

证券研究报告

公司研究——事项点评

招商证券（600999.SH）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2020.08.05

王舫朝 非银金融首席分析师

执业编号：S1500519120002

联系电话：(010) 83326877

邮箱：wangfangzhao@cindasc.com

相关研究

《招商证券（600999.SH）投行与机构业务并举，“大招商”蓄势待发》2020.08

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

投行+投资发展步伐稳健，机构服务实力优势巩固

2020年08月29日

事件：招商证券公布 2020 年半年报，实现营业收入 114.99 亿元，同比+34.64%。实现归母净利润 43.32 亿元，同比+23.22%。每股收益 0.50 元，同比+27.09%。加权平均 ROE 为 5.45%，同比增加 0.84pct。公司坚持稳健经营，投行与投资业务发展步伐稳健，机构服务实力优势明显，盈利能力行业领先。

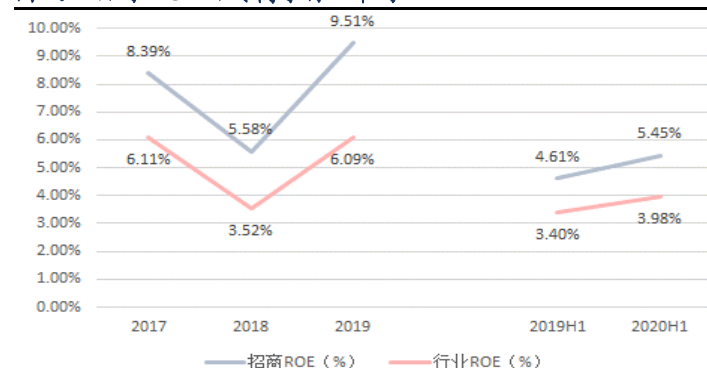
点评：

- **经纪业务市占率提升，财富管理转型有序推进。**受益于交易量放量，公司经纪业务收入提升，股基交易量市场份额从 2019 年 H1 的 4.14% 提升至 4.20%，代理买卖证券业务净收入 29.13 亿元，同比+34%，行业排名从去年同期的第 7 位提升至第 3 位。公司持续推进特色化、差异化财富管理转型，在开展好传统渠道营销的同时积极开展互联网渠道营销，推广“智远一户通 APP”，打造“招商证券财富+”社交模式，上半年 APP 月活用户 378.63 万户，较 2019 年末增长 25.3%。公司优化“智远理财”财富管理计划，提供多元配置服务，优化客户结构，公司高净值客户人数同比增长 36.98%，代销金融产品规模 5017.73 亿元，同比增长 8.09%，代理销售金融产品净收入 1.89 亿元，同比增长 126.71%。
- **投行+投资发展步伐稳健。**2020 年上半年公司投行净收入 12.61 亿元，同比+108.8%，主要受益于资本市场深化改革持续推进，A 股市场股权融资规模同比大增，公司股权融资主承销 106.69 亿元，同比增 23%，保持行业排名第九；其中 IPO 主承销规模 57.96 亿元，同比增 29.4%；再融资主承销规模 48.73 亿元，同比增 16%。债券承销方面，2020 年上半年，一级市场债券融资规模大幅增长至 18.05 万亿元，同比+34.69%，公司债券承销规模 1500.81 亿元，同比-25%，主要由于行业信贷资产证券化业务规模大幅萎缩-41.78%，公司资产支持证券承销金额 472.42 亿元，行业排名第五。私募股权基金投资方面，在经济下行、投资活动被迫延缓的不利因素影响下，招商致远资本依然在募、投、管、退方面均取得重要进展，募资 30 亿，投向大健康、TMT 及高端制造等行业累计超过 17 亿元，被投企业中 3 家已 IPO 上市、6 家处于辅导或审核金额，退出金额超 16 亿元，投资收率表现优异。
- **金融科技提质增效，机构服务实力行业领先。**2020 上半年，公司推广“投研宝”小程序，增强机构客户特色投研服务。主经纪商业务方面，公司加强对“Geetek 机构交易服务体系”的投入，提升了全资产投资管理、急速交易及策略交易服务能力，报告期内机构客户股基交易量 1.5 万亿元，同比增长 19.53%。基金托管业务方面，公司坚持向综合金融服务平台转型，利用金融科技提质增效，凭借公司丰富的平台资源打造协同营销体系，截至 2020 年 6 月末，公司托管外包产品规模 24543.93 亿元，较 2019 年末增长 8.10%。公司私募及公募基金托管产品数量连续六年位于行业第一，私募基金托

管产品占同业数量 24.76%，机构服务实力领跑行业。

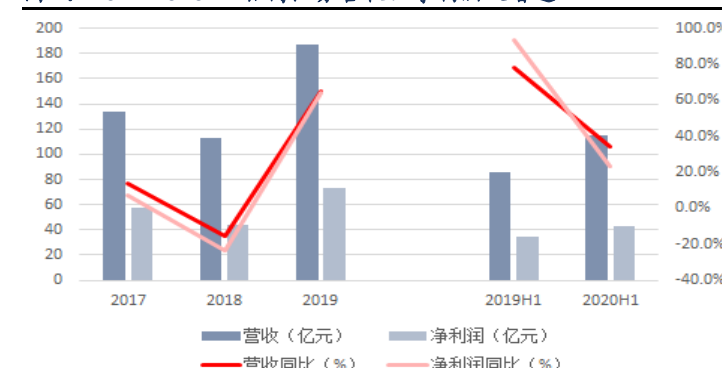
- **投资评级：**公司稳健经营，业务发展均衡，综合实力较强，投行+投资优势明显，符合直接融资占比提升的行业发展趋势。公司具备较强的机构服务能力，在 PB 业务、基金做市业务等细分领域具有领先优势。在资本市场改革持续推进、证券行业集中度加速提升的大背景下，依托公司投行、投资和财富管理等业务方面的领先优势，公司盈利能力有望继续提升，业绩增速将继续优于同业。我们预计 2020-2022E 归母净利润 79.49/101.78/110.35 亿元，对应 BVPS14.25/14.96/15.75 元，给予 2x 目标 P/B，目标价 28.5 元，维持“买入”评级。
- **风险因素：**资本市场大幅波动，导致公司财富管理业务、自营投资业务、资产管理业务等受到干扰和冲击；科创板、创业板注册制审核速度不及预期，导致投行、投资业绩不及预期；公司财富管理转型进度不及预期等。

图 1： 公司 ROE 始终高于行业平均

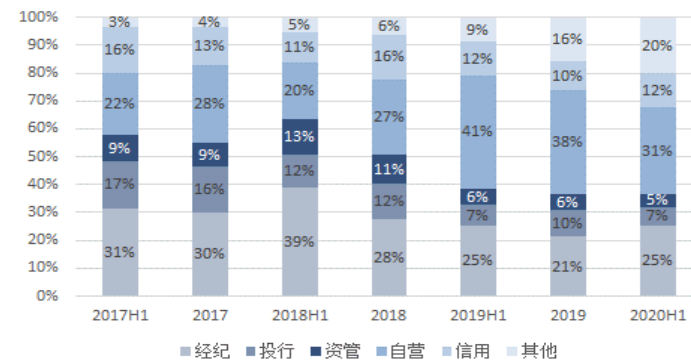


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

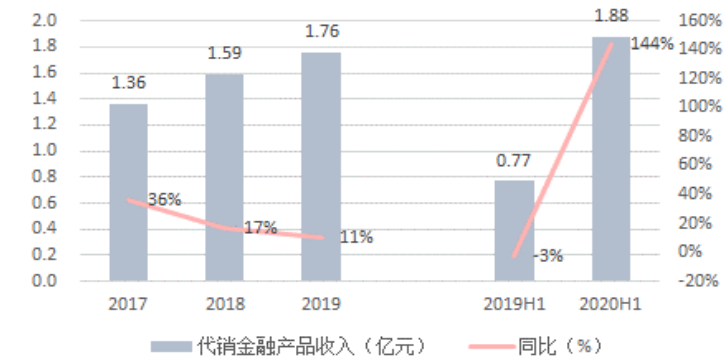
图 2： 2017-2020H1 招商证券营收、净利润及增速



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 3: 公司业务均衡发展


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 3: 2017-2020H1 招商证券代销金融产品收入


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(亿元)	113.22	187.09	196.80	251.88	273.09
增长率 YoY %	-15.20%	65.24%	5.19%	27.99%	8.42%
归属母公司净利润(亿元)	44.51	73.18	79.49	101.78	110.35
增长率 YoY%	-23.30%	64.41%	8.62%	28.04%	8.43%
净资产收益率 ROE%	5.53%	8.79%	7.60%	8.00%	8.25%
EPS(摊薄)(元)	0.66	1.09	0.91	1.17	1.27
市盈率 P/E(倍)	32.94	20.02	23.84	18.62	17.17
市净率 P/B(倍)	1.81	1.71	1.53	1.45	1.38

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2020 年 08 月 29 日收盘价

合并损益表	亿元 RMB			
	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	187.09	196.80	251.88	273.09
手续费净收入	74.36	99.09	106.69	111.22
代理买卖证券业务净收入	39.93	56.46	57.55	57.60
证券承销业务净收入	18.13	24.42	29.26	32.19

资产负债表	亿元 RMB			
	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	619.28	770.79	809.43	849.72
结算备付与保证金	172.53	203.08	306.35	321.58
交易性金融资产	1,381.46	1,489.54	1,606.73	1,686.67
买入返售金融资产	356.80	408.41	502.10	527.08

资产管理业务净收入	10.42	11.28	12.41	13.65
利息净收入	18.95	28.55	33.22	38.85
投资收益及公允价值变动	53.50	68.56	111.30	116.84
其他业务收入	22.27	0.33	0.37	5.81
营业支出	99.10	97.22	124.43	134.91
营业税金及附加	0.94	10.51	13.45	14.58
业务及管理费	75.37	86.59	110.83	120.16
营业利润	87.99	99.58	127.45	138.19
营业外收入	0.16	0.17	0.18	0.19
营业外支出	0.37	0.39	0.41	0.43
利润总额	87.78	99.36	127.22	137.94
所得税	14.60	19.87	25.44	27.59
净利润	73.18	79.49	101.78	110.35
归属母公司所有者净利润	72.82	79.49	101.78	110.35
少数股东损益	0.31	0.00	0.00	0.00
基本 EPS（元，RMB）	1.09	0.91	1.17	1.27

--	--	--	--	--

--	--	--	--	--

--	--	--	--	--

年成长率(%)	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	65.24%	5.19%	27.99%	8.42%
净利润	64.41%	8.62%	28.04%	8.43%
基本 EPS	1.09	0.91	1.17	1.27
盈利能力(%)	2019	2020E	2021E	2022E
营业利润率	47.03%	50.60%	50.60%	50.60%
净利润率	38.92%	40.39%	40.41%	40.41%

可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
其他资产	1,287.65	1,441.76	1,308.49	1,374.17
资产总计	3,817.72	4,313.58	4,533.11	4,759.22
短期借款	31.04	21.73	22.16	22.61
交易性金融负债	100.76	60.46	63.48	66.65
衍生金融负债	21.83	32.75	34.38	36.10
卖出回购金融资产款	977.07	1,025.92	1,077.22	1,131.08
代理买卖证券款	617.24	723.37	768.75	807.19
其他负债	1,218.50	1,207.51	1,263.31	1,323.12
负债合计	2,966.44	3,071.73	3,229.31	3,386.75
股本	66.99	87.10	87.10	87.10
归属母公司所有者权益	850.48	1,241.01	1,302.95	1,371.62
少数股东权益	0.80	0.85	0.86	0.85
所有者权益合计	851.28	1,241.85	1,303.81	1,372.47
负债和股东权益合计	3,817.72	4,313.58	4,533.11	4,759.22

经营指标	2019	2020E	2021E	2022E
总资产收益率(%)	2%	3%	3%	3%
净资产收益率(%)	7%	11%	11%	11%
管理费用率(%)	52%	47%	47%	47%
营业收入/总资产(%)	5%	6%	7%	7%
每股指标	2019	2020E	2021E	2022E
基本 EPS (RMB)	1.09	0.91	1.17	1.27
BVPS	6.22	7.46	8.01	8.59
估值分析	2,019	2020E	2021E	2022E
市盈率 (x)	20.02	23.84	18.62	17.17
市净率(x)	1.71	1.53	1.45	1.38
净资产收益率(%)	8.79%	7.60%	8.00%	8.25%

研究团队简介

王舫朝，硕士，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019 年 11 月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

朱丁宁，硕士，毕业于英国格拉斯哥大学金融专业，曾工作于台湾富邦证券和瑞银证券，于 2020 年 4 月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

王锐，硕士，毕业于美国波士顿大学金融专业，2019 年加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏 冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈 晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。