



2017-03-29

公司点评报告

增持/首次

申万宏源(000166)

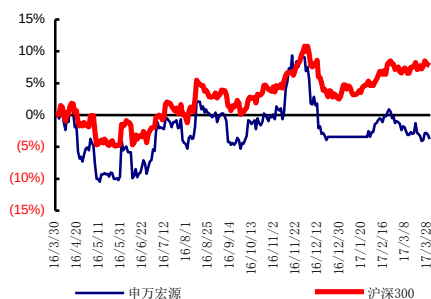
目标价: 7

昨收盘: 6.23

非银金融 证券 II

申万宏源：业绩表现低于行业水平，构建全产业链前景看好——2016 年报点评

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	20,057/7,185
总市值/流通(百万元)	124,953/44,761
12 个月最高/最低(元)	9.00/6.13

证券分析师：魏涛

电话：010-88321708

E-MAIL: weitao@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030001

证券分析师：孙立金

电话：010-88321730

E-MAIL: sunlj@tpyzq.com

执业资格证书编码：S119051609002

事件：公司公布 2016 年报，实现营业收入 147 亿，同比下降 51%；归母净利润 54 亿，同比-56%。稀释 EPS 为 0.27，同比-56%。每 10 股派发现金股利 1 元，现金分红 20 亿。

点评：

业绩表现低于行业平均水平，经纪、自营业务双双承压。申万宏源 2016 年公司实现营业收入 147 亿，同比下降 55%，低于行业平均水平（-43%）；归母净利润 54 亿，同比下降 56%，低于行业平均水平（-50%）。主要原因是营收占比最大的两项业务：经纪业务（代理证券买卖净收入，占 40%）和自营业务（投资收益+公允价值变动，占 20%）均大幅下滑 62%。投行业务净收入增加了 4 亿，同比增长 26%。投行业务增长主要受直接融资规模扩大因素影响，尤其是再融资以及公司债、企业债规模扩大。经纪业务下滑主要是高基数效应和市场交易量下滑 50%影响。自营业务受二级市场波动剧烈影响较大。

多元金融布局再下一城，大力构建全产业链。公司竭力打造一流的投资控股集团，积极寻找机遇，有序开展对银行、保险、租赁等行业的战略性投资，构建以资本市场为依托的金融服务全产业链。2016 年，公司顺利完成了对浙商银行 1 亿美元的投资。

公司占据中国资本市场国际化的两个前沿阵地，有望成为资本市场改革的先锋。公司集合了原申银万国证券与原宏源证券的优势，能充分利用区位优势，发挥新疆作为“新丝绸之路经济带”战略的桥头堡作用；同时，利用上海“两个中心”和自贸区建设的发展机遇。公司有望受益中国资本市场的国际化改革。

投资建议：虽然公司业绩向下弹性大于行业平均水平，公司业绩已经得到市场的充分反映，股价已经回调到股灾 2.0 和 3.0 的低位区域。随着行业的回暖，继续看好公司的发展，给予公司“增持”评级。预计 2017-2019 年 EPS 分别为：0.33、0.50、0.57，同比增长 21%、53%、13%，六个月目标价 7 元/股，对应 2017 年 21 倍 PE。

风险提示：监管趋严，政策性风险；业绩受股市波动影响的风险。

■ 主要财务指标

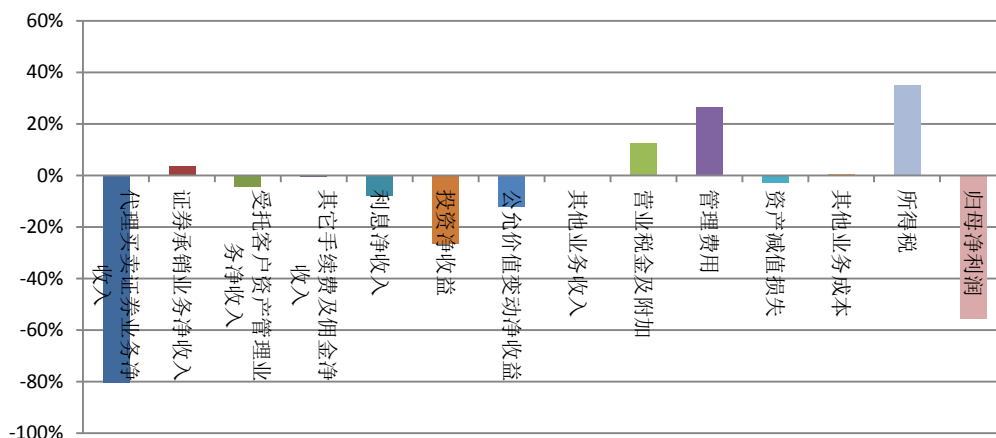
	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	14,720	16,123	22,482	23,699
净利润(百万元)	5,409	6,566	10,035	11,359
摊薄每股收益(元)	0.27	0.33	0.50	0.57

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

业绩表现低于行业平均水平，经纪、自营业务双双承压。

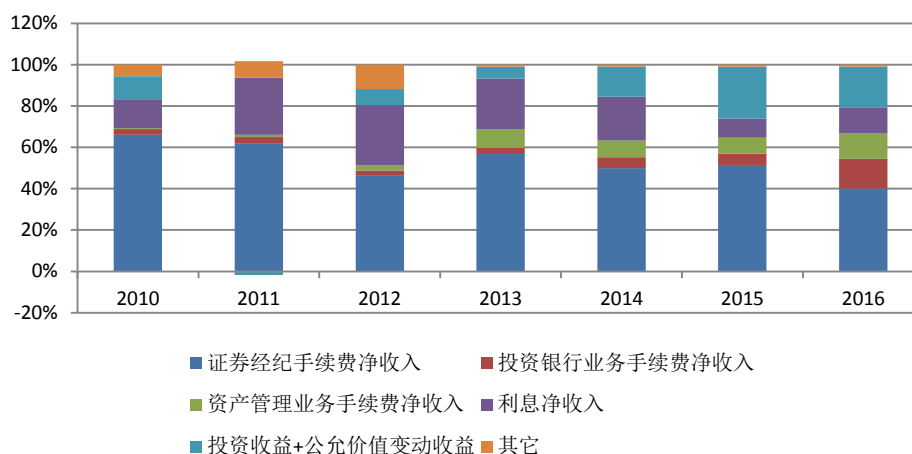
申万宏源 2016 年公司实现营业收入 147 亿，同比下降 55%，低于行业平均水平（-43%）；归母净利润 54 亿，同比下降 56%，低于行业平均水平（-50%）。主要原因是营收占比最大的两项业务：经纪业务（代理证券买卖净收入，占 40%）和自营业务（投资收益+公允价值变动，占 20%）均大幅下滑 62%。归母净利润较 2015 年减少了 67 亿，营收减少了 157 亿（其中代理买卖证券业务净收入 59 亿，较 2015 年减少了 98 亿；投资净收益 39 亿，较 2015 年减少 32 亿，公允价值变动净收益浮亏 10 亿，较 2015 年减少了 15 亿。）。资管业务净收入也下降了 23%，较 2015 年减少了 5 亿。投行业务净收入增加了 4 亿，同比增长 26%。

图表 1：申万宏源归母净利润降幅归因分析



资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 2：申万宏源历年收入结构



资料来源：WIND，太平洋证券研究院

表 3：申万宏源归母净利润降幅分析

单位：亿元	2015/12/31	2016/12/31	同比增长率	增长额	增长率贡献度
归母净利润	121.54	54.09	-55.50%	-67.45	
代理买卖证券业务净收入	156.75	58.97	-62.38%	-97.78	-80.45%
证券承销业务净收入	16.78	21.15	26.07%	4.37	3.60%
受托客户资产管理业务净收入	23.52	18.04	-23.30%	-5.48	-4.51%
利息净收入	28.40	18.67	-34.23%	-9.72	-8.00%
投资净收益	71.34	39.02	-45.30%	-32.32	-26.59%
公允价值变动净收益	4.86	-10.18	-309.61%	-15.04	-12.37%
其他业务收入	1.07	0.54	-49.70%	-0.53	-0.44%
营业支出	129.66	84.83	-34.57%	-44.83	36.88%
税金及附加	19.37	4.25	-78.07%	-15.12	12.44%
管理费用	108.44	75.98	-29.94%	-32.47	26.71%
资产减值损失	1.14	4.51	294.77%	3.37	-2.77%
其他业务成本	0.71	0.10	-85.69%	-0.61	0.50%
营业利润	174.96	62.37	-64.35%	-112.60	-92.64%
利润总额	175.47	63.85	-63.61%	-111.61	-91.83%
所得税	51.18	8.57	-83.26%	-42.61	35.06%
净利润	124.28	55.28	-55.52%	-69.00	-56.77%
归属于母公司所有者的净利润	121.54	54.09	-55.50%	-67.45	-55.50%

资料来源：WIND，太平洋证券研究院

基本业务数据：公司代理买卖业务净收入行业排名第 5；公司证券客户总资产达 2.28 万亿元，市场份额 6.5%；席位租赁收入市场占有率 5.59%，同比增长 5.27%。融资融券业务余额 545 亿元，市场占有率 5.80%；股票质押和约定赎回规模 67 亿。公司受托资产业务规模 6,866 亿元，其中，全年委外业务受托资金规模近千亿元，主动管理业务规模 1,836.80 亿元；受托资产管理业务净收入行业排名第 4。2016 公司共完成股票主承销项目 28 家（首发 11 家，增发 17 家）、主承销金额 202 亿，股票主承销家数排名由 2015 年的第 14 名前进到第 9 名，取得近几年最好成绩；债券主承销项目 81 家，主承销 773 亿，其中企业债主承销项目 30 家，主承销金额 295 亿元，行业排名第 2。新三板业务完成 258 家一级市场推荐挂牌项目和 188 家定向增资项目。累计实现投资银行业务手续费净收入 21.15 亿元，同比增长 26.07%。

多元金融布局再下一城，大力构建全产业链。公司竭力打造一流的投资控股集团，积极寻找机遇，有序开展对银行、保险、租赁等行业的战略性投资，构建以资本市场为依托的金融服务全产业链。2016 年，公司顺利完成了对浙商银行 1 亿美元的投资，积累了投资经验，增强了市场影

响力，正在大力发掘其他金融业务领域的战略投资机会。目前，申万宏源集团旗下包括申万宏源证券、申万宏源产业投资、申万宏源投资、宏源期货、宏源汇智、宏源汇富六家子公司，业务涵盖传统证券、基金、期货、另类投资、产业基金、并购基金等。通过控股子公司申万菱信（规模 1171 亿元）和参股公司富国基金（4236 亿元，同比增长 23.24%）开展基金管理业务，通过控股公司申万期货和宏源期货开展期货业务。

公司占据中国资本市场国际化的两个前沿阵地，有望成为资本市场改革的先锋。公司集合了原中银万国证券与原宏源证券的优势，能充分利用区位优势，发挥新疆作为“新丝绸之路经济带”战略的桥头堡作用；同时，利用上海“两个中心”和自贸区建设的发展机遇，实现东西联动、资源协同。新疆处于“一带一路”经济中心，公司在新疆地区占据了经纪业务的大部分市场份额，积累了众多的客户资源，与当地政府、监管机构和企业维持了良好的关系，有利分享西部大开发的区域红利。公司能够充分利用上海地区良好的区位优势和政策环境支持，在金融改革、开放、创新等方面争取先行先试的机会，积极参与国家“海上丝绸之路”战略推进。

投资建议：

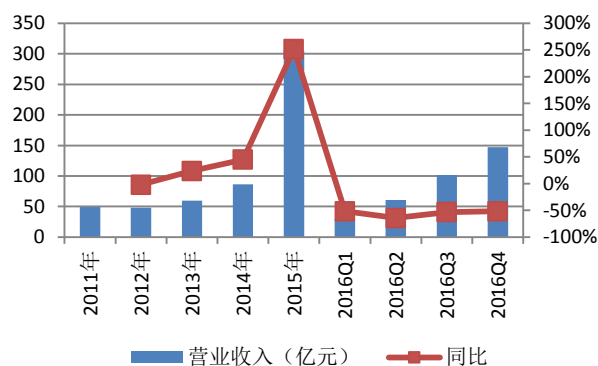
虽然公司业绩向下弹性大于行业平均水平，公司业绩已经得到市场的充分反映，股价已经回调到股灾 2.0 和 3.0 的低位区域。随着行业的回暖，继续看好公司的发展，给予公司“增持”评级。预计 2017-2019 年 EPS 分别为：0.33、0.50、0.57，同比增长 21%、53%、13%，六个月目标价 7 元/股，对应 2017 年 21 倍 PE。

风险提示：

- 1、监管趋严，合规风险；
- 2、业绩随市场波动较大的风险。

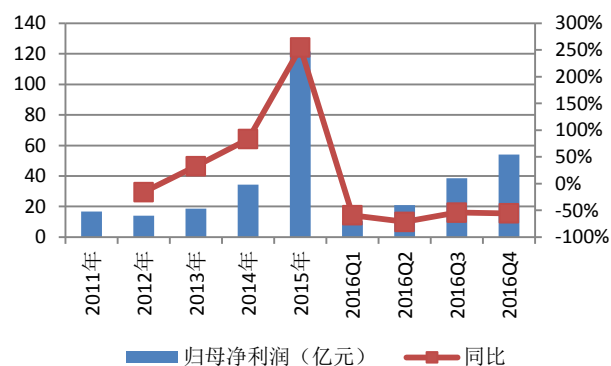
重要业务数据跟踪：

图表 4：申万宏源营业收入及同比增长率



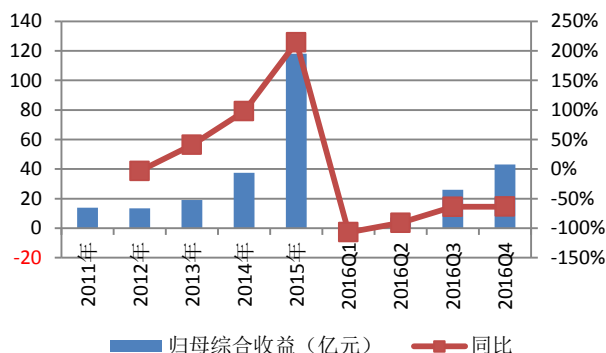
资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 5：申万宏源归母净利润及同比增长率



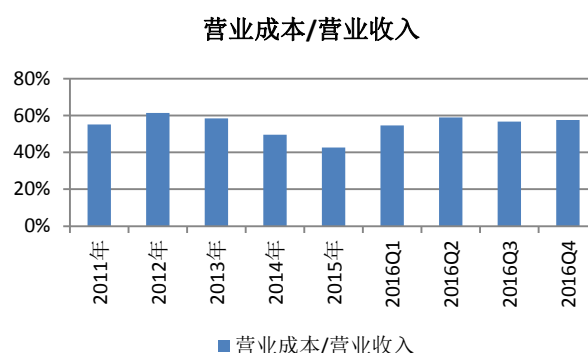
资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 6：申万宏源归母综合收益及同比增长率



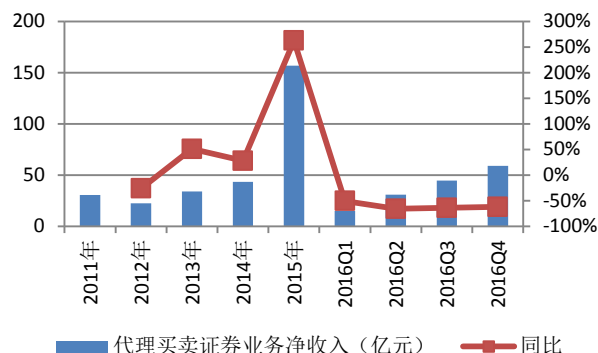
资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 7：申万宏源成本收入比



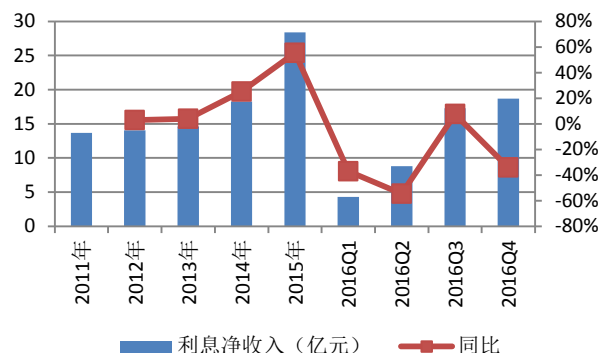
资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 8：申万宏源经纪业务收入及同比



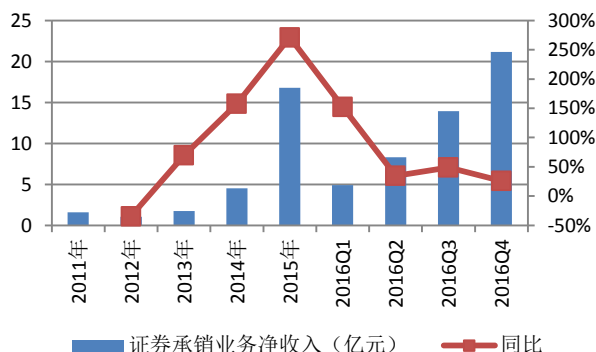
资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 9：申万宏源信用业务



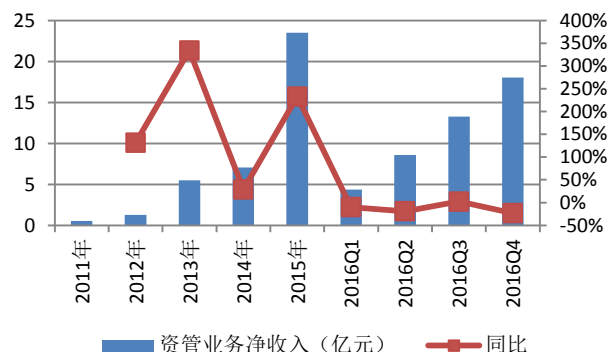
资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 10：申万宏源投行业务



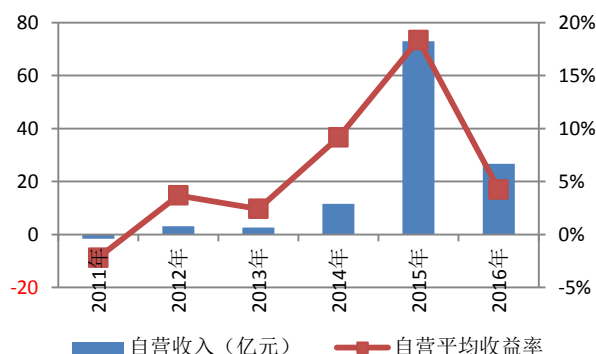
资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 11：申万宏源资管业务



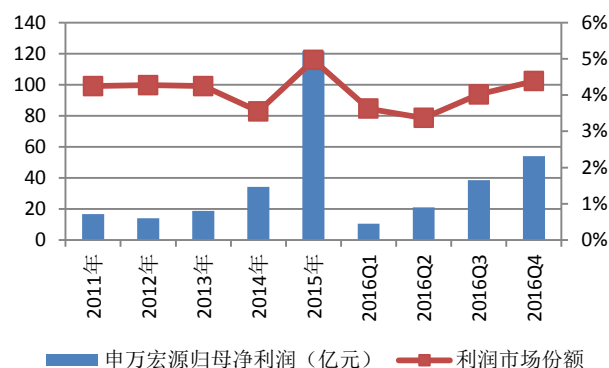
资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 12：申万宏源自营业务



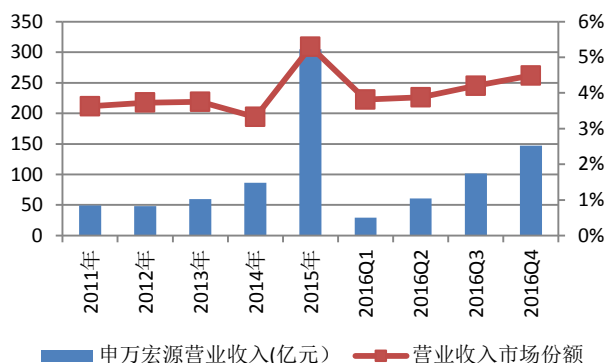
资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 13：申万宏源市场份额-归母净利润



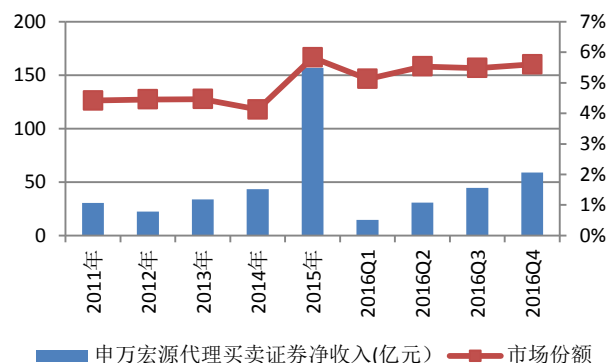
资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 14：申万宏源市场份额-营业收入



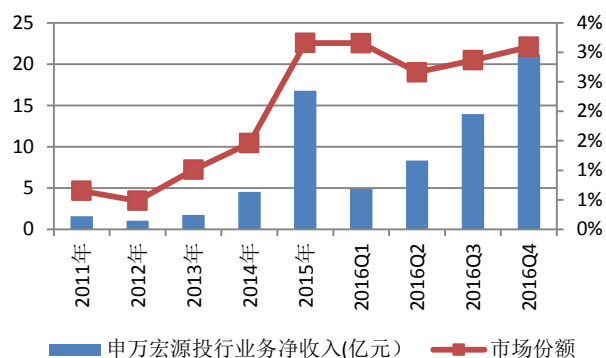
资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 15：申万宏源市场份额-代理买卖证券净收入



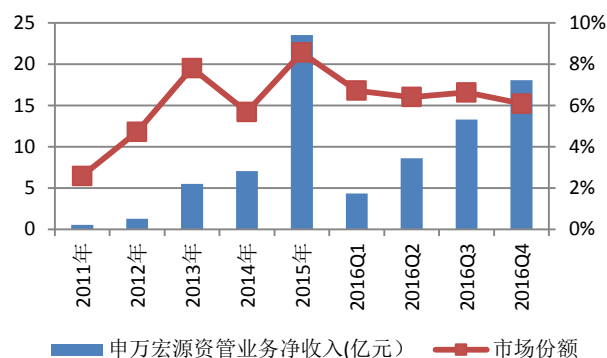
资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 16：申万宏源市场份额-投行业务净收入



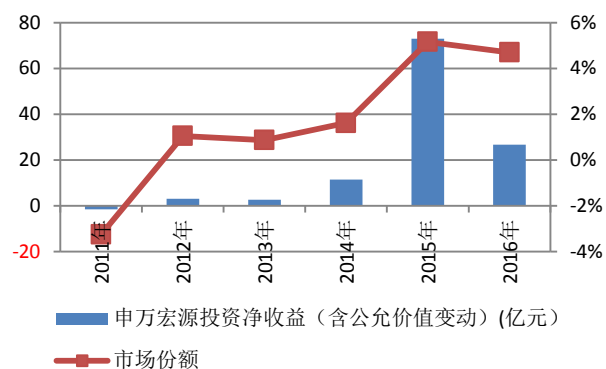
资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 17：申万宏源市场份额-资管业务净收入



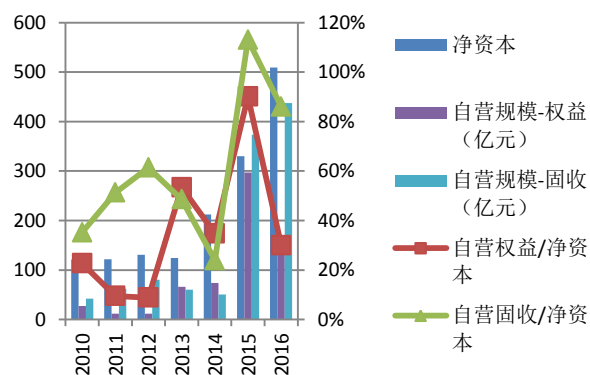
资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 18：申万宏源市场份额-投资净收益



资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 19：申万宏源自营规模



资料来源：WIND，太平洋证券研究院

附表：申万宏源盈利预测表 20170329

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	140,737	98,130	114,635	131,840	131,601	营业收入	30,463	14,720	16,123	22,482	23,699
结算备付金	19,511	13,433	15,951	16,951	17,699	手续费及佣金净收入	19,880	9,903	11,387	14,298	15,639
拆出资金	0	0	0	0	0	其中：经纪业务净收入	15,675	5,897	6,506	7,860	8,983
融出资金	71,419	55,869	57,228	62,204	59,094	承销业务净收入	1,678	2,115	2,186	2,040	1,843
交易性金融资产	57,452	34,936	39,678	66,329	53,667	资管业务净收入	2,352	1,804	2,611	4,290	4,692
衍生金融资产	25	6	6	11	9	利息净收入	2,840	1,867	2,042	2,123	2,067
买入返售金融资产	2,827	17,732	12,429	12,429	12,429	投资净收益	7,619	2,884	2,642	6,002	5,924
应收款项	1,903	1,467	1,666	2,785	2,253	公允价值变动净收益	486	-1,018	-77	-100	-109
应收利息	1,616	2,158	2,451	4,097	3,315	其它	107	54	47	53	62
存出保证金	5,126	5,761	5,033	5,233	6,193	营业支出	12,966	8,483	7,545	10,151	9,701
可供出售金融资产	28,023	40,595	46,104	77,073	62,359	营业税金及附加	1,937	425	465	649	684
持有至到期投资	72	0	0	0	0	管理费用	10,844	7,598	6,610	8,993	8,531
长期股权投资	732	974	974	974	974	资产减值损失	114	451	461	499	474
固定资产	1,384	1,416	1,342	1,273	1,201	其他业务成本	71	10	9	10	12
无形资产	113	117	104	108	117	营业利润	17,496	6,237	8,577	12,331	13,997
商誉	64	67	67	67	67	其他非经营损益	50	149	95	180	164
递延所得税资产	732	1,580	1,795	3,000	2,428	利润总额	17,547	6,385	8,672	12,510	14,161
投资性房地产	96	88	88	88	88	所得税	5,118	857	1,961	2,254	2,552
其他资产	1,738	1,160	1,318	2,203	1,782	净利润	12,428	5,528	6,711	10,256	11,610
资产总计	333,569	275,489	300,867	386,665	355,275	少数股东损益	274	119	145	221	250
短期借款	641	255	263	426	325	归母股东净利润	12,154	5,409	6,566	10,035	11,359
应付短期融资款	24,357	3,212	3,308	5,364	4,095	主要财务比率					
拆入资金	0	3,000	3,090	5,011	3,825		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
交易性金融负债	0	1,054	1,086	1,761	1,344	成长能力					
衍生金融负债	31	20	21	33	25	营业收入增长率	251.89%	-51.68%	9.53%	39.44%	5.41%
卖出回购金融资产款	65,141	34,778	35,817	58,089	44,343	净利润增长率	254.59%	-55.50%	21.39%	52.83%	13.20%
代理买卖证券款	132,781	89,704	107,194	104,887	115,343	盈利能力					
应付职工薪酬	5,651	4,989	3,893	5,601	5,169	营业利润率	57.44%	42.37%	53.20%	54.85%	59.06%
应交税费	4,092	1,227	1,726	1,983	2,113	净利率	39.90%	36.75%	40.73%	44.64%	47.93%
应付款项	312	573	396	714	668	回报率分析					
应付利息	1,644	1,334	1,320	1,445	1,372	总资产收益率	5.14%	1.78%	2.28%	2.92%	3.06%
长期借款	0	300	309	501	383	净资产收益率	33.87%	10.55%	12.00%	16.64%	16.94%
递延所得税负债	1,046	755	777	1,261	962	每股指标					
其他负债	19,821	17,884	18,419	29,872	22,803	EPS-摊薄(元)	0.61	0.27	0.33	0.50	0.57
负债合计	281,704	221,416	241,813	321,056	282,246	每股净资产(元)	3.38	2.61	2.85	3.16	3.52
股本	14,857	20,057	20,057	20,057	20,057	每股股利(元)	0.15	0.10	0.12	0.18	0.21
资本公积金	4,445	4,445	4,445	4,445	4,445	估值分析					
归母权益合计	50,234	52,305	57,141	63,475	70,644	市盈率	10.28	23.10	19.03	12.45	11.00
所有者权益合计	51,866	54,073	59,054	65,609	73,029	市净率	1.84	2.39	2.19	1.97	1.77
负债及股东权益总计	333,569	275,489	300,867	386,665	355,275	股息收益率	2.41%	1.61%	1.94%	2.97%	3.36%

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

分析师简介：

【魏涛】太平洋证券研究院院长，非银金融行业首席分析师

2015 年“新财富”非银第一；2011 年“新财富”非银第三名；2012 年“新财富”非银第二名；2013 年“新财富”非银第三名；2016 年“新财富”非银第四。

【孙立金】非银金融行业分析师，北京大学企业管理硕士，复合学科背景，八年金融行业从业经验，2015 年加入太平洋证券。覆盖非银，擅长证券细分领域。今年以来，每市组合收益约 14%，位于该平台非银金融行业第一；2016 年度东方财富分析师指数排名行业第六。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566