天风证券 TF SECURITIES

招商证券（600999）

证券研究报告
2017 年 10 月 29 日

用资业务助力公司业绩持续增长

事件：招商证券于 2017 年 10 月 27 日公布三季报，累计实现营业收入 95.24 亿元，同比增长 11.21%，三季度实现营业收入 36.65 亿元，环比增长 21%；累计实现归母净利润 41.71 亿元，同比增长 4.85%，三季度实现归母净利润 16.19 亿元，环比增长 37%；总资产为 2578 亿元，较年初增长 6%，归母净资产为 783 亿元，较年初增长 31%。前三季度业绩符合我们预期，看好公司全年业绩表现。

自营、利息净收入增长显著

Q3 实现投资收益 11.07 亿元，环比增长 88%，同比增长 18%；前三季度累计实现投资收益 24.21 亿元，同比增长 45%，占整体营收的比重达到 25.42%，仅次于经纪业务，贡献公司 17 年前三季度业绩增量。Q3 实现利息收入 4.75 亿元，同比增长 69%，前三季度累计实现 14.32 亿元，同比增长 156%。由于卖出回购金融资产利息支出的锐减，公司上半年的利息支出同比降低约 26%。截至 9 月末，公司两融余额 522 亿元，市占率 5.4%。

经纪及财富管理业务稳中有进，持续深化转型

17Q3 市场交易量回升，公司经纪业务单季实现营收 12 亿元，环比增长 30%，前三季度累计实现 30.45 亿元，YOY-16%，降幅收窄。2017 年公司股基交易额市占率 3.97%，通过坚定的业务转型和多元化的服务体系，综合佣金率实现稳步提升，看好公司零售经纪业务的“互联网化”战略和财富管理转型。

资管、投行业务增速放缓

公司资管业务 Q3 实现 2.62 亿元，环比下降 8%，前三季度累计实现 7.99 亿元，同比下降 1%，我们判断主要是受到监管政策及市场因素的影响；我们看好公司后续券商资管优化结构，进一步提升主动管理能力。投资银行业务中，IPO 贡献的营收增量对冲了公司债承销收入的下降，前三季度实现 15.34 亿元收入，同比下降 2%；Q3 实现 5.2 亿元，同比下降 12%。目前公司 IPO 在会数量位居行业前列，ABS 业务预计将向 AMC 领域拓展进一步巩固行业领先地位。

预计 17 年 EPS 0.87 元，BPS11.09 元，目标价 22.80 元；维持“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。我们预计公司 17E-19E 将实现营业收入 128/141/157 亿元，归母净利润为 58/64/73 亿元，EPS 为 0.87/0.96/1.08 元，基于公司前三季度业绩增长情况，我们上调公司目标价至 22.80 元，维持“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）	12.23	24.69	22.98	20.77	18.35
市净率（倍）	2.76	2.23	1.80	1.63	1.61
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（维持评级）
当前价格	19.91 元
目标价格	22.8 元
上次目标价	20.75 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)	113,865.45
流通 A 股市值(百万元)	97,632.66
每股净资产(元)	9.45
资产负债率(%)	69.57
一年内最高/最低(元)	22.35/15.57

作者

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

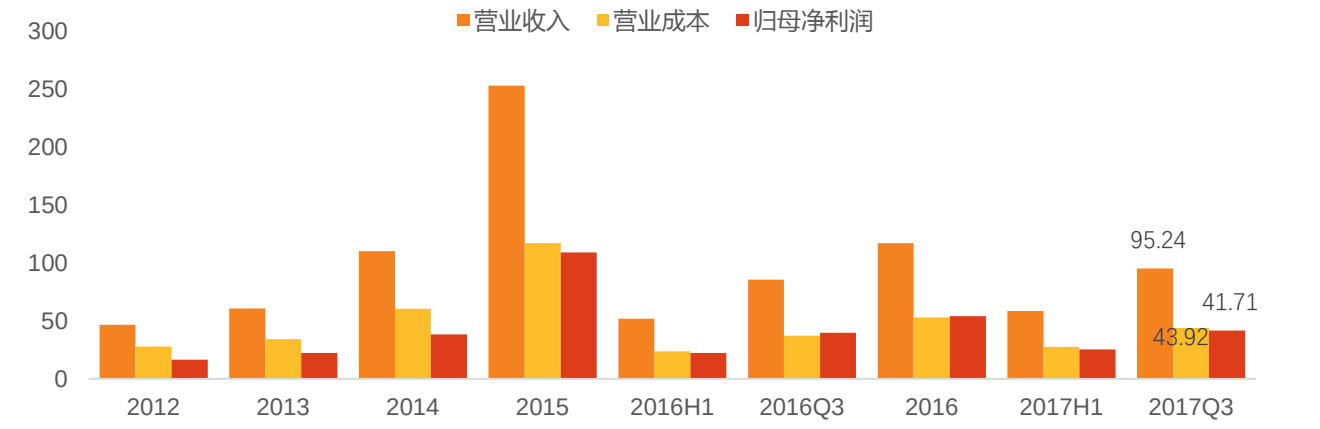
股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

1 《招商证券-公司定期报告点评:用资业务和子公司扭亏助力公司整体实现超预期业绩》 2017-08-27

图 1：公司 17 年上半年实现营收 95.24 亿元，净利润为 41.71 亿元；单位：亿元



资料来源：wind，天风证券研究所

表 1：招商证券 17 年前三季度营收结构进一步优化

营收结构	2013	2014	2015	2016	2016Q3	2017Q3
经纪业务	49.04%	39.65%	49.19%	40.36%	42.41%	31.97%
投资银行业务	7.12%	12.33%	10.15%	18.42%	18.33%	16.10%
资产管理业务	3.88%	3.88%	4.52%	9.77%	9.42%	8.39%
利息净收入	13.73%	17.36%	10.36%	7.66%	6.53%	15.04%
投资收益	25.28%	26.15%	24.64%	17.31%	19.46%	25.42%
其它收入	0.95%	0.62%	1.14%	6.49%	3.85%	3.09%

资料来源：wind，天风证券研究所

表 2：17 年前三季度公司利息净收入、投资收益同比增幅显著；（单位：亿元）

单位：亿	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	2017Q3 环比变化	2017Q3 同比变化	2017 年 1-9 月	2017 年 1-9 月累计值同比同比变化
营业收入	27.96	33.66	31.31	28.25	30.35	36.65	21%	9%	95.24	11%
经纪业务	11.32	11.73	10.88	9.19	9.25	12.01	30%	2%	30.45	-16%
投资银行业务	5.04	5.91	5.85	3.84	6.30	5.20	-17%	-12%	15.34	-2%
资产管理业务	2.64	2.62	3.35	2.53	2.84	2.62	-8%	0%	7.99	-1%
利息净收入	1.60	2.81	3.36	4.49	5.08	4.75	-6%	69%	14.32	156%
投资收益	6.12	9.40	3.58	7.26	5.88	11.07	88%	18%	24.21	45%
其它收入	1.24	1.19	4.29	0.94	1.00	0.99	-1%	-16%	2.94	-11%
营业成本	13.28	13.45	15.80	12.04	15.50	16.38	6%	22%	43.92	18%
管理成本	12.38	13.08	14.16	11.69	15.04	16.03	7%	23%	42.76	25%
归母净利润	12.33	17.37	14.25	13.75	11.78	16.19	37%	-7%	51.05	5%
每股净收益	0.21	0.30	0.23	0.21	0.17	0.24	41%	-19%	0.62	-9%

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	81,618.05	61,272.26	54,999.35	47,221.87	41,158.46
其中：客户资金存款	72,416.27	50,326.99	43,786.97	35,368.90	28,479.01
结算备付金	19,166.19	19,043.47	14,310.09	11,915.50	10,175.85
其中：客户备付金	16,874.80	17,468.56	12,274.38	9,681.27	7,772.17
融出资金	64,389.34	53,351.54	57,006.27	59,684.19	62,496.00
交易性金融资产	62,826.49	48,244.45	52,269.20	55,679.49	59,603.45
衍生金融资产	1,016.35	1,109.61	827.75	837.12	892.35
买入返售金融资产	14,334.76	18,953.14	28,249.53	34,798.27	43,311.63
可供出售金融资产	35,742.64	24,722.19	26,472.37	28,837.08	31,073.69
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	4,897.81	5,288.51	5,736.42	6,122.82	6,558.62
应收利息	888.67	1,261.98	1,334.54	1,515.88	1,670.59
存出保证金	857.44	540.44	467.42	381.47	307.63
固定资产	1,518.51	1,779.17	1,876.19	1,994.53	2,135.52
无形资产	24.25	23.43	24.95	26.64	28.55
其他资产	3,643.86	6,260.24	7,003.81	7,094.49	7,369.45
总资产	**291,655.58**	**243,058.43**	**262,281.27**	**275,646.66**	**290,931.18**
短期借款	3,090.23	3,251.97	4,184.15	4,316.72	4,333.89
拆入资金	4,000.00	1,500.00	1,179.69	1,107.05	1,092.82
交易性金融负债	2,369.28	4,439.96	7,728.64	13,501.96	23,576.48
衍生金融负债	1,866.37	1,842.80	1,227.65	1,112.69	1,044.33
卖出回购金融资产款	42,953.03	19,398.99	31,803.65	41,030.31	52,355.49
代理买卖证券款	88,749.04	67,581.72	54,608.14	44,109.70	35,517.09
代理承销证券款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付职工薪酬	7,125.21	4,707.66	5,275.15	5,807.74	6,323.58
应付债券	52,960.87	50,465.21	46,559.06	46,397.24	46,444.24
长期借款	453.97	368.60	373.04	373.04	373.04
总负债	**243,223.80**	**183,143.39**	**187,893.28**	**193,889.98**	**207,873.01**
总股本	5,808.14	6,699.41	6,699.41	6,699.41	6,699.41
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

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	25,291.79	11,695.45	12,796.93	14,130.02	15,725.79
手续费及佣金净收入					
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
证券承销业务净收入	2,566.25	2,154.41	2,411.24	2,843.10	4,613.65
资产管理业务净收入	1,142.12	1,142.58	1,171.11	1,262.95	1,173.83
利息净收入	2,620.79	895.30	1,826.73	1,650.39	1,240.94
投资净收益	6,232.21	2,024.26	3,149.66	3,803.25	3,627.09
其他业务收入	289.41	758.61	597.40	657.14	755.71
营业支出	11,715.40	5,308.69	5,863.54	6,456.98	7,042.51
营业税金及附加	1,663.83	412.34	451.17	498.17	554.43
管理费用	9,822.65	4,829.31	5,411.46	5,957.82	6,486.98
资产减值损失	228.10	66.22	0.00	0.00	0.00
其他业务成本	0.82	0.82	0.90	0.99	1.09
营业利润	13,576.40	6,386.76	6,933.39	7,673.04	8,683.29
加：营业外收入	93.91	81.29	7.16	7.90	8.79
减：营业外支出	36.31	15.14	9.87	10.90	12.13
利润总额	13,633.99	6,452.92	6,930.68	7,670.05	8,679.96
减：所得税	2,705.74	1,035.84	1,112.53	1,231.21	1,393.33
净利润	10,928.25	5,417.08	5,818.15	6,438.83	7,286.63
减：少数股东损益	19.51	13.63	14.64	16.20	18.34
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
基本比率和每股指标					
净利率	43.13%	46.20%	45.35%	45.45%	46.22%
总资产收益率	3.74%	2.22%	2.21%	2.33%	2.50%
净资产收益率	22.56%	9.03%	7.81%	7.87%	8.76%
市盈率（倍）	12.23	24.69	22.98	20.77	18.35
市净率（倍）	2.76	2.23	1.80	1.63	1.61
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：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	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com