

净利下滑近三成，经纪资管发展稳健

——招商证券（600999）点评报告

增持（首次）

日期：2018年08月30日

	2016年	2017年	2018E	2019E
营业收入(亿元)	116.95	133.53	118.22	129.74
增长比率(%)	-53.8	14.2	-11.5	9.7
净利润(亿元)	54.03	57.86	43.00	48.69
增长比率(%)	-50.5	7.1	-25.71	13.2
每股净资产(元)	8.93	11.83	9.85	10.23
市净率(倍)	1.5	1.1	1.3	1.3

事件：

8月29日晚间，招商证券发布中期业绩报告。2018年上半年公司实现营业收入47.86亿元，较去年同期减少18.31%；归母净利润为18.07亿元，同比减少29.21%；基本每股收益为0.21元，同比减少40.00%。公司业绩下滑明显，尽管公司在报告期内不乏经纪、资管、机构服务等业务亮点，但投行收入与投资收益的大幅下滑仍对公司利润表造成较大冲击。

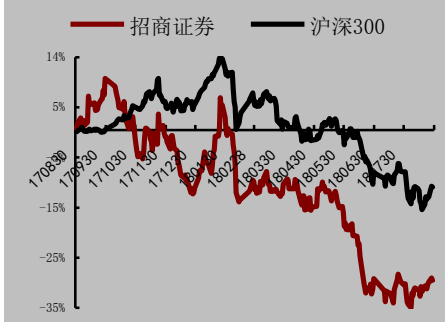
投资要点：

- **业绩下滑主因之一：股权承销业务随行业大幅下滑。**上半年公司投行业务手续费净收入5.83亿元，同比大幅下降42.49%，IPO以及再融资承销业务的规模萎缩是主要原因。Wind数据显示，公司上半年股权主承销金额18.82亿元（排名行业第9），同比下滑19.55%，其中IPO承销金额32.59亿元（排名行业第6），同比下滑20.99%，再融资承销金额86.23亿元（排名行业第9），同比下滑18.99%亿元。公司股权承销业务的收缩主要是受行业整体环境影响（行业IPO募集金额同比-20.96%，定增募集金额同比-19.60%），而非公司业务经营实力有所变化。上半年，在IPO审核趋严，节奏放缓的大背景下，公司全力开拓符合监管要求的优质IPO项目储备，截至上半年末公司IPO在会审核项目数量达22家，排名行业第4，预计下半年公司IPO承销业务将有较大回升。债券方面，上半年公司债券主承销金额为1,672.84亿元（排名行业第3），同比增长21.32%，实现逆市增长。其中ABS债券主承销金额891.02亿元（排名市场第1），同比增加67.20%，市占率高达13.26%，表现亮眼。
- **业绩下滑主因之二：净利息下滑过半 + 自营投资收益下滑超两成。**2018年公司利息净收入5.27亿元，同比下降44.95%，其中利息收入为37.68亿元，同比增长17.82%，主要是由于股票质押和融资融券等资本中介业务的利息收入有所增加；利息支出为32.41亿元，同比增加44.62%，主要是公司负债融资规模增长（应付短期公司债、收益凭证利息支出）所致。自营投资方面，上半年A股市场经历风格切换，蓝筹股的调整幅度较大。在市场波动持续加大的情况下，公司权益类方向性投资收益同比大幅下降。整体来看，上半年公司取得投资

基础数据

收盘价(元)	13.18
市净率(倍)	1.13
流通市值(亿元)	646.31
每股净资产(元)	9.46
每股经营现金流(元)	2.53
营业利润率(%)	46.09
净资产收益率(%)	2.16
资产负债率(%)	73.69
总股本(万股)	669,941
流通股(万股)	490,370

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
 数据截止日期：2018年08月30日

相关研究

分析师： 缴文超
 执业证书编号： S0270518030001
 电话： 010-66060126
 邮箱： jiaowc@wlzq.com.cn

研究助理： 喻刚
 电话： 010-66060126
 邮箱： yugang@wlzq.com.cn

研究助理： 张译从
 电话： 010-66060126
 邮箱： zhangyc1@wlzq.com.cn

研究助理： 孔文彬
 电话： 021-60883489
 邮箱： kongwb@wlzq.com.cn

收益（含公允价值变动收益）9.66亿元，同比下降26.46%，是公司利润受到压缩的重要原因之一。

- **经纪及财富管理业务：股基交易稳健 + 代销理财亮眼。**2018年上半年，公司经纪业务维持稳定，业务手续费净收入18.56亿，同比小幅增长0.64%；股基交易量为42,861亿元，同比小幅上升1.97%；股基交易市占率为3.91%，较去年同期基本持平；代理买卖净收入市占率为4.32%，同比上升0.12%（排名行业第7）。公司在上半年加强与银行渠道的合作，进一步挖掘潜在的客户交易空间。此外，公司港股通业务发展迅速，累计交易量高达848.96亿元，同比增长129.95%，交易量市占率分列深市第1和沪市第7，竞争优势较强。财富管理方面，公司在上半年实现各类理财产品销售4,235.42亿元，代销金融产品净收入9,028万元（排名行业第8），同比增长106.61%。主要原因是公司在上半年重点推出“数据魔方”智能投顾产品以及短线热点组合产品，进一步解决了顾客与理财产品的匹配度问题。
- **资产管理业务：主动资管支撑业务收入提升。**受市场波动和资管新规双重影响，资管行业整体规模呈现下降趋势，在此背景下，招商资管重点发力主动管理型产品，取得逆市增长。整个上半年，招商资管实现资管业务净收入5.45亿元（排名行业第7），同比增长10.77%。截至6月末公司资产管理总规模为6,876.64亿元（排名行业第7），较2017年末下降11.74%，主动管理规模为1,386.89亿元，较2017年末增长9.0%。
- **机构服务业务：主经纪商服务体系完善，托管实力强劲。**上半年来看，公司主券商系统平台上线了自主研发的“招证交易大师”系统，并整合公司Alpha系列创新交易平台，服务能力再升级。截至上半年末，公司主券商交易类证券资产规模2,068亿元，较年初增长13.3%，同时主券商股基交易量同比增长48.9%。托管业务方面，公司托管外包产品数量17,614只，较年初增长7.7%。目前公司托管的备案产品数量市场份额26.45%，排名市场第1，公募基金托管产品数量排名同业第1，WFOE管理人覆盖率和服务产品数量排名第1。公司在托管业务领域稳居行业龙头位置，未来有望进一步增厚利润。
- **盈利预测与投资建议：**投行股权承销业务、利息净收入和投资收益的同步下降造成了公司上半年业绩不及预期。但公司投行IPO项目储备丰富，投研能力较为出色，且债券利息支出及新会计准则带来的调整对公司中长期基本面影响较小。我们预计公司2018/2019/2020年归母净利润分别为43.00/48.69/54.11亿元，对应EPS为0.64/0.73/0.81元，对应BVPS为9.85/10.23/10.69元。首次覆盖，予以“增持”评级。
- **风险因素：**市场持续低迷，政策监管不确定性，佣金率下行超预期

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。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

姓名： 缴文超

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可登录www.wlzq.cn万联研究栏目查询静默期安排。对于本公司持有比例超过已发行数量1%（不超过3%）的投资标的，将会在涉及的研究报告中进行有关的信息披露。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。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。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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 世纪大道1528号陆家嘴基金大厦603

电话：021-60883482 传真：021-60883484