

业务转型初见成效，集团协同优势凸显

■事件：3月27日招商证券发布2017年年报，2017年公司归母净利润58亿元（YoY+7%），加权平均ROE为8.39%（YoY-2.19pct），杠杆率2.96倍（2017年上半年为2.39倍）。我们认为2017年公司核心边际变化包括：（1）经纪业务转型显效，佣金率企稳的同时市场份额提升；（2）IPO业务储备开始向大中客户倾斜；（3）战略基调由“赶超”转为“变革”，管理层积极进取，将增厚资本。

■经纪业务转型初见成效，份额上升佣金率企稳。2017年公司经纪业务手续费及佣金净收入40亿元（YoY-14%），股基交易额市场份额稳步提升至4.01%（2016年为3.88%），净佣金率稳定在万分之3.3。公司主要在三大方面实施经纪业务转型：（1）拓展渠道发展科技。2017年公司营业部增加21家至243家，升级打造“智远一户通”，正常交易客户数增长190万户；（2）港股通业务处于领先地位，累计交易量同比增长162%；（3）财富管理转型，公司推出大类资产配置机制并利用大数据精准营销，财富管理客户数254万户（YoY+4%），金融产品销售额8751亿元（YoY+2%）。随着公司传统经纪业务的转型升级，股基交易额市场份额有望稳定在4%以上，佣金率稳定在3.3%左右。

■两融业务稳定，股票质押预计趋缓。公司利息净收入12亿元（YoY+121%），年末公司两融利息收入40亿元（YoY+2%），两融余额同比增长7%，上升至行业第六位；股票质押回购利息收入12亿元（YoY+50%），规模增长36%。随着业务风险敞口逐步扩大，预计股权质押增速将逐步趋缓。

■投行IPO项目储备向大中型企业倾斜。公司证券承销业务净收入22亿元（YoY+2%）。其中债券承销规模4112亿元，同比增长45%，得益于ABS承销规模大幅增长至2085亿元（YoY+100%）。股权承销方面公司积极优化项目储备结构，在保持中小企业客户优势（截至3月27日公司72%的IPO申请已上会企业计划登陆中小板或创业板）的同时，加强大中型和央企客户营销服务（2017年家均IPO规模已由4.8亿元升至5.8亿元），未来在项目储备上向大中型企业倾斜。

■收益率与自营规模双增，布局衍生品业务创利。2017年公司自营业务投资收益（含公允价值变动收益但不含对联营企业投资）升至29亿元（YoY+106%），大幅增长来自收益率和规模的双重驱动：综合收益率3.2%好于2016年同期（1.6%），自营规模同比增长45%。公司是国内唯一一家全资格期权做市商，未来公司将在股票期权做市等衍生品业务方面加强布局，提升竞争力。假设自营规模增长20%，综合收益率维持3.2%，预计2018年公司自营收益升至32亿元。

■资管业务逐步转型，公募基金利润贡献提升。2017年公司资管业务收入11.5亿元，与2016年基本持平；资管规模升至7792亿元（YoY+24%），其中主动管理规模占比16%，未来将逐步提升主动管理业务占比。公司对博时基金和招商基金取得投资收益达8.2亿元（YoY+31%），占收入的6%，两基金非货币公募基金月均规模分别为2454亿元和1721亿元，增长65%和39%，均为行业前十。

■机构服务能力保持领先。公司在行业内率先开展主券商业务，为机构投资者提供交易、基金托管与外包、研究、种子基金等一站式综合服务。据公司年报，2017年公司托管的公募基金数量（7家）和已备案私募基金数量（9490家）稳居行业第一，托管与外包资产规模2.08万亿元，同比增长24%。

■集团支持业务协同，产融结合发力。公司凭借招商局集团优势获得了客户资源和业务协同机会，在“一带一路”、“产融结合”和“融融结合”等领域取得成效。如，2017年公司承销招商银行275亿元优先股项目，承销债券（剔除ABS、可转债）中23%规模来自集团成员（据WIND数据统计）。

■行业呈现马太效应，公司战略补充资本。证券行业呈现出马太效应，资本金充实成为重要的竞争优势。根据公司年报披露，2017年公司“三年赶超战略”顺利收官，2018年起将实施“变革战略”，针对公司发展中的规模瓶颈，前瞻性、多渠道增强公司资本实力。我们认为公司新战略反映了管理层适应行业新的变化，在合规风控的基础上积极进取，资本金的持续补充也将提升公司行业地位。

■投资建议：买入-A投资评级，我们预计公司2018-2020年的EPS为0.9元、1.05元和1.18元，6个月目标价20元。

■风险提示：市场大幅波动风险/信用违约风险/集团支持力度减弱风险

摘要(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入	11,695	13,353	14,137	16,322	18,242
净利润	5,417	5,805	6,001	7,046	7,898
每股收益(元)	0.81	0.87	0.90	1.05	1.18
每股净资产(元)	8.94	11.84	11.40	12.83	14.44
盈利和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	20.94	19.54	18.90	16.10	14.36
市净率(倍)	1.89	1.43	1.49	1.32	1.17
净利润率	46.32%	43.47%	42.45%	43.17%	43.30%
净资产收益率	9.04%	7.32%	7.86%	8.20%	8.16%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

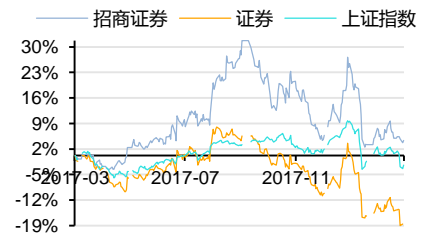
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**20元**
股价(2018-03-27) **16.93元**

交易数据

总市值(百万元)	113,421.00
流通市值(百万元)	83,019.63
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	15.80/21.39元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.93	3.33	6.2
绝对收益	-0.88	0.0	3.13

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：自营翻番改善业绩，发债增资信用业务/ 赵湘怀 2017-10-29
- 招商证券：大资管全面发力，信用自营大幅改善/赵湘怀 2017-08-25
- 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

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	损益表 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
总资产	243,058	285,644	325,520	358,751	394,341	营业收入	11,695	13,353	14,137	16,322	18,242
客户资金存款	50,327	42,526	40,400	44,440	46,662	手续费及佣金净收入	8,473	7,937	7,821	8,471	9,390
自有货币资金	10,945	10,131	11,144	11,701	12,286	其中:代理买卖证券业务净收入	4,720	4,036	4,438	4,548	4,769
客户备付金	17,469	10,027	9,525	10,478	11,002	证券承销业务净收入	2,154	2,198	2,218	2,602	3,089
自有结算备付金	1,575	3,984	4,382	4,601	4,831	资产管理业务收入	1,143	1,145	679	796	950
融出资金	53,352	59,235	68,875	72,319	79,551	利息净收入	895	1,796	2,456	2,776	3,167
交易性金融资产	48,244	73,070	97,183	111,761	122,937	投资净收益	3,620	2,712	3,705	5,165	5,758
衍生金融资产	1,110	1,022	1,226	1,349	1,483	公允价值变动收益	-1,596	1,010	96	-160	-163
买入返售金融资产	18,953	36,099	43,319	47,651	52,416	汇兑收益	259	-150	19	22	37
可供出售金融资产	24,722	33,275	29,948	32,943	39,531	其他业务收入	44	38	40	47	52
持有至到期投资	-	-	-	-	-	营业支出	5,309	6,249	6,824	7,735	8,607
其他资产合计	16,362	16,274	19,517	21,509	23,641	营业税金及附加	412	96	102	118	132
总负债	183,143	206,310	249,179	272,770	297,587	管理费用	4,829	6,112	6,471	7,471	8,349
应付短期融资款	21,782	47,046	56,455	62,100	68,310	资产减值损失	66	41	251	147	126
交易性金融负债	4,440	5,493	5,592	6,122	6,678	其他业务成本	1	-	-	-	-
衍生金融负债	1,843	1,585	1,591	1,741	1,900	营业利润	6,387	7,104	7,313	8,587	9,634
卖出回购金融资产款	19,399	33,383	40,060	44,066	48,472	加:营业外收入	81	16	53	61	53
代理买卖证券款	67,582	51,095	48,541	53,395	56,064	减:营业外支出	15	14	19	21	17
应付职工薪酬	4,708	4,641	6,685	7,318	7,984	利润总额	6,453	7,107	7,347	8,627	9,670
应付债券	50,465	47,230	51,953	54,550	57,278	减:所得税费用	1,036	1,302	1,346	1,580	1,771
其他负债合计	12,925	15,838	38,303	43,478	50,900	净利润	5,417	5,805	6,001	7,046	7,898
所有者权益	59,915	79,334	76,341	85,981	96,754	减:少数股东损益	14	19	19	23	26
股本	6,699	6,699	6,699	6,699	6,699	归母公司净利润	5,403	5,786	5,981	7,023	7,873
少数股东权益	89	104	100	112	126	每股及估值指标					
归母公司净资产	59,826	79,230	76,241	85,869	96,628	每股盈利 (元)	0.81	0.87	0.90	1.05	1.18
ROAE	10.58%	0.00%	7.71%	8.68%	8.64%	每股净资产 (元)	8.94	11.84	11.40	12.83	14.44
ROAA	2.03%	0.00%	1.96%	2.06%	2.10%	市盈率 (倍)	20.94	19.54	18.90	16.10	14.36
杠杆率 (倍)	2.93	2.96	3.63	3.56	3.50	市净率 (倍)	1.89	1.43	1.49	1.32	1.17

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 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	
	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	
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
张莹		010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
高思雨		021-35082350	gaosy@essence.com.cn	
深圳联系人	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn	
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn	
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn	

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