



2017-08-25

公司点评报告

增持/维持

招商证券(600999)

目标价: 21

昨收盘: 17.61

非银金融 证券 II

招商证券(600999): 业绩远超行业平均水平, 受益于利息支出减少和投资收益增加

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	6,699/5,884
总市值/流通(百万元)	117,977/103,619
12 个月最高/最低(元)	19.51/15.80

相关研究报告:

《招商证券: 经纪、自营业务拖累整体业绩, 现金分红比例 40%注重投资回报——2016 年报点评》
--2017/03/28

《招商证券: 实施“赶超战略”, 全功能平台面向未来有竞争力》
--2016/03/01

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: 8月24日晚, 招商证券发布 2017 半年报, 公司实现营业收入 58.59 亿元, 同比增长 12.73%; 归母净利润 25.52 亿元, 同比增长 13.85%; 稀释 EPS 为 0.35, 同比-8.56%; 归母权益 765 亿, 同比+27.93%。

点评:

业绩大幅领先于行业平均水平, 主要原因是利息净收入及投资收益大幅增长。招商证券上半年业绩大幅领先于行业平均水平, 根据中国证券业协会统计, 2017 年上半年, 129 家证券公司实现营业收入 1,436.96 亿元人民币, 同比减少 8.52%; 净利润 552.58 亿人民币, 同比减少 11.55%。经纪和财富管理业务分部实现营业收入 35.47 亿元, 同比增长 2.34%; 投资银行业务分部实现营业收入 10.05 亿元, 同比增长 2.3%, 投资管理业务分部实现营业收入 8.81 亿元, 同比增加 153.96%, 投资及交易业务分部实现营业收入 3.26 亿元, 同比增长 19.6%。本期利息净收入 9.57 亿, 同比+243%; 投资收益(含公允价值变动) 13.14 亿, 同比+80%。

利息净收入大增 243%, 主要原因是利息支出大幅减少。本期利息收入 32 亿, 比去年同期的 33 亿略有下降。融资融券余额为 483 亿元, 整体维持担保比例为 305.01%; 股票质押式回购业务余额为 483 亿元, 相对 2016 年末增长约 11.51%。但利息支出减少了近 8 亿, 其中卖出回购金融资产利息支出减少 5.8 亿, 次级债利息支出减少 2.2 亿。

经纪业务市场份额略有提升, 佣金收入下降主要受行业因素影响。上半年, 二级市场日均股基交易量 4,499 亿元, 同比下降 17.7%, 行业平均净佣费率 0.363%, 同比下降 14.99%。招商证券股基交易量市场份额比去年同期提升 0.13 个百分点, 达到 3.93%, 行业排名第 8。

投资建议: 招商局集团的核心金融服务平台, 受益于“招商”的百年品牌与独特的业务资源; H 股发行大幅增强了资本实力; 随着行业的回暖, 继续看好公司的发展, 给予公司“增持”评级。2017-2018EPS 预计分别为: 0.85、1.29, 六个月目标价 21 元/股, 对应 25 倍 PE。

风险提示: 政策性风险; 业绩受股市波动影响的风险。

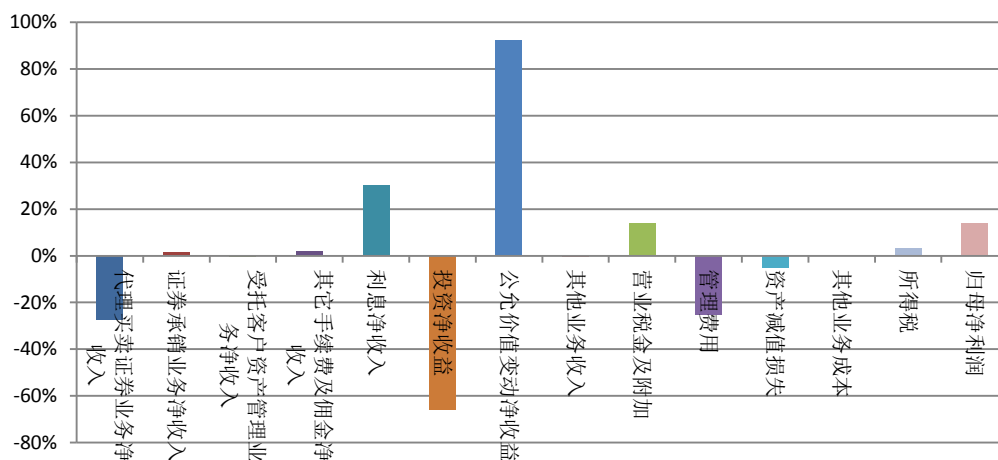
■ 主要财务指标

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	11,695	13,025	17,525	18,798
净利润(百万元)	5,403	5,927	9,030	9,843
摊薄每股收益(元)	0.77	0.85	1.29	1.41

资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

附表:

图表 1: 招商证券归母净利润降幅归因分析



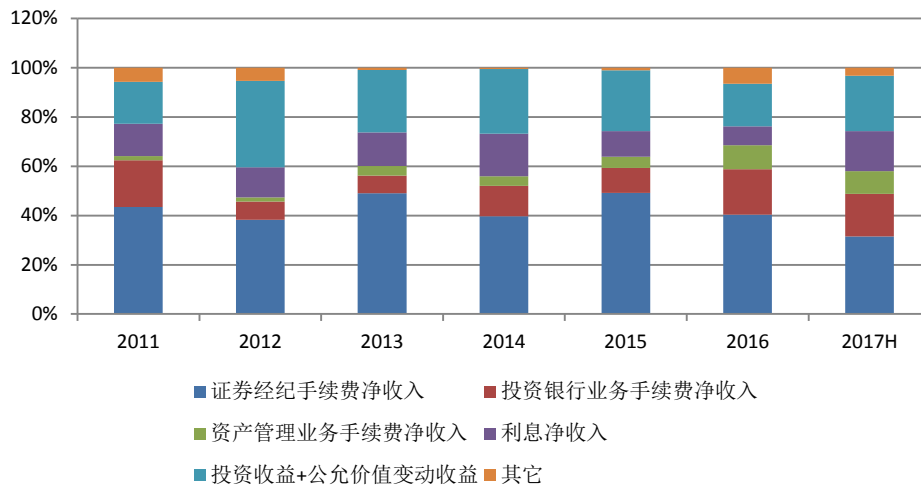
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 2: 招商证券归母净利润降幅分析

单位: 亿元	2016/6/30	2017/6/30	同比增长率	增长额	增长率贡献度
归母净利润	22.42	25.52	13.85%	3.10	
代理买卖证券业务净收入	24.59	18.44	-25.00%	-6.15	-27.41%
证券承销业务净收入	9.79	10.13	3.51%	0.34	1.53%
受托客户资产管理业务净收入	5.45	5.37	-1.38%	-0.08	-0.34%
利息净收入	2.79	9.57	243.36%	6.78	30.25%
投资净收益	21.41	6.66	-68.91%	-14.76	-65.83%
公允价值变动净收益	-14.15	6.48	-145.78%	20.63	92.03%
其他业务收入	0.20	0.19	-2.48%	0.00	-0.02%
营业支出	23.84	27.54	15.52%	3.70	-16.51%
税金及附加	3.57	0.46	-87.09%	-3.11	13.87%
管理费用	21.06	26.73	26.95%	5.67	-25.31%
资产减值损失	-0.79	0.35	-144.34%	1.14	-5.09%
其他业务成本	0.00	0.00	-100.00%	0.00	0.02%
营业利润	28.14	31.05	10.35%	2.91	12.99%
利润总额	28.45	30.87	8.51%	2.42	10.80%
所得税	6.09	5.39	-11.49%	-0.70	3.12%
净利润	22.36	25.48	13.96%	3.12	13.92%
归属于母公司所有者的净利润	22.42	25.52	13.85%	3.10	13.85%

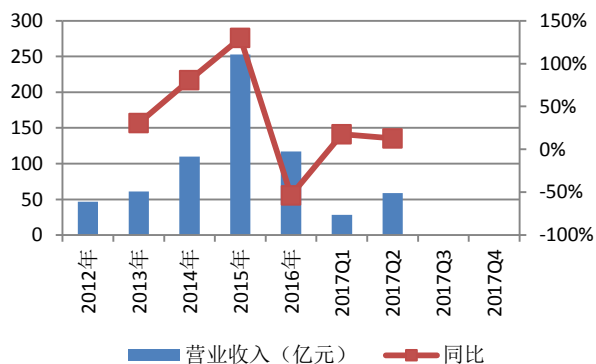
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 3: 招商证券历年收入结构



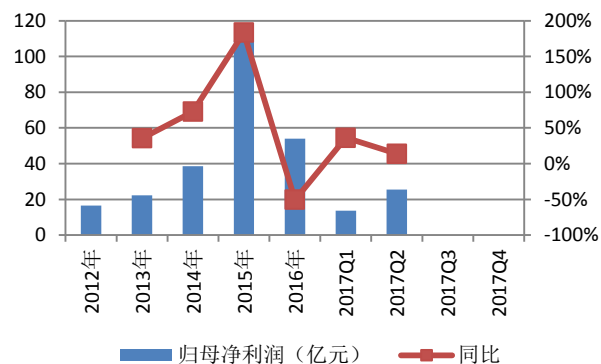
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 4: 招商证券营收及同比



资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 5: 招商证券归母净利润及同比



资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

附表: 招商证券盈利预测表 20170824

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	81,618	61,272	67,334	85,309	86,583	营业收入	25,292	11,695	13,025	17,525	18,798
结算备付金	19,166	19,043	21,645	26,834	27,683	手续费及佣金净收入	16,449	8,473	8,414	11,119	12,268
拆出资金	0	0	0	0	0	其中: 经纪业务净收入	12,441	4,720	4,339	6,075	6,943
融出资金	64,389	53,352	54,649	59,401	56,431	承销业务净收入	2,566	2,154	2,160	2,500	2,259
交易性金融资产	62,826	48,244	33,149	112,271	100,025	资管业务净收入	1,142	1,143	1,653	2,067	2,583
衍生金融资产	1,016	1,110	369	1,250	1,114	利息净收入	2,621	895	958	905	881
买入返售金融资产	14,335	18,953	13,285	13,285	13,285	投资净收益	6,232	2,024	3,577	5,415	5,551
应收款项	3,320	725	2,420	8,195	7,301	公允价值变动净收益	-150	-1,596	-124	-171	-184
应收利息	889	1,262	971	3,288	2,929	其它	27	44	26	28	31
存出保证金	857	540	677	766	743	营业支出	11,715	5,309	5,998	6,826	7,125
可供出售金融资产	35,743	24,722	17,499	59,268	52,803	营业税金及附加	1,664	412	459	618	663
持有至到期投资	0	0	0	0	0	管理费用	9,823	4,829	5,470	6,134	6,391
长期股权投资	4,898	5,289	5,289	5,289	5,289	资产减值损失	228	66	68	74	71
固定资产	1,519	1,779	2,008	2,226	2,432	其他业务成本	1	1	0	1	1
无形资产	24	23	26	26	26	营业利润	13,576	6,387	7,027	10,699	11,673
商誉	10	10	10	10	10	其他非经营损益	58	66	52	84	83
递延所得税资产	726	1,208	875	2,963	2,640	利润总额	13,634	6,453	7,078	10,783	11,755
投资性房地产	5	0	0	0	0	所得税	2,706	1,036	1,136	1,731	1,887
其他资产	314	5,526	680	1,455	1,335	净利润	10,928	5,417	5,942	9,052	9,868
资产总计	291,656	243,058	220,884	381,836	360,629	少数股东损益	20	14	15	23	25
短期借款	3,090	3,252	3,609	11,924	9,902	归母股东净利润	10,909	5,403	5,927	9,030	9,843
应付短期融资款	27,878	21,782	7,836	25,890	21,500	主要财务比率					
拆入资金	4,000	1,500	1,181	3,901	3,240		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
交易性金融负债	2,369	4,440	4,865	16,074	13,348	成长能力					
衍生金融负债	1,866	1,843	510	1,684	1,399	营业收入增长率	129.87%	-53.76%	11.37%	34.56%	7.26%
卖出回购金融资产款	42,953	19,399	18,160	59,998	49,824	净利润增长率	183.29%	-50.47%	9.69%	52.35%	9.01%
代理买卖证券款	88,749	67,582	75,627	76,341	82,622	盈利能力					
应付职工薪酬	7,125	4,708	4,650	5,597	5,633	营业利润率	53.68%	54.61%	53.95%	61.05%	62.10%
应交税费	862	271	390	420	469	净利率	43.13%	46.20%	45.51%	51.52%	52.36%
应付款项	6,065	3,624	3,580	5,124	5,331	回报率分析					
应付利息	3,385	2,781	2,106	2,401	2,138	总资产收益率	4.50%	2.02%	2.56%	3.00%	2.65%
长期借款	454	369	252	834	692	净资产收益率	24.27%	9.99%	9.16%	12.26%	12.00%
递延所得税负债	446	99	71	235	196	每股指标					
其他负债	1,018	1,030	1,555	5,138	4,267	EPS-摊薄 (元)	1.56	0.77	0.85	1.29	1.41
负债合计	243,224	183,143	151,179	304,060	274,054	每股净资产 (元)	8.32	8.93	9.95	11.10	12.35
股本	5,808	6,699	6,997	6,997	6,997	每股股利 (元)	0.25	0.30	0.09	0.14	0.15
资本公积金	19,404	27,534	31,450	31,450	31,450	估值分析					
归母权益合计	48,351	59,826	69,601	77,649	86,423	市盈率	11.29	22.80	20.79	13.65	12.52
所有者权益合计	48,432	59,915	69,704	77,776	86,575	市净率	2.12	1.97	1.77	1.59	1.43
负债及股东权益总计	291,656	243,058	220,884	381,836	360,629	股息收益率	1.40%	1.70%	0.52%	0.80%	0.87%

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。对证券、保险、信托、综合金融、跨界金融、金融科技有深入研究。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。

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%。



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

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。