安信证券 ESSENCE SECURITIES

2017 年 08 月 25 日

公司快报

证券研究报告

证券

招商证券（600999.SH）

大资管全面发力，信用自营大幅改善

■**事件：**2017H 招商证券实现营业收入 58 亿元（YoY +13%），净利润 25 亿元（YoY +14%），归母公司净资产 765 亿元（YoY +28%）。加权平均 ROE 为 3.8%，杠杆率 2.4 倍。**我们认为上半年公司核心边际变化包括：（1）集团净利润同比增速 14%，远超母公司上半年月度累计增速-19%，大超市场预期；（2）母公司资金成本大幅降低，自营固定收益超越市场，投行业务优势继续保持。（3）业绩超预期主要来自集团子公司的快速增长，尤其是来自香港子公司和基金子公司贡献，具备较好的可持续增长能力。**

■**固收自营超越市场，稳定性增强。**2017H 公司自营业务投资收益（包含公允价值变动收益）升至 13 亿元（YoY +80%），主因是固定收益类投资获益颇丰。根据公告披露，公司债券类交易性金融资产规模约 478 亿元，上半年公司债券投资收益率大幅领先中债综合财富指数，推动自营大幅改善。公司自营增长幅度领先已披露中报业绩的上市券商，自营业绩稳定性增强，根据公司公告，假定利率上升 100BP，收入下降 4.7 亿元，较 2016H 下降近一半。

■**基金利润贡献大，资管稳步成长。**根据公司公告，公司上半年对两家基金子公司（博时基金和招商基金）的股权投资合计收益达 4.4 亿元，占净利润的 17%。两家资产管理规模分别较年初增长 3.6%和 8.5%，排名行业前列。截至上半年末公司受托客户资产管理规模 6450 亿元，较年初增长 2.4%，其中主动管理规模达到 1185 亿元，较年初增长 16%。

■**股票质押持续增长，利息支出大幅削减。**2017H 公司实现利息净收入 9.6 亿元（YoY +243%），业绩大幅改善的主因一方面是公司股票质押式回购利息收入增长 25%；另一方面是公司通过积极的债务置换，缩减卖出回购资产等债务规模令利息支出同比下降 26%。我们认为公司已具备较强的资金成本优势，两融优势地位保持且股票质押业务成为新增长点，全年信用业务增长有望持续。

■**经纪业务加强网点布局，市场份额有望提升。**2017H 公司实现传统经纪业务手续费及佣金净收入 18 亿元（YoY -25%），下降主因是市场交易额和公司佣金率下降公司。其中公司股基交易额下降 16%降幅低于行业平均，市场份额稳步升至 3.93%；净佣金率降至万分之 3.5，基本与行业持平。公司一面持续推进全国布局，拓展机构销售交易、托管与服务外包业务，一面继续保持港股通业务优势地位。我们认为随着公司传统经纪业务的转型升级及网点全国布局，看好公司股基交易额市场份额回升至 4%左右，而佣金率的下降幅度在 2017 年将趋缓，预计将降至 3.3%左右。

■**IPO 项目业绩释放，债券规模逆市上涨。**2017H 公司实现证券承销业务净收入 10 亿元（YoY +4%），股权承销保荐业务方面，IPO 承销平稳但再融资业务同比下降明显。上半年公司继续保持中小客户业务优势，实现 IPO 承销规模同比增长 89%，而再融资承销规模仅下降 17%，对业绩影响有限；债券主承销规模逆市上涨 3.5%，体现公司扎实的客户基础和营销能力。根据公司公告，截至上半年末公司排队项目数量达 38 家，行业排名维持第三。综合考虑已发行 IPO 数和排队数，我们预计 2017 年公司 IPO 承销家数在 20 家左右，规模 91 亿元左右；受再融资受新规影响，公司 2017 年再融资承销规模降至 176 亿元左右，债券承销预计于同期基本持平。

■**香港公司快速发展，优势维持短板补齐。**2016 年公司 H 股上市募资约 103 亿港元，打造业绩增长的新动力。2017H 香港地区实现营业收入 4.5 亿元（YoY+318%），招证国际的优势业务投行业务指标创历史新高，IPO 承销金额和境外债券发行承销金融均同比增长 4 倍以上，IPO 承销金额排名香港第 1；曾经是短板的经纪业务也取得明显突破，港股交易份额市场占有率同比上升 48%，孖展日均规模同比大幅增涨 1.3 倍，逐步构建全产品平台。

■**投资建议：**买入-A 投资评级，我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 为 0.9 元、1.04 元和 1.11 元，6 个月目标价 19 元。

■**风险提示：**交易量萎缩风险、运营风险、市场投资风险

摘要(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	25292	11695	13042	15146	15961
净利润	10928	5417	6005	6961	7431
每股收益(元)	1.88	0.81	0.90	1.04	1.11
每股净资产(元)	8.34	8.94	11.33	13.51	14.88
盈利和估值	**2015A**	**2016A**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
市盈率(倍)	9.36	21.78	19.65	16.95	15.88
市净率(倍)	2.11	1.97	1.55	1.30	1.18
净利润率	43.21%	46.32%	46.04%	45.96%	46.56%
净资产收益率	22.56%	9.04%	7.91%	7.69%	7.45%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**

维持评级

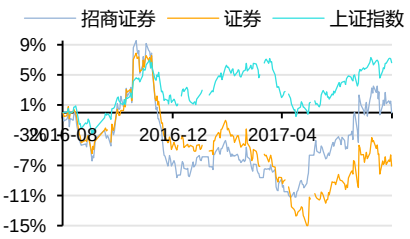
6 个月目标价： 19 元

股价（2017-08-24） 17.61 元

交易数据

总市值（百万元）	117,976.60
流通市值(百万元)	86,354.15
总股本（百万股）	6,699.41
流通股本(百万股)	4,903.70
12 个月价格区间	15.80/19.51 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.42	1.87	-4.26
绝对收益	0.23	8.64	1.76

赵湘怀 分析师
SAC 执业证书编号：S1450515060004
zhaoxh3@essence.com.cn
021-35082987

贺明之 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517060001
hemz@essence.com.cn
021-35082968

蒋中煜 报告联系人
jiangzy@essence.com.cn
021-35082609

相关报告

招商证券：投行业务保持领先，港股 IPO 增厚资本/赵湘怀	2017-03-29
招商证券：三季度业绩环比大增/赵湘怀	2016-10-30
招商证券：招商证券公司快报/赵湘怀	2016-08-29

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表（百万元）	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	损益表（百万元）	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
总资产	291,656	243,058	289,444	326,469	359,114	**营业收入**	25,292	11,695	13,042	15,146	15,961
客户资金存款	72,416	50,327	55,360	62,003	68,203	手续费及佣金净收入	16,449	8,473	8,480	9,579	10,466
自有货币资金	9,202	10,945	12,040	13,485	14,833	其中：代理买卖证券业务净收入	12,441	4,720	4,437	4,853	4,818
客户备付金	16,875	17,469	19,215	21,521	23,673	证券承销业务净收入	2,566	2,154	2,283	2,391	2,532
自有结算备付金	2,291	1,575	1,732	1,940	2,134	资产管理业务收入	1,142	1,143	1,555	2,087	2,814
融出资金	64,389	53,352	60,287	66,316	72,948	利息净收入	2,621	895	2,368	3,016	3,102
交易性金融资产	62,826	48,244	55,481	63,803	70,184	投资净收益	6,382	3,620	2,288	2,649	2,804
衍生金融资产	1,016	1,110	1,276	1,467	1,614	公允价值变动收益	-150	-1,596	-183	-202	-533
买入返售金融资产	14,335	18,953	22,744	26,155	28,771	汇兑收益	-37	259	61	71	88
可供出售金融资产	35,743	24,722	28,431	32,695	35,965	其他业务收入	27	44	28	32	33
持有至到期投资	-	-	-	-	-	**营业支出**	11,715	5,309	5,920	6,895	7,157
其他资产合计	12,562	16,362	32,878	37,082	40,790	营业税金及附加	1,664	412	460	534	563
总负债	243,224	183,143	213,536	235,973	259,425	管理费用	9,823	4,829	5,217	6,058	6,384
应付短期融资款	27,878	21,782	26,139	30,060	34,569	资产减值损失	228	66	242	302	210
交易性金融负债	2,369	4,440	4,884	5,372	5,910	其他业务成本	1	1	1	1	1
衍生金融负债	1,866	1,843	2,027	2,230	2,453	**营业利润**	13,576	6,387	7,123	8,251	8,804
卖出回购金融资产款	42,953	19,399	21,339	22,406	23,526	加：营业外收入	94	81	50	61	72
代理买卖证券款	88,749	67,582	77,719	89,377	98,315	减：营业外支出	36	15	19	20	23
应付职工薪酬	7,125	4,708	6,302	6,964	7,656	**利润总额**	13,634	6,453	7,154	8,292	8,852
应付债券	52,961	50,465	52,988	55,638	61,202	减：所得税费用	2,706	1,036	1,148	1,331	1,421
其他负债合计	19,322	12,925	22,139	23,927	25,796	**净利润**	10,928	5,417	6,005	6,961	7,431
所有者权益	48,432	59,915	75,908	90,496	99,690	减：少数股东损益	20	14	15	18	19
股本	5,808	6,699	6,699	6,699	6,699	**归母公司净利润**	10,909	5,403	5,990	6,943	7,413
少数股东权益	81	89	70	84	93						
归母公司净资产	48,351	59,826	75,837	90,412	99,597	**每股及估值指标**					
						每股盈利（元）	1.88	0.81	0.90	1.04	1.11
ROAE	23.95%	10.58%	8.84%	8.37%	7.81%	**每股净资产（元）**	8.34	8.94	11.33	13.51	14.88
ROAA	4.51%	2.03%	2.26%	2.26%	2.17%	**市盈率（倍）**	9.36	21.78	19.65	16.95	15.88
杠杆率（倍）	4.23	2.94	2.72	2.52	2.52	**市净率（倍）**	2.11	1.97	1.55	1.30	1.18

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 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、贺明之声明，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	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	巢莫雯		

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： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮　编： 200080

北京市

地　址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。