招商证券（600999）

业绩首破百亿，股债承销表现亮眼

增持（维持）

2016 年 3 月 1 日

首席分析师　丁文韬
执业资格证书号码：S0600515050001
dingwt@dwzq.com.cn

分析师　王维逸
执业资格证书号码：S0600515050002
wangwy@dwzq.com.cn

事件

招商证券发布2015年年报：公司2015年全年实现营业收入252.92亿元，同比大幅增长129.87%；归属于母公司股东的净利润为109.09亿元（对应EPS1.88元/股），同比增长183.29%；归属于母公司股东净资产483.51亿元（对应BPS10.11元/股）。

投资要点

经纪业务收入占比显著提升：公司全年实现归属母公司净利润109.09 亿元，同比增长 183.29%，主要受益于 1）市场活跃股基成交量增加带动经纪业务收入增长，收入占比提升近 10 个百分点；2）投行业务全面发展，债券、资产证券化、并购重组等业务扩张迅速，承销规模迅速提升；3）自营风格稳健。截至 15 年 12 月，经纪、投行、资管、自营、利息收入占比分别为 49%、10%、5%、23%、10%。

- **经纪业务受益市场活跃，佣金率下降：**公司 15 年股基成交额 22 万亿，同比增长 233.35%，市场份额为 4.34%。佣金率下降至 0.56‰，总体 15 年实现经纪业务收入 124 亿元，同比增长 185%。
- **投行业务保持领先，推动结构转型：**15 年公司投行业务收入 25.66 亿，同比增速约 91.02%。各类承销业务行业排名均有提升。2015 年股票主承销金额排名第 4；国内债券主承销金额排名第 3；资产证券化业务规模排名第 1；新三板新增挂牌企业家数排名第 7。公司大力推动投行业务转型，加强对债券、资产证券化等业务的支持，促进业务结构多元化。
- **融资融券业务持续增长：**15 年两融市场分别经历了爆发式增长和监管收紧。公司两融余额在上半年历史性突破 1000 亿元，同时也经受住了大幅下跌的严峻考验。截至 15 年 12 月底，公司两融余额 628 亿元，同比增长 8.65%，市场占有率为 5.3%，行业规模排名第 7 位。15 年公司两融利息收入 67.04 亿元，同比增长 161%。
- **自营业务增长迅速，加强策略多样性：**公司 15 年自营业务实现营收 56.81 亿元，同比增长 124%。公司把握市场机会，加强投资策略的多样性，其中权益类占比仅 16%，风格较为稳健。
- **盈利预测及投资建议**

公司各项业务发展均衡，综合实力较强。2015 年公司受益于市场活跃和前期各业务的战略转型，首次跻身百亿利润企业，市场份额和核心竞争力均得到提升。同时公司积极扩张海外业务，设立招证国际英国子公司提供高质量的环球服务。预计 16/17/18 年净利润 89/90/102 亿，对应 EPS1.53/1.54/1.75 元。给予目标价 14.7 元/股,对应 16PB1.5 倍，维持“增持”评级。

风险提示

市场持续震荡低迷对估值和业绩的双重压力；佣金率下滑超出预期。

股价走势

市场数据（2 月 26 日）

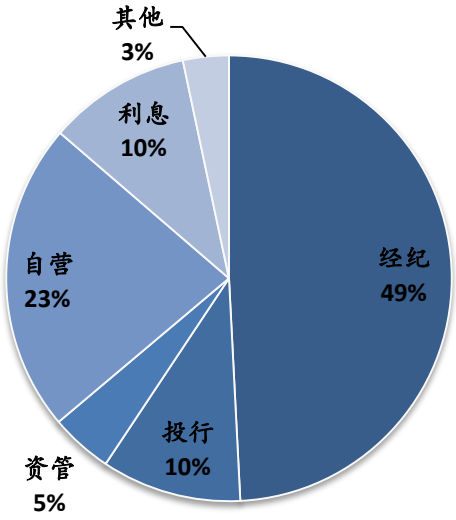
收盘价（元）	13.97
一年最低价/最高价	13.85/40
市净率	1.77
流通 A 股市值（百万元）	67097.91

基础数据

每股净资产（元）	10.11
资产负债率（%）	83.39
总股本（百万股）	5808
流通 A 股（百万股）	4803

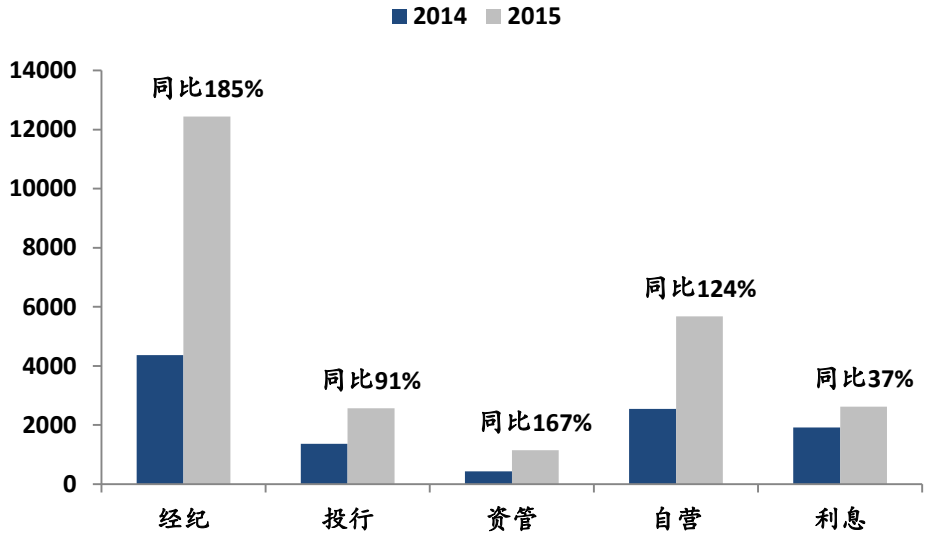
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表 1：招商证券 2015 年收入结构



资料来源：公司 2015 年报，东吴证券研究所

图表 2：招商证券 2015 年各业务同比变化情况（单位：百万元）



资料来源：公司 2015 年报，东吴证券研究所

图表 3：盈利预测与估值

单位：百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
一、营业收入	6,089	11,002	25,292	19,554	19,665	22,352
手续费及佣金净收入	3,680	6,181	16,449	12,661	12,429	13,526
其中：代理买卖证券业务净收入	2,985	4,363	12,441	7,689	9,028	9,717
证券承销业务净收入	433	1,357	2,566	4,072	2,326	2,558
受托客户资产管理业务净收入	236	427	1,142	868	1,042	1,250
利息净收入	839	1,910	2,621	3,931	4,114	4,504
投资收益	1,539	2,877	6,232	2,932	3,090	4,290
二、营业支出	3,430	6,039	11,715	7,830	7,874	8,950
业务及管理费	3,071	4,780	9,823	6,844	6,883	7,823
三、营业利润	2,659	4,963	13,576	11,724	11,791	13,402
归属于母公司所有者的净利润	2,232	3,851	10,909	8,910	8,961	10,185
业绩增速	36%	73%	183%	-18%	1%	14%
EPS	0.48	0.66	1.88	1.53	1.54	1.75
ROE	8%	9%	21%	16%	15%	15%
PE	45.73	33.03	11.66	14.27	14.19	12.49
PB	2.40	1.95	1.55	1.43	1.32	1.22

资料来源：公司历年年报，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上;

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn