

招商证券 (600999): 2017 年年报点评

自营、信用高增长，资产负债扩张

增持 (维持)

2018 年 03 月 28 日

首席证券分析师 丁文韬

执业证书编号:

S0600515050001

dingwt@dwzq.com.cn

研究助理 马祥云

021-60199760

maxy@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

事件: 公司发布 2017 年年报, 全年实现收入 133.53 亿元, 同比增长 14.17%; 归属于母公司股东净利润 57.86 亿元, 同比增长 7.08%, 对应 EPS 为 0.86 元/股; 期末归属于母公司股东净资产 792.3 亿元, 同比增长 32.41%, 对应 BVPS 为 11.83 元/股; 公司拟每 10 股分红 3.46 元 (含税)。

投资要点:

■ **资本中介与自营投资业务翻番, 发债融资推动资产负债表扩张:** 公司 2017 年收入、归母净利润增速 (+14.17%、+7.08%) 优于行业平均 (-5.1%、-8.5%), 主要系: 1) 利息净收入同比增长 100.7% 至 17.96 亿元, 源于股票质押业务扩张 (期末待购回金额同比增长 36% 至 591 亿元且行业排名升至第五), 实现质押回购利息收入同比增长 50% 至 12.4 亿元 (期末“买入返售金融资产”余额增长 90.5% 至 361 亿元); 2) 自营投资收益 (含公允价值变动损益) 大幅增长 106.2% 至 28.8 亿元, 其中公允价值变动收益 10.1 亿元 (去年同期亏损 16 亿元), 主要系扩大债券等投资规模且收益率稳健 (交易性金融资产+可供出售金融资产合计同比增长 145.8% 至 1063 亿元, 债券占比上升 15 个 pct. 至 57%)。公司年内通过发行公司债、次级债、永续债等方式扩张资产负债表, 增强资本实力, 推动重资本业务发展, 期末杠杆率约 3.02 倍。

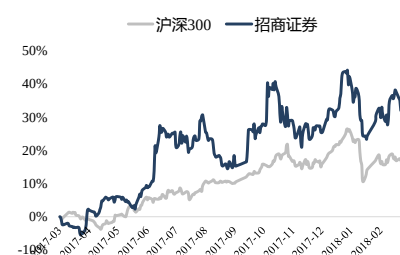
■ **投行业务逆势正增长受益于债券承销市占率提升, IPO 储备资源丰富:** 公司 2017 年投行业务净收入小幅增长 2% 至 21.98 亿元, 行业层面而言, 在强监管+紧货币环境下公司债发行市场大幅下滑, 但公司投行业务仍有亮点: 1) 债券承销规模和市占率逆势提升, 全年承销规模增长 26% 至 3559 亿元 (Wind 统计), 其中 ABS 承销规模大幅增长 100% 至 2085 亿元且市占率高达 16.39%; 2) IPO 承销规模高速增长, 主承销金额同比增长 56% 至 93.2 亿元 (Wind 统计) 且项目储备资源丰富 (目前储备项目共 100 家, 行业排名第三), 未来将逐步释放; 3) 全资子公司招证国际的海外投行业务表现优异, 全年承销香港市场 IPO 项目 10 单、金额合计 9.4 亿美元 (市场排名第三) 及债券项目 33.77 亿美元 (同比增长 392.3%), 未来国际业务有望成为新增长点。

■ **经纪业务市占率提升、佣金率企稳, 深化互联网导流与财富管理转型:** 受市场成交量下滑影响, 公司经纪业务净收入同比下降 14.5% 至 40.4 亿元, 但股票+基金成交额市占率连续三年下滑后已触底回升, 较去年提升 19 个 BP 至 3.97%, 同时佣金率保持小幅高于行业平均的水准 (0.042%)。经纪业务质态向好一方面源于公司开拓线上渠道深化互联网转型 (例如与“腾讯微证券”合作引流等), 实现交易客户数同比增长 28.4% 至 861 万; 另一方面, 公司持续推进财富管理转型以稳定佣金率, 年末财富管理累计客户数稳健增长 4.1% 至 254 万户, 且财富管理客户贡献的交易量占比提升 1.12 个 pct. 至 20.21%, 同时实现金融产品销售金额 8751 亿元 (同比增长 2.24%)。

■ **投资建议:** 公司资产负债表扩张, 自营投资、资本中介等重资本业务表现优异, 经纪业务质态向好, 同时 IPO 储备资源丰富、ABS 及海外投行业务加速扩张, 未来有望带来显著增量盈利。我们预计公司 2018、2019 年归母净利润分别为 62.62、70.56 亿元, A 股目前估值约 1.34 倍 2018PB, 公司整体竞争实力稳中有升, 估值相对较低, 维持公司“增持”评级。

风险提示: 1) 市场成交量持续下滑; 2) 监管趋紧抑制行业创新。

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	16.93
一年最低/最高价	15.41/22.35
市净率 (倍)	1.43
流通 A 股市值 (百万元)	83,020

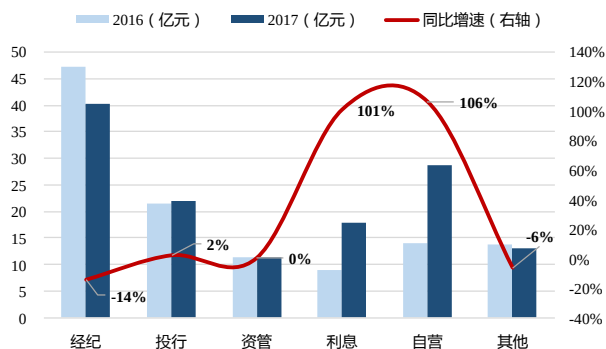
基础数据

每股净资产 (元)	11.83
资产负债率 (%)	72.23
总股本 (百万股)	6,699
流通 A 股 (百万股)	4,904

相关研究

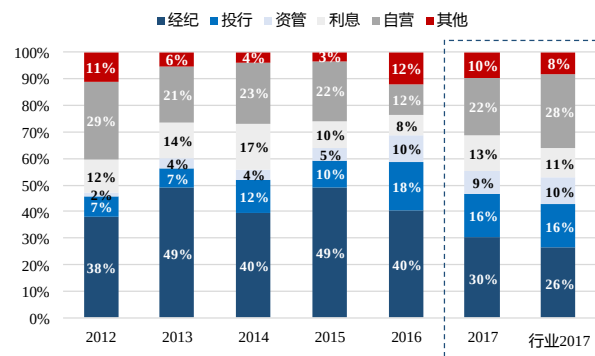
- 1、招商证券: 2017 年中报点评: 利息+自营带动业绩增速领先行业, 20170828
- 2、招商证券: 2016 年年报点评: H 股成功上市, 国际化战略稳步推进, 20170329

图表 1: 2016、2017 年公司分项业务收入及增速



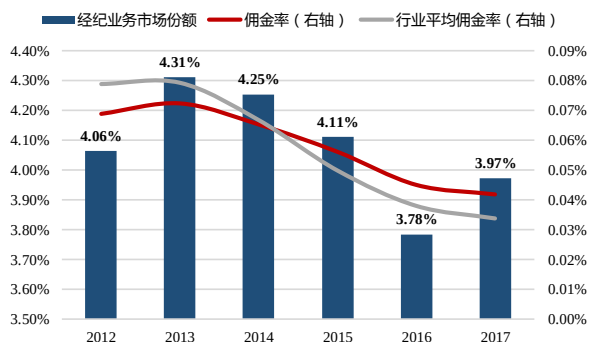
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 2: 2012~2017 年公司分项业务收入结构



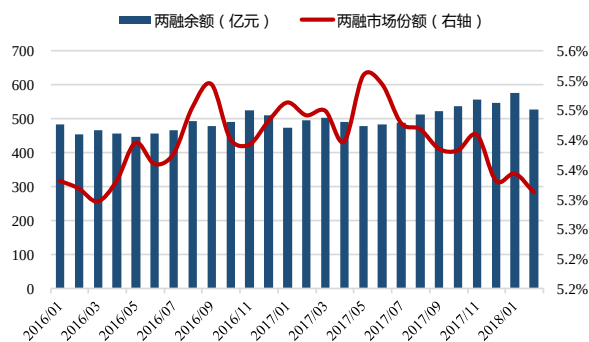
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 3: 2012~2017 年公司经纪业务概况



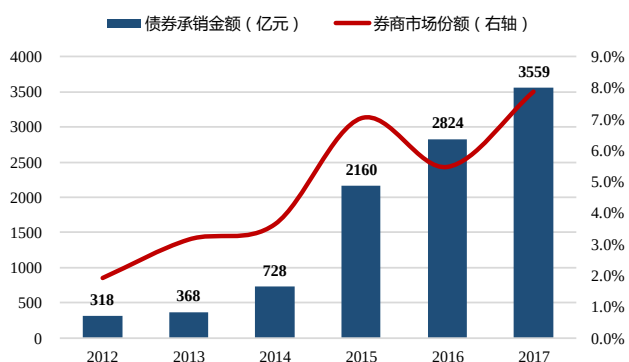
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 4: 2016~2017 年公司两融余额及市场份额



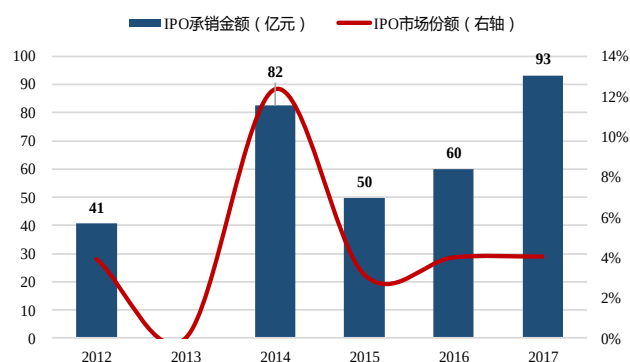
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 5: 2012~2017 年公司债券承销金额及市占率



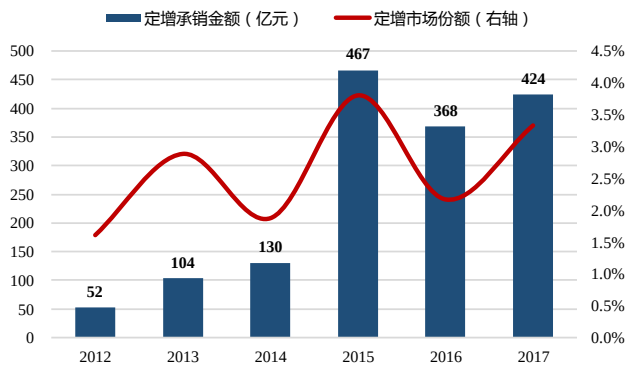
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 6: 2012~2017 年公司 IPO 承销金额及市占率



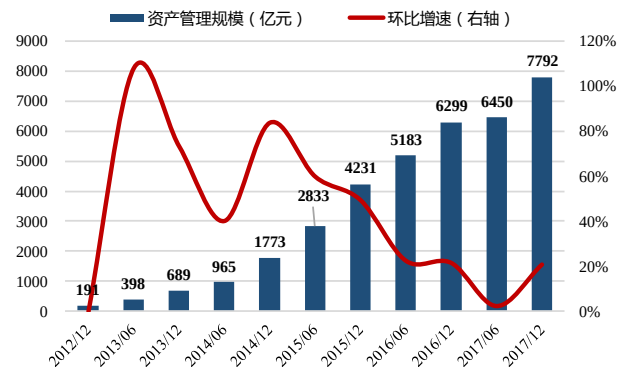
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 7: 2012~2017 年公司定增承销金额及市占率



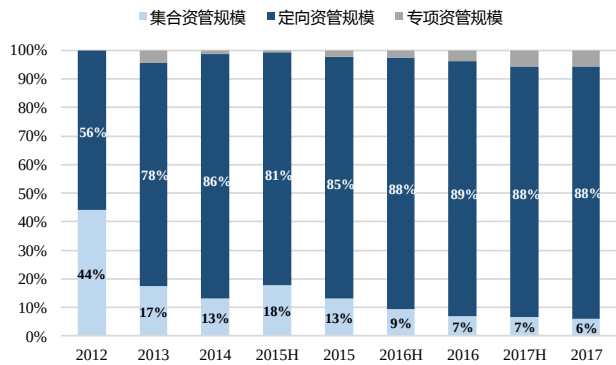
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 8: 2012~2017 年公司资产管理规模及增速



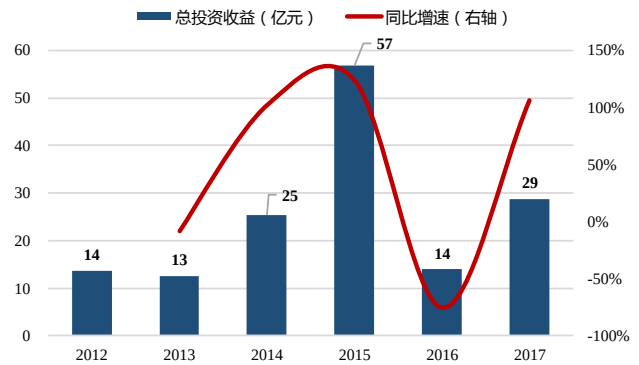
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 9: 2012~2017 年公司资产管理业务结构



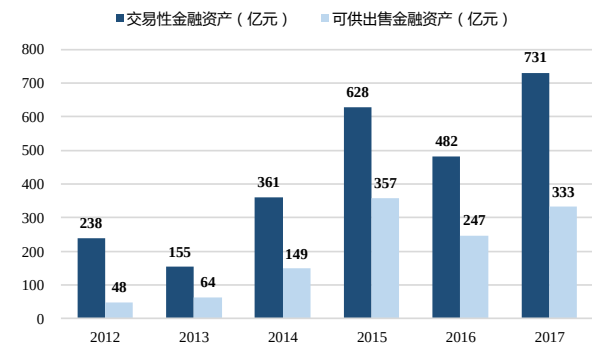
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 10: 2012~2017 年公司总投资收益及增速



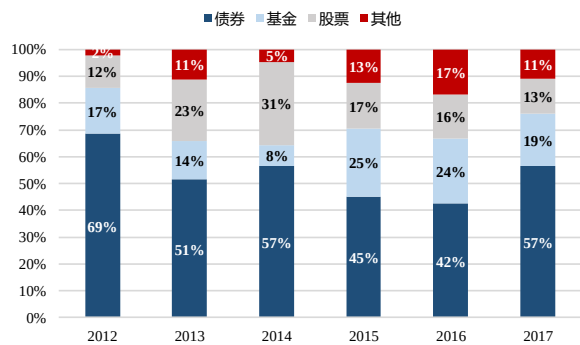
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 11: 2012~2017 年公司自营投资资产概况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 12: 2012~2017 年公司自营投资资产配置结构



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 13: 招商证券盈利预测及估值

单位: 百万元	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
一、营业收入	25,292	11,695	13,353	13,852	15,393	17,228
手续费及佣金净收入	16,449	8,473	7,937	8,041	8,553	9,353
经纪业务手续费净收入	12,441	4,720	4,036	4,293	4,593	4,994
投行业务手续费净收入	2,566	2,154	2,198	2,392	2,507	2,663
资管业务手续费净收入	1,142	1,143	1,145	1,355	1,453	1,696
利息净收入	2,621	895	1,796	1,996	2,482	3,135
投资收益	6,382	3,620	2,712	3,244	3,721	4,100
公允价值变动损益	-150	-1,596	1,010	511	576	562
营业支出	11,715	5,309	6,249	6,238	6,804	7,436
归属于母公司股东净利润	10,909	5,403	5,786	6,262	7,056	8,130
归属于母公司股东净资产	48,351	59,826	79,230	84,371	90,021	96,537
营业收入增速	129.87%	-53.76%	14.17%	3.73%	11.13%	11.92%
归属于母公司股东净利润增速	183.29%	-50.47%	7.08%	8.23%	12.68%	15.22%
归属于母公司股东净资产增速	16.40%	23.73%	32.43%	6.49%	6.70%	7.24%
ROE	24.27%	9.99%	8.32%	7.66%	8.09%	8.72%
EPS	1.63	0.81	0.86	0.93	1.05	1.21
BVPS	7.22	8.93	11.83	12.59	13.44	14.41
P/E (A)	10.40	20.99	19.60	18.11	16.07	13.95
P/B (A)	2.35	1.90	1.43	1.34	1.26	1.17
P/E (H)	5.67	11.45	10.70	9.88	8.77	7.61
P/B (H)	1.28	1.03	0.78	0.73	0.69	0.64

数据来源: Wind, 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>

