

分析师: 张洋

执业证书编号: S0730516040002

Zhangyang-yjs@ccnew.com

021-50588666-8069

## 争先进位、逆市增长

### ——招商证券(600999)年报点评

## 证券研究报告-年报点评

## 增持(首次)

### 市场数据(2018-04-04)

发布日期: 2018年04月09日

收盘价(元)	17.13
一年内最高/最低(元)	22.35/15.57
沪深300指数	3854.86
市净率(倍)	1.45
总市值(亿元)	1,147.61
流通市值(亿元)	840.00

### 基础数据(2017-12-31)

每股净资产(元)	9.59
总资产(亿元)	2,856.44
所有者权益(亿元)	792.30
净资产收益率(%)	8.39
总股本(亿股)	66.99
H股(亿股)	9.80

### 个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

### 相关报告

**年报概况:** 招商证券 2017 年实现营业收入 133.53 亿元, 同比+14.17%; 实现归母净利润 57.86 亿元, 同比+7.08%。基本每股收益 0.78 元, 同比-14.54%; 加权平均净资产收益率 8.39%, 同比-2.19 个百分点。分红预案为拟 10 派 3.46 元(含税), 分红比例约为 40.06%。

**点评:** 1. 经纪业务收入占比下降、投资收益(含公允价值变动)、利息收入占比显著提高, 公司收入结构趋于优化。

2. 公司经纪业务市场份额有所回升, 港股通交易金额排名第一。

3. 主要投行业务排名同比实现增长; 债权融资业务逆市增长 45%。

4. 资管业务收入、总规模与主动管理规模均出现明显增长。

5. 两融规模稳健增长、股票质押规模快速走高, 利息净收入大幅增长 101%。

6. 招证国际持续积极配合集团和总部进行战略大客户营销, 推动国际业务发展, 持续转型升级。报告期内招证国际牵头完成了多个具有市场影响力的项目, 实现收入 10.33 亿元, 同比+43%。

**投资建议:** 在竞争环境激烈、全行业业务总量下滑的背景下, 公司各业务线全力争先进位, 主要业务基本实现逆市增长, 公司的管理能力和业务拓展能力值得肯定。同时, 公司背靠招商局集团, 深入参与“一带一路”、“产融结合”和“融融结合”等诸多新业务, 逐步增强公司的品牌效应和市场地位。预计公司 2018、2019 年 EPS 分别为 0.92 元、0.98 元, BVPS 分别为 10.36 元、11.27 元, 对应 P/E 分别为 18.62 倍、17.48 倍, 对应 P/B 分别为 1.65 倍、1.52 倍, 首次覆盖给与“增持”的投资评级。

**风险提示:** 权益类及固收类二级市场行情转弱导致公司各项业务出现下滑

联系人: 叶英刚

电话: 021-50588666-8135

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

	2016A	2017A	2018E	2019E
营业收入(亿元)	116.95	133.53	143.61	151.44
增长比率	-54%	14%	8%	5%
归母净利(亿元)	54.03	57.86	61.75	65.45
增长比率	-50%	7%	7%	6%
EPS(元)	0.91	0.78	0.92	0.98
市盈率(倍)	18.07	20.57	18.62	17.48
BVPS(元)	8.93	9.59	10.36	13.51
市净率(倍)	1.83	1.79	1.65	1.52

资料来源: Wind、中原证券

## 招商证券 2017 年报概况:

招商证券 2017 年实现营业收入 133.53 亿元,同比+14.17%;实现归母净利润 57.86 亿元,同比+7.08%。基本每股收益 0.78 元,同比-14.54%;加权平均净资产收益率 8.39%,同比-2.19 个百分点。分红预案为拟 10 派 3.46 元(含税),分红比例约为 40.06%。

根据中国证券业协会的统计,2017 年行业共实现营业收入 3113.28 亿元,同比-5.08%;共实现净利润 1129.95 亿元,同比-8.47%。公司 2017 年经营业绩优于行业均值,营收、净利润总额处于行业第一方阵。

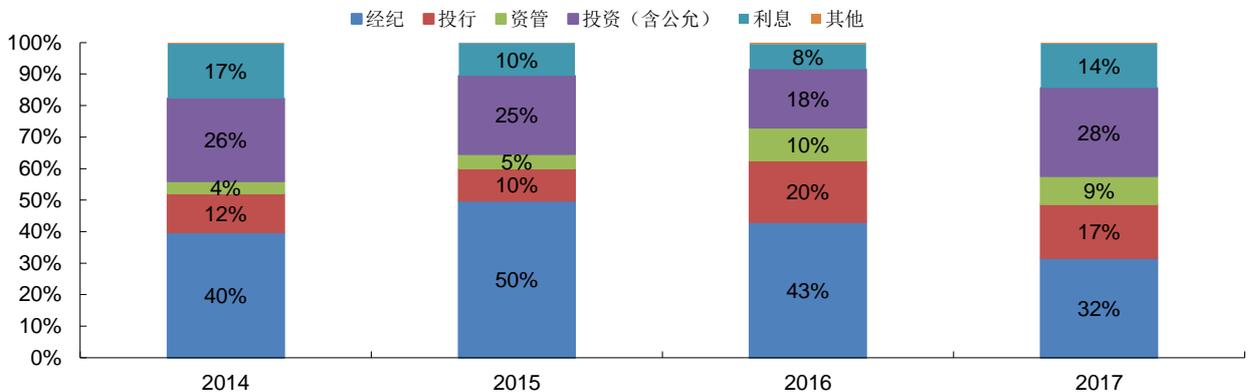
## 点评:

### 1. 投资收益(含公允)、利息收入占比显著提高

2017 年公司经纪、投行、资管、投资收益(含公允)、利息和其他业务收入占比分别为 32%、17%、9%、28%、14%、0.4%,2016 年分别为 43%、20%、10%、18%、8%、0.4%。公司 2017 年经纪业务收入占比大幅下降,投资收益(含公允价值变动)、利息收入占比显著提高。

2017 年公司收入结构趋于优化。

图 1: 2014-2017 年招商证券收入结构



资料来源:公司财报、中原证券

### 2. 经纪业务份额回升、净佣金率趋于稳定

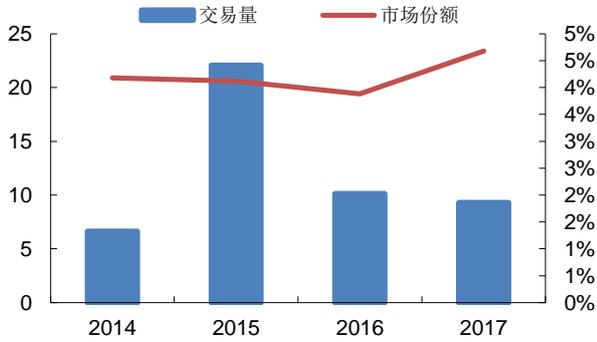
受市场交投整体趋冷的影响,2017 年公司实现经纪业务净收入 40.36 亿元,同比-14%。

报告期内,公司代理股票基金交易量 9.29 万亿元,市场份额 4.01%,同比+0.13 个百分点;行业排名第 7 位,同比提升两位。报告期内公司坚持深挖线下渠道资源,同时不断推进零售经纪业务的移动互联化进程,重点打造并升级自动平台“智远一户通”,加强数据运营体系、大数

据平台建设，以数据驱动挖掘客户需求，以互联网思维提升客户体验。

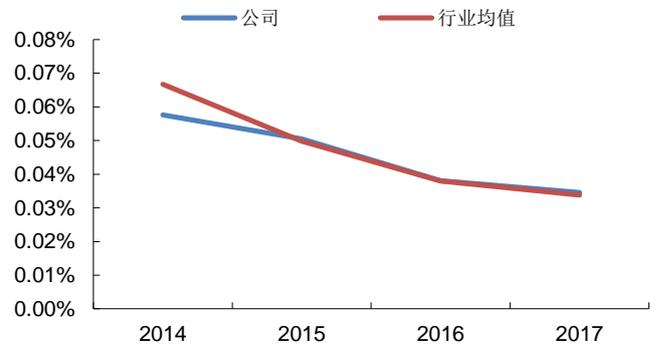
公司持续推进零售经纪业务向财富管理转型，稳定佣金率。2017 年公司合并口径股基净佣金率下降至 0.35% 左右，下滑幅度显著减少，与行业均值较为接近。

图 2: 公司股基交易量 (万亿) 及市场份额



资料来源: Wind、公司财报、中原证券

图 3: 公司及行业净佣金率



资料来源: Wind、公司财报、中原证券

### 3. 主要投行业务排名同比实现提升

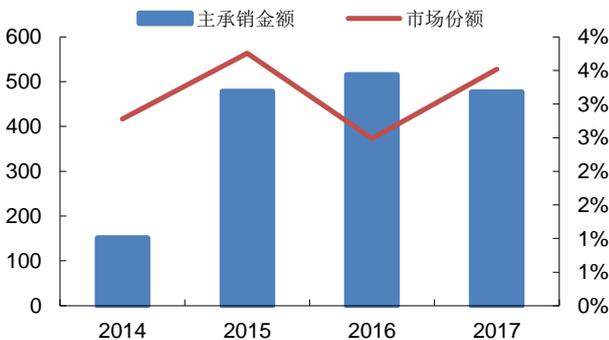
2017 年公司实现投行业务净收入 21.98 亿元，同比+2%，实现逆市增长。

股权融资方面，报告期内公司共完成股权主承销金额 477 亿元，行业排名第 7 位，同比提升 4 位；其中，完成 IPO 项目 17 个，承销金额 93 亿元，均排名行业第 7 位，同比提升 4 位。根据 Wind 的统计，目前公司 IPO 项目储备 20 个，项目储备较为充足。

债权融资方面，报告期内公司承销各类债券合计 506 只，主承销金额 4112 亿元，行业排名第 2 位，逆市大幅增长 45%。公司债权融资业务实力较强。

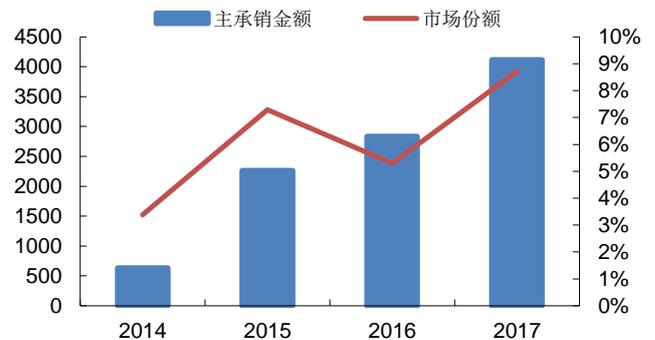
财务顾问业务方面，报告期内公司共为 28 家企业提供并购财务顾问服务，排名行业第 3 位，同比提升 2 位；涉及金额 582 亿元，行业排名第 6 位。

图 4: 公司股权融资规模 (亿) 及市场份额



资料来源: Wind、公司财报、中原证券

图 5: 公司债权融资规模 (亿) 及市场份额



资料来源: Wind、公司财报、中原证券

#### 4. 资管规模持续增长

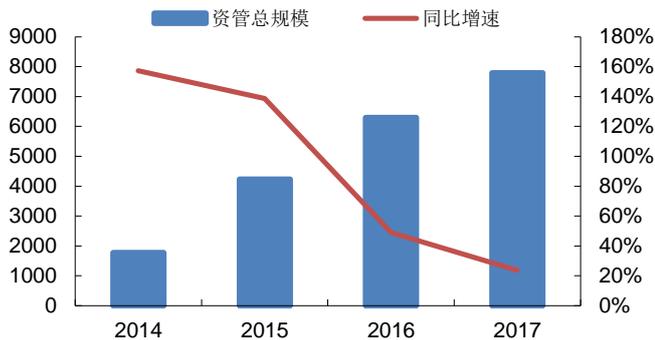
2017 年公司实现大资管业务净收入 11.45 亿元，同比+0.2%。

资产管理业务方面，报告期末公司资管总规模 7792 亿元，同比+24%；主动管理业务规模 1272 亿元，同比+25%。公司资管规模行业排名第 5 位，同比提升 3 位。

私募基金业务方面，招商致远资本累计资产管理规模超过 200 亿元，稳居券商私募前列。

基金管理业务方面，公司参股的博时基金、招商基金管理资产规模均实现增长。

图 6: 公司资管总规模 (亿) 及同比增速



资料来源: Wind、公司财报、中原证券

图 7: 公司各类别资管规模 (亿)



资料来源: Wind、公司财报、中原证券

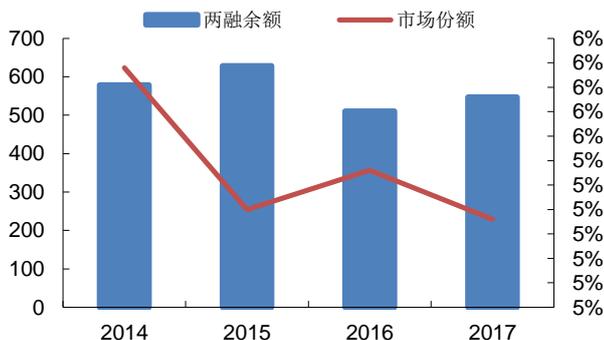
#### 5. 两融规模稳健增长、质押规模快速走高

2017 年公司实现利息净收入 17.96 亿元，同比大幅增长 101%。

融资融券业务方面，截至报告期末，公司两融余额为 546.99 亿元，同比+7%；市场份额 5.33%，行业排名第 6 位，同比提升 1 位。

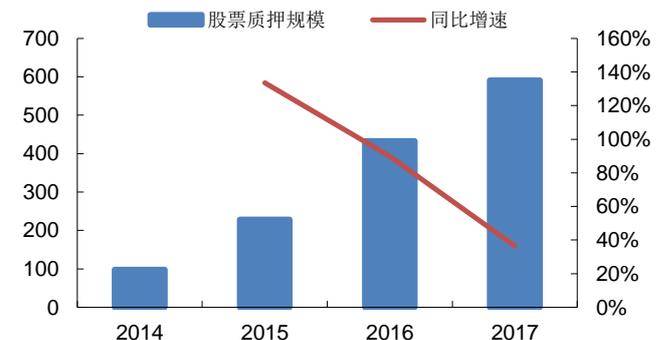
股票质押式回购业务方面，截至报告期末，公司股票质押待购回余额 591.28 亿元，同比+36%；行业排名第 5 位，同比提升 2 位。

图 8: 公司两融余额 (亿) 及市场份额



资料来源: Wind、公司财报、中原证券

图 9: 公司股票质押规模 (亿) 及同比增速



资料来源: Wind、公司财报、中原证券

## 6. 国际业务持续转型升级

2017 年招证国际实现营业收入 10.33 亿元，同比+43%。

招证国际持续积极配合集团和总部进行战略大客户营销，推动国际业务发展。报告期内，招证国际主承销我国香港市场 10 家 IPO，承销金额 9.4 亿美元，排名全市场第 3 位，牵头完成多个具有市场影响力的项目；债券承销金额 33.77 亿美元，同比大增 392%。

公司国际业务持续转型升级，核心业务指标同比大幅提升。

## 投资建议

在竞争环境激烈、全行业业务总量下滑的背景下，公司各业务线全力争先进位，主要业务基本实现逆市增长，公司的管理能力和业务拓展能力值得肯定。同时，公司背靠招商局集团，深入参与“一带一路”、“产融结合”和“融融结合”等诸多新业务，逐步增强公司的品牌效应和市场地位。

预计公司 2018、2019 年 EPS 分别为 0.92 元、0.98 元，BVPS 分别为 10.36 元、11.27 元，按 4 月 4 日收盘价计算，对应 P/E 分别为 18.62 倍、17.48 倍，对应 P/B 分别为 1.65 倍、1.52 倍，首次覆盖给与“增持”的投资评级。

**风险提示：权益类及固收类二级市场行情转弱导致公司各项业务出现下滑**

表 1: 资产负债表预测 (亿元)

	2016A	2017A	2018E	2019E
<b>资产:</b>	<b>2430.58</b>	<b>2856.44</b>	<b>3053.96</b>	<b>3298.22</b>
货币资金	612.72	526.57	579.23	637.15
融出资金	533.52	592.35	621.97	653.07
交易性金融资产	482.44	730.70	803.77	884.147
买入返售金融资产	189.53	360.99	342.94	360.09
应收利息及款项	19.87	26.79	35.69	37.47
可供出售金融资产	247.22	332.75	366.03	402.63
长期股权投资	52.89	74.89	82.38	90.62
固定及无形资产	18.02	18.54	19.47	20.44
商誉	0.10	0.10	0.10	0.10
其他资产合计	274.26	192.74	202.38	212.50
<b>负债:</b>	<b>1831.43</b>	<b>2063.10</b>	<b>2209.11</b>	<b>2392.40</b>
流动负债	265.34	551.27	606.40	667.04
交易性金融负债	44.40	54.93	60.42	66.47
卖出回购金融资产款	193.99	333.83	367.21	403.93
代理买卖证券款	675.82	510.95	536.50	563.32
应付费用	113.84	91.24	95.80	100.59
长期借款	3.69	14.44	15.88	17.47
应付债券	504.66	472.30	495.92	520.71
其他负债	29.70	34.14	30.98	52.87
<b>所有者权益:</b>	<b>599.15</b>	<b>793.34</b>	<b>844.85</b>	<b>905.82</b>
股本	66.99	66.99	66.99	66.99
其他权益工具	0	150.00	150.00	150.00
资本公积金	275.34	275.34	275.34	275.34
存留收益	179.70	215.13	258.16	309.79
一般风险准备	76.23	84.84	93.32	102.66
少数股东权益	0.89	1.04	1.04	1.04

资料来源: Wind、中原证券

表 2: 利润表预测 (亿元)

	2016A	2017A	2018E	2019E
<b>营业收入:</b>	<b>116.95</b>	<b>133.53</b>	<b>143.61</b>	<b>151.44</b>
手续费及佣金净收入	84.73	79.37	81.81	84.60
其中: 代理买卖证券	47.20	40.36	42.38	43.45
证券承销	21.54	21.98	22.64	23.77
资产管理	11.43	11.45	11.79	12.38
利息净收入	8.95	17.96	18.86	19.80
投资收益 (含公允)	20.24	37.22	40.94	45.04
其他收入	3.03	-1.03	2.00	2.00
<b>营业支出:</b>	<b>53.09</b>	<b>62.49</b>	<b>66.18</b>	<b>69.38</b>
管理费用	48.29	61.12	64.18	67.38
其他成本	4.79	1.37	2.00	2.00
<b>利润总额:</b>	<b>64.53</b>	<b>71.07</b>	<b>77.43</b>	<b>82.06</b>
所得税	10.36	13.02	15.48	16.41
<b>净利润:</b>	<b>54.17</b>	<b>58.05</b>	<b>61.95</b>	<b>65.65</b>
少数股东损益	(0.14)	(0.19)	(0.20)	(0.20)
<b>归母净利:</b>	<b>54.03</b>	<b>57.86</b>	<b>61.75</b>	<b>65.45</b>

资料来源: Wind、中原证券

表 3: 现金流量表预测 (亿元)

	2016A	2017A	2018E	2019E
经营活动现金流	-239.44	-425.54	-330.99	-397.19
投资活动现金流	97.70	-76.32	-176.32	-126.32
筹资活动现金流	-62.82	366.60	146.01	183.29

资料来源: Wind、中原证券

表 4: 每股指标与估值

	2016A	2017A	2018E	2019E
EPS	0.91	0.78	0.92	0.98
ROE	10.58%	8.39%	7.32%	7.23%
BVPS	8.93	9.59	10.36	11.27
P/E	18.07	20.57	18.62	17.48
P/B	1.83	1.79	1.65	1.52

资料来源: Wind、中原证券

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 分析师声明：

本报告署名分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明：

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

证券研究报告属于专业性报告，请在投资顾问指导下谨慎使用。投资者应当充分了解证券证券投资的高风险性，独立做出投资决定并自行承担投资风险。

本报告由中原证券股份有限公司制作，本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称中原证券）所有，未经中原证券书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。

获得中原证券书面授权的刊载、转发、引用，需要注明报告的出处为“中原证券股份有限公司”，且不得对刊载、转发的报告进行任何有悖原意的删节和修改，引用报告内容不得断章取义有悖原意。

本公司授权刊载转发机构名单在公司网站www.ccnew.com披露。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载信息、建议及推测不一致的报告，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

报告观点、结论和建议仅供投资者参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

### 特别声明：

在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。