

招商证券 (600999)

证券研究报告
2019年03月29日

18年业绩优于同业，补充资本金将助力业务转型

全年业绩下滑归因于手续费及佣金收入和利息净收入下滑

18年归母净利润44亿元，YOY-24%，Q4单季净利润14亿元，环比+7%。全年业绩下滑归因于手续费及佣金收入和利息净收入下滑（扣除会计准则调整影响实际-65%）。期末归属于母公司股东权益807亿元，YOY+1.88%，加权平均净资产收益率5.58%，较17年下降2.81个百分点。

代理买卖净收入市场份额维持稳定，资管业务逆势增长

18年累计手续费及佣金净收入64亿元，YOY-19%。1)代理买卖证券业务净收入排名第七，与17年持平，佣金率万三点五，优于行业平均水平（0.0328%）。经纪业务手续费净收入32亿元，YOY-22%，Q4单季度收入6亿元，环比-4%。2)受股权融资规模下滑影响（IPO+再融资募集资金181亿元，YOY-49%），投行净收入14.46亿元，YOY-34%，Q4单季度4.2亿元，环比-5%。3)资管净收入12亿元，YOY+5%，Q4单季度5.35亿元，环比+100%。期末，招商资管主动管理规模2313亿元，YOY+82%，结构大幅优化。

自营业务预计取得正收益，归因于固定收益自营投资业务收益

18年自营收益为30亿元，YOY-18%，剔除列报方式调整影响预计将转正。其中，投资净收益为37亿元，YOY+36%。公允价值变动净收益-6.42亿元。主要归因于公司固定收益自营投资业务收益大幅上升。

两融与股票质押的规模相对稳定

18年利息净收入18.46亿元，YOY+3%，主要是按财政部通知列报方式变化，2018年包含债权投资和其他债权投资利息收入（合计12亿元），扣除会计准则调整影响实际-65%。股票质押式回购业务待购回余额为388亿元，整体履约保障比例为220%，其中自有资金出资余额为228亿元，整体履约保障比例为255%。两融余额为387亿元，较17年末减少29%，整体维持担保比例为268%，市场份额5.12%。期末累计信用减值损失1.21亿元，Q4单季计提0.24亿元。

整体观点：政策环境及市场环境均大幅改善，预计19年公司业绩有望迎来拐点。公司正积极推进股票回购方案，用于股权激励（限制性股票）或员工持股计划；拟通过配股方式募集资金不超过150亿元，抢抓行业重要的发展机遇。根据年报已披露的盈利数据，将19-20年盈利预测由54/62亿元调整为58/65亿元。维持“增持”评级。

风险提示：政策落地不及预期；市场波动风险；公司回购计划和配股计划被暂停、中止或取消的风险

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	13,353.21	11,321.61	13,394.89	14,474.27	15,683.55
增长率（%）	(47.20)	(15.21)	18.31	8.06	8.35
净利润（百万元）	5,785.96	4,424.99	5,754.20	6,492.87	7,365.36
增长率（%）	(46.96)	(23.52)	30.04	12.84	13.44
净利润率	43.33%	39.08%	42.96%	44.86%	46.96%
净资产收益率	7.30%	5.48%	6.86%	7.43%	8.09%
市盈率（倍）	19.10	24.98	19.21	17.02	15.01
市净率（倍）	1.40	1.37	1.32	1.27	1.21
每股净利润（元/股）	0.86	0.66	0.86	0.97	1.10
每股净资产（元/股）	11.83	12.05	12.52	13.04	13.59

资料来源：wind，天风证券研究所

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	16.50元
目标价格	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)	94,363.63
流通A股市值(百万元)	80,911.04
每股净资产(元)	9.81
资产负债率(%)	73.50
一年内最高/最低(元)	19.99/11.13

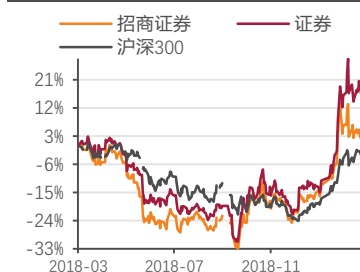
作者

夏昌盛 分析师
SAC执业证书编号：S1110518110003
xiachangsheng@tfzq.com

罗钻辉 分析师
SAC执业证书编号：S1110518060005
luozuanhui@tfzq.com

舒思勤 联系人
shusiqin@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《招商证券-公司点评:回购+配股，抢抓证券行业重要的发展机遇》 2019-03-13
- 《招商证券-公司定期报告点评:受益于自营及投行，三季度单季净利润环比改善》 2018-10-30
- 《招商证券-公司定期报告点评:经纪资管逆势增长，资本驱动型业务拖累业绩》 2018-08-30



表 1：招商证券 2018 年实现营业收入 113.22 亿元，归母净利润 44.25 亿元（单位：亿元）

	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入	110.02	252.92	116.95	133.53	113.22
代理买卖证券业务净收入	43.63	124.41	47.20	40.36	31.54
证券承销业务净收入	13.57	25.66	21.54	21.98	14.46
受托客户资产管理业务净收入	4.27	11.42	11.43	11.45	12.02
利息净收入	19.10	26.21	8.95	17.96	18.46
投资收益+公允变动	28.77	62.32	20.24	37.22	30.38
其他收入	0.68	2.89	7.59	4.55	6.36
营业成本	60.39	117.15	53.09	62.49	58.81
管理成本（业务及管理费）	47.80	98.23	48.29	61.12	56.65
利润总额	49.72	136.34	64.53	71.07	54.47
所得税	10.87	27.06	10.36	13.02	10.01
归母净利润	38.51	109.09	54.03	57.86	44.25

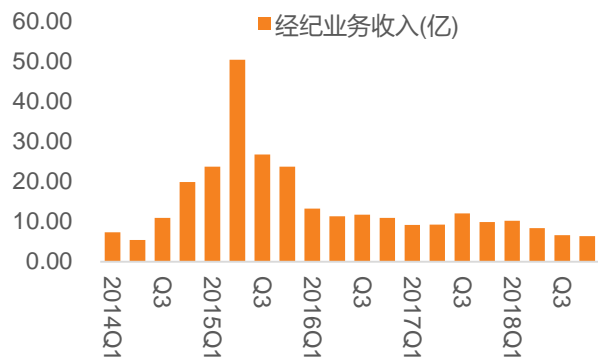
资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 2：招商证券营收结构（2014-2018）

	2014	2015	2016	2017	2018
经纪业务	39.65%	49.19%	40.36%	30.22%	27.86%
投资银行业务	12.33%	10.15%	18.42%	16.46%	12.78%
资产管理业务	3.88%	4.52%	9.77%	8.58%	10.62%
利息净收入	17.36%	10.36%	7.66%	13.45%	16.31%
投资收益	26.15%	24.64%	17.31%	27.88%	26.83%
其他收入	0.62%	1.14%	6.49%	3.40%	5.61%

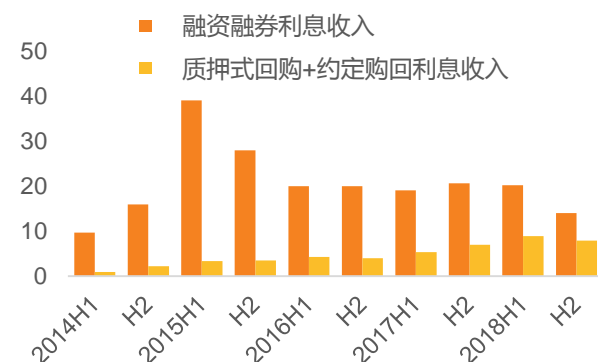
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 1：招商证券经纪业务收入情况（单位：亿元）



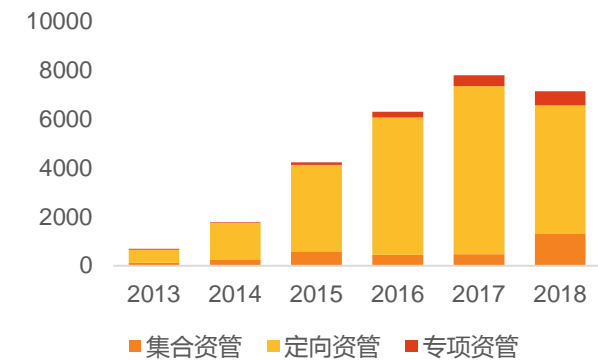
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：招商证券资本中介业务情况（单位：亿元）



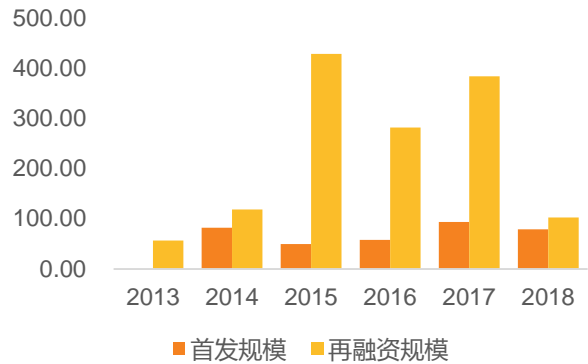
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：招商证券资管业务结构（单位：亿元）



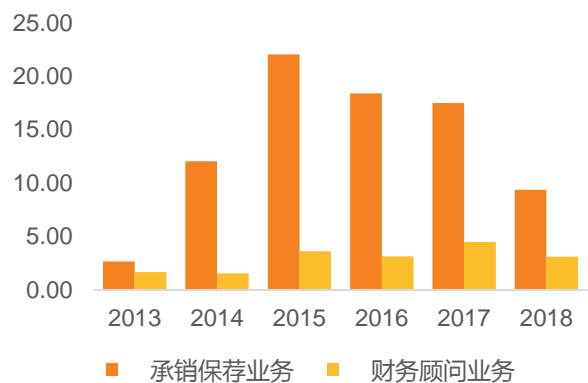
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：招商证券股权承销保荐业务情况（单位：亿元）



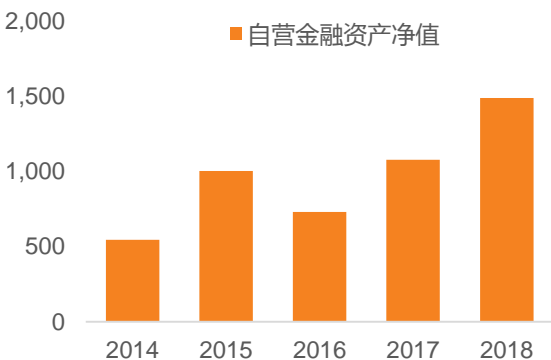
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：招商证券投资银行业务收入情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：招商证券自营金融资产净值情况（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	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	52,656.70	47,433.78	47,531.29	48,444.07	49,640.18	营业收入	13,353.21	11,321.61	13,394.89	14,474.27	15,683.55
其中: 客户资金存款	42,526.06	40,144.48	40,144.48	40,144.48	40,144.48	手续费及佣金净收入					
结算备付金	14,010.49	13,796.28	13,814.50	14,280.51	14,894.47	其中: 代理买卖证券业务	4,036.00	3,154.24	3,872.66	3,323.04	3,323.04
其中: 客户备付金	10,026.69	9,883.05	9,998.59	10,014.27	10,016.03	证券承销业务净收入	2,198.24	1,446.36	3,553.61	3,978.80	4,437.67
融出资金	59,235.43	42,976.43	48,332.30	54,223.75	60,704.35	资产管理业务净收入	1,145.49	1,201.87	1,408.82	1,682.27	1,842.83
交易性金融资产	73,070.28	100,124.75	92,351.91	102,576.58	117,256.15	利息净收入	1,796.49	1,846.09	235.67	475.28	373.92
衍生金融资产	1,021.64	1,150.23	1,050.05	1,167.59	1,335.42	投资净收益	3,722.44	3,037.53	3,799.83	4,438.15	5,071.70
买入返售金融资产	36,099.32	33,043.86	36,318.23	40,083.76	44,414.11	其他业务收入	454.57	635.52	524.30	576.73	634.40
可供出售金融资产	33,275.35	0.00	2,481.64	2,903.75	3,283.83	营业支出	6,249.02	5,880.85	6,365.97	6,540.40	6,680.55
持有至到期投资	0.00	0.00	162.23	189.83	214.67	营业税金及附加	96.49	88.22	472.25	510.31	552.94
长期股权投资	7,489.50	8,287.92	8,245.60	9,256.54	10,592.98	管理费用	6,111.87	5,665.06	5,892.62	6,028.89	6,126.28
应收利息	1,894.87	0.00	1,059.58	1,476.77	1,718.33	资产减值损失	40.65	3.21	0.00	0.00	0.00
存出保证金	1,224.48	1,431.42	1,192.42	1,153.92	1,148.55	其他业务成本	0.00	124.36	1.09	1.20	1.32
固定资产	1,832.09	1,546.69	1,744.13	1,993.52	2,286.52	营业利润	7,104.20	5,440.76	7,028.93	7,933.87	9,003.01
无形资产	21.58	450.81	234.52	225.76	252.77	加: 营业外收入	16.03	19.85	93.11	100.61	109.02
其他资产	2,908.62	53,820.02	42,445.19	45,142.57	50,003.74	减: 营业外支出	13.67	13.13	38.19	41.27	44.72
总资产	285,643.56	304,930.70	331,142.38	366,383.84	414,505.75	利润总额	7,106.56	5,447.48	7,083.84	7,993.21	9,067.31
短期借款	6,611.44	1,581.86	2,684.65	2,836.56	2,853.11	减: 所得税	1,301.85	1,001.22	1,301.98	1,469.12	1,666.53
拆入资金	1,470.00	3,519.00	2,972.17	2,839.08	2,812.70	净利润	5,804.71	4,446.26	5,781.86	6,524.09	7,400.78
交易性金融负债	5,492.51	9,528.57	16,530.47	28,677.56	49,750.72	减: 少数股东损益	18.75	21.28	27.67	31.22	35.41
衍生金融负债	1,584.91	1,305.69	1,305.69	1,305.69	1,305.69	归属于母公司所有者的净	5,785.96	4,424.99	5,754.20	6,492.87	7,365.36
卖出回购金融资产款	33,382.97	61,267.56	69,897.79	79,554.77	90,365.73						
代理买卖证券款	51,095.33	48,911.75	48,911.75	48,911.75	48,911.75	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	43.33%	39.08%	42.96%	44.86%	46.96%
应付职工薪酬	4,640.61	4,441.68	4,620.10	4,726.94	4,803.30	总资产收益率	2.03%	1.45%	1.74%	1.77%	1.78%
应付债券	47,229.58	53,419.09	49,157.54	48,712.12	48,693.68	净资产收益率	7.30%	5.48%	6.86%	7.43%	8.09%
长期借款	1,443.92	1,380.02	1,380.02	1,380.02	1,380.02	市盈率(倍)	19.10	24.98	19.21	17.02	15.01
总负债	206,309.85	224,138.35	247,204.64	278,973.51	323,360.86	市净率(倍)	1.40	1.37	1.32	1.27	1.21
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)	0.86	0.66	0.86	0.97	1.10
所有者权益合计	79,333.70	80,792.35	83,937.74	87,410.33	91,144.89	每股净资产(元/股)	11.83	12.05	12.52	13.04	13.59
少数股东权益	103.56	69.51	72.21	75.20	78.41						
归属于母公司所有者权	79,230.15	80,722.85	83,865.53	87,335.13	91,066.47						

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