

净利涨九成，自营收入大增、经纪市占率提升

——招商证券（600999）2019 年中报点评

增持（维持）

日期：2019 年 08 月 28 日

事件：2019 年 8 月 28 日晚间，公司发布 2019 年半年报，上半年实现营业收入 85.40 亿元，同比增长 78.44%；归母净利润为 35.02 亿元，同比增长 93.89%。截止上半年底，公司总资产 3503.59 亿元，较上年末增长 14.90%；归母净资产 822.38 亿元，较上年末增长 1.88%。上半年稀释 EPS 为 0.46 元/股，同比增长 120.91%；加权平均 ROE 4.61%，同比增加 2.45pct。

投资要点：

- **上半年业绩优于行业，大型券商中表现亮眼：**2019 年上半年公司业绩亮眼，实现营业收入 85.40 亿元，同比增长 78.44%，大幅优于行业整体水平（+41.37%，YOY），较一季度增幅略有提升（+1.26pct，QOQ），主要是由于二季度资管和融资收入环比回升。同时，净利润率由于其他业务成本的增加下降 4.77pct（低于行业整体净利润率降幅 5.94pct）至 41.01%，净利润率下降导致公司 2019 年上半年净利润增幅较一季度缩窄 0.93pct 至 93.89%，由于高基数原因略低于行业总体水平（+102.86%，YOY），但在大型券商中表现亮眼。
- **自营占比超四成但环比略有下降，融资和资管收入占比提升较多：**2019 年上半年公司自营收入占比仍然最高，为 42.72%，但由于二季度资本市场表现略弱，二季度自营收入较一季度下滑 47.64%，占比下降 7.14pct；第二大收入来源为经纪净收入，占比为 26.78%，较一季度提升 2.68pct，利息净收入、投行净收入、资管净收入和其他净收入（其他收入-成本）占比分别为 12.52%、8.05%、6.25% 和 3.68%，较一季度分别提升 1.89pct、0.57pct、1.10pct 和 0.90pct。
- **自营是拉动业绩的主要因素，规模提升收益率保持较高水平：**上半年公司自营收入达到 34.62 亿元，同比增长 651.96%（2018 年数据口径调整，债券投资和其他债权投资由投资收益调整至利息收入），远优于行业整体水平（110.02%，YOY），自营规模较一季度提升 24.15%，年化自营投资收益率达到 6.09%，虽然较一季度下降 2.88pct，但仍高于行业整体水平 1.60pct。在股权投资方面，公司守稳健配置的投资理念，上半年把握结构性机会，取得了较好业绩；债券方面大力发展套利类中性策略，稳步做大投资规模，上半年跑赢中债综合财富指数。

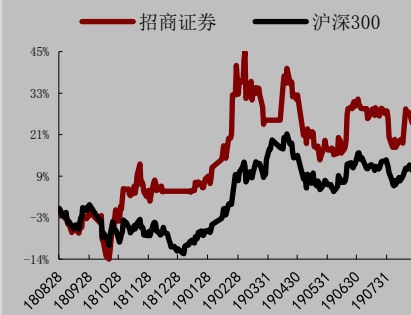
	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	113.22	168.32	198.73	237.69
增长比率(%)	-15.21	48.68	18.06	19.61
净利润(亿元)	44.25	71.09	83.97	100.49
增长比率(%)	-23.52	60.65	18.13	19.67
每股收益(元)	0.54	1.07	1.26	1.51
每股净资产(元)	12.06	14.73	14.96	15.32
市盈率(倍)	24.81	15.17	12.84	10.73
市净率(倍)	1.11	1.10	1.08	1.06

数据来源：WIND，万联证券研究所

基础数据

行业	非银金融
公司网址	
大股东/持股	深圳市招融投资控股有限公司/20.93%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	6,699.41
流通A股(百万股)	5,719.01
收盘价(元)	16.37
总市值(亿元)	1,096.69
流通A股市值(亿元)	936.20

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：2019 年 08 月 28 日

相关研究

万联证券研究所 20181030_公司点评报告
_AAA_招商证券(600999)三季度点评报告

万联证券研究所 20180830_公司点评报告
_AAA_招商证券(600999)净利下滑近三成，经纪资管发展稳健

分析师：张译从

执业证书编号：S0270518090001

电话：010-56508510

邮箱：zhangyc1@wlzq.com.cn

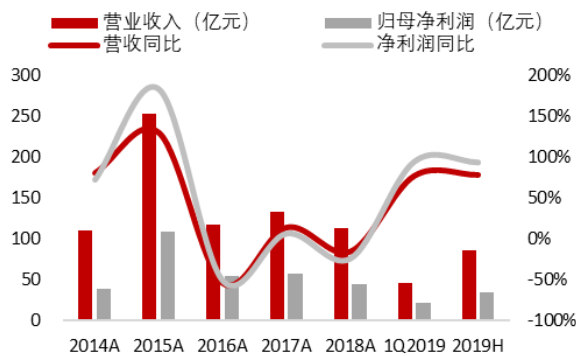
研究助理：孔文彬

电话：021-60883489

邮箱：kongwb@wlzq.com.cn

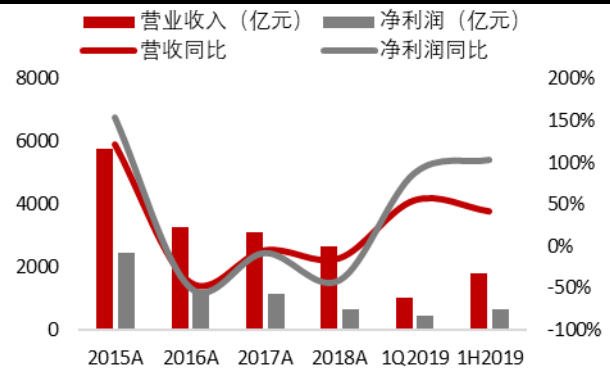
- **股基交易量市占率有所提升，净佣金率下降空间有限：**公司上半年在经纪和财富管理业务方面，不断加强线上线下布局，线下营业部数量较上年同期增加15家，线上智远一户通APP月活用户数同比提升25%，上半年股基交易量为59506.70亿元，同比增长38.85%，高于市场交易量增幅（+28.31%，YOY），交易量市占率同比提升0.23pct至4.14%。从经纪业务收入看，上半年公司实现经纪净收入21.70亿元，同比增长16.95%，低于行业整体增速（+22.06%，YOY），主要是由于佣金率降幅较大，上半年净佣金率较上年末下降万分之0.5至万分之3.53，下降幅度高于行业（下降万分之0.09至万分之3.01），可能是由于投入增加成本增长以及引流客户佣金降低，但随着公司佣金接近行业佣金水平，预计未来下降空间有限。
- **盈利预测与投资建议：**从目前半年报披露情况预计，公司营收和净利润规模排名在六到七名，业绩增速在大券商中居前，自营投资收益率维持较高水平，经纪业务交易量市占率有所提升，考虑公司背靠招商局丰富的资源，预计在资管和投行等机构业务方面有提升空间。我们预测公司2019、2020年的EPS为1.07元/股、1.26元/股，对应PE为15.17X、12.84X，BVPS为14.73元/股、14.96元/股，对应PB为1.10X、1.08X，维持公司“增持”投资评级。
- **风险因素：**宏观经济持续下行、市场波动超预期、经营情况不及预期、监管趋严风险。

图表1：招商证券营业收入和归母净利润同比变化



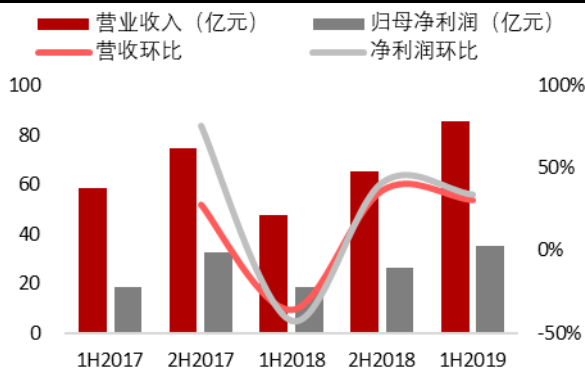
资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表2：证券行业营业收入和净利润同比变化



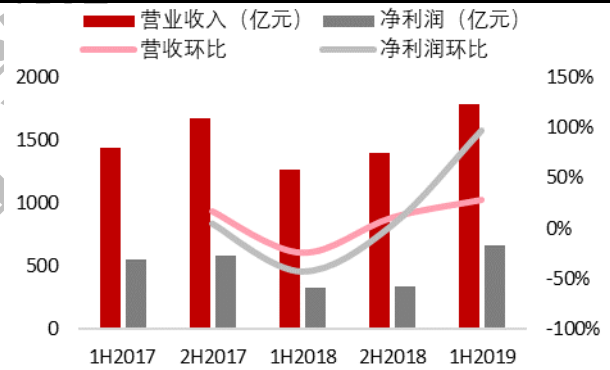
资料来源：中证协、万联证券研究所

图表3：招商证券营业收入和归母净利润环比变化



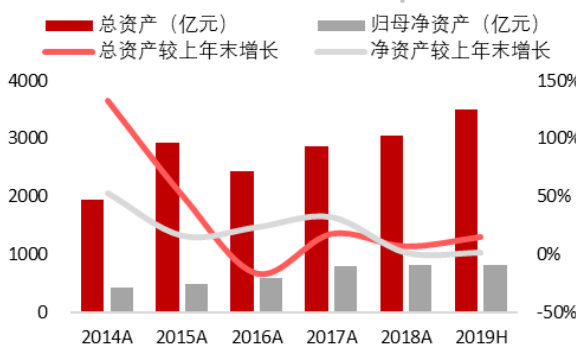
资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表4：证券行业营业收入和净利润环比变化



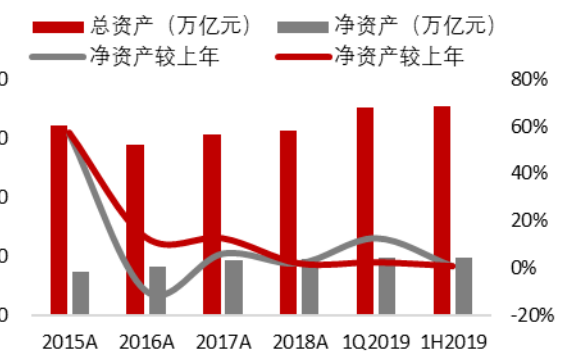
资料来源：中证协、万联证券研究所

图表5：招商证券总资产和净资产环比变化



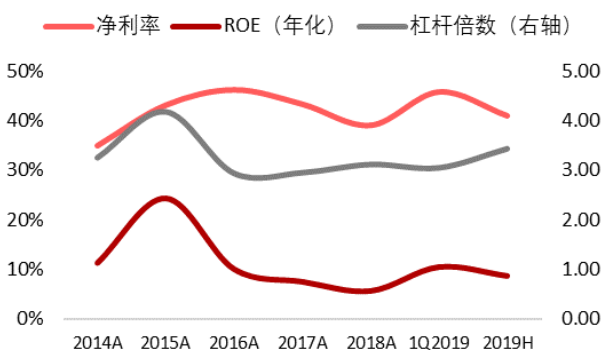
资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表6：证券行业总资产和净资产较上年变化



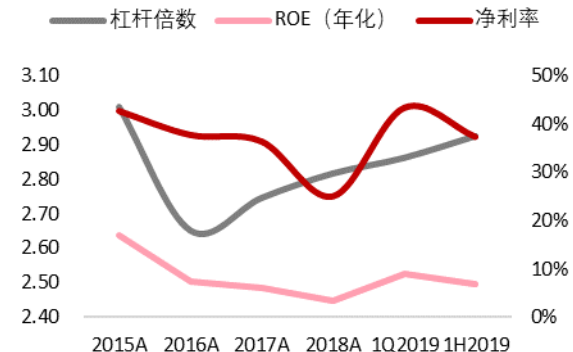
资料来源：中证协、万联证券研究所

图表7：招商证券净利润率、ROE和杠杆倍数



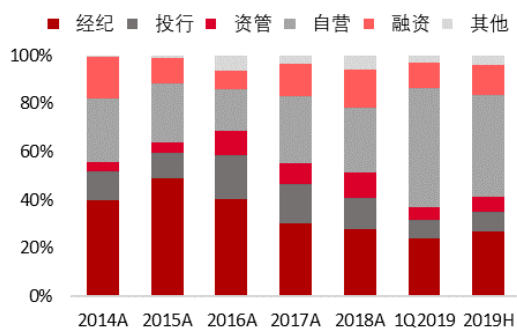
资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表8：证券行业净利润率、ROE和杠杆倍数



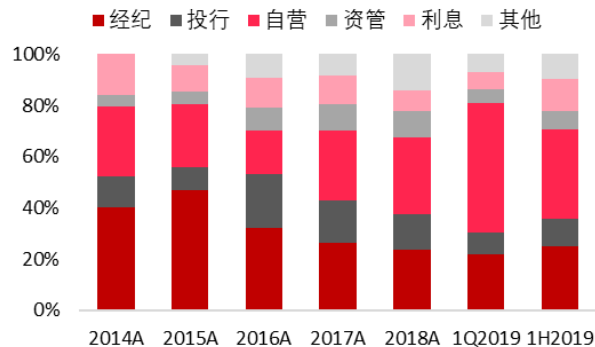
资料来源：中证协、万联证券研究所

图表9：招商证券收入结构



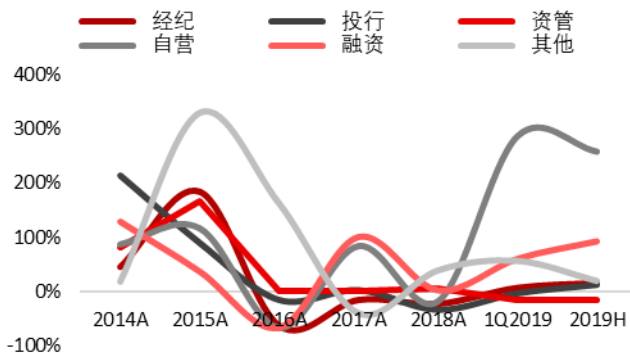
资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表10：证券行业收入结构



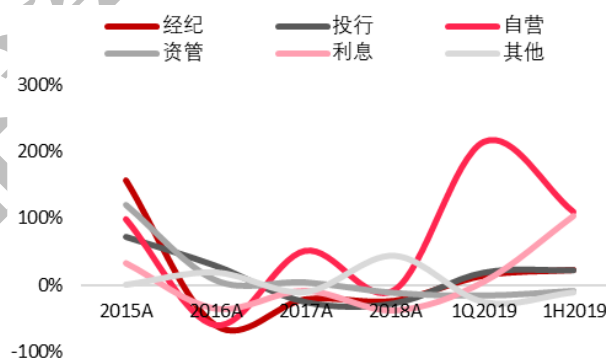
资料来源：中证协、万联证券研究所

图表11：招商证券各业务同比增速



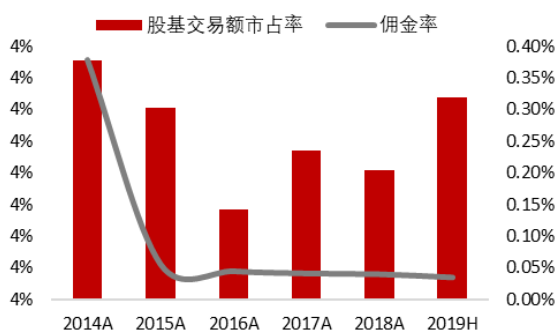
资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表12：证券行业各业务同比增速



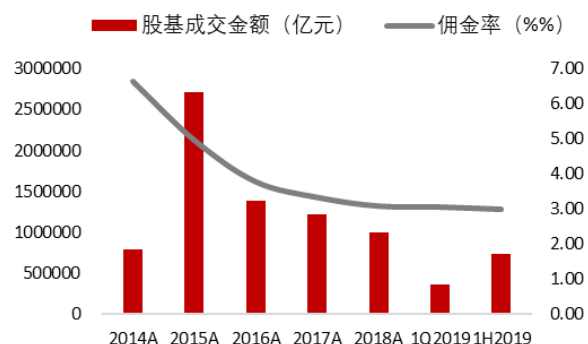
资料来源：中证协、万联证券研究所

图表13：招商证券股基交易市占率和佣金率



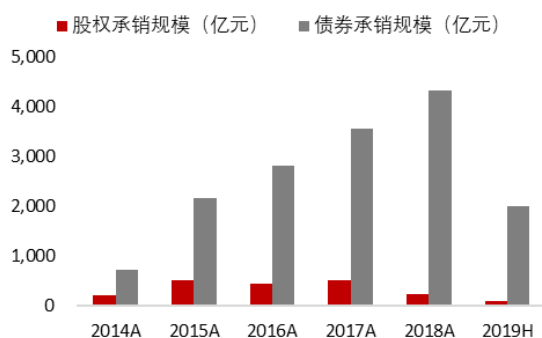
资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表14：证券行业股基交易金额和佣金率



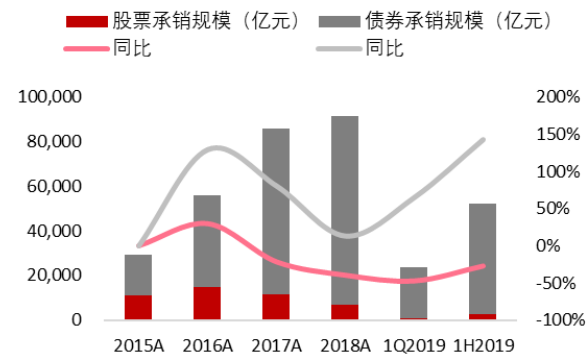
资料来源：中证协、万联证券研究所

图表15：招商证券投行承销规模



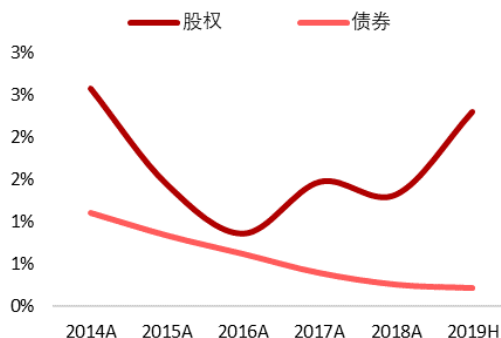
资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表16：证券行业投行承销规模



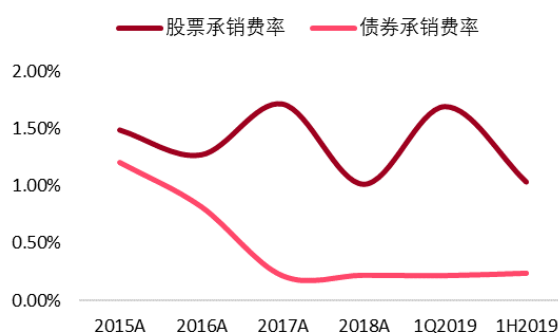
资料来源：中证协、万联证券研究所

图表17: 招商证券投行承销费率



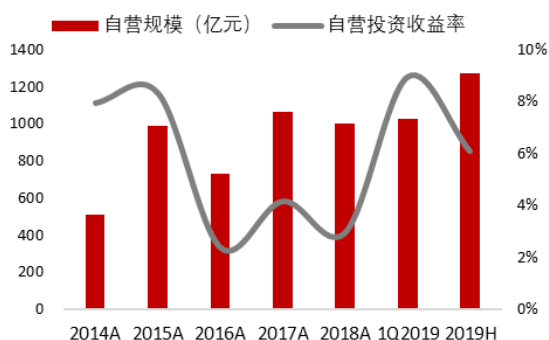
资料来源: 公司公告、万联证券研究所

图表18: 证券行业投行承销费率



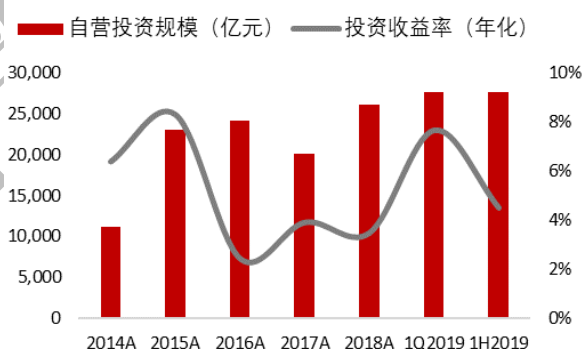
资料来源: 中证协、万联证券研究所

图表19: 招商证券自营规模和投资收益率



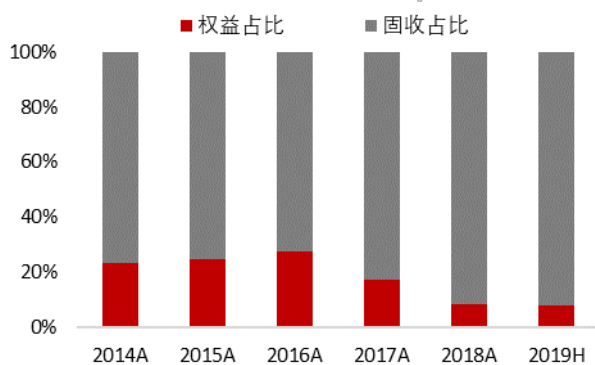
资料来源: 公司公告、万联证券研究所

图表20: 证券行业自营规模和投资收益率



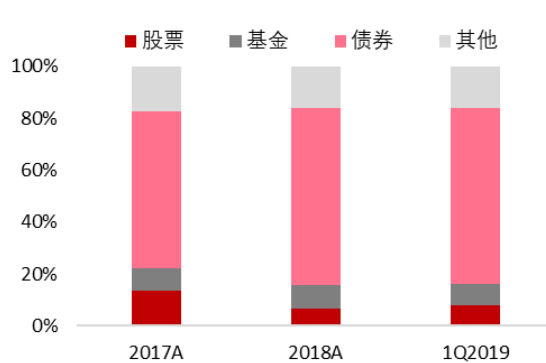
资料来源: 中证协、万联证券研究所

图表21: 招商证券自营盘结构



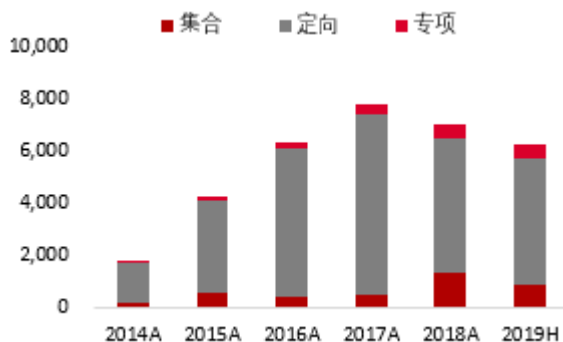
资料来源: 公司公告、万联证券研究所

图表22: 证券行业自营盘结构



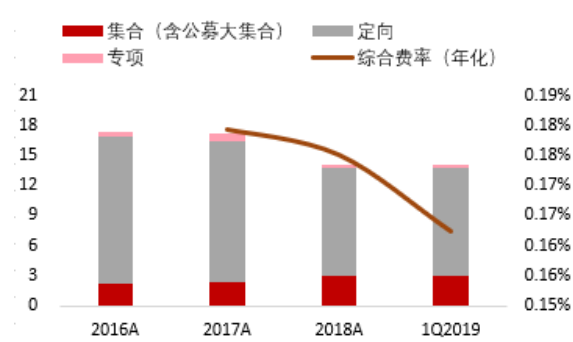
资料来源: 中证协、万联证券研究所

图表23: 招商证券资管规模 (亿元)



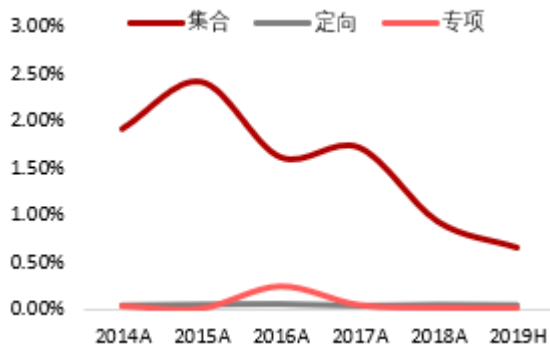
资料来源: 公司公告、万联证券研究所

图表24: 证券行业资管规模 (万亿元)



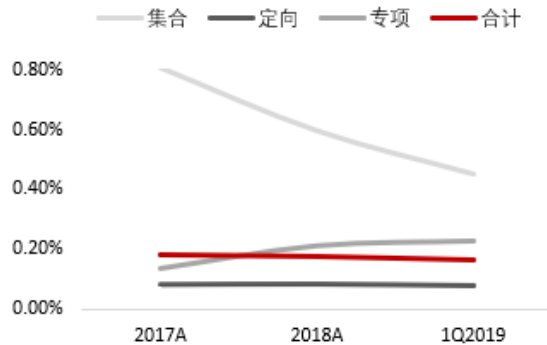
资料来源: 中证协、万联证券研究所

图表25: 招商证券资管费率



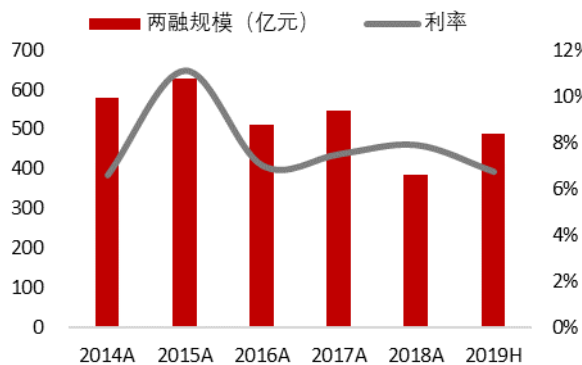
资料来源: 公司公告、万联证券研究所

图表26: 证券行业资管费率



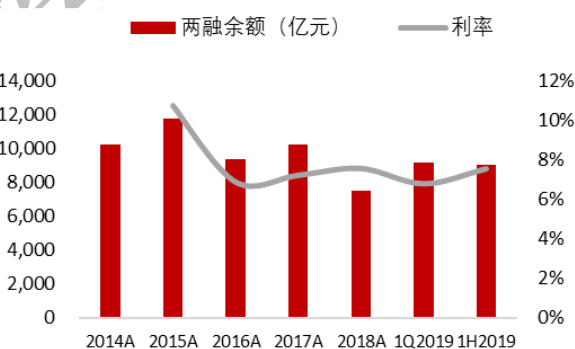
资料来源: 中证协、万联证券研究所

图表27: 招商证券两融规模和利率



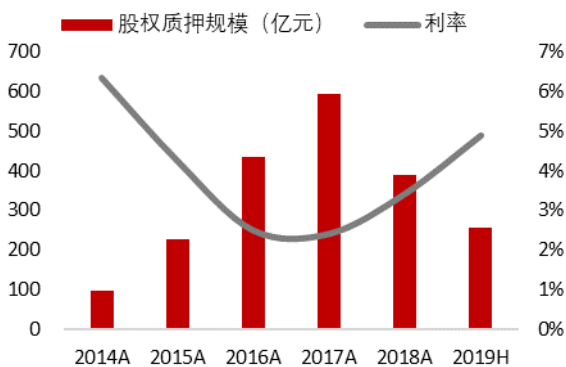
资料来源: 公司公告、万联证券研究所

图表28: 证券行业两融规模和利率



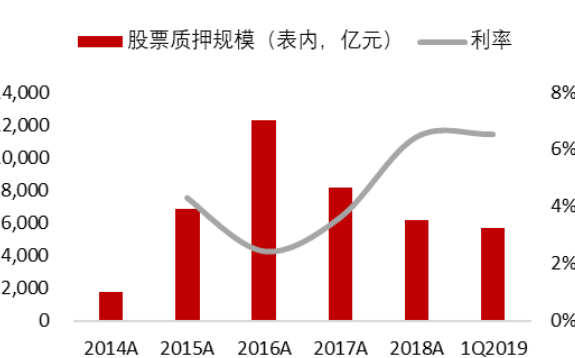
资料来源: 中证协、万联证券研究所

图表29: 招商证券股票质押规模和利率



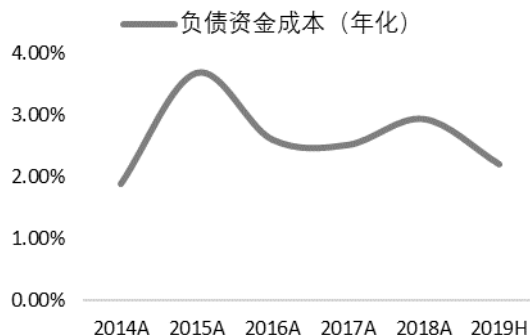
资料来源: 公司公告、万联证券研究所

图表30: 证券行业股票质押规模和利率



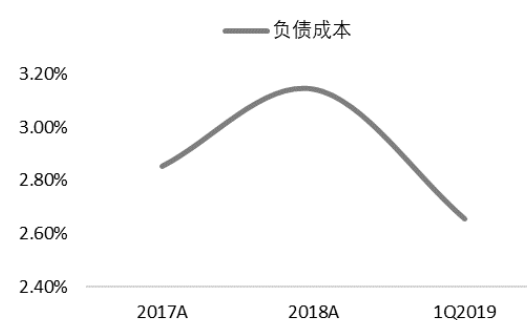
资料来源: 中证协、万联证券研究所

图表31: 招商证券负债资金成本



资料来源: 公司公告、万联证券研究所

图表32: 证券行业负债资金成本



资料来源: 中证协、万联证券研究所

资产负债表

单位：亿元

利润表

单位：亿元

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
资产	3049.31	3381.22	3420.69	3469.15
货币资金	474.34	479.08	488.66	498.44
结算备付金	137.96	139.34	140.74	142.14
融出资金	429.76	434.06	438.40	442.79
变动计入当期损益金融资产	1001.25	1011.26	1021.37	1031.59
变动计入其他综合收益	0.00	0.00	0.00	0.00
以摊余成本计量金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
衍生金融资产	11.50	11.56	11.68	11.79
买入返售金融资产	330.44	332.09	335.41	338.77
应收款项	7.08	7.12	7.19	7.26
应收利息	0.00	0.00	0.00	0.00
存出保证金	14.31	14.39	14.53	14.67
长期股权投资	82.88	83.29	84.13	84.97
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	15.47	15.54	15.70	15.86
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	4.51	4.53	4.58	4.62
商誉	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税资产	8.69	8.73	8.82	8.90
其他资产	28.11	334.95	339.16	351.92
负债	2241.38	2394.69	2418.64	2442.83
短期借款	15.82	17.24	17.41	17.59
质押借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付短期融资款	348.50	379.87	383.67	387.51
拆入资金	35.19	38.36	38.74	39.13
变动计入当期损益金融负债	95.29	103.86	104.90	105.95
衍生金融负债	13.06	14.23	14.37	14.52
卖出回购金融资产款	612.68	667.82	674.49	681.24
代理买卖证券款	489.12	533.14	538.47	543.85
代理承销证券款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付职工薪酬	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应付职工薪酬	0.00	0.00	0.00	0.00
应交税费	5.58	6.09	6.15	6.21
应付款项	22.40	24.42	24.66	24.91
应付利息	0.00	0.00	0.00	0.00
预计负债	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	13.80	15.04	15.19	15.34
应付债券	534.19	582.27	588.09	593.97
递延所得税负债	1.49	1.62	1.64	1.65
其他负债	9.86	10.74	10.85	10.96
所有者权益	807.92	986.53	1002.05	1026.32
股本	66.99	66.99	66.99	66.99
其他权益工具	150.00	163.50	166.77	171.77
资本公积	275.34	300.12	306.12	315.31
其他综合收益	4.71	5.14	5.24	5.40
盈余公积	0.00	0.00	0.00	0.00
一般风险准备	92.03	100.31	101.31	104.35
未分配利润	171.53	186.97	188.84	190.73
归母所有者权益	807.23	871.81	880.52	889.33
少数股东权益	0.70	0.75	0.76	0.77
负债和所有者权益合计	3049.31	3381.22	3420.69	3469.15

资料来源：公司公告、万联证券研究所

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	113.22	168.32	198.73	237.69
手续费及佣金净收入	64.48	68.29	79.69	87.99
经纪业务净收入	31.54	42.63	51.49	57.18
投行业务净收入	14.46	12.93	14.22	15.65
资管业务净收入	12.02	12.73	13.98	15.17
利息净收入	18.46	20.30	37.33	64.88
投资收益	36.80	85.33	86.18	87.04
公允价值变动收益	-6.42	-14.89	-15.04	-15.19
汇兑收益	-0.75	0.11	-0.41	-0.19
其他收益	0.41	0.17	0.15	0.17
其他业务收入	0.24	9.02	10.82	12.99
营业支出	58.81	79.50	93.80	112.13
营业税金及附加	0.88	0.89	1.05	1.26
业务及管理费	56.65	72.38	85.45	102.21
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	1.21	0.34	0.34	0.35
其他业务成本	0.03	5.89	6.96	8.32
营业利润	54.41	88.82	104.92	125.56
营业外收入	0.20	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.13	1.31	1.55	1.85
利润总额	54.47	87.51	103.38	123.71
所得税费用	10.01	16.08	19.00	22.74
净利润	44.46	71.43	84.38	100.97
少数股东损益	0.21	0.34	0.40	0.48
归母股东净利润	44.25	71.09	83.97	100.49
其他综合收益	1.87	0.76	1.04	2.25
综合收益总额	46.33	71.84	85.01	102.73

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增速(%)	-15.21	48.68	18.06	19.61
归母净利润增速(%)	-23.52	60.65	18.13	19.67
收入结构				
经纪业务(%)	27.86	25.33	25.91	24.06
投行业务(%)	12.78	7.68	7.16	6.58
资管业务(%)	10.62	7.56	7.03	6.38
自营业务(%)	26.83	41.85	35.80	30.23
融资业务(%)	16.31	12.06	18.78	27.30
其他业务(%)	5.61	5.52	5.32	5.45
获利能力				
代理买卖手续费率	0.04	0.04	0.04	0.04
自营投资收益率(%)	2.94	7.00	7.00	7.00
杠杆倍数	3.65	3.33	3.31	3.28
ROE(%)	5.50	7.24	8.42	9.84
每股指标				
EPS(元)	0.54	1.07	1.26	1.51
BPS(元)	12.06	14.73	14.96	15.32
PE	24.81	15.17	12.84	10.73
PB	1.11	1.10	1.08	1.06

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

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。

免责声明

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。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场