

招商证券 (600999)

证券研究报告
2018年03月30日

传统业务发展稳中有进，机构业务创新领先

招商证券披露 2017 年年报，公司全年实现营业收入 133.53 亿元，同比增 14.17%；归属于上市公司股东的净利润 57.86 亿元，同比增 7.08%，加权 ROE 为 8.39%，比上年同期减少 2.19 个百分点。

机构业务创新领先：托管与服务产品数量外包规模连续三年排名第一

截至 17 年末，公司托管与服务产品数量超过 1.6 万只，规模超过 2 万亿元；其中公募基金托管数量排名第一，达到 30 家；主经纪商客户交易类证券资产规模持续增长至 1825 亿元，YOY+39%；我们认为，从机构业务方面，公司已经发展成了一个功能全面的平台，布局极具前瞻性。

经纪及财富管理：股基交易类市场份额提升，佣金率企稳

1) 经纪和财富管理业务 17 年为公司贡献 70.86 亿元，YOY-0.25%，在营收中占比为 53.06%；2) 在市场量价齐缩的情况下，实现收入的持平我们认为主要是：一是，公司持续加大投入，向财富管理转型，打造财富管理平台，构建大类资产配置的研究机制，并对财富管理提供产品服务的支持，以稳定公司经纪业务综合佣金率（17 年佣金率 0.041%）；二是，深挖线上线下载源，推动零售经纪业务转型，股基交易量市占率从 16 年的 3.88% 上升至 4.01%；3) 资本中介业务方面，截至年末两融余额为 547 亿元，YOY+7.23%，排名上升一位；股票质押业务市场份额上升至 3.64%，股票质押期末余额 591 亿元，YOY+36.4%。

投资银行：竞争力全面跃升，股权融资规模大幅进位

1) 投资银行业务 17 年为公司贡献 21.71 亿元，YOY-0.69%，在营收中占比 16.25%；2) 股权融资规模实现大幅进位，17 年公司完成股权融资规模 477 亿元，规模排名上升至行业第七，其中 A 股 IPO 发行 17 家（增加 5 家），承销金额 93 亿元（YOY+56%），客户结构上趋于均衡，大客户占比逐步提升；香港投行业务 IPO 融资规模市场第三，承销金额 9.4 亿元；3) 债券融资成为公司优势业务，17 年承销金额 4112 亿元，YOY+45% 实现逆势高增长。4) ABS 融资规模连续三年行业前三，17 年承销金额 2085 亿元，YOY+100%；

投资建议：考虑到公司 17 年成功发行永续债，资本金得到补充，推动各项业务快速发展；我们上调公司盈利预测，将 18E/19E 归母净利润由原来的 64.22/72.68 亿元上调至 64.28/72.81 亿元，同比分别增长 11.10%/13.27%，目标价维持 22.8 元，维持“增持”评级。

风险提示：业绩不及预期，市场大幅波动风险

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	17.32 元
目标价格	22.8 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)	99,053.22
流通 A 股市值(百万元)	84,932.08
每股净资产(元)	9.59
资产负债率(%)	72.23
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

- 《招商证券-公司定期报告点评:用资业务助力公司业绩持续增长》 2017-10-29
- 《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

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	11,695.45	13,353.21	14,408.71	15,809.71	17,329.75
增长率(%)	(53.76)	14.17	7.90	9.72	9.61
净利润(百万元)	5,403.45	5,785.96	6,428.25	7,281.04	8,287.47
增长率(%)	(50.47)	7.08	11.10	13.27	13.82
净利润率	46.20%	43.33%	44.61%	46.05%	47.82%
净资产收益率	9.03%	7.30%	8.74%	9.65%	10.84%
市盈率(倍)	20.88	19.50	17.55	15.49	13.61
市净率(倍)	1.89	1.42	1.53	1.50	1.48
每股净利润(元/股)	0.81	0.86	0.96	1.09	1.24
每股净资产(元/股)	8.93	11.83	10.98	11.26	11.41

资料来源：wind，天风证券研究所



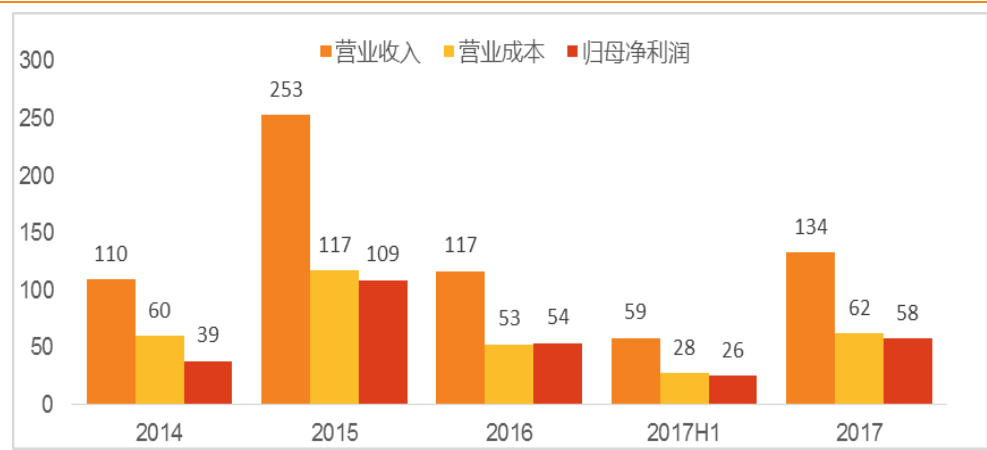
投资管理：适应监管环境，提升主动管理能力

1) 投资管理业务 17 年营收 16.01 亿元，YOY+33%；2) 资管子公司着力于提升主动管理能力，资产管理规模排名跃升至行业第五，规模达到 7792 亿元，其中主动管理规模持续提升至 1272 亿元，YOY+24.9%；3) 参股的公募基金持续贡献稳定、客观的投资收益：博时基金，17 年末的 AUM 达到 1.1 万亿元，在国内整个公募基金排第二。收入 31 亿，利润 9.4 个亿，YOY+29%/34%。招商基金 17 年末 AUM 是 9950 亿，剔除货币基金后，在行业排名第八位；收入/利润分别为 27.5/8 亿，YOY+18%/28%。4) 招商致远资本实现归母净利润 3.08 亿元，同比增长超过 10 倍，累计资产管理规模 200 亿元，并逐渐进入退出收获期，后续有望持续超市场预期。

从“赶超”到“变革”，未来三年整体发展战略和业务转型可期

过去三年“赶超”战略，公司各项业务实现大幅跃升；未来三年公司将以“变革”为战略主题，全面稳健有序推进包括业务模型、服务模式、运营体系和管理体系在内的变革，我们始终看好公司作为行业前十券商的综合运营能力、战略执行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。

图 1：2017 年招商证券实现营业收入 134 亿元，归母净利润 58 亿元（单位：亿元）



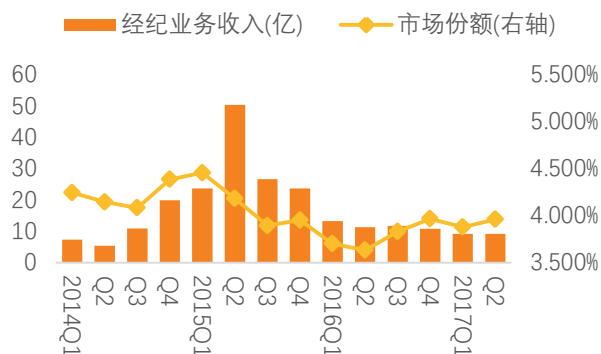
资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 1：从营收结构上看，公司整体趋于均衡，投资收益成为 17 年占比上升最快的一项业务

营收结构	2014	2015	2016	2017
经纪业务	39.65%	49.19%	40.36%	30.22%
投资银行业务	12.33%	10.15%	18.42%	16.46%
资产管理业务	3.88%	4.52%	9.77%	8.58%
利息净收入	17.36%	10.36%	7.66%	13.45%
投资收益	26.15%	24.64%	17.31%	27.88%
其它收入	0.31%	1.18%	3.90%	4.17%

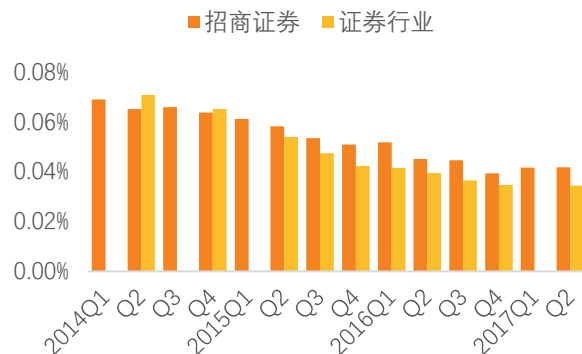
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：招商证券经纪业务经营情况（单位：亿元）



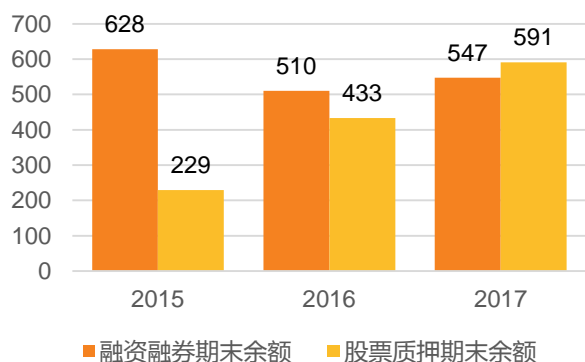
资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：招商证券经纪业务佣金率高于行业平均水平



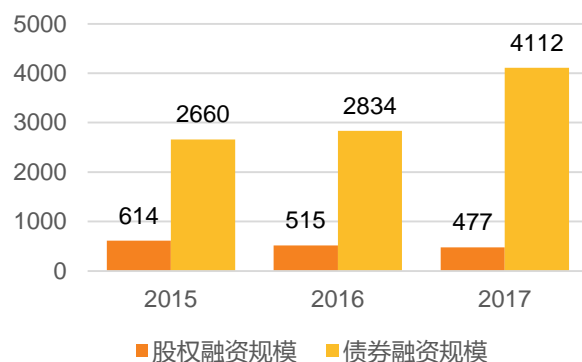
资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：截止 2017 年底，公司两融余额 547 亿元（单位：亿元）



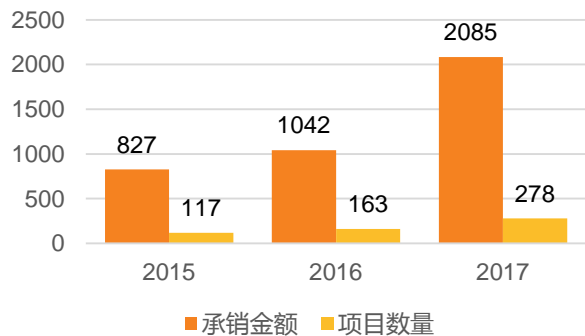
资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：2015-2017 股权融资/债券融资情况（单位：亿元）



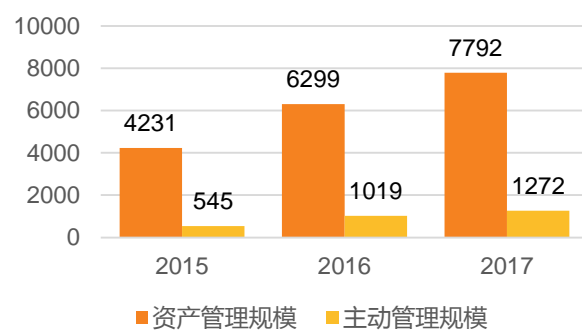
资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：ABS 融资规模连续三年实现增长（单位：亿元）



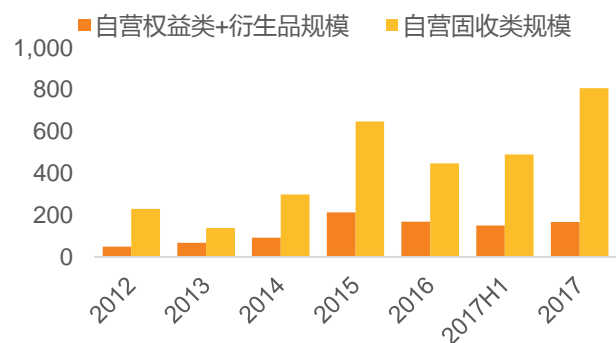
资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：招商资管业务调结构，主动管理规模持续提升（单位：亿元）



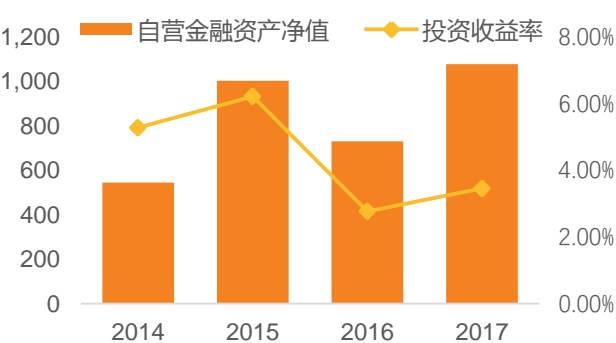
资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：招商证券自营结构以固收类为主（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：招商证券自营投资表现抢眼（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

单位: 百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	61,272.26	52,656.70	52,118.04	53,296.46	54,993.89	营业收入	11,695.45	13,353.21	14,408.71	15,809.71	17,329.75
其中: 客户资金存款	50,326.99	42,526.06	42,526.06	42,526.06	42,526.06	手续费及佣金净收入					
结算备付金	19,043.47	14,010.49	13,592.73	14,017.49	14,677.66	其中: 代理买卖证券业务	4,720.30	4,036.00	4,137.34	4,234.07	4,490.59
其中: 客户备付金	17,468.56	10,026.69	9,853.24	9,801.74	9,790.45	证券承销业务净收入	2,154.41	2,198.24	3,287.56	3,690.67	4,053.93
融出资金	53,351.54	59,235.43	64,591.29	70,482.75	76,963.35	资产管理业务净收入	1,142.58	1,145.49	1,054.79	1,203.12	1,333.96
交易性金融资产	48,244.45	73,070.28	64,074.33	71,022.83	82,069.03	利息净收入	895.30	1,796.49	1,670.01	1,841.66	1,957.59
衍生金融资产	1,109.61	1,021.64	870.85	966.32	1,118.05	投资净收益	2,024.26	3,722.44	3,570.80	4,083.16	4,660.96
买入返售金融资产	18,953.14	36,099.32	40,465.15	44,394.39	48,913.03	其他业务收入	758.61	454.57	688.21	757.03	832.73
可供出售金融资产	24,722.19	33,275.35	31,146.95	35,033.23	40,587.76	营业支出	5,308.69	6,249.02	6,572.33	6,931.65	7,221.78
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金及附加	412.34	96.49	508.00	557.39	610.98
长期股权投资	5,288.51	7,489.50	7,326.27	8,271.17	9,581.68	管理费用	4,829.31	6,111.87	6,063.34	6,373.16	6,609.60
应收利息	1,261.98	1,894.87	1,875.54	2,024.18	2,351.74	资产减值损失	66.22	40.65	0.00	0.00	0.00
存出保证金	540.44	1,224.48	997.93	973.36	972.20	其他业务成本	0.82	0.00	0.99	1.09	1.20
固定资产	1,779.17	1,832.09	1,886.72	2,139.74	2,479.07	营业利润	6,386.76	7,104.20	7,836.38	8,878.07	10,107.97
无形资产	23.43	21.58	22.99	26.18	30.34	加: 营业外收入	81.29	16.03	100.15	109.89	120.46
其他资产	6,260.24	2,908.62	3,904.83	4,377.50	4,906.64	减: 营业外支出	15.14	13.67	13.67	45.08	49.41
总资产	243,058.43	285,643.56	306,393.00	344,586.51	400,009.29	利润总额	6,452.92	7,106.56	7,895.45	8,942.88	10,179.02
短期借款	3,251.97	6,611.44	6,306.69	6,290.39	6,294.15	减: 所得税	1,035.84	1,301.85	1,446.36	1,638.24	1,864.69
拆入资金	1,500.00	1,470.00	2,946.37	3,259.69	3,318.05	净利润	5,417.08	5,804.71	6,449.09	7,304.64	8,314.33
交易性金融负债	4,439.96	5,492.51	11,534.27	24,221.97	50,866.13	减: 少数股东损益	13.63	18.75	20.84	23.60	26.86
衍生金融负债	1,842.80	1,584.91	1,584.91	1,584.91	1,584.91	归属于母公司所有者的净	5,403.45	5,785.96	6,428.25	7,281.04	8,287.47
卖出回购金融资产款	19,398.99	33,382.97	43,104.66	52,925.36	63,924.59	基本比率和每股指标					
代理买卖证券款	67,581.72	51,095.33	51,095.33	51,095.33	51,095.33	净利率	46.20%	43.33%	44.61%	46.05%	47.82%
代理承销证券款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产收益率	2.22%	2.03%	2.10%	2.11%	2.07%
应付职工薪酬	4,707.66	4,640.61	4,603.75	4,839.00	5,018.52	净资产收益率	9.03%	7.30%	8.74%	9.65%	10.84%
应付债券	50,465.21	47,229.58	44,152.98	43,722.14	43,674.51	市盈率(倍)	20.88	19.50	17.55	15.49	13.61
长期借款	368.60	1,443.92	1,443.92	1,443.92	1,443.92	市净率(倍)	1.89	1.42	1.53	1.50	1.48
总负债	183,143.39	206,309.85	232,709.69	269,058.18	323,442.98	每股净利润(元/股)	0.81	0.86	0.96	1.09	1.24
总股本	6,699.41	6,699.41	6,699.41	6,699.41	6,699.41	每股净资产(元/股)	8.93	11.83	10.98	11.26	11.41
所有者权益合计	59,915.04	79,333.70	73,683.31	75,528.33	76,566.30						
少数股东权益	88.70	103.56	96.18	98.59	99.94						
归属于母公司所有者权	59,826.34	79,230.15	73,587.13	75,429.74	76,466.36						

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 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com