务中，**自营业务同比增速最快，达347.98%**；投行业务占比下降最多，同比下降了6.7个百分点。另外，中报公布分红预案：以总股本58.08亿股为基数，每10股派发现金红利5.04元（含税）。占公司2015年中期合并报表归属于母公司所有者的净利润的40.02%。**分红力度为目前披露中报券商中最大。**光大证券、东吴证券和山西证券均没有分红。

■ **交易量市场占有率提升，佣金率优势凸现:** 2015年上半年，公司累计股基交易量达12.4万亿元，股基市场占有率为4.23%，较上年同期的4.15%上升了8个bps，同时代理买卖证券业务净收入市场份额为4.4%，较去年同期上升0.81个百分点。上升幅度超过股基交易量份额，体现了公司的佣金率优势。但交易量排名和证券佣金收入排名双双下降，我们认为券商行业经纪业务的集中度相对提升，大型券商在佣金之战中更具优势。■ **投行业务整体势弱，行业排名仍靠前:** 自2015年7月IPO暂停以来，行业证券承销业务大幅下降。2015年7月招商证券承销家数达到22，募集资金总额/发行规模总计233.9亿元，市场份额达到9.09%，仅次于中信证券排名第二，超过中报期的第四排名。其中债券发行为招商的优势项目，7月市场份额达到15%。我们认为在投行业务普遍紧缩的行业环境下，招商证券具有收入相对保证的能力。■ **H股发行获批，利润有望大幅上升:** 2015年6月8日，公司收到国资委《关于招商证券股份有限公司首次公开发行H股股票有关问题的批复》（国资产权[2015]412号）。根据该批复，国资委原则同意公司首次公开发行不超过约11.8亿股H股股票。拟发行H股股本规模占现规模的约20%，按昨日收盘价21.9元人民币计算，假设全部卖出，约可融资260亿人民币，占目前净资产的70%。按目前净资产比净资产的比例和ROE近两年平均水平估算，可贡献净利润约25亿，占去年全年净利润的约66%。我们预计随着H股发行，公司实力整体提升，有利公司推进转型升级等战略性工作以及创新业务的进一步发展。

■ **风险提示:** 两融余额排名下降，不确定的系统性风险

### 财务和估值数据摘要

百万元	2012	2013	2014	2015E	2016E
营业收入	4665.72	6086.56	11002.47	19154.54	23331.21
Growth(%)	-19.4%	30.5%	80.8%	74.1%	21.8%
净利润	1646.00	2229.67	3850.67	6637.05	8263.91
Growth(%)	-37.8%	35.5%	72.7%	72.4%	24.5%
每股收益(元)	0.35	0.48	0.72	1.14	1.42
每股净资产(元)	5.53	5.83	7.15	8.36	9.85
市盈率	62.57	45.63	30.42	19.17	15.40
市净率	3.96	3.76	3.06	2.62	2.22
净资产收益率(%)	6.5%	8.4%	11.2%	14.7%	15.6%

数据来源: Wind, 安信证券研究中心

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

42.00元

股价(2015-08-17)

21.90元

### 交易数据

总市值(百万元)	127,198.17
流通市值(百万元)	105,187.89
总股本(百万股)	5,808.14
流通股本(百万股)	4,803.10
12个月价格区间	10.65/38.30元

### 股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-9.28	-25.12	22.27
绝对收益	-11.05	-36.81	95.01

赵湘怀

分析师

SAC 执业证书编号: S1450515060004  
zhaohx3@essence.com.cn  
021-68766182

报告联系人

贺明之

021-68765175

hemz@essence.com.cn

曾梦雅

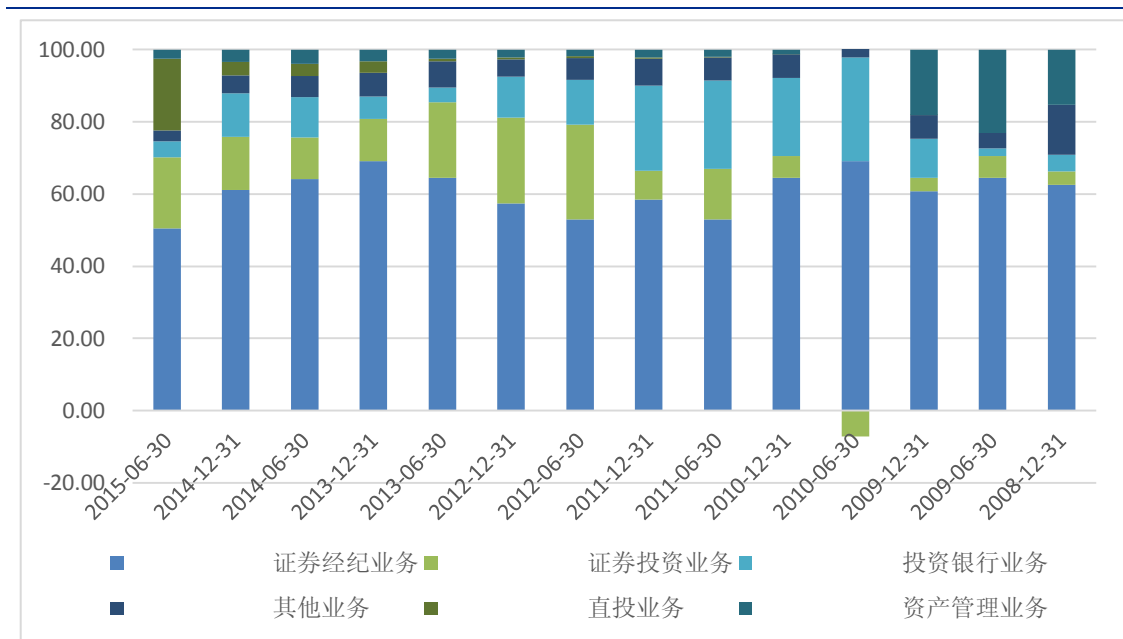
021-68765163

zengmy@essence.com.cn

### 相关报告

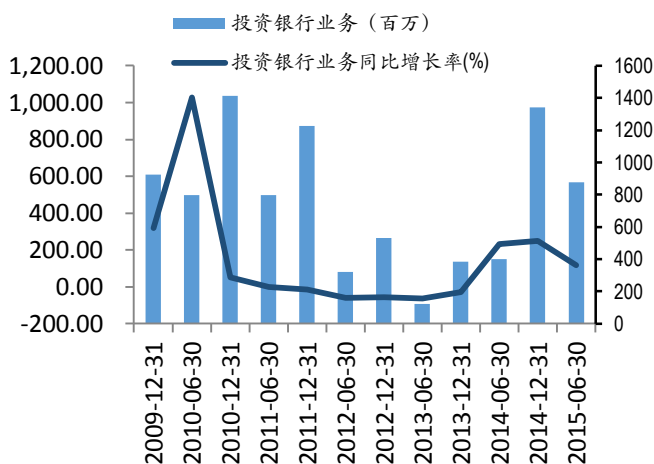
招商证券2014年年报点评: 实施赶超战略, 布局互联网金融平台	2015-04-01
业绩改善源于经纪业务增长	2013-10-29
资本地位明显提升	2013-10-17

图 1：营收业务组成不断转型



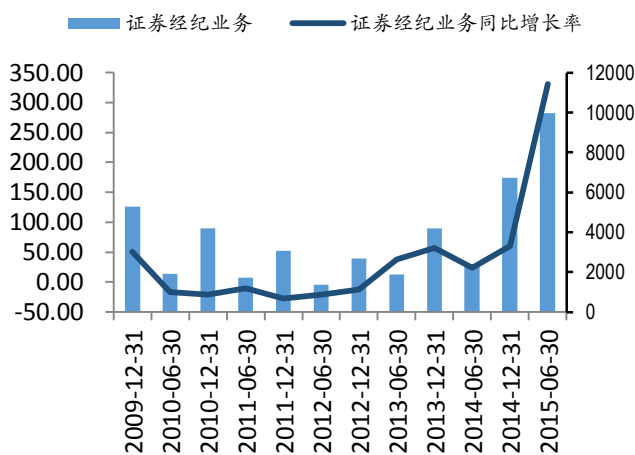
数据来源：安信证券研究中心, Wind

图 2：投资银行业务迅猛发展



数据来源：安信证券研究中心, Wind

图 3：经纪业务达到近年来高峰



数据来源：安信证券研究中心, Wind

利润表(百万元)	2012	2013	2014	2015E	2016E	资产负债表(百万元)	2012	2013	2014	2015E	2016E
	营业收入	4665.72	6086.56	11002.47	19154.54		23331.21	货币资金	28913.20	25276.95	54866.89
手续费净收入	2442.38	3680.05	6181.49	12177.40	14187.38	结算备付与保证金	4061.03	4729.26	11277.73	13561.31	15487.46
代理买卖证券业务净收入	1786.70	2985.03	4362.80	9816.00	11117.56	交易性金融资产	23840.14	14932.07	36121.67	51634.16	64107.31
证券承销业务净收入	340.47	433.15	1357.01	1763.49	2292.54	买入返售金融资产	216.89	2096.52	7544.70	4744.90	4680.24
资产管理业务净收入	83.34	235.94	427.08	597.91	777.28	可供出售金融资产	4830.30	6388.48	14878.00	17794.69	20016.36
利息净收入	565.24	835.96	1910.31	2674.43	3744.21	其他资产	13674.95	29733.90	68719.06	75775.20	81006.70
投资收益及公允价值变动	1639.36	1538.83	2877.27	3913.93	4990.46	资产总计	75536.50	83157.18	193408.05	241760.06	278024.07
其他业务收入	18.74	31.72	33.40	32.72	35.30	短期借款	786.52	1419.15	2843.88	4436.70	4807.05
营业支出	2796.67	3429.73	6039.31	10535.00	12598.85	交易性金融负债	102.38	281.20	651.82	111.00	1960.10
营业税金及附加	249.49	354.05	588.46	1053.50	1283.22	衍生金融负债	0.00	131.82	849.87	341.21	324.97
业务及管理费	2545.25	3070.71	4779.82	9385.72	11198.98	卖出回购金融资产款	14123.32	4358.45	49138.52	24987.02	34239.95
营业利润	1869.05	2656.83	4963.16	8619.54	10732.36	代理买卖证券款	30110.30	26718.48	57694.22	98379.72	115959.50
营业外收支	6.10	-8.81	8.72	1.00	2.00	其他负债	4646.34	23063.70	40633.59	64925.53	63491.86
利润总额	1875.15	2648.02	4971.88	8619.54	10732.36	负债合计	49768.86	55972.80	151811.89	193181.18	220783.44
所得税	229.15	412.98	1087.36	1982.49	2468.44	股本	4661.10	4661.10	5808.14	5809.00	5810.00
净利润	1646.00	2235.03	3884.52	6637.05	8263.91	归属母公司所有者权益	25765.64	27159.32	41537.25	48578.88	57240.64
归属母公司所有者净利润	1646.00	2229.67	3850.67	6637.05	8263.91	少数股东权益	2.00	25.06	58.91	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	5.36	33.85	0.00	0.00	所有者权益合计	25767.64	27184.38	41596.16	48578.88	57240.64
<b>经营指标</b>			2012	2013	2014	2015E	2016E				
平均总资产收益率	2.3%	2.8%	2.8%	3.1%	3.2%						
平均净资产收益率	6.5%	8.4%	11.2%	14.7%	15.6%						
管理费用率	54.6%	50.5%	43.4%	49.0%	48.0%						
营业收入/总资产	6.5%	7.7%	8.0%	8.8%	9.0%						
<b>每股数据 (元)</b>			2012	2013	2014	2015E	2016E				
每股收益	0.35	0.48	0.72	1.14	1.42						
每股净资产	5.53	5.83	7.15	8.36	9.85						
<b>估值</b>			2012	2013	2014	2015E	2016E				
市盈率	62.57	45.63	30.42	19.17	15.40						
市净率	3.96	3.76	3.06	2.62	2.22						

数据来源: 安信证券研究中心, Wind

## ■ 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

赵湘怀声明, 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	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	许敏	021-68762965	xumin@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

