

招商证券（600999）：2017 年中报点评

利息+自营带动业绩增速领先行业 增持(维持)

2017 年 08 月 25 日

证券分析师丁文韬

执业证书编号：S0600515050001
dingwt@dwzq.com.cn

证券分析师王维逸

执业证书编号：S0600515050002
wangwy@dwzq.com.cn

证券分析师胡翔

执业证书编号：S0600516110001
hux@dwzq.com.cn

研究助理马祥云

021-60199746
maxy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	11,695	13,347	14,858	17,331
同比（%）	-53.76	14.12	11.32	16.64
净利润（百万元）	5,403	6,203	7,153	8,631
同比（%）	-50.47	14.81	15.30	20.66
毛利率（%）	52.99	56.00	58.00	60.00
ROE（%）	9.99	10.11	11.05	12.57
每股收益（元）	0.81	0.93	1.07	1.29
P/E	21.83	19.02	16.49	13.67
P/B	1.97	1.87	1.77	1.67

事件：公司发布 2017 年半年报，2017 年上半年公司实现营业总收入 58.59 亿元，同比增长 12.73%；实现归属上市公司股东的净利润为 25.52 亿元，同比增长 13.85%；EPS0.35 元，BVPS11.42 元。

投资要点：

■ **业绩好于行业平均水平，自营、利息收入占比提升：**公司上半年净利润增速好于行业平均的同比增速-11.55%。其中经纪、投行、利息、自营、资管收入占比分别为 31%、17%、16%、15%、9%，自营和利息收入占比较 16 年分别提升 8 个和 3 个百分点。两融余额较 16 年底小幅下降 5.3%至 483 亿元，行业排名升至第五；股权质押待购回金额较 16 年底增长 11.5%，利息收入同比大幅增长 243%。公司自营投资坚守价值投资理念，增加了对绩优蓝筹的配置，自营收入同比大增 123%。

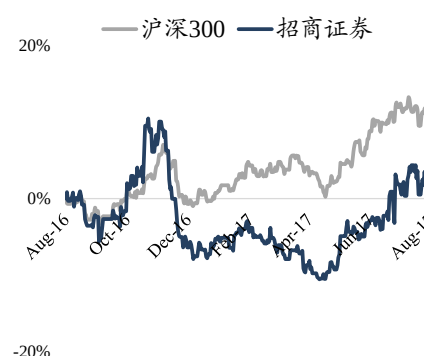
■ **经纪业务市场份额小幅提升，PB 业务领跑行业：**上半年公司交易量 4.2 万亿，同比下降 15.58%，市场份额同比提升 0.13 个百分点至 3.93%，新开客户 93.40 万户，同比增长 13.45%。同时，公司继续推进零售经纪业务向财富管理转型，上半年财富管理实现各类金融产品销售 4263.94 亿元，同比增长 4.99%。公司的 PB(主经纪商)业务为机构投资者提供一站式金融服务，发挥主券商服务“销售+研发+主券商 PB 系统+托管+资金”的优势，不断进行主券商投研服务和 IT 系统升级，为私募基金、基金子公司、信托公司等客户提供综合金融服务。截至上半年累计交易资产规模 1391 亿元，较 2016 年末增长 6%，上半年股基交易量同比逆势增长 25%。

■ **投行受益于 IPO 扩容，债券承销排名领先：**上半年 IPO 市场大幅扩容，但再融资和减持出台新规，公司 IPO 规模 41.24 亿元，同比增长 88.83%；再融资规模 116.45 亿元，同比下滑 16.55%。6 月末公司 IPO 在会审核项目 38 家，排名行业第 3。债券类主承销项目共计 119 只，承销金额达 1,634.40 亿元，同比增长 3.53%，债券承销金融行业排名第二。

投资建议：公司综合实力强劲，作为招商局集团核心金融平台享有独特的客户和业务资源，传统业务行业领先，托管及 PB 业务位居行业龙头，连续十年保持 AA 评级。预计公司 17、18、19 年净利润分别为 62.03 亿元、71.53 亿元、86.31 亿元，对应 EPS 分别为 0.93 元、1.07 元、1.29 元，看好公司长期发展前景，给予目标价 19.5 元，维持“增持”评级。

风险提示：1) 市场持续震荡低迷对估值和业绩的双重压力；2) 行业监管超预期。

股价走势



市场数据

收盘价（元）	17.61
一年最低/最高价	15.80/19.51
市净率（倍）	1.97
流通 A 股市值（百万元）	86,354

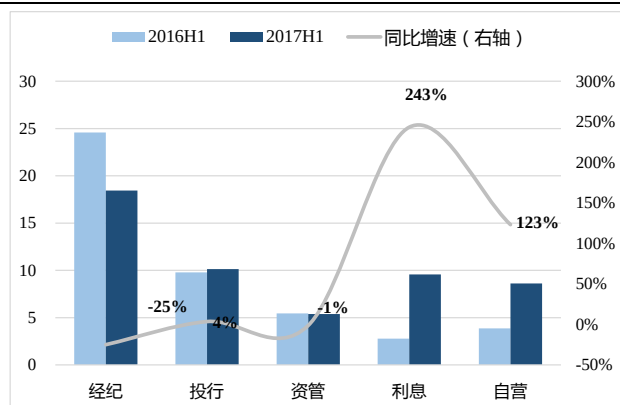
基础数据

每股净资产（元）	8.93
资本负债率（%）	75.35
总股本（百万股）	6,699
流通 A 股（百万股）	4,904

相关研究

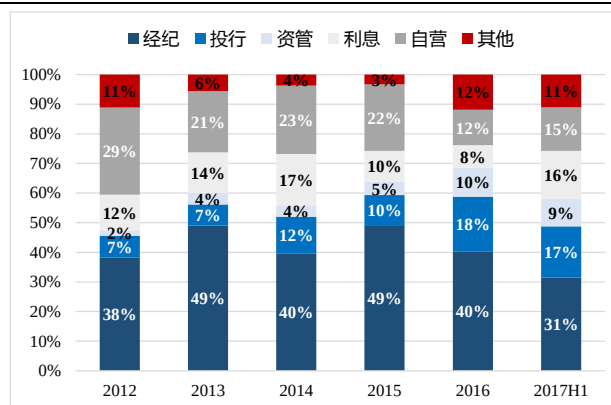
1. 招商证券（600999）：2016 年年报点评-H 股成功上市，国际化战略稳步推进-20170329
2. 招商证券（600999）：2016 年三季报点评-H 股 IPO 落地，净资本实力大幅提升-20161031

图表1: 2017H1 公司分业务收入及同比增速



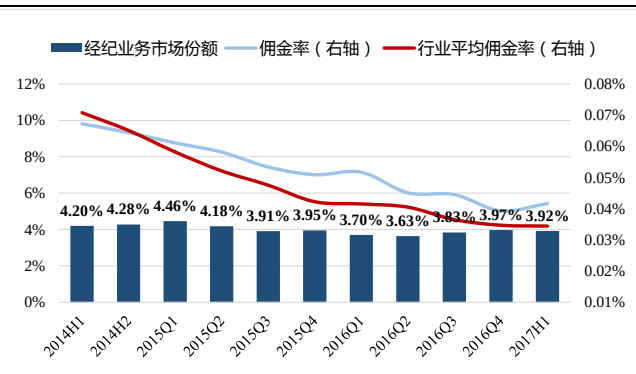
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图表2: 2012-2017H1 公司分业务收入结构



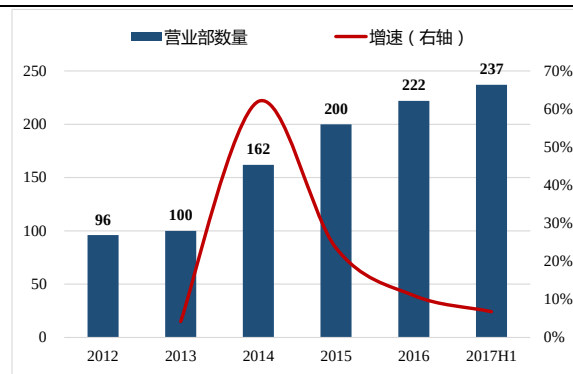
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图表3: 2014H1-2017H1 公司经纪业务份额及佣金率



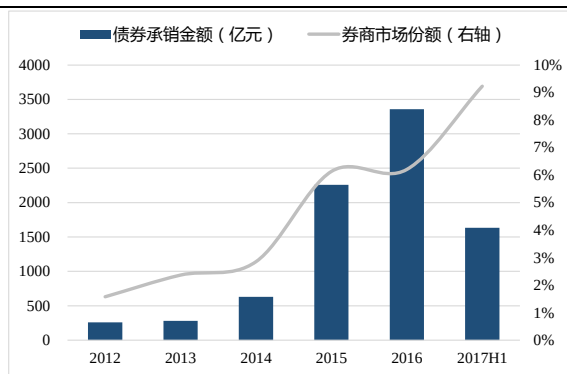
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图表4: 2012-2017H1 公司营业部数量



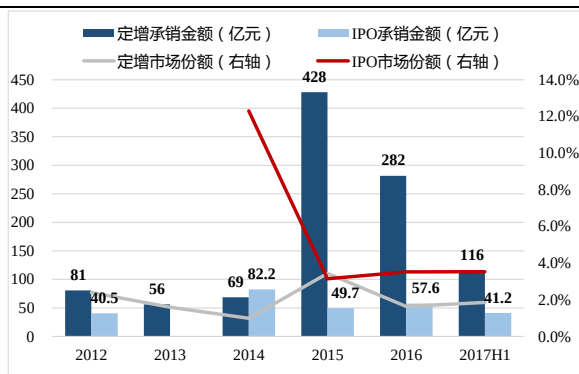
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图表5: 2012-2017H1 公司债券承销金额及市场份额



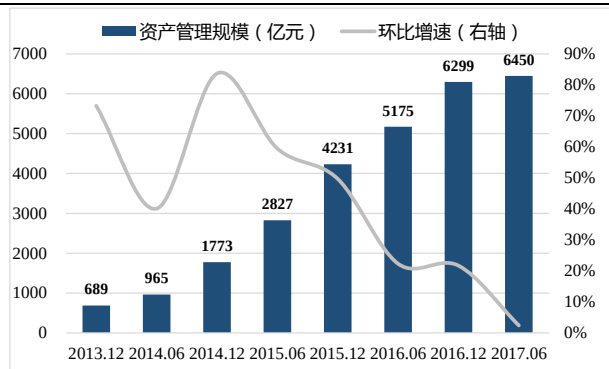
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图表6: 2012-2017H1 公司定增和 IPO 承销金额



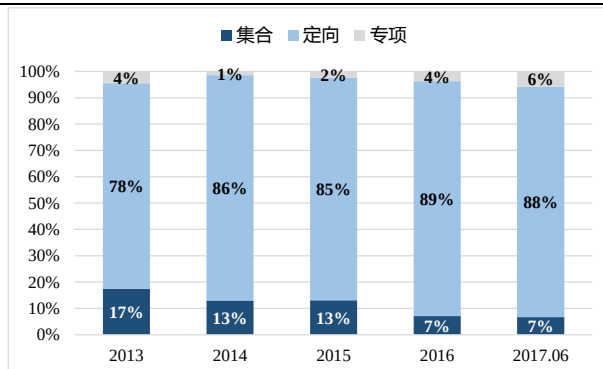
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图表7：2012-2017.06 公司资产管理业务规模



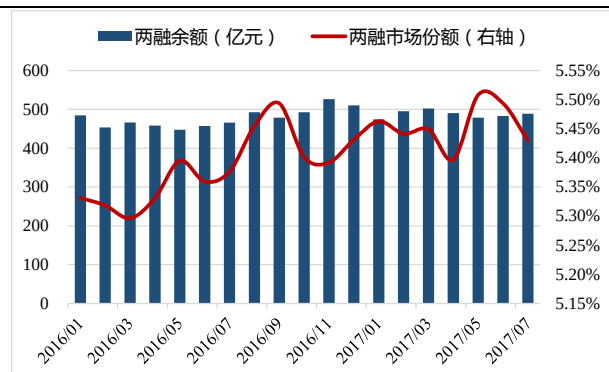
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图表8：2012-2017.06 公司资产管理业务结构



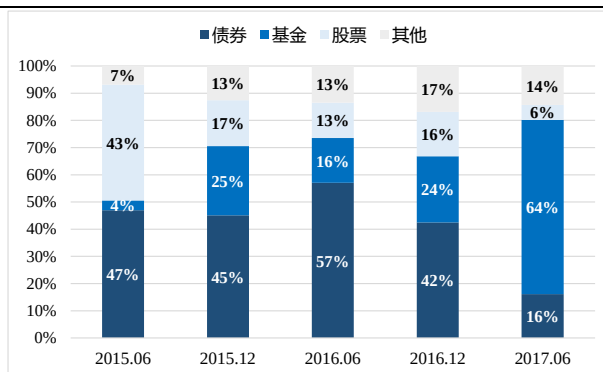
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图表9：2016-2017.07 公司两融余额及市场份额



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图表10：2015.06-2017.06 公司自营资产配置



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图表11：招商证券盈利预测及估值

单位：百万元	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	11,002	25,292	11,695	13,347	14,858	17,331
经纪业务净收入	4,363	12,441	4,720	3,540	3,540	3,717
投资银行业务净收入	1,357	2,566	2,154	2,262	2,420	2,663
资产管理业务净收入	427	1,142	1,143	1,143	1,200	1,320
利息净收入	1,910	2,621	895	2,238	2,910	4,365
投资收益	1,757	6,382	3,620	4,163	4,788	5,267
二、营业支出	6,039	11,715	5,309	5,872	6,240	6,932
业务及管理费	4,780	9,823	4,829	5,339	5,795	6,586
三、归属于母公司股东净利润	3,851	10,909	5,403	6,203	7,153	8,631
业绩增速	72.7%	183.3%	-50.5%	14.8%	15.3%	20.7%
EPS	0.57	1.63	0.81	0.93	1.07	1.29
BVPS	6.20	7.22	8.93	9.39	9.93	10.57
ROE	11.21%	24.27%	9.99%	10.11%	11.05%	12.57%
PE	30.64	10.81	21.83	19.02	16.49	13.67
PB	2.84	2.44	1.97	1.87	1.77	1.67

数据来源：Wind，公司年报，东吴证券研究所

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 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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>