

证券研究报告—动态报告/海外公司快评

招商证券 (06099)

重大事件快评

2020年07月05日

稳步转型，拓展发展空间

证券分析师：李锦儿 021-60933164
 证券分析师：王剑 021-60875165
 证券分析师：戴丹苗 075581982379

lijiner@guosen.com.cn
 wangjian@guosen.com.cn
 daidanmiao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518070003
 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518070002
 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520040003

n

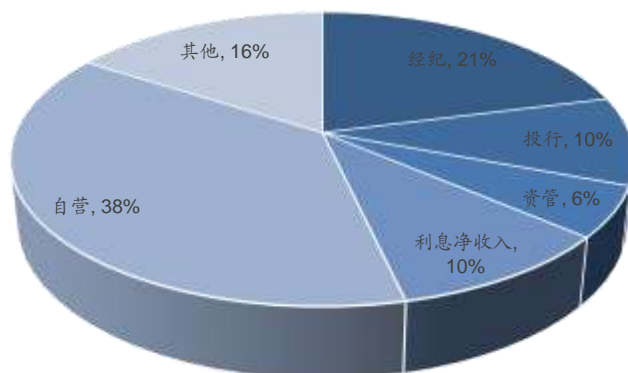
评论：

■ 业务均衡，发展基础稳固

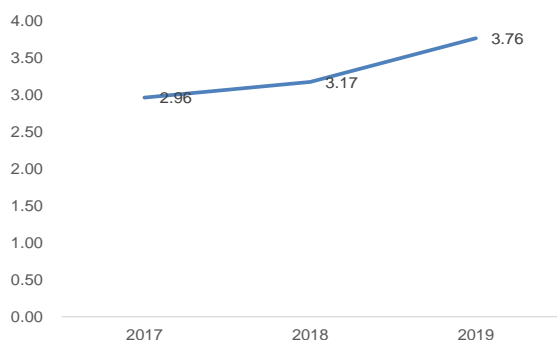
公司资本实力雄厚，2019年末净资产排名行业第6。公司风控制度完善，连续12年获得证监会A类AA级评级。2019年，公司经纪、投行、资管、利息净收入、自营占比分别为21%、10%、6%、10%、38%。根据证券业协会统计，公司代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）排名第7，融资融券利息收入排名第6，股票质押利息收入排名第7，投资银行业务净收入排名第6，代理销售金融产品净收入排名第8，资管月均规模排名第4，股票主承销金额排名第7，债券主承销金额排名第5。

公司杠杆倍数从2018年末的3.2倍左右增长到2019年末的3.8倍，净资产收益率从2018年的5.58%提升至2019年的9.51%。预计随着行情回升，各业务模块用资增加，带动杠杆与ROE提升。

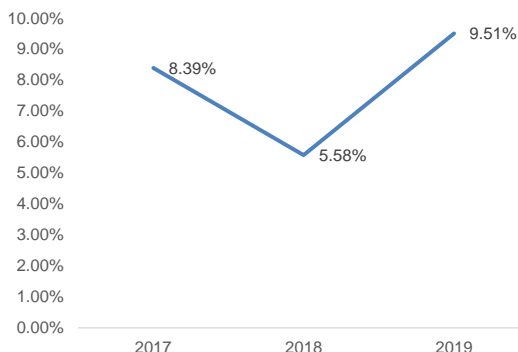
图 1：2019 年公司业务结构



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司历年杠杆倍数


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：公司历年 ROE


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

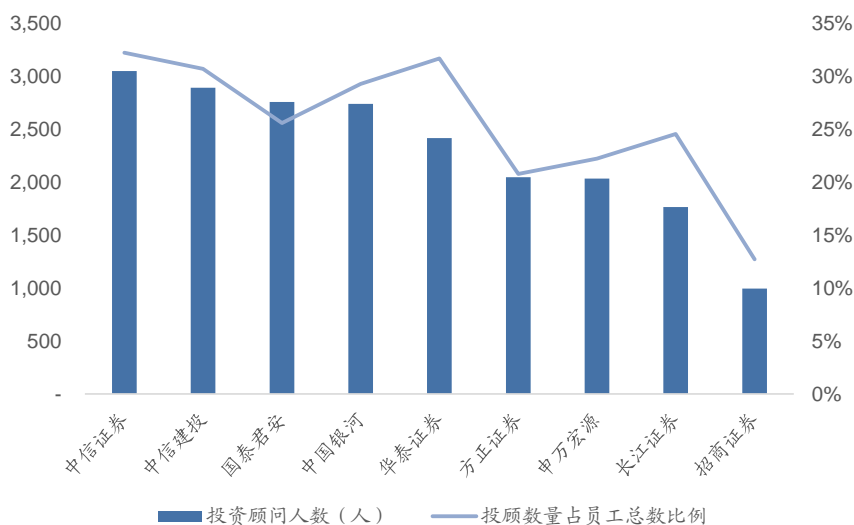
■ 投行业务是未来业绩增长的重要驱动力

业绩增长由单引擎向双引擎转型。单引擎即经纪业务，双引擎即“经纪业务+投行业务”。对于公司而言，未来五年投行业务会成为更重要的驱动力。投行业务的发展向前端和后端去延伸，前端是“羚跃计划”，后端是科创板跟投。目前，公司 IPO、再融资、并购重组在会审核项目数量排名行业前列。下半年在创业板注册制、再融资新规等推动下，预计投行业务将迎来新一轮增长。

■ 推进财富管理转型

公司代理买卖收入稳定性强，且代理买卖收入的市场份额高于交易额的市场份额，主要由于财富管理提供的增值服务可以提高代理买卖收入的稳定性。公司以客户为中心，以金融科技与大数据为核心驱动力，丰富智远一户通 App 多项核心服务场景，推出“智能家族”系列，深化大数据投后分析。

公司稳步推进经纪业务向财富管理转型，在满足客户交易需求及投资需求的基础上，通过提供资产配置服务，优化客户资产结构，减少因市场周期带来的资产波动，实现客户资产稳定增长，稳定公司收入来源。财富管理从卖方模式向买方模式转型，公司正积极布局，优化产品引入和定制效率，提升智远一户通 APP 理财栏目的客户体验，加大分支机构营销推广，完善产品售后服务支持，逐步打造特色化的财富管理新模式。2019 年，公司代销金融产品规模达 8,346.85 亿元，同比增长 10.68%。

图 4： 各券商投资顾问人数及占员工总数比例


资料来源：证券业协会、国信证券经济研究所整理

■ 股权投资业务有望上一个台阶

公司将推进形成短期投资和中长期投资相结合的布局。公司拟通过配股方式募集不超过 150 亿元，预计随着配股资金到位，另类子公司进一步增资，此外借助招商局集团股东背景优势，公司股权投资收入增长确定性高。公司股权投资业务主要投向“中国制造 2025”前端领域（“中国制造 2025”的行业范围和科创板六大行业基本重合），股权投资业务有望上一个台阶。

■ 盈利能力和综合竞争力进一步增强

公司稳步推进财富管理转型，股权投资业务空间巨大，投行业务有望实现较快增长，盈利能力和综合竞争力进一步增强。2020 年 3 月，公司员工持股计划正式落地实施，这有利于推动公司股票市场价格与公司长期内在价值相匹配。预计公司 2020-2022 年归母净利润 92.0/114.4/137.9 亿元（同比 26%/24%/20%），摊薄 EPS 为 1.37/1.71/2.06 元，当前股价对应动态 PE 分别为 7/6/5 倍。目前公司估值为 0.7 倍，安全边际高，首次覆盖给予“买入”评级。

■ 风险提示

市场下跌对券商业绩与估值修复带来不确定性；金融监管趋严；市场竞争加剧；创新推进不及预期等。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (亿元)					利润表 (亿元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
资产总计	3,262.76	3,458.52	3,666.04	3,666.04	营业收入	187.08	225.04	279.93	337.33
货币资金	619.28	681.21	749.33	824.26	手续费及佣金净收入	74.36	90.38	111.15	135.35
融出资金	552.25	662.70	795.24	954.29	经纪业务净收入	39.93	49.91	62.39	77.99
交易性金融资产	1,381.46	1,795.90	2,334.67	3,035.07	投行业务净收入	18.13	23.57	29.46	35.35
买入返售金融资产	356.80	378.21	400.90	424.95	资管业务净收入	10.42	11.46	12.61	13.87
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	利息净收入	18.95	20.85	22.93	25.22
负债合计	2,966.44	2,371.31	2,508.52	2,508.52	投资收益	70.42	91.55	123.59	154.48
卖出回购金融资产款	977.07	2,525.33	2,525.33	2,525.33	其他收入	22.27	22.27	22.27	22.27
代理买卖证券款	617.24	493.41	521.96	521.96	营业支出	99.14	112.52	139.97	168.66
应付债券	659.92	527.53	558.05	558.05	营业外收支	0.16	0.16	0.16	0.16
所有者权益合计	807.92	1,023.76	1,072.52	1,128.41	利润总额	87.74	112.68	140.13	168.82
其他综合收益	8.21	13.96	23.73	40.34	所得税费用	14.60	20.28	25.22	30.39
少数股东权益	0.80	0.86	0.93	1.03	少数股东损益	0.31	0.39	0.49	0.59
归属于母公司所有者权益合计	850.48	910.14	992.28	1,095.76	归属于母公司净利润	76.33	92.01	114.42	137.85
每股净资产(元)	10.46	11.48	12.79	14.42					
总股本(亿股)	66.99	66.99	66.99	66.99					

关键财务与估值指标				
	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.97	1.37	1.71	2.06
每股红利				
每股净资产	10.46	11.48	12.79	14.42
ROIC				
ROE	8.59%	10.04%	11.40%	12.39%
收入增长	65%	20%	24%	21%
净利润增长率	64%	26%	24%	20%
资产负债率	78%	69%	68%	68%
P/E	10.25	7.24	5.82	4.83
P/B	0.95	0.72	0.66	0.60
EV/EBITDA				

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032