

招商证券(600999):

机构业务全面布局展现巨大发展潜力, 券业新龙头呼之欲出

推荐(首次)

非银金融

当前股价: 17.36 元

报告日期: 2018 年 4 月 2 日

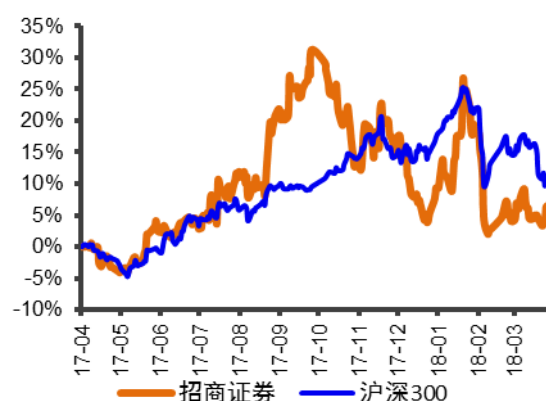
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	133.53	140.21	153.50	169.02
(+/-)	14.17%	5.00%	9.48%	10.11%
归属母公司净利润	57.86	60.28	69.56	79.81
(+/-)	7.09%	4.18%	15.40%	14.73%
EPS (元)	0.86	0.90	1.04	1.19
市盈率	20.10	19.29	16.72	14.57

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (亿股)	66.99/49.04
流通市值 (亿元)	851
每股净资产 (元)	9.59
资产负债率 (%)	72.23

股价表现 (最近一年)



资料来源: WIND, 华鑫证券研发部

分析师: 潘永乐

执业证书编号: S1050517100001

联系电话: 021-54967705

邮箱: panyl@cfsc.com.cn

相关事件:

2018 年 3 月 28 日公司发布 2017 年年度报告, 2017 年公司实现营业收入 133.53 亿元, 同比增长 14.17%; 归母净利润 57.86 亿元, 同比增长 7.08%。

投资要点:

◆全面布局机构业务进入收获期, 综合金融服务推动公司成为行业标杆性主经纪商, 私募基金托管规模连续 4 年全行业第一。2017 年, 公司以投研、交易、托管服务为基础核心业务, 不断发挥主券商服务链条“销售能力+资金推介+托管实力+研发能力+主券商 PB 系统+资金实力”的优势, 为私募基金、基金子公司、信托公司等主券商客户提供高品质的综合金融服务, 为机构客户打造了业内领先的托管综合金融服务平台 xTradeMaster。截至 2017 年末, 公司主券商交易类证券资产规模 1825 亿元, 同比增长 39%, 主券商股基交易量同比增长 24%; 托管外包产品数量合计为 16354 只 (含资管子公司产品 660 只), 同比增长 37.72%; 托管规模 20788.61 亿元 (含资管子公司产品 7793.88 亿元), 同比增长 23.58%; 公司托管的备案产品数量市场份额高达 26.89%, 私募基金托管外包产品数量与规模、公募基金托管数量等指标连续 4 年保持全行业第一。

◆成熟的财富管理模式助推公司经纪业务下滑幅度大幅好于行业, 市场份额进一步提升。2017 年公司代理买卖证券业务净收入 49.25 亿元, 同比减少 13.52%, 高于全行业 (-22.04%); 公司代理股基交易总额 9.28 万亿, 市场份额 4.01%, 较 16 年提升 0.13pct.。公司利用大数据分析建立精准营销模型和基金评价系统, 全面提升产品营销能力和售后服务质量。2017 年, 公司金融产品销售金额和财富管理计划累计客户数继续增长, 实现金融产品销售 8751 亿元, 同比增长 2.24%; 财富管理计划累计客户数达 254 万人, 同比增长 4.1%。在期货经纪业务方面, 2017 年公司期货市场份额实现逆势增长, 金融期货和商品期货市场份额分别同比增长 89.16% 和 12.85%; 期货资产管理业务期末规模同比增长 132.75%。

◆资本中介业务稳健增长, 市场份额同步提升。截至 2017 年底公司融资融券业务期末余额为 546.99 亿元, 同比上升



7.23%；市场份额 5.33%，按合并口径排名行业第六；公司股票质押式回购业务余额为 591.28 亿元，同比增长 36.44%；市场份额 3.64%；按合并口径排名行业第五，上升了 2 位。

◆投行业务逆势增长，归因 ABS+金融债推动债券融资承销规模逆势大幅上升。2017 年公司实现证券承销业务净收入 21.98 亿，同比略增 2.03%。其中股权主承销金额 476.66 亿元，同比下滑 7.50%，好于全行业（-31.36%）；债券主承销金额 4111.89 亿元，同比大增 45.11%，相较全行业（-17.35%）出现大幅逆势增长，市场份额位居第二。我们认为，2017 年公司债券承销金额大幅增长的主要原因是公司 ABS 和金融债业务同比大幅增长，其中公司 ABS 主承销金额 2085.40 亿元，同比大增 100.08%，规模位居市场第二；金融债 1080.50 亿元，同比大增 271.95%。财务顾问方面公司完成 A 股重大资产重组交易金额 582.18 亿元，行业排名第六。

◆积极调整业务策略，资管业务规模逆势上升，私募子公司招商致远表现亮眼。2017 年，公司实现受托客户资产管理业务净收入 11.45 亿元，同比略增 0.25%。截至 2017 年底招证资管管理规模 7791.66 亿元，同比增长 23.70%；其中集合资产管理计划、定向资产管理计划和专项资产管理计划的规模分别同比增长 5.58%、22.36%和 91.13%；整体市场份额 4.46%，同比提升 0.82pct.；排名全行业第五，较 2016 年提升 3 位。全年招证资管实现资产管理业务净收入 10.32 亿元，同比增长 23.70%。在私募基金方面，公司私募基金子公司招商致远截至 2017 年底管理规模已超过 200 亿元；实现净利润 3.08 亿元，同比增长 11.2 倍。

◆金融科技、衍生品和 FICC 业务快速发展。在金融科技方面，公司自主研发能力突出，公司为机构客户打造了业内领先的托管综合金融服务平台 xTradeMaster；自主研发出企业级的应用开发框架—xFrameworks，涵盖可视化开发平台、统一接入平台、微服务业务中间件及统一后台业务开发框架；建成并投入运营总部数据中心。在衍生品业务方面，公司目前具有国内所有期权品种的做市资格，是唯一一家全资格期权做市商；公司 2017 年加大了场外期权营销推广力度，业务得到快速发展；场内期权做市业务大幅提升报价的市场竞争力。在 FICC 业务方面，公司债券自营继续加强宏观研究和信用研究，大力发展套利类中性策略；继续大力发展大宗商品业务，衍生品自营交易将交易品种覆盖至有色金属、黑色品种；同时正积极向国家外汇管理局及证监会申请结售汇业务资格。

◆各业务条线齐头并进，依托招商局平台新券业龙头呼之欲出。公司依托实际控制人招商局集团以及具有前瞻性和国际化



视野的管理层团队，在 2017 年公司“赶超战略”的最后一年，公司各条线业务均稳居第一梯队且发展势头良好。我们认为，尤其是在 2017 年全行业普遍出现经纪业务、资管业务及投行业务下滑的情况下，公司上述业务均出现逆势增长或下滑幅度远好于行业水平，体现了公司前期在机构业务全面布局后的巨大发展潜力。

◆**盈利预测：**进入 2018 年的“去杠杆”复杂经营环境，公司依赖财富管理和机构业务依旧展现了良好的业绩稳定性，公司（合并招证资管）2018 年 1-2 月已实现营收 15.57 亿元，同比增长 16.45%；净利润 6.18 亿元，同比下滑 4.33%。基于 2018 年国内 A 股市场成交量维持平稳、公司机构业务优势继续发挥的前提假设，我们预测公司 2018、2019、2020 年 EPS 分别为 0.90、1.04、1.19 元，首次给予其“推荐”的投资评级。

◆**风险提示：**公司机构业务发展出现停滞；公司托管规模出现下降；公司两融及股票质押式回购规模出现下滑；公司 ABS 发行规模出现下滑；金融科技及 FICC 等新业务带来的发展动力不及预期；证券行业监管趋严等。



预测财务报表（单位：亿元）

利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	116.95	133.53	140.21	153.50	169.02
手续费及佣金净收入	84.73	79.37	76.92	80.25	83.80
代理买卖证券业务净收入	47.20	40.36	42.38	44.50	46.72
证券承销业务净收入	21.54	21.98	23.08	24.23	25.44
受托客户资产管理业务净收入	11.43	11.45	11.46	11.52	11.63
利息净收入	8.95	17.96	23.35	30.35	36.42
投资净收益	36.20	27.12	29.56	32.52	36.42
公允价值变动净收益	-15.96	10.10	10.00	10.00	10.00
汇兑净收益	2.59	-1.50	-1.00	-1.00	1.00
其他收益		0.09	1.00	1.00	1.00
其他业务收入	0.44	0.38	0.38	0.38	0.38
营业支出	53.09	62.49	66.20	68.12	71.10
税金及附加	4.12	0.96	1.00	1.00	2.00
管理费用	48.29	61.12	64.18	66.10	68.08
资产减值损失	0.66	0.41	1.00	1.00	1.00
其他业务成本	0.01		0.02	0.02	0.02
加：营业利润差额(特殊报表科目)					
营业利润差额(合计平衡项目)					
营业利润	63.87	71.04	74.01	85.38	97.92
加：营业外收入	0.81	0.16	0.16	0.16	0.16
减：营业外支出	0.15	0.14	0.14	0.14	0.14
其中：非流动资产处置净损失					
加：利润总额差额(特殊报表科目)					
利润总额差额(合计平衡项目)					
利润总额	64.53	71.07	74.03	85.40	97.94
减：所得税	10.36	13.02	13.56	15.64	17.94
加：未确认的投资损失					
加：净利润差额(特殊报表科目)					
净利润差额(合计平衡项目)					
净利润	54.17	58.05	60.47	69.75	80.00
减：少数股东损益	0.14	0.19	0.19	0.19	0.19
归属于母公司所有者的净利润	54.03	57.86	60.28	69.56	79.81

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部



分析师简介

潘永乐：厦门大学金融硕士，九年证券研究经验，2017年9月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：电力设备新能源行业、非银金融行业。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明:

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明:

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>