

# 招商证券 (600999)

证券研究报告  
2021年03月28日

## 财富管理转型效益凸显，推动公司业绩高增长

年报业绩增速符合我们预期。招商证券 2020 年实现营收 243 亿元，同比+29.77%；归母净利润 95 亿元，同比+30.34%；基本每股收益 1.06 元，加权平均净资产收益率 10.85%，较 19 年+1.34pct。期末归属于母公司股东权益 1057 亿元，较 19 年底+24.3%，BPS 为 10.43 元。4Q20 的净利润为 22.2 亿元，环比-24.4%。经纪、投行、资管、自营、利息等传统五大业务收入占比分别为 27.7%/8.8%/4.7%/27.9%/10.7%。

### 经纪与财富管理业务：整合效益凸显，市场份额创新高。

1) 2020 年，招商证券代理买卖业务净收入市场份额为 4.85%，排名由 2019 年的第七名跃升至第二名，创历史新高。期末，公司财富管理客户数达到 45.4 万户，同比+28.5%，财富管理客户资产规模达到 1.37 万亿元，同比+47.3%，高净值客户数达到 2.41 万户，同比+53.7%。公司股基市场份额持续提升，2020 年达到 4.25%，较 19 年提升 0.16pct。2) 资本中介业务结构继续优化。期末，两融余额 831 亿元，同比+62%，其中融券业务规模 62 亿元。股票质押业务（自有资金）余额为 201 亿元，较上年末减少 4.61%。3) 公司托管和外包业务继续领先优势，期末托管外包产品（包含资管子公司的产品）数量 2.63 万只，规模 2.87 万亿元，均同比分别增长 28%。私募基金托管产品数量市场份额达 24%，保持绝对领先优势。

### 投资银行业务：境内再融资规模大幅增长，境外投行完成多个重大项目。

1) 招商证券对重点行业大客户拓展成效明显，再融资业务规模显著提升。通过“羚跃计划”，为投资银行业务打造多渠道合作“生态圈”，进一步丰富 IPO 早期项目储备。2020 年 IPO 承销规模 143 亿元，再融资主承销规模 398 亿元，同比+209%。2) 招证国际 2020 年完成承销金额 64.42 亿美元，YOY+52%，其中 IPO 承销金额 61 亿美元，同比+44.5%。

### 投资及交易：规模驱动自营投资收入增长。

期末，招商证券总资产达到 4997 亿元，较 19 年底增长 31%，杠杆率由 19 年底的 3.77 倍提升至 3.93 倍。公司金融投资规模达到 2274 亿元，较 19 年底增加 18%，而公司自营业务收入为 67.8 亿元，较 19 年底增长 10%，业绩增长主要依靠规模驱动。

**投资建议：公司代理买卖业务净收入市场份额跃升至历史新高，财富管理与机构业务整合效益凸显。2020 年净资产首次突破千亿元，将助力公司资本中介业务和自营投资业务，未来业绩增长可期待。**基于我们上调公司未来经纪等业务市场份额假设，我们将公司 2021-2022 年的业绩由 110.7/123.1 亿元上调至 111.5/125.7 亿元，同比增长 17.46%/12.77%。公司当前股价对应 2021E 为 1.54 倍 PB，维持“增持”评级。

**风险提示：市场波动风险，资本市场改革进度不及预期，信用风险**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	18,708.37	24,277.67	27,377.20	30,729.23	33,905.85
增长率 (%)	-15.21	29.77	12.77	12.24	10.34
净利润 (百万元)	7,282.38	9,491.64	11,148.72	12,572.25	13,978.57
增长率 (%)	-23.52	30.34	17.46	12.77	11.19
净利润率	38.93%	39.10%	40.72%	40.91%	41.23%
净资产收益率	8.56%	8.98%	9.97%	10.54%	10.96%
市盈率 (倍)	23.72	18.20	15.49	13.74	12.36
市净率 (倍)	2.24	1.90	1.54	1.45	1.35
每股净利润 (元/股)	1.09	1.09	1.28	1.45	1.61
每股净资产 (元/股)	8.85	10.43	12.86	13.71	14.67

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	19.86 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	7,422.01
流通 A 股股本(百万股)	7,422.01
A 股总市值(百万元)	147,401.02
流通 A 股市值(百万元)	147,401.02
每股净资产(元)	10.43
资产负债率(%)	78.82
一年内最高/最低(元)	31.39/16.60

### 作者

<b>夏昌盛</b>	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518110003	
xiachangsheng@tfzq.com	
<b>罗钻辉</b>	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518060005	
luozuanhui@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《招商证券-公司定期报告点评:20Q3 业绩增速超预期，财富管理转型成效显著》 2020-10-30
- 2 《招商证券-公司定期报告点评:零售业务市场份额提升，配股助力业务转型》 2020-09-03
- 3 《招商证券-公司定期报告点评:自营投资大幅改善，配股与员工持股拓宽发展空间》 2020-03-28

表 1：招商证券 2020 年实现营业收入 242.8 亿元，归母净利润 94.9 亿元（单位：亿元）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
营业收入	60.9	110.0	252.9	117.0	133.5	113.2	187.1	242.8
代理买卖证券业务净收入	29.9	43.6	124.4	47.2	40.4	31.5	39.9	67.2
证券承销业务净收入	4.3	13.6	25.7	21.5	22.0	14.5	18.1	21.5
受托客户资产管理业务净收入	2.4	4.3	11.4	11.4	11.5	12.0	10.4	11.4
利息净收入	8.4	19.1	26.2	9.0	18.0	18.5	19.0	26.0
投资收益+公允变动	12.6	25.4	56.8	14.0	28.8	21.2	61.6	67.8
其他收入	0.1	0.3	0.3	0.4	0.4	0.2	22.3	48.9
营业成本	34.3	60.4	117.2	53.1	62.5	58.8	99.1	129.8
管理成本（业务及管理费）	30.7	47.8	98.2	48.3	61.1	56.7	75.4	96.7
利润总额	26.5	49.7	136.3	64.5	71.1	54.5	87.7	113.1
所得税	4.1	10.9	27.1	10.4	13.0	10.0	14.6	18.1
归母净利润	22.3	38.5	109.1	54.0	57.9	44.3	72.8	94.9

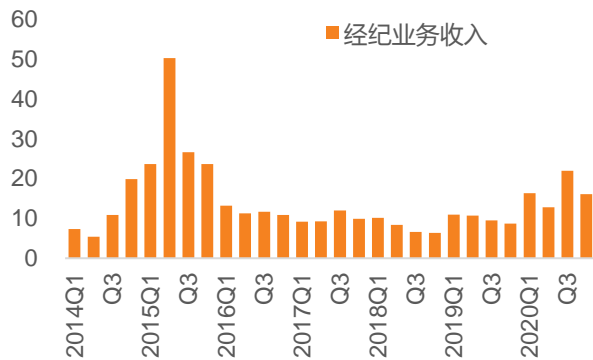
资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 2：招商证券营收结构（2013-2020）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
经纪业务	49.0%	39.7%	49.2%	40.4%	30.2%	27.9%	21.3%	27.7%
投资银行业务	7.1%	12.3%	10.1%	18.4%	16.5%	12.8%	9.7%	8.8%
资产管理业务	3.9%	3.9%	4.5%	9.8%	8.6%	10.6%	5.6%	4.7%
利息净收入	13.7%	17.4%	10.4%	7.7%	13.5%	16.3%	10.1%	10.7%
投资收益	20.6%	23.1%	22.5%	11.9%	21.5%	18.7%	32.9%	27.9%
其他收入	0.2%	0.3%	0.1%	0.4%	0.3%	0.2%	11.9%	20.1%

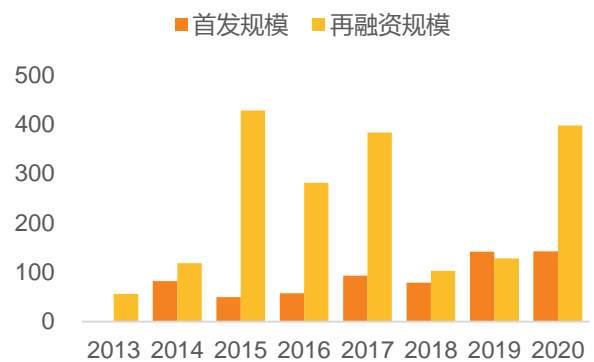
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 1：招商证券经纪业务收入情况（单位：亿元）



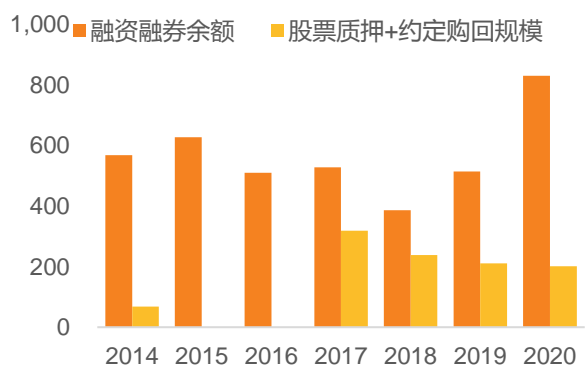
资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：招商证券股权承销保荐业务情况（单位：亿元）



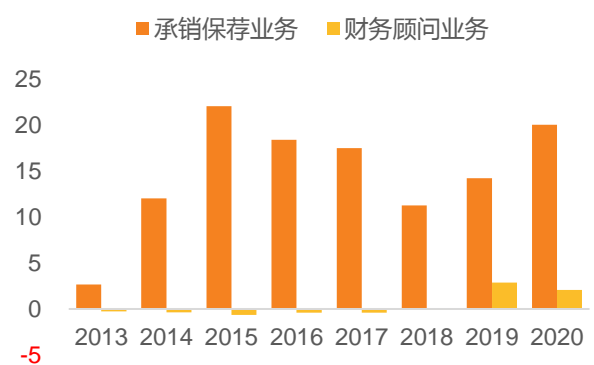
资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：招商证券资本中介业务情况（单位：亿元）



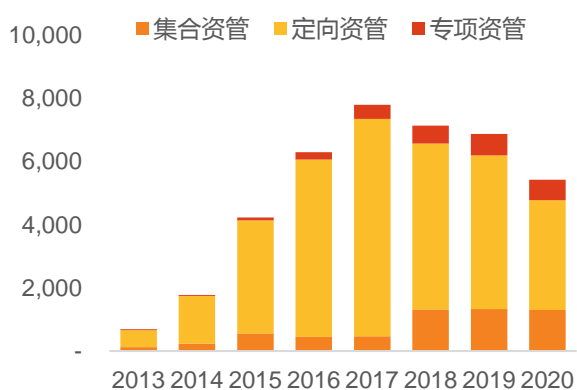
资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：招商证券投资银行业务收入情况（单位：亿元）



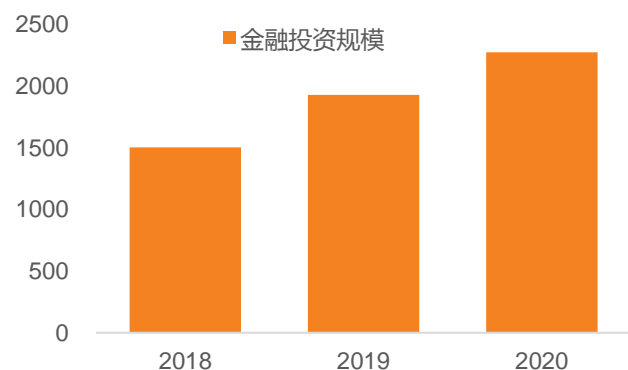
资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：招商证券资管业务结构（单位：亿元）



资料来源：wind，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：wind，天风证券研究所，自营金融资产净值=交易性金融资产+其他债权投资+债权投资+其他权益工具投资

## 财务预测摘要

单位: 百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	61,927.74	82,838.59	93,379.22	101,509.80	108,618.38	营业收入	18,708.37	24,277.67	27,377.20	30,729.23	33,905.85
其中: 客户资金存款	53,040.32	70,270.83	80,811.45	87,276.37	91,640.18	<b>手续费及佣金净收入</b>					
结算备付金	12,471.62	22,529.34	23,055.66	26,197.38	28,445.28	其中: 代理买卖证券业务净收入	3,992.93	6,718.73	7,082.49	7,879.38	8,255.77
其中: 客户备付金	8,125.25	13,978.56	14,504.88	16,513.32	16,893.76	证券承销业务净收入	1,812.95	2,145.88	2,239.32	2,477.40	2,732.13
融出资金	55,224.62	81,754.35	90,067.95	103,785.39	114,302.09	资产管理业务净收入	1,042.27	1,143.34	1,153.93	1,256.84	1,353.67
交易性金融资产	138,146.07	173,595.06	217,496.82	254,142.56	303,151.06	利息净收入	1,895.19	2,598.91	3,328.21	3,626.71	3,167.69
衍生金融资产	1,805.82	1,726.34	1,726.34	1,955.14	2,332.17	投资净收益	7,041.68	7,825.85	8,382.57	9,779.15	12,115.86
买入返售金融资产	35,679.82	52,260.33	53,266.08	54,322.11	55,430.95	其他业务收入	2,923.35	3,844.95	5,190.69	5,709.76	6,280.73
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业支出	9,914.22	12,974.54	14,092.30	15,741.39	17,250.28
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金及附加	94.36	140.49	197.83	222.05	245.00
长期股权投资	8,833.59	9,508.15	9,508.15	10,768.31	12,844.86	管理费用	7,537.47	9,672.02	9,398.25	10,657.61	11,750.02
应收利息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	92.03	155.58	136.89	153.65	169.53
存出保证金	4,780.89	9,067.23	10,427.32	11,261.50	11,824.58	其他业务成本	2,186.80	3,006.44	4,359.34	4,708.09	5,084.73
固定资产	1,474.16	1,507.88	1,507.88	1,707.73	2,037.05	营业利润	8,794.15	11,303.13	13,284.90	14,987.83	16,655.57
无形资产	436.57	429.72	429.72	486.68	580.53	加: 营业外收入	16.33	15.00	29.60	26.34	28.89
其他资产	5,477.38	8,916.68	8,916.68	9,972.79	11,521.88	减: 营业外支出	36.84	9.25	31.29	34.89	29.62
<b>总资产</b>	<b>381,771.89</b>	<b>499,726.68</b>	<b>558,914.95</b>	<b>645,732.34</b>	<b>748,143.00</b>	利润总额	8,773.64	11,308.87	13,283.21	14,979.28	16,654.84
短期借款	3,103.67	3,290.30	3,619.32	3,981.26	4,379.38	减: 所得税	1,460.35	1,805.00	2,120.13	2,390.83	2,658.27
拆入资金	7,013.20	11,002.76	13,203.31	15,843.98	19,012.77	净利润	7,313.28	9,503.87	11,163.08	12,588.45	13,996.57
交易性金融负债	10,076.39	13,942.05	14,081.47	14,222.29	14,364.51	减: 少数股东损益	30.90	12.23	14.36	16.20	18.01
衍生金融负债	2,183.22	3,071.80	3,436.29	3,844.02	4,300.13	归属于母公司所有者的净利润	7,282.38	9,491.64	11,148.72	12,572.25	13,978.57
卖出回购金融资产款	97,706.69	119,258.20	155,035.65	201,546.35	262,010.26	<b>基本比率和每股指标</b>					
代理买卖证券款	61,724.22	85,441.24	98,257.43	106,118.02	111,423.93	净利率	38.93%	39.10%	40.72%	40.91%	41.23%
代理承销证券款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产收益率	1.91%	1.90%	1.99%	1.95%	1.87%
应付职工薪酬	5,567.92	7,155.20	6,952.67	7,884.32	8,692.47	净资产收益率	8.56%	8.98%	9.97%	10.54%	10.96%
应付债券	65,991.50	92,980.63	106,927.72	122,966.88	141,411.91	市盈率 (倍)	23.72	18.20	15.49	13.74	12.36
长期借款	1,413.61	671.36	704.92	740.17	777.18	市净率 (倍)	2.24	1.90	1.54	1.45	1.35
<b>总负债</b>	<b>296,644.04</b>	<b>393,901.97</b>	<b>446,982.22</b>	<b>526,363.89</b>	<b>620,464.93</b>	每股净利润 (元/股)	1.09	1.09	1.28	1.45	1.61
总股本	6,699.41	8,696.53	8,696.53	8,696.53	8,696.53	每股净资产 (元/股)	8.85	10.43	12.86	13.71	14.67
<b>所有者权益合计</b>	<b>85,127.85</b>	<b>105,824.71</b>	<b>111,932.73</b>	<b>119,368.45</b>	<b>127,678.07</b>						
少数股东权益	79.53	87.91	92.98	99.16	106.06						
归属于母公司所有者权益合计	85,048.32	105,736.80	111,839.75	119,269.30	127,572.01						

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