

招商证券 (600999)

证券研究报告
2018年08月30日

经纪资管逆势增长，资本驱动型业务拖累业绩

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	13.18元
目标价格	18.24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)	75,376.53
流通A股市值(百万元)	64,630.76
每股净资产(元)	9.71
资产负债率(%)	72.42
一年内最高/最低(元)	22.35/12.52

作者	
廖志明	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070001	
liaozhiming@tfzq.com	
罗钻辉	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518060005	
luozuanhui@tfzq.com	



相关报告	
1	《招商证券-公司定期报告点评:传统业务发展稳中有进,机构业务创新领先》 2018-03-30
2	《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
3	《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

事件:招商证券2018年上半年归母净利润18.07亿元,同比下降29.21%;营业收入47.86亿元,较上年同期下降18.31%;基本每股收益为0.21元,较上年同期下降40%,低于我们预期。公司归母净资产783.50亿元,较上年末下降1.11%;总资产2980.78亿元,较上年末增长4.35%;加权平均净资产收益率2.16%。

经纪及财富管理:经纪业务同比改善,负债融资增长导致利息支出增长

1)上半年公司经纪业务手续费净收入18.56亿元,同比小幅增长0.64%;累计股基交易量4.29万亿元,YOY+1.97%,市场份额3.91%,基本持平;代理买卖净收入市场份额4.32%,同比上升0.12个百分点;在市场量价齐缩的情况下,实现收入小幅增长我们主要是归因于公司持续加大投入,向财富管理转型,以稳定公司经纪业务综合佣金率。2)上半年,利息净收入5.27亿元,YOY-44.95%,归因于公司负债融资规模增长,利息支出同比增长44.62%,公司两融余额470.38亿元,市场份额5.12%,规模较上年末下降14.01%;股票质押式回购业务期待回购金额545.28亿元,较上年末下降7.78%,整体履约保障比例230.97%,风险可控。

投资管理:主动管理规模提升,业绩稳定增长

1)资管子公司着力于提升主动管理能力,盈利改善。18年上半年招商资管实现资管业务净收入5.45亿元,同比增长10.77%;资产管理总规模为6876.64亿元,较17年末下降11.74%,其中主动管理规模为1386.89亿元,较17年末增长9.0%。2)公司参股的公募基金持续贡献稳定、客观的投资收益。期末,博时基金资产管理规模8461亿元,其中公募基金资产管理规模(剔除联接基金)5335亿元,非货币公募基金规模排名行业第二,净利润5.26亿元,YOY+2%;招商基金资产管理规模4878亿元,公募基金资产管理规模3814亿元,净利润4.22亿元,基本持平。

投资银行业务:股权融资业务承压,债权融资业务表现较佳

上半年公司投资银行业务手续费净收入5.83亿元,同比下降42.49%,主要是受股权融资业务募集资金规模下降的影响;1)股权融资规模合计118.82亿元,YOY-19.55%,其中,IPO主承销金额32.59亿元,YOY-21%;再融资发行主承销金额86.23亿元,YOY-19%;2)债券融资成为公司优势业务,债券承销金额1672.84亿元,同比增长21.32%,主要是因为公司债主承销金额259.44,YOY+123.27%;ABS债券发行891.02亿元,同比大幅增长67.20%;资产证券化承销金额排名市场第一,市场份额13.26%。预计随着常规性股权融资业务的恢复,公司投资银行业务收入降幅将收窄。

风险提示:市场大幅波动风险、金融监管趋严、创新业务开展不及预期

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	11,695.45	13,353.21	12,839.67	13,766.37	14,952.76
增长率(%)	(53.76)	14.17	(3.85)	7.22	8.62
净利润(百万元)	5,403.45	5,785.96	5,682.00	6,186.18	6,816.68
增长率(%)	(50.47)	7.08	(1.80)	8.87	10.19
净利润率	46.20%	43.33%	44.25%	44.94%	45.59%
净资产收益率	9.03%	7.30%	7.04%	7.59%	8.25%
市盈率(倍)	20.88	19.50	19.86	18.24	16.55
市净率(倍)	1.89	1.42	1.40	1.38	1.37
每股净利润(元/股)	0.81	0.86	0.85	0.92	1.02
每股净资产(元/股)	8.93	11.83	12.05	12.16	12.34

资料来源:wind,天风证券研究所

投资及交易类业务：上半年公司投资收益（投资净收益+公允价值变动净收益）9.66 亿元，同比下降 26.46%，其中主要是权益类证券投资收入受市场下跌影响下降，预计未来自营业务收入受市场波动的影响将会扩大。

投资建议：基于我们下调全年市场日均股基交易额、投资银行业务和资本中介业务的预期，我们将招商证券 18E/19E 的净利润从 64.28 亿元/72.81 亿元调整至 56.82 亿元/61.86 亿元，YOY-1.8%/8.87%，18E 的 BVPS 为 12.05 元/股，考虑到盈利预测下调，我们将公司目标价下调 20%至 18.24 元/股，维持“增持”评级。

表 1：招商证券 2018 上半年实现营业收入 47.86 亿元，归母净利润 18.07 亿元（单位：亿元）

招商证券	2014	2015	2016	2017	2017H	2018H
营业收入	110.02	252.92	116.95	133.53	58.59	47.86
经纪业务	43.63	124.41	47.20	40.36	18.44	18.56
投资银行业务	13.57	25.66	21.54	21.98	10.13	5.83
资产管理业务	4.27	11.42	11.43	11.45	5.37	6.06
利息净收入	19.10	26.21	8.95	17.96	9.57	5.27
投资收益	28.77	62.32	20.24	37.22	13.14	9.66
其它收入	0.35	2.99	4.56	5.57	2.48	2.79
营业成本	60.39	117.15	53.09	62.49	27.54	25.80
管理成本	47.80	98.23	48.29	61.12	26.73	24.11
利润总额	49.72	136.34	64.53	71.07	30.87	22.16
所得税	10.87	27.06	10.36	13.02	5.39	4.11
归母净利润	38.51	109.09	54.03	57.86	25.52	18.07

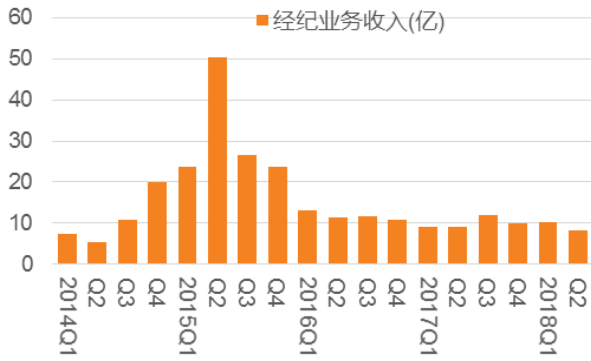
资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 2：招商证券收入结构（2014-2018H）

营收结构	2014	2015	2016	2017	2017H	2018H
经纪业务	39.65%	49.19%	40.36%	30.22%	31.47%	38.77%
投资银行业务	12.33%	10.15%	18.42%	16.46%	17.29%	12.18%
资产管理业务	3.88%	4.52%	9.77%	8.58%	9.17%	12.65%
利息净收入	17.36%	10.36%	7.66%	13.45%	16.33%	11.00%
投资收益	26.15%	24.64%	17.31%	27.88%	22.42%	20.18%
其它收入	0.31%	1.18%	3.90%	4.17%	4.23%	5.83%

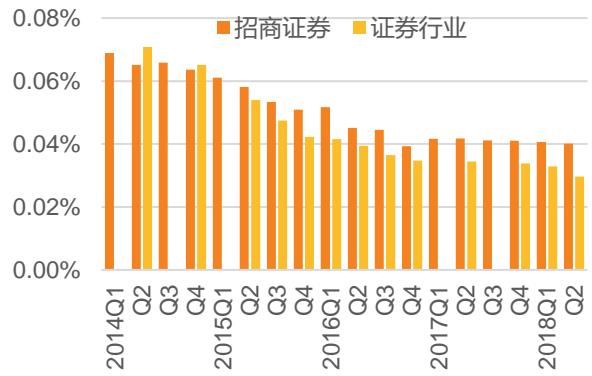
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 1：招商证券经纪业务经营情况（单位：亿元）



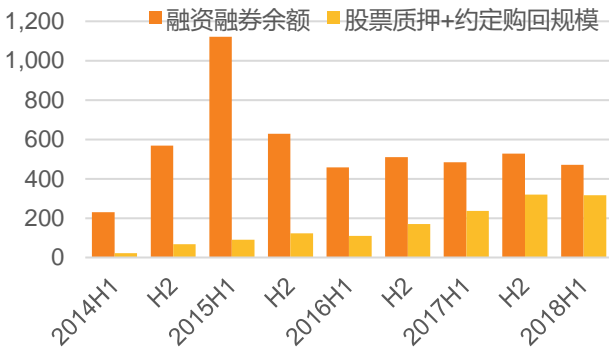
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：招商证券经纪业务平均净佣金率情况



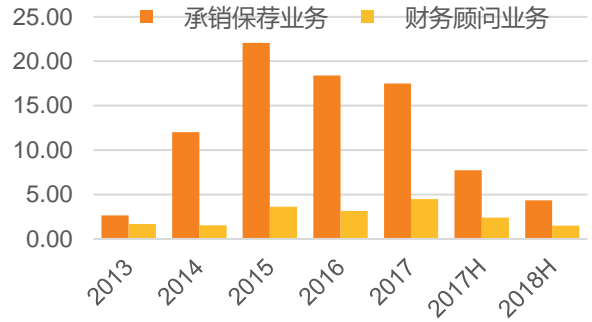
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：截至 2018H，招商证券两融余额 470.38 亿元（单位：亿元）



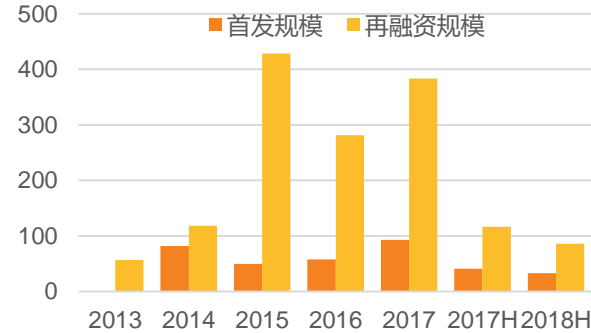
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：招商证券投行业务收入情况（单位：亿元）



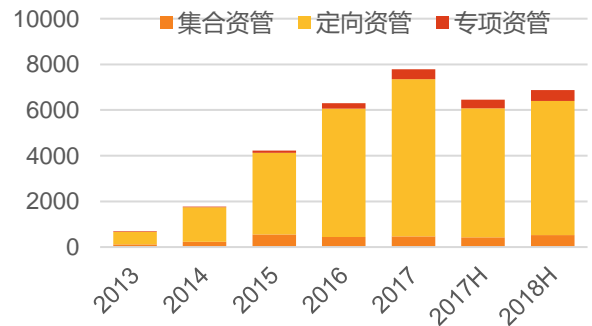
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：招商证券 2018 上半年股权融资情况（单位：亿元）



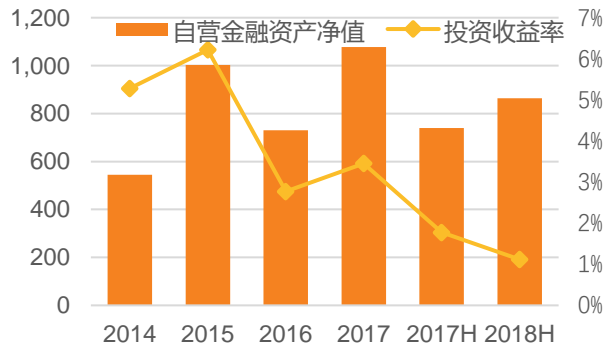
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：招商证券资管业务结构（单位：亿元）



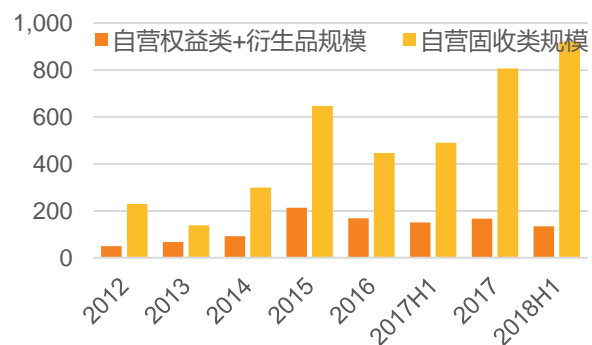
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：招商证券自营投资情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：招商证券自营配置情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，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	55,993.84	56,685.52	58,640.65	营业收入	11,695.45	13,353.21	12,839.67	13,766.37	14,952.76
其中: 客户资金存款	50,326.99	42,526.06	45,877.35	45,877.35	45,877.35	手续费及佣金净收入					
结算备付金	19,043.47	14,010.49	15,467.44	15,809.97	16,614.80	其中: 代理买卖证券业务	4,720.30	4,036.00	3,818.30	3,765.48	3,993.61
其中: 客户备付金	17,468.56	10,026.69	11,393.91	11,397.58	11,388.26	证券承销业务净收入	2,154.41	2,198.24	2,467.50	2,819.91	3,025.12
融出资金	53,351.54	59,235.43	58,393.90	63,749.77	69,641.22	资产管理业务净收入	1,142.58	1,145.49	1,321.59	1,566.09	1,783.40
交易性金融资产	48,244.45	73,070.28	79,462.94	86,515.93	102,411.16	利息净收入	895.30	1,796.49	1,187.92	1,089.64	874.58
衍生金融资产	1,109.61	1,021.64	914.30	991.98	1,178.58	投资净收益	2,024.26	3,722.44	3,356.16	3,768.24	4,443.32
买入返售金融资产	18,953.14	36,099.32	42,729.66	46,658.90	51,177.53	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	21,646.67	20,520.74	23,818.28	营业支出	5,308.69	6,249.02	5,913.43	6,224.68	6,641.53
持有至到期投资	0.00	0.00	592.18	627.23	722.68	营业税金及附加	412.34	96.49	452.68	485.35	527.18
长期股权投资	5,288.51	7,489.50	8,259.47	8,978.24	10,625.77	管理费用	4,829.31	6,111.87	5,459.76	5,738.23	6,113.15
应收利息	1,261.98	1,894.87	2,119.23	2,385.06	2,786.99	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	1,247.70	1,230.87	1,228.84	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	1,988.65	2,159.52	2,556.24	营业利润	6,386.76	7,104.20	6,926.24	7,541.69	8,311.23
无形资产	23.43	21.58	23.13	25.14	29.77	加: 营业外收入	81.29	16.03	89.25	95.69	103.94
其他资产	6,260.24	2,908.62	13,605.55	17,326.15	20,173.27	减: 营业外支出	15.14	13.67	13.67	39.25	42.63
总资产	243,058.43	285,643.56	328,512.30	371,803.68	448,889.58	利润总额	6,452.92	7,106.56	6,978.88	7,598.13	8,372.54
短期借款	3,251.97	6,611.44	5,133.54	4,955.85	4,946.50	减: 所得税	1,035.84	1,301.85	1,278.46	1,391.90	1,533.76
拆入资金	1,500.00	1,470.00	3,432.50	3,706.73	3,744.94	净利润	5,417.08	5,804.71	5,700.42	6,206.23	6,838.78
交易性金融负债	4,439.96	5,492.51	13,568.31	33,518.22	82,801.07	减: 少数股东损益	13.63	18.75	18.42	20.05	22.09
衍生金融负债	1,842.80	1,584.91	799.31	799.31	799.31	归属于母公司所有者的净	5,403.45	5,785.96	5,682.00	6,186.18	6,816.68
卖出回购金融资产款	19,398.99	33,382.97	55,016.68	64,301.79	74,711.87						
代理买卖证券款	67,581.72	51,095.33	56,382.85	56,382.85	56,382.85	基本比率和每股指标					
代理承销证券款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净利率	46.20%	43.33%	44.25%	44.94%	45.59%
应付职工薪酬	4,707.66	4,640.61	4,145.47	4,356.91	4,641.57	总资产收益率	2.22%	2.03%	1.73%	1.66%	1.52%
应付债券	50,465.21	47,229.58	41,695.57	41,143.94	41,121.29	净资产收益率	9.03%	7.30%	7.04%	7.59%	8.25%
长期借款	368.60	1,443.92	1,490.64	1,490.64	1,490.64	市盈率(倍)	20.88	19.50	19.86	18.24	16.55
总负债	183,143.39	206,309.85	247,648.62	290,224.09	366,132.62	市净率(倍)	1.89	1.42	1.40	1.38	1.37
总股本	6,699.41	6,699.41	6,699.41	6,699.41	6,699.41	每股净利润(元/股)	0.81	0.86	0.85	0.92	1.02
所有者权益合计	59,915.04	79,333.70	80,863.68	81,579.59	82,756.96	每股净资产(元/股)	8.93	11.83	12.05	12.16	12.34
少数股东权益	88.70	103.56	105.55	106.49	108.02						
归属于母公司所有者权	59,826.34	79,230.15	80,758.13	81,473.10	82,648.94						

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