

招商证券 (600999)

证券研究报告
2017年08月27日

用资业务和子公司扭亏助力公司整体实现超预期业绩

公司公布 2017 年上半年经营情况：实现营业收入 58.59 亿，同比增长 12.73%；实现归母净利润 25.52 亿，同比增长 13.85%；净利润率 43.56%。

用资业务和子公司扭亏助力公司实现超预期业绩

我们认为公司实现超预期业绩的主要助推因素是同比扭亏的重要控股子公司业绩、计入当期损益的金融资产公允价值显著提升，以及同比大幅降低的利息成本。招证国际和招商致远资本在 17 年上半年均实现业绩同比扭亏为盈，分别实现净利润 1.38 亿港元和 2.41 亿元；截至报告期末，计入当期损益的自营金融资产公允价值变动直接转化为约 6.3 亿的当期营收；由于卖出回购金融资产利息支出的锐减，公司整体的利息支出同比降低约 26%。

各项主要业务发展稳中有进，持续深化转型

公司的经纪与财富管理业务上半年营收逆势同比增长 2.34%。其中零售经纪业务持续推进“互联网化”和财富管理转型。通过坚定的业务转型和多元化的服务体系，公司在 17 年前两季度的综合佣金率实现稳步提升。资本中介业务营收同比增长 2.4 倍，受益于股票质押收入提升和近 7.8 亿的利息支出同比降幅。

投资银行业务中，IPO 贡献的营收增量对冲了受房地产企业融资限制影响而缩水明显的公司债承销收入，财务顾问业务上半年完成 14 笔并购交易，助力实体经济转型升级；公司 IPO 项目储备排名行业第三，资产证券化业务预计将向不良资产处置领域拓展以进一步巩固行业领先地位。

投资管理业务中，“大资管”三足鼎立。券商资管优化结构，进一步提升主动管理能力；招商致远资本同比扭亏；进入退出收获期；参股的公募基金持续贡献稳定、客观的投资收益。投资交易业务中，自营资产公允价值变动贡献 17 年上半年营收增量；FICC 综合业务平台持续搭建，预计外汇业务将成为未来的发展突破口。

预计 17 年 EPS 0.87 元，BPS11.09 元，目标价 20.75 元；给予“增持”评级

我们看好公司作为行业前十券商的综合运营能力和多元业务体系，以及与招商局集团下属公司的业务协同能力；并且期待公司在未来三年的整体发展战略和业务转型的具体规划。参照可比券商的估值水平，我们通过市值加权平均获得公司 17 年 1.98 倍的预期 PB 和 22.57 倍的预期 PE，等权取值后得出目标价每股 20.75 元，对应 2017 - 2019 年 PB 分别为 1.87、1.70 和 1.68 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：业绩不及预期，市场风险

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	25,291.79	11,695.45	12,796.93	14,130.02	15,725.79
增长率 (%)	129.87	(53.76)	9.42	10.42	11.29
净利润 (百万元)	10,908.75	5,403.45	5,803.51	6,422.63	7,268.29
增长率 (%)	183.29	(50.47)	7.40	10.67	13.17
净利润率	43.13%	46.20%	45.35%	45.45%	46.22%
净资产收益率	22.56%	9.03%	7.81%	7.87%	8.76%
市盈率 (倍)	11.15	22.50	20.95	18.93	16.73
市净率 (倍)	2.51	2.03	1.64	1.49	1.47
每股净利润 (元/股)	1.88	0.81	0.87	0.96	1.08
每股净资产 (元/股)	7.22	8.93	11.09	12.19	12.38

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	非银金融/证券
6 个月评级	增持 (首次评级)
当前价格	18.15 元
目标价格	20.75 元
上次目标价	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	5,719.01
流通 A 股股本(百万股)	4,903.70
A 股总市值(百万元)	103,800.00
流通 A 股市值(百万元)	89,002.15
每股净资产(元)	9.19
资产负债率(%)	68.44
一年内最高/最低(元)	20.09/15.57

作者

王茜	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090005	
wangqian@tfzq.com	
修佳林	联系人
xujialin@tfzq.com	
罗钻辉	联系人
luozuanhui@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

子公司同比扭亏、利息成本锐减助推公司整体实现超预期业绩	3
经纪与财富管理业务实现营收 35.47 亿元，同比微增 2.34%	4
零售经纪业务：持续推进“互联网化”和财富管理转型，佣金率提升	4
资本中介业务：质押收入提升、利息支出下降	5
机构客户服务：蓝海业务领域持续发展	6
投资银行业务：股、债此消彼长，财务顾问收入显著提升	6
投资管理业务：“大资管”三足鼎立	7
投资及交易业务：贡献业绩增量，为未来蓄力	8
首次覆盖，给予“增持”评级，目标价 20.75 元/股	9

图表目录

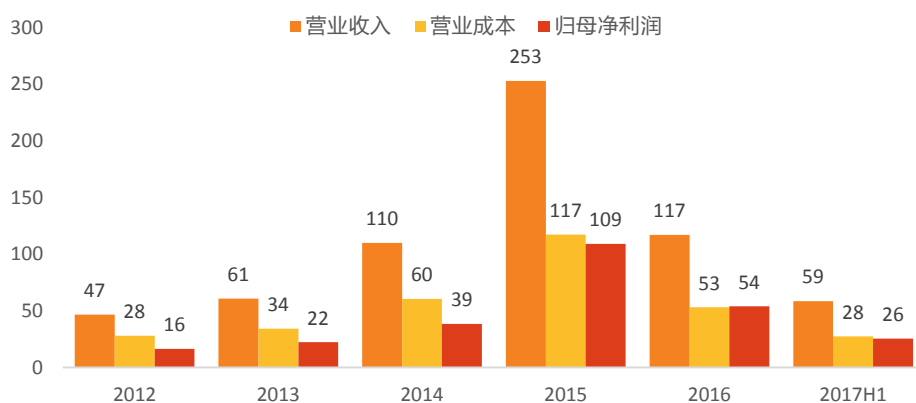
图 1：公司 17 年上半年实现营收 58.59 亿，净利润 25.52 亿，净利润 43.56%；单位：亿元	3
图 2：17 年上半年公司经纪业务收入 18.44 亿元	4
图 3：17 年上半年公司经纪业务综合佣金率持续提升	4
图 4：公司持续提升利用自有资金参与股票质押业务规模；亿元	5
图 5：17 年上半年公司实现两融和质押利息收入 19.12 亿，5.39 亿	5
图 6：17 年上半年公司股权融资规模约 160 亿元；单位：亿元	6
图 7：资产证券化产品承销规模持续提升；单位：亿元	6
图 8：17 年上半年公司自营金融资产净值约为 740 亿；单位：亿元	8
图 9：17 年上半年公司增强固收类金融资产配置；单位：亿元	8
表 1：公司 17 年上半年营收结构进一步优化	3
表 2：17 年上半年公司利息净收入、投资收益同比政府显著；单位：亿元，百分比除外	4
表 3：17 年上半年公司股票质押业务收入同比提升，利息支出同比降幅近 7.8 亿元	5
表 4：17 年上半年公司财务顾问业务净收入同比上升 63%；单位：亿元	6
表 5：17 年上半年公司券商资管产品规模约为 6450 亿，收入 4.92 亿；单位：亿元	7
表 6：对照可比券商，得出公司 1.98 倍 17 年预期市净率、22.57 倍 17 年预期市盈率	9
表 7：预计 17 年 BPS 11.09 元，EPS 0.87 元，得出每股目标价 20.75 元	9

子公司同比扭亏、利息成本锐减助推公司整体实现超预期业绩

招商证券发布 2017 年上半年半年报。报告期内公司实现营收 58.59 亿元,同比增长 12.73%;实现归母净利润 25.52 亿元,同比增长 13.85% (图 1)。公司上半年净利润率 43.56%,净资产收益率 3.35%。公司的营收结构更加均衡,按照券商主要业务门类分拆,经纪业务、投资银行、利息收入和投资收益的营收占比都在 15%以上 (表 1)。

公司上半年业绩逆势同比显著增长超出我们的预期。我们认为实现超预期业绩的主要助推因素是同比扭亏的子公司业绩、计入当期损益的金融资产公允价值提升,以及显著减少的利息成本。按照券商主要业务分拆,公司 17 年上半年的利息净收入和投资收益出现了明显的同比变化,分别增长 243%和 81% (表 2)。同时受营收增长带动绩效工资等变动成本增加等因素的影响,17 年上半年公司管理成本的同比增速要高于营业收入的同期增速。

图 1: 公司 17 年上半年实现营收 58.59 亿,净利润 25.52 亿,净利润率 43.56%; 单位: 亿元



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

我们认为,在 17 年上半年行业整体业绩负增长的环境下,招商证券多元化的金融业务布局使得公司可以实现领先行业的同比业绩增幅。其中公司的控股及参股公司在 17 年上半年显著的业绩改善是公司实现近 14%归母净利润同比增长的重要原因之一。公司全资子公司招证国际和招商致远资本在 17 年上半年均实现同比扭亏为盈,分别实现净利润 1.38 亿港元 (去年同期亏损 1.78 亿港元) 和 2.41 亿元 (去年同期亏损 2.67 亿元)。另外,公司参股的博时基金和招商基金在 17 年上半年合计为公司实现投资收益约 4.42 亿元。

表 1: 公司 17 年上半年营收结构进一步优化

营收结构	2013	2014	2015	2016	2017H1
经纪业务	49.04%	39.65%	49.19%	40.36%	31.47%
投资银行业务	7.12%	12.33%	10.15%	18.42%	17.29%
资产管理业务	3.88%	3.88%	4.52%	9.77%	9.17%
利息净收入	13.73%	17.36%	10.36%	7.66%	16.33%
投资收益	25.28%	26.15%	24.64%	17.31%	22.42%
其它收入	0.95%	0.62%	1.14%	6.49%	3.32%

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

另外,利息成本的显著下降直接导致了公司在 17 年上半年利息净收入同比约 2.4 倍的大幅增长。17 年上半年,公司实现利息净收入 9.57 亿元,比去年同期增加约 6.78 亿元。主要原因是利息支出中的卖出回购金融资产利息支出同比减少了约 5.76 亿元,降幅达 57.7%;同时 17 年上半年,公司的卖出回购金融资产平均余额约为 232 亿,同比降低 46.63%。但是值得注意的是,利息支出的降幅大于平均余额的变动说明公司报告期末在手回购金融资产的资本成本较报告期初有了一定程度的提升。

表 2：17 年上半年公司利息净收入、投资收益同比政府显著；单位：亿元，百分比除外

	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q2 环比变化	2017Q2 同比变化	2017H1	2017H1 同比变化
营业收入	27.96	33.66	31.31	28.25	30.35	7%	9%	58.59	13%
经纪业务	11.32	11.73	10.88	9.19	9.25	1%	-18%	18.44	-25%
投资银行业务	5.04	5.91	5.85	3.84	6.30	64%	25%	10.13	4%
资产管理业务	2.64	2.62	3.35	2.53	2.84	12%	7%	5.37	-1%
利息净收入	1.60	2.81	3.36	4.49	5.08	13%	217%	9.57	243%
投资收益	6.12	9.40	3.58	7.26	5.88	-19%	-4%	13.14	81%
其它收入	1.24	1.19	4.29	0.94	1.00	7%	-19%	1.95	-8%
营业成本	13.28	13.45	15.80	12.04	15.50	29%	17%	27.54	16%
管理成本	12.38	13.08	14.16	11.69	15.04	29%	22%	26.73	27%
归母净利润	12.33	17.37	14.25	13.75	11.78	-14%	-4%	25.52	14%
每股净收益	0.21	0.30	0.23	0.21	0.17	-19%	-19%	0.38	-1%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

经纪与财富管理业务实现营收 35.47 亿元，同比微增 2.34%

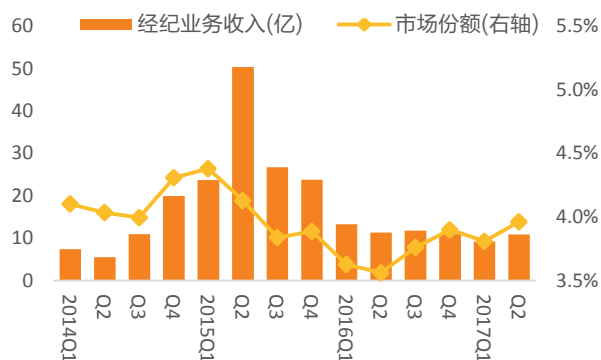
零售经纪业务：持续推进“互联网化”和财富管理转型，佣金率提升

公司的经济和财富管理业务在 17 年上半年实现营收 35.47 亿元，同比增长 2.34%。其中零售方面，公司在 17 年上半年实现代理买卖证券业务净收入 18.44 亿元，同比下降 25%（行业平均同比下降 39.52%）。我们认为公司持续提升的获客能力以及坚定的财富管理业务转型保证了公司当期低于行业的代买卖业务营收同比降幅。

公司通过线上线下营销渠道同步发展的方式持续提升获客能力。线下方面，截至 2017 年上半年，公司共有线下营业网点 237 家。同时公司也在持续拓展重点合作银行渠道、开发非银行合作网点；线上方面，公司打造互联网业务中台系统、优化手机 APP 的核心功能，持续提升互联网渠道的开户效率和获客能力。报告期内，公司新开户数 93.40 万户，同比增长 13.45%。

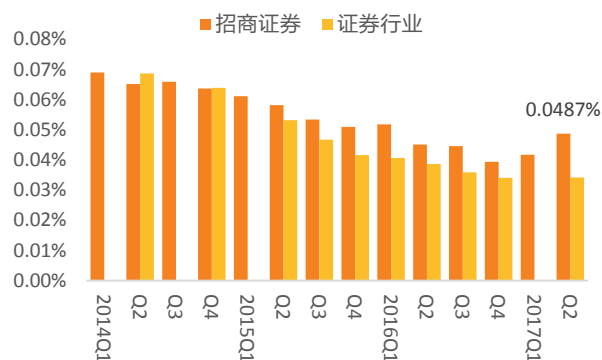
另外，根据我们的调研，公司计划继续拓展与互联网企业的业务合作。与腾讯合作的“腾讯微证券”在 17 年上半年为公司带来超过 20 万户的新客户，体现了与互联网企业合作模式的强大获客能力。同时，公司也在计划与其它互联网企业进行类似的业务合作，以求更加稳定的新客户来源。

图 2：17 年上半年公司经纪业务收入 18.44 亿元



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 3：17 年上半年公司经纪业务综合佣金率持续提升



注：无证券行业 2014、2015 和 2017 年一季度经纪业务营收数据

资料来源：wind，中国证券业协会，公司公告，天风证券研究所

公司持续推进零售经纪业务向财富管理转型。根据公司半年报，截至 17 年上半年，公司财富管理计划累计客户数量为 248.68 万户，占公司正常交易客户数量的比例约为 32%；财富管理计划客户贡献的交易量为 8720.64 亿，占公司总交易量的比例约为 21%，同比提升 6.6%。财富管理计划的客户规模和业务体量均处在同比上升轨道。同时，公司通过持续丰富财富管理产品种类、利用技术平台和相关功能提升财富顾问服务质量和效率等方式来提升金融产品的配置能力，满足客户多元化的资产配置需求。

坚定的业务转型和多元化的服务体系使得公司可以保证稳中有升的综合佣金率水平。公司 17 年 Q2 的经纪业务综合佣金率从 17 年 Q1 的 0.042% 进一步提升至 0.049%。而证券行业在 17 年上半年的综合佣金率仅为 0.034%。

资本中介业务：质押收入提升、利息支出下降

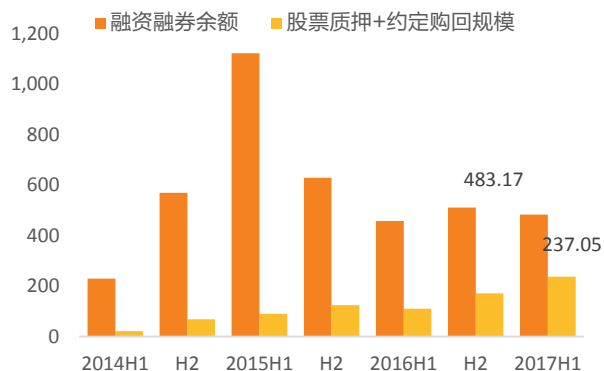
17 年上半年，公司积极推动资本中介业务发展，加强研究服务支持，提升服务效率，优化股票质押授信政策，向客户提供全产业链服务。截至 17 年 6 月 30 日，公司的两融余额为 483.17 亿元，股票质押式回购待购回总额为 483.24 亿元。其中利用自有资金的质押余额为 237.05 亿元，同比增长 117%。使用自有资金进行股票质押业务规模的同比大幅度增长使得公司在上半年的股票质押利息收入实现同比约 25% 的增长至 5.39 亿元。同时，卖出回购金融资产利息支出的大幅缩减使得公司在 17 年上半年的总利息支出同比降低 26%。股票质押收入增长和利息支出降低成为公司实现利息净收入同比大幅提升的最重要因素。同时，根据我们的调研，公司在 2018 - 2020 年的三年战略规划周期中将进一步提升包括资本中介业务在内的用资类业务规模，进而积极推进公司向“重资产”方向转型的中长期规划。

表 3：17 年上半年公司股票质押业务收入同比提升，利息支出同比降幅近 7.8 亿元

	2014		2015		2016		2017	
	H1	H2	H1	H2	H1	H2	H1	同比
当季数据								
利息收入	14.85	24.00	52.34	46.72	32.98	31.72	31.98	-3%
融资融券利息收入	9.70	15.97	39.09	27.95	20.05	20.00	19.12	-5%
质押式回购+约定购回利息收入	0.97	2.20	3.39	3.53	4.30	3.99	5.39	25%
利息支出	7.22	12.53	32.97	39.89	30.19	25.56	22.41	-26%
利息净收入	7.63	11.47	19.38	6.83	2.79	6.17	9.57	243%

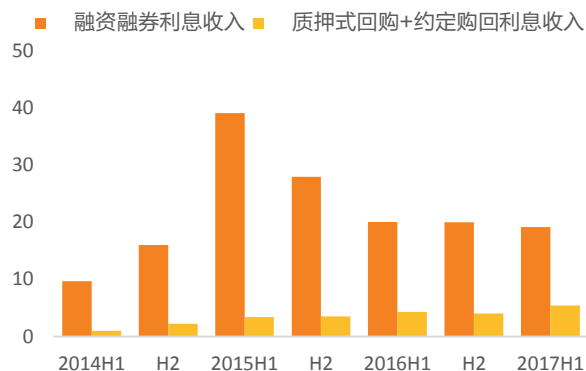
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：公司持续提升利用自有资金参与股票质押业务规模；亿元



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：17 年上半年公司实现两融和质押利息收入 19.12 亿，5.39 亿



单位：亿元

资料来源：公司公告，天风证券研究所

机构客户服务：蓝海业务领域持续发展

2017 年上半年，公司继续巩固其在主经纪商业务领域的领先优势，持续利用公司“销售+研发+主券商 PB 系统+托管+资金”的优势，为机构投资者提供一站式金融服务。根据公司半年报，截至 2017 年 6 月 30 日，公司主权上客户累计交易资产规模达 1391 亿元，比 2016 年年末增长 6%。

托管和外包业务方面，虽然 17 年上半年托管外包服务行业竞争逐渐加剧，公司依然能实现相关业务的产品数量以及资产规模的稳定快速增长。截至 2017 年 6 月 30 日，公司托管外包产品数量合计超过 1.4 万只，规模超过 1.82 万亿元，分别较 2016 年末增长 19.8% 和 8.3%。公司托管的备案产品数量和托管公募基金数量排名均为行业第一。

同时，根据我们的调研，公司认为机构业务是目前券商行业中明显的蓝海业务。公司计划在未来利用已有的客户、规模和数据优势实现将主经纪商业务的业务模式从“底层服务”，向“资本中介”和“资本投资”的改变。

投资银行业务：股、债此消彼长，财务顾问收入显著提升

2017 年上半年，公司投资银行业务整体实现营收 10.13 亿，同比增长 4%。报告期内，公司的投资银行业务不断提升全产品服务能力；持续改善客户结构，保持中小客户业务优势的同时在大型客户营销方面取得了进一步的突破；推动业务团队向行业部转型，加大重点行业客户聚焦和开拓力度。

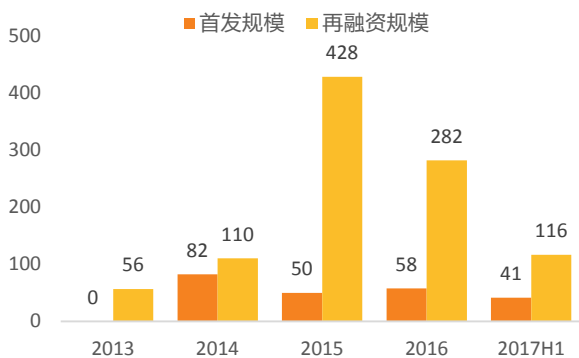
表 4：17 年上半年公司财务顾问业务净收入同比上升 63%；单位：亿元

	2013	2014	2015	2016	2017H1	2017H1 同比变化
承销保荐业务	2.66	12.03	22.06	18.40	7.74	-7%
财务顾问业务	1.67	1.54	3.61	3.14	2.39	63%
投资银行业务收入	4.33	13.57	25.66	21.54	10.13	4%
市占率	2.50%	4.39%	4.83%	3.15%	4.71%	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

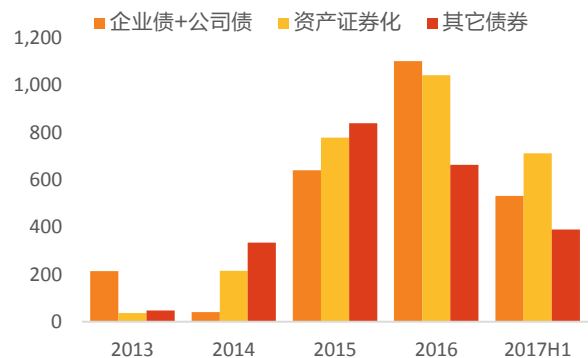
承销和保荐业务方面，17 年上半年共实现净收入 7.74 亿元，同比下降 7%。其中股权融资领域中的 IPO 业务成为主要的营收增量，17 年上半年完成 A 股 IPO 项目 9 个，承销金额 41.21 亿元，同比增长 88.83%。同时，截至 17 年 6 月末，公司 IPO 在会审核项目数为 38 家，排名行业第三，体现了良好的项目储备，和可预期的业绩回报。

图 6：17 年上半年公司股权融资规模约 160 亿元；单位：亿元



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 7：资产证券化产品承销规模持续提升；单位：亿元



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

但是，企业债和公司债承销领域的规模缩减对冲了 IPO 领域带来的业绩增量。17 年上半年公司债权承销业务中的公司债和企业债的承销规模同比减少了 48%。债承规模锐减的主要原因是，在去年同期公司承销的公司债中，有近一半为房地产企业发行的公司债。所以 17 年受整体宏观调控和行业环境变化的影响，房地产企业发债明显受限，直接导致了公司债券承销规模的大幅下降。

剔除企业债和公司债，公司其它种类的债券承销均实现了显著的同比增长。其中在 17 年上半年，以 CMBS 和金融类为主的资产证券化产品承销规模为 712 亿元，同比增长 82%。根据我们的调研，在资产证券化领域，未来公司计划利用其参股的不良资产管理平台（青岛市资产管理有限责任公司）的资源优势开始开展坏账类的资产证券化业务，进而也可以帮助招商局集团中的其它公司处置坏账问题。

财务顾问业务方面，17 年上半年公司实现净收入 2.39 亿元，同比增长 63%。17 年上半年公司共完成 14 笔并购交易，披露交易金额共计 163.3 亿元。数量和金额分别排名行业第 2 和第 9。共完成包括顺丰控股重组上市、招商局公路吸收华北高速等项目，为实体经济发展、产业转型升级、国企改革和央企整合作出了贡献。

投资管理业务：“大资管”三足鼎立

券商资管业务产品结构调整，收入同比略减。受监管政策变动以及市场因素影响，2017 年上半年公司的券商资管业务进入了调整结构的阶段。截至 17 年 6 月 30 日，公司券商资管资产管理总规模达 6450 亿，比 16 年底的规模微增 2.4%。集合、定向和专项资管合计净收入 4.92 亿元，同比下降 2.6%。根据我们的调研，公司的券商资管产品中涉及资金池的大集合类资管产品规模极小，基本不存在“违规”的通道类资管产品。公司在报告期内着重提升了资管产品的主动管理规模，截至 17 年 6 月 30 日，券商资管产品主动管理规模达 1184.5 亿元，相对 2016 年末的水平增长超过 16.3%。公司的主动管理能力相对稳健，股票类和量化类资管产品的收益率都处在同类产品的前 20 分位。

表 5：17 年上半年公司券商资管产品规模约为 6450 亿，收入 4.92 亿；单位：亿元

	2013		2014		2015		2016		2017H1	
	规模	收入	规模	收入	规模	收入	规模	收入	规模	收入
集合资管	120.27	1.79	230.51	3.36	543.41	9.90	440.42	8.09	432.61	3.71
定向资管	537.84	0.11	1,521.24	0.39	3,506.85	1.10	5,540.67	2.14	5,648.33	1.15
专项资管	30.78	0.02	25.54	0.01	97.94	0.01	227.50	0.42	369.32	0.06
净收入合计	688.88	1.92	1,777.28	3.76	4,148.20	11.01	6,208.59	10.65	6,450.26	4.92

资料来源：公司公告，天风证券研究所

私募投资基金积极发展，招商致远资本同比扭亏为盈。公司主要通过招商致远资本开展私募投资基金业务。2017 年上半年，招商致远资本持续打造基金“募、投、管、退”的核心能力，发挥招商局集团的集群和资金优势；同时，拉长投资链条使公司具备从早期风险投资到后期并购基金的多元化投资能力。在持续筹备新设基金和加强团队专业能力建设的同 时，前期创设的基金和投资的项目陆续进入了退出阶段。17 年上半年，招商致远资本同比扭亏为盈，实现净利润 2.41 亿元（去年同期亏损 2.67 亿元）。我们认为逐步兑现且显著的投资收益将使得致远资本的资金周转链条更加健康；同时目前处在收获期的致远资本预计在未来的几个季度内仍将为公司整体稳定地贡献业绩。

基金管理业务为公司稳定、持续贡献投资收益。公司参股的博时基金（持股 49%）和招商基金（45%）在 2017 年上半年均实现了平稳、有质量的成长。截至 2017 年上半年，两家公募基金的资产管理规模均实现了同比增长，合计为招商证券贡献了约 4.42 亿的投资收益，占上半年公司总营收的比例为 7.5%。

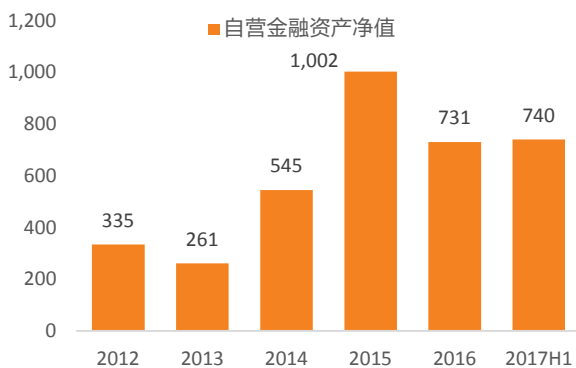
投资及交易业务：贡献业绩增量，为未来蓄力

17年上半年，公司的投资净收益和公允价值变动净收益合计实现营收 13.14 亿元，同比增长超过 80%。业绩的增量主要来自于公司为交易目的而持有的金融资产中计入当期损益的金融资产的公允价值变动。截至 17 年 6 月 30 日，这部分计入当期损益的金融资产公允价值从 17 年初的 482.44 亿提升至 488.73 亿，直接转化成为约 6.3 亿的当期营收。

从规模上看，截至 17 年 6 月 30 日，公司表内的自营金融资产净值较去年底微涨 11 亿元；自营固收类的资产规模增长至约 490 亿元。从资产种类看，公司的权益类投资业务在严格执行 2015 年所做的相关承诺的前提条件下，增加了对绩优蓝筹的配置同时积极调整持仓结构。另外，根据我们的调研，公司在 2015 年投向证金专户的第一批款项已经返还给公司，并且实现了投资收益。公司通过量化、对冲等方式开展市场中性投资业务。但是由于相关金融工具的使用限制和有限的交易活跃度，在 17 年上半年，公司的市场中性投资策略的应用和相关业务的开展并不活跃。如果相关金融工具的限制在未来可以解除，公司的市场中性投资业务将会有潜在的较大提升空间。

FICC 业务方面，公司的债券自营投资业务在 17 年上半年显著增加了规模的同时，也实现了较好的投资收益。同时，公司也在持续地全方位推进 FICC 综合业务平台建设，在未来计划在外汇业务领域实现突破性进展。目前公司正在积极向有关部门和监管机构申请结售汇业务资格。另外，公司也在稳步推进业务团队建设（目前固守总部团队规模超 100 人），以及业务系统建设。

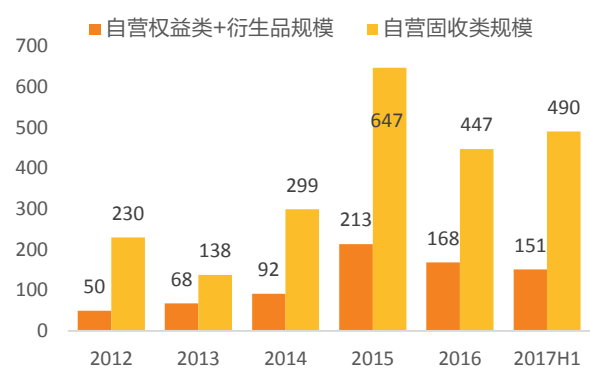
图 8：17 年上半年公司自营金融资产净值约为 740 亿；单位：亿元



注：金融资产净值=交易性金融资产+衍生金融资产+可供出售金融资产+持有到期投资+长期股权投资-交易性金融负债-衍生金融负债。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：17 年上半年公司增强固收类金融资产配置；单位：亿元



资料来源：公司公告，天风证券研究所

首次覆盖，给予“增持”评级，目标价 20.75 元/股

我们认为公司在 17 年上半年实现超行业平均和超市场预期的营收和业绩表现主要归因于公司布局较为全面的业务体系，其中同比扭亏为盈的主要子公司业绩表现、自营资产公允价值变动以及同比显著降低的利息成本是公司整体业绩提升的最主要因素。同时，我们看好公司作为行业前十券商的综合运营能力和多元业务体系，以及与招商局集团下属公司的业务协同。公司正在制定 2018 – 2020 年的发展规划，我们期待公司在未来三年的整体发展指引和业务转型的具体规划。

我们预计公司 2017 – 2019 年的营业收入分别为 127.97、141.30 以及 157.26 亿元；归母净利润分别为 58.04、64.23 以及 72.68 亿元；预计 2017 年底的归母净资产为 742.78 亿元。

我们选取了 5 家与公司在资产规模、业务体量以及市场价值相近似的 A 股上市券商作为公司的可比券商。在平价情况下，通过市值加权平均获得公司 2017 年 1.98 倍的预期市净率以及 22.57 倍的预期市盈率。根据我们对于公司 2017 年底每股归母净资产以及每股归母净利润的预测，等权取值后我们得出招商证券每股 20.75 元的目标价，对应 2017 – 2019 年市净率分别为 1.87、1.70 和 1.68 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 6：对照可比券商，得出公司 1.98 倍 17 年预期市净率、22.57 倍 17 年预期市盈率

可比公司代码	可比公司名称	市值(亿)	17 年预期归母净资产(亿)	17 年预期归母净利润(亿)	17 年预期市净率(倍)	17 年预期市盈率(倍)
000166.SZ	申万宏源	1,153	561.58	55.36	2.05	20.83
002736.SZ	国信证券	1,123	505.12	54.55	2.22	20.58
600958.SH	东方证券	925	424.65	29.59	2.18	31.27
601881.SH	中国银河	1,255	666.02	58.95	1.88	21.29
601788.SH	光大证券	682	500.75	35.34	1.36	19.30
市值加权平均值					1.98	22.57

注：市值取 2017 年 8 月 25 日收盘市值，17 年预期归母净资产和 17 年预期归母净利润取 Wind 一致预期

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

表 7：预计 17 年 BPS 11.09 元，EPS 0.87 元，得出每股目标价 20.75 元

招商证券

17 年预期每股归母净资产(亿)	11.09	17 年预期每股归母净利润(亿)	0.87
17 年预期市净率(倍)	1.98	17 年预期市盈率(倍)	22.57
对应价格(元)	21.95	对应价格(元)	19.55
权重	50%	权重	50%
目标价格(元)	20.75		

资料来源：天风证券研究所预测

财务预测摘要

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	81,618.05	61,272.26	54,999.35	47,221.87	41,158.46	营业收入	25,291.79	11,695.45	12,796.93	14,130.02	15,725.79
其中: 客户资金存款	72,416.27	50,326.99	43,786.97	35,368.90	28,479.01	手续费及佣金净收入					
结算备付金	19,166.19	19,043.47	14,310.09	11,915.50	10,175.85	其中: 代理买卖证券业务	12,441.01	4,720.30	3,640.79	3,913.19	4,314.58
其中: 客户备付金	16,874.80	17,468.56	12,274.38	9,681.27	7,772.17	证券承销业务净收入	2,566.25	2,154.41	2,411.24	2,843.10	4,613.65
融出资金	64,389.34	53,351.54	57,006.27	59,684.19	62,496.00	资产管理业务净收入	1,142.12	1,142.58	1,171.11	1,262.95	1,173.83
交易性金融资产	62,826.49	48,244.45	52,269.20	55,679.49	59,603.45	利息净收入	2,620.79	895.30	1,826.73	1,650.39	1,240.94
衍生金融资产	1,016.35	1,109.61	827.75	837.12	892.35	投资净收益	6,232.21	2,024.26	3,149.66	3,803.25	3,627.09
买入返售金融资产	14,334.76	18,953.14	28,249.53	34,798.27	43,311.63	其他业务收入	289.41	758.61	597.40	657.14	755.71
可供出售金融资产	35,742.64	24,722.19	26,472.37	28,837.08	31,073.69	营业支出	11,715.40	5,308.69	5,863.54	6,456.98	7,042.51
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金及附加	1,663.83	412.34	451.17	498.17	554.43
长期股权投资	4,897.81	5,288.51	5,736.42	6,122.82	6,558.62	管理费用	9,822.65	4,829.31	5,411.46	5,957.82	6,486.98
应收利息	888.67	1,261.98	1,334.54	1,515.88	1,670.59	资产减值损失	228.10	66.22	0.00	0.00	0.00
存出保证金	857.44	540.44	467.42	381.47	307.63	其他业务成本	0.82	0.82	0.90	0.99	1.09
固定资产	1,518.51	1,779.17	1,876.19	1,994.53	2,135.52	营业利润	13,576.40	6,386.76	6,933.39	7,673.04	8,683.29
无形资产	24.25	23.43	24.95	26.64	28.55	加: 营业外收入	93.91	81.29	7.16	7.90	8.79
其他资产	3,643.86	6,260.24	7,003.81	7,094.49	7,369.45	减: 营业外支出	36.31	15.14	9.87	10.90	12.13
总资产	291,655.58	243,058.43	262,281.27	275,646.66	290,931.18	利润总额	13,633.99	6,452.92	6,930.68	7,670.05	8,679.96
短期借款	3,090.23	3,251.97	4,184.15	4,316.72	4,333.89	减: 所得税	2,705.74	1,035.84	1,112.53	1,231.21	1,393.33
拆入资金	4,000.00	1,500.00	1,179.69	1,107.05	1,092.82	净利润	10,928.25	5,417.08	5,818.15	6,438.83	7,286.63
交易性金融负债	2,369.28	4,439.96	7,728.64	13,501.96	23,576.48	减: 少数股东损益	19.51	13.63	14.64	16.20	18.34
衍生金融负债	1,866.37	1,842.80	1,227.65	1,112.69	1,044.33	归属于母公司所有者的净	10,908.75	5,403.45	5,803.51	6,422.63	7,268.29
卖出回购金融资产款	42,953.03	19,398.99	31,803.65	41,030.31	52,355.49	基本比率和每股指标					
代理买卖证券款	88,749.04	67,581.72	54,608.14	44,109.70	35,517.09	净利率	43.13%	46.20%	45.35%	45.45%	46.22%
代理承销证券款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产收益率	3.74%	2.22%	2.21%	2.33%	2.50%
应付职工薪酬	7,125.21	4,707.66	5,275.15	5,807.74	6,323.58	净资产收益率	22.56%	9.03%	7.81%	7.87%	8.76%
应付债券	52,960.87	50,465.21	46,559.06	46,397.24	46,444.24	市盈率(倍)	11.15	22.50	20.95	18.93	16.73
长期借款	453.97	368.60	373.04	373.04	373.04	市净率(倍)	2.51	2.03	1.64	1.49	1.47
总负债	243,223.80	183,143.39	187,893.28	193,889.98	207,873.01	每股净利润(元/股)	1.88	0.81	0.87	0.96	1.08
总股本	5,808.14	6,699.41	6,699.41	6,699.41	6,699.41	每股净资产(元/股)	7.22	8.93	11.09	12.19	12.38
所有者权益合计	48,431.79	59,915.04	74,387.99	81,756.68	83,058.16						
少数股东权益	80.67	88.70	110.13	121.04	122.96						
归属于母公司所有者权	48,351.12	59,826.34	74,277.86	81,635.64	82,935.20						

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com