

2020年08月30日

招商证券（600999.SH）

公司快报

投资业务稍显低迷、但不改稳健底色

投资要点

- ◆ **事件：**公司发布 H120 财报，营收 114.99 亿元、同比+34.64%，归母净利润 43.34 亿元、同比+23.73%；Q2 营收 66.12 亿元、同比+69.79%、环比+35.32%，归母净利润 25.36 亿元、同比+84.36%、环比+41.10%。加权平均 ROE 同比+84bp 至 5.45%。公司大宗商品业务发展（收入同比+350%），导致整体盈利能力有所减弱。
- ◆ **投行暂时承压、经纪转型财富管理依旧亮眼：**【投行】投行业务略显低迷，承销额市场份额同比-189bp 至 3.10%，行业第 9。其中 IPO/债券承销同比-325bp/-240bp，但 IPO 承销额同比+29%，由此带动投行收入同比+19.40%，占营收比 6.77%。期末 IPO 在会审核 33 家、行业第 7，项目储备丰富有望释放业绩。【经纪】代理买卖证券市场份额 4.81%，提升 4 名至行业第 3。向财富管理转型中建立高净值客户服务体系，期末高净值客户数同比+37%，代销金融产品净收入同比+127%，代销理财产品规模达 5018 亿元。整体经纪业务收入同比+34.20%，占营收比 25.33%。
【资管】Q2 私募主动管理资产月均规模较 2019 年月均同比+71%，排名维持行业第四。在去通道、转主动下，H120 资管业务收入同比+3.70%，占营收比 4.57%。
- ◆ **投资转好提振业绩，两融业务持续活跃：**【投资】相较于 Q1 同比-47%，Q2 在市场转暖下投资收入同比+112%，H120 同比+3.26%，占营收比 26.94%。全资子公司招商致远在疫情影响下非 IPO 退出明显受阻，拖累营收同比-81%至 0.81 亿元、归母净利润同比-88%至 0.33 亿元。【信用】自有资金及客户资金扩张带来利息收入增加，同时两融业务在股市回暖下持续活跃，带来利息收入同比+18%；此外信用负债成本被融资利率下降部分抵消，综合影响利息净收入同比+38.18%。股质待回购余额较年初-5.6%，压缩节奏放缓，整体履约保障比例 345%，风险缓释。
- ◆ **投资建议：**公司经营稳健、唯二连续 13 年评得 AA 级。背靠招商局，强化协同效应与机构业务发展，PB 业务先发优势明显，配股进一步增强资本实力。目前对应 2020EP/B2.33x，鉴于目前市场高景气度，维持买入-A 建议。
- ◆ **风险提示：**宏观经济波动影响市场风险偏好及交投活跃度、监管政策变化

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	11322	18708	23851	26482	29013
同比增长（%）	-15.21%	65.24%	27.49%	11.03%	9.56%
归母净利润（百万元）	4425	7282	8840	9864	10802
同比增长（%）	-23.52%	64.57%	21.39%	11.58%	9.50%
ROE（%）	5.58%	9.51%	9.75%	9.91%	10.17%
EPS（元）	0.66	1.09	1.02	1.13	1.24
BVPS（元）	9.81	10.46	9.36	10.09	10.88
PE	32.94	20.02	21.41	19.18	17.52
PB	2.22	2.08	2.33	2.16	2.00

非银行金融 | 证券 III

投资评级

买入-A(维持)

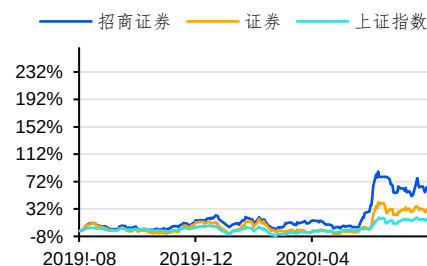
股价(2020-08-28)

21.76 元

交易数据

总市值（百万元）	189,236.42
流通市值（百万元）	161,502.83
总股本（百万股）	8,696.53
流通股本（百万股）	7,422.01
12 个月价格区间	0.00/31.39 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.86	34.99	42.52
绝对收益	-0.55	54.32	60.26

分析师

 崔晓雁
 SAC 执业证书编号：S0910519020001
 021-20377098

报告联系人

 范清林
 fanqinglin1@huajinsc.cn
 021-20377065

相关报告

招商证券：经纪表现亮眼、投资收入下滑拖累业绩 2020-04-29

招商证券：自营贡献最大业绩弹性、PB 业务优势持续巩固 2020-03-30

资料来源: wind, 华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表（百万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	47,434	61,928	74,313	81,745	85,832
现金及存放央行款项					
结算备付金	13,796	12,472	15,590	17,928	20,617
发放贷款和垫款					
存放同业款项					
融出资金	42,976	55,225	60,747	63,784	66,974
交易性金融资产	100,125	138,146	165,775	182,353	200,588
衍生金融资产	1,150	1,806	1,896	1,991	2,090
买入返售金融资产	33,044	35,680	39,248	41,210	43,271
存出保证金	1,431	4,781	5,020	5,271	5,534
长期股权投资	8,288	8,834	9,540	10,303	11,128
固定资产	1,547	1,474	1,622	1,784	1,962
无形资产	451	437	458	481	505
资产总计	304,931	381,772	450,373	486,291	521,682
向中央银行借款					
同业及其他金融机构存放款项					
应付短期融资款	34,850	33,099	34,754	36,491	38,316
吸收存款					
拆入资金	3,519	7,013	10,520	11,046	11,598
交易性金融负债	9,529	10,076	15,115	12,092	16,928
衍生金融负债	1,306	2,183	3,792	2,986	3,136
卖出回购金融资产款	61,268	97,707	112,363	123,599	129,779
代理买卖证券款	48,912	61,724	74,069	85,179	93,697
应付债券	53,419	65,992	75,890	83,479	87,653
长期借款	1,380	1,414	1,414	1,414	1,414
负债总计	224,138	296,644	353,587	383,145	411,645
所有者权益合计	80,792	85,128	96,786	103,147	110,037

利润表（百万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	11,322	18,708	23,851	26,482	29,013
手续费及佣金净收入	6,448	7,436	7,649	8,479	9,327
其中：代理买卖证券业务净收入	3,154	3,993	3,745	4,120	4,531
证券承销业务净收入	1,446	1,813	1,822	2,096	2,305
受托客户资产管理业务净收入	1,202	1,042	1,300	1,404	1,544
利息净收入	1,846	1,895	2,466	2,690	2,861
投资净收益	3,038	7,042	9,283	10,414	11,437
营业支出	5,881	9,914	12,476	13,791	15,119
税金及附加	88	94	130	130	130
管理费用	5,665	7,537	7,871	8,739	9,574
营业利润	5,441	8,794	11,375	12,690	13,894
加：营业外收入	20	16			
减：营业外支出	13	37			
利润总额	5,447	8,774	11,375	12,690	13,894
减：所得税	1,001	1,460	2,503	2,792	3,057
净利润	4,446	7,313	8,873	9,899	10,837
减：少数股东损益	21	31	32	34	36
归属于母公司所有者的净利润	4,425	7,282	8,840	9,864	10,802

财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润率	39%	39%	37%	37%	37%
ROA	1.51%	2.13%	2.13%	2.11%	2.15%
ROE	5.58%	9.51%	9.75%	9.91%	10.17%
EPS(元)	0.66	1.09	1.02	1.13	1.24
BVPS(元)	9.81	10.46	9.36	10.09	10.88
PE(X)	32.94	20.02	21.41	19.18	17.52
PB(X)	2.22	2.08	2.33	2.16	2.00

资料来源：wind，华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

崔晓雁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn